

بوكساني رشيد
كلية العلوم الاقتصادية
جامعة بومرداس

واقع أسواق الأوراق المالية
في
الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليها

واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليها

المقدمة:

تأثرت أسواق الأوراق المالية الناشئة تأثراً واضحاً بالعولمة وبالتكامل السريع اللذين تميزت بهما الأسواق العالمية في الآونة الأخيرة.

كما كانت هاتان الظاهرتان قوة دفع لعملية التغيير التي شهدتها تلك الأسواق، فبتوسع نطاق العولمة، اندفعت كبار المؤسسات الاستثمارية باتجاه الاستثمارات الحافظة المالية والمشاركة في رأس المال سواء على المستوى القاري أو المستوى العالمي.

وقد بادرت الأسواق المالية الناشئة وأسواق رأس المال إلى مواكبة هذا التحول العالمي من خلال الانخراط في عملية تغيير متلاحق بهدف ترسيخ مركزها المالي والتصدي للتحديات التي ولدتها العولمة.

وينطبق الأمر نفسه على البورصات الناشئة، باعتبارها جزءاً متمماً للنظام المالي العالمي، إذ شهدت بدورها تعديلات في بنيتها وتحالفات مع بعضها البعض، وتكون هذه التحالفات في شكل اندماج أو اتحادات مختلفة المستويات في أحيان أخرى.

ومما تجدر الإشارة إليه أن شكل التغيير وقوته وسرعته وحجمه هي كلها أمور تعكس مستوى التقدم والتنظيم الذي تتمتع به أسواق الأوراق المالية الناشئة من جهة ومستوى أداء اقتصاديات بلدانها من جهة أخرى.

وسوف نحاول في هذه الورقة البحث في واقع الأسواق المالية في الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليها من خلال العناصر الآتية:

- ماهية أسواق الأوراق المالية.
- الأسواق المالية الناشئة: مفهومها، مراحل تطورها، وخصائصها.
- آثار العولمة المالية على أسواق المالية الناشئة.

1- ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية قناة تعمل على تسهيل عملية انتقال فوائض بعض الأعيان الاقتصادية والتي تزيد عن حاجتهم الشخصية لفترة ما نحو البعض الآخر من الأعيان الاقتصاديين التي تبحث عن الأموال الكافية لتغطية عجزها، هذه الحاجة تدفع هذه الفئة إلى اللجوء إلى سوق الأموال اللازمة لسد هذه الحاجة، وبالتالي تعتبر سوق

الأوراق المالية قناة فعالة للتمويل المباشر ولهذا سنحاول البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية، وأقسامها، وأدواتها. ودورها في التنمية الاقتصادية.

1-1 مفهوم سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية عدة مفاهيم نذكر منها :

المفهوم الأول: المقصود بسوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من الأسهم والسندات، والأسواق المالية قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فتتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره، ويتصل بعضهم ببعض بواسطة أجهزة الاتصال، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتمتع بوجود مستثمرين أجانب وتداول الأوراق المالية للمنشآت وهيئات من دول أجنبية.⁽¹⁾

المفهوم الثاني: سوق رأس المال هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال.⁽²⁾

المفهوم الثالث: هو المكان والميكانيكية التي من خلالها تتداول الأصول المالية طويلة الأجل، ويأتي عرض هذه الأموال من جانب أولئك الذين يريدون توظيف أموالهم لأجل طويل أما طلب هذه الأموال فيأتي من قبل أولئك الذين يريدون استخدامها في الاستثمارات طويلة الأجل.⁽³⁾

وعليه يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بالمكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال ، وهو بالتالي فضاء تلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوو العجز المالي مع الأعوان الاقتصاديون ذوو الفائض المالي.

1-2 أقسام سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية على أساس نوع الورقة المالية التي يتم تداولها يبعاً وشراء، مثل سوق الأسهم العادية وسوق الأسهم الممتازة وسوق السندات، إلا أن التقسيم الموسع لهذه السوق يعتمد على نوع الإصدار أي هل الورقة المالية تصدر لأول مرة أو سبق إصدارها من قبل وهي في حيازة المستثمرين.⁽⁴⁾

أولاً: الأسواق الأولية

ويمكن تعريفها كما يلي:

المفهوم الأول: يتم طرح الأوراق المالية المصدرة لأول مرة في الأسواق الأولية، وقد يكون مصدر هذه الأوراق شركة جديدة تماما، أو شركة تعمل في مجال معين لعدد من السنوات، وقد تكون الأوراق المالية المصدرة جديدة من وجهة نظر المنشأة المصدرة مثل قيام إحدى الشركات المساهمة بإصدار لأول مرة، أو قد تكون هذه الأوراق المالية كميات إضافية لنوع معين من الأوراق المالية سبق إصدارها من قبل، مثل قيام إحدى الشركات المساهمة بزيادة رأس المال المصدر عن طريق إصدار أسهم جديدة في حدود رأس المال المرخص به. ويترتب على هذه الإصدارات توفير أموال إضافية للجهة المصدرة وذلك خلافا لما يوجد في السوق الثانوية، حيث يتم تداول الأوراق المالية بين المستثمرين، دون دخول مصدر هذه الأوراق ضمن أطراف عملية التداول.⁽⁵⁾

المفهوم الثاني: السوق الأولية هي السوق التي يتم فيها بيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم الحكومة أو شركات قطاع الأعمال بطرح السندات أو بيع أسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمارات. الثابتة.⁽⁶⁾ ومن المفاهيم السابقة يمكن أن نستنتج أن سوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية الجديدة لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل الاحتياجات المالية، وهنا نلاحظ أن عائد الورقة المالية يذهب مباشرة إلى مصدرها أي الشركة.

ثانيا: السوق الثانوية

يمكن تعريف السوق الثانوية كما يلي:

المفهوم الأول: وهي السوق التي يتم فيها تداول هذه الإصدارات (الأوراق) بعد الاكتتاب من قبل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء، أي أن الأوراق في هذه السوق متداولة من قبل وتم استثمارها من قبل.

ومن الجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان أهم بكثير من السوق الأولية، في حين إذا كانت السوق الأولية تتيح للمقترض الحصول على ائتمان فإن السوق الثانوية هي التي تقوم بتوفير عامل السيولة للمقترض حيث بدوره قد يضطر حملة الإصدارات بشكل عام إلى الاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها، فضلا عن أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعبا إذا لم تتطور معه في نفس الوقت السوق الثانوية.

والسوق الثانوية لرأس المال قد تكون منظمة وقد تكون غير منظمة فإذا كانت سوق رأس المال الثانوية (سوق تداول الإصدارات المألبة) منظمة فإنها تعرف باسم بورصة الأوراق المالية، أما إذا كانت غير منظمة (أي إذا لم توجد بورصة) فإن التعامل في هذه

الحالة يتم فيما بين الأفراد أو المصارف أو سمسرة الأوراق المالية أو مكاتب الصرافة وهو ما يعرف بالمعاملات على المنضدة.⁽⁷⁾

المفهوم الثاني: يقصد بالسوق الثانوية السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.⁽⁸⁾

- **الأسواق المنظمة:** يطلق على المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية اسم البورصة و يرجع تاريخيا الى مدينة بلجيكية..و تتميز بورصة الأوراق المالية بميزة الأسواق المنظمة، حيث يعلم المستثمر إلى أين يتجه وبالتالي لا يزوره أي قلق بشأن كيفية إيجاد بائع أو مشتر للورقة المالية، كذلك تساهم بورصة الأوراق المالية في حماية المستثمر من الغش أو عدم الاهتمام من خلال القواعد التي تلزم بها أعضائها بشأن التعامل مع عملائها.

- **الأسواق غير المنظمة:** يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصة والتي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات فورية تتمثل في خطوط تلفونية أو أطراف للحساب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط السمسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسمسرة والتجار المعنيين.

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا مع الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات، ذلك لأن تعاملها مع الأسهم عادة ما يكون في نطاق ضيق، كما أنه يكاد أن يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهما المؤسس أو أفراد عائلاتهم. غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق المنظمة، و في مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال.⁽⁹⁾

وفي السوق غير المنظمة يتحدد سعر الورقة بالتفاوض وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار عليهم. في حقيقة الأمر هي بيوت لسمسرة تمارس من أطراف الحساب الآلي، توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة متعامل بها.

إضافة للحد من العملات التي يدفعونها للسمسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التلفونات. هذا أولا ويحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل بها، ومن ثم لا يوجد أية مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله. بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التجار.⁽¹⁰⁾

1-3 الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصولاً مالية من جهة نظر المستثمرين في هذه الأسواق، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق يمكن تناول العناصر التالية:

أولاً: ماهية الأسهم

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهي "تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون"⁽¹¹⁾

ثانياً: ماهية السندات

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويمكن تعريفها بأنها أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقرض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.⁽¹²⁾

كما يمكن تعريفه أيضاً بأنه ورقة مالية تمثل قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.⁽¹³⁾

ثالثاً: المشتقات والأوراق المهجنة

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها توجد أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهماً ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

ونظراً لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم ذلك وفق صورتين، إما بعمليات آجلة أو بعمليات عاجلة، وقد أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح ما سبق ذكره نتطرق إلى:

مفهوم المشتقات: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.⁽¹⁴⁾

مفهوم الأوراق المهجنة: تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما.⁽¹⁵⁾

وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم. يختلف أنواعها، كما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

1-4: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

تمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية .

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم التأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعاقد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة .
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة .
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي .
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي .
- تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها .

2- أسواق الأوراق المالية الناشئة: مفهومها، مراحل تطورها وخصائصها

لقد كانت حركة التحرر المالي التي شهدتها العالم سببا في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة وقد كان ظهورها بمثابة المعجزة إذ شدت انتباه المستثمرين واستقطبتهم نحوها، نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه لهم، باعتبارها مصدر تنوع لمخاطرهم، ولقد لعبت هذه الأسواق دور كبيرا في تنمية اقتصادياتها المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول إلى الاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية، وللتعريف بها نحاول البحث في العناصر الآتية:

- مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

- مراحل تطورها؛

- خصائصها.

2-1 مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة

يقصد بالأسواق الناشئة *Marchés émergents* الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئة تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقا على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط.

وبالرغم أن من الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل عدد الشركات الجديدة، القيمة السوقية للأسهم، حجم الأموال المتداولة.

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية. (16)

كما يمكن تعريف الأسواق الناشئة كالتالي: (17)

يطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية *EMERGING STOCK MARKETS* والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية، على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة *Stander and poor* إذا توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل:

- أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.

- أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

- لقد كان تعريف S&P للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات الأسواق ناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي، لتمييز هذه

الدول عن الدول المرتفعة الدخل، إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار كحساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تحفيز الإحصاءات الخاصة بالناتج المحلي الخام يلزمها الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة، ولتجاوز هذا الضعف لجأ S&P إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاث الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يتوفر الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاث الأخيرة.

الميزة الثانية للأسواق الناشئة تتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه فتكون السوق الناشئة إذا كانت لا تنتمي لـ 25% الأولى من الأسواق المصنفة وفق هذا المعيار، وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، وكما يلاحظ، فإن هذا المعيار الأخير يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدودا للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار الأجنبي، مراقبة رأس المال، تدخل الحكومة في الشركات المدرجة في السوق، والتشريعات تقيد نشاط السوق وبالخصوص الاستثمار الأجنبي، تعتبر عموما أسواقا ناشئة.

وفقا لهذا التعريف نجد أن قاعدة معطيات الأسواق الناشئة توفر مؤشرين للسعر والعائد، المؤشر العام IFCG منذ عام 1981، ومؤشر القابلية للاستثمار IFIC وذلك منذ مارس 1993؛ إن هذه القاعدة توفر وسيلة جيدة لتقسيم أداء الأسواق الناشئة، وذلك لاعتمادها على بنية معطيات موحدة، بينما كانت الأسواق الناشئة تقوم بحساب مؤشراتهما على أسس تختلف من بلد لآخر وبطرائق مختلفة.

إن أهمية تحليل الأسواق الناشئة ترتكز على عوامل وحركة المؤشرات على مستوى الدولة أو على مستوى المنطقة، وفي هذه الحالة يكون التحليل على مستوى القطاعات الصناعية وسيلة ضرورية لتقييم اختيار المحافظ على المستوى العالمي، استجابة لهذه الحاجة يوفر S & p منذ 1991 مؤشرات حسب القطاع وحسب الصناعات، وهذا في كل من المؤشر العام ومؤشر القابلية للاستثمار.

2-2 مراحل تطور الأسواق الناشئة

إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار للمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة يختلف من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل⁽¹⁸⁾.

- المرحلة الأولى: تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار؛
- ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة؛
- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع، الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وعمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.
- المرحلة الثانية: تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بـ: ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي.
- ومع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وإن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية الناشئة التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.
- المرحلة الثالثة: تتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة بـ:
 - تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدر؛
 - تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرحا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين وإندونيسيا- تركيا- ماليزيا، المجر وتايلاند.
- المرحلة الرابعة: هي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:
 - ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة؛
 - زيادة اتساع السوق المالية ؛
 - انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية؛
 - اعتبار أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة.
- وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

2-3 نمو وتطور حجم الأسواق المالية الناشئة

لقد شهدت الأسواق الناشئة نموا كبيرا خلال الفترة الماضية حيث زادت القيمة السوقية للأسهم المتداولة خلال الفترة من عام 1983 حتى عام 1993 من حوالي 100 مليار

دولار إلى حوالي 1000 مليار دولار، أي أنها نمت بما يقرب من 10 أضعاف، بينما تتجه القيمة السوقية للأسهم في الأسواق الناشئة إلى الزيادة في الأسعار بالإضافة إلى إصدارات تقرير "unictad" نشر في سنة 2001، فيما يخص استقطاب هذه الدول للاستثمار الأجنبي فقد بقيت عند سواها عام 2000 كما كانت عليه عام 1999، إذ بلغت نحو 190 مليار دولار، لكن حصة هذه الدول في إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الدولي تراجعت بـ 17% علما أن هذا التراجع مستمر منذ عام 1997، وسجل التراجع الأكبر في الأرجنتين (بانخفاض قيمته 15 مليار دولار) فيما سجل تزايد في تدفقات الاستثمار الأجنبي في مصر وتونس في إفريقيا، والمكسيك وفنزويلا في أمريكا اللاتينية.⁽¹⁹⁾

كما تشهد العديد من الدول الآسيوية ولا سيما التي تدخل ضمن مجموعة الاقتصاديات الناشئة كالصين والهند أو مجموعة النمر الآسيوية كسنغافورة وماليزيا وكوريا الجنوبية تطورات كبيرة دفعت بها لتصبح من اللاعبين الأساسيين في الاقتصاد العالمي خلال السنوات القليلة الماضية، مع توقعات صعودها ونموها اقتصاديا باستمرار خلال السنوات المقبلة.

وتشهد الأسواق والاقتصاديات الآسيوية نموا أعلى بين الأسواق الناشئة حيث بلغ نموها الاقتصادي في عام 2005 نحو 8% مع توقعات بأن يسجل هذا النمو مبلغ 4.8% في العام الحالي و8% في العام المقبل، وتعتبر هذه النسبة الأعلى في العالم، حيث يبلغ متوسط الاقتصاديات الناشئة 8.5% و5.5%، و4.5% للأعوام 2005، 2006 و2007 على التوالي، بينما تشير التوقعات إلى تباطؤ في النمو الاقتصادي الأمريكي فهو لا يتجاوز 8.2% ونمو أوروبا 2.2% ونمو اليابان 4.2%، ومن بين العوامل التي أدت لهذا النمو نذكر منها:

أولا: الفوائض الخليجية: تمثل الأسواق الآسيوية أسواقا مستهدفة لدول الخليج في ظل ارتفاع الفوائض النفطية لهذه الدول نتيجة الارتفاع، وحسب تقرير خبير لصندوق النقد الدولي فإن الفوائض المتوقعة في الحسابات الجارية لدول الخليج يتوقع أن تصل إلى 239 مليار دولار وسترتفع في سنة 2007 إلى 259 مليار دولار.⁽²⁰⁾

كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك قادرا على الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.

ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة أن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا - خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولومبيا، والمكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة، ويقدر Kuczynski أن وجود حوالي 300 مليون دولار أمريكي من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية. و لنا أن تصور دور هذه المبالغ إذا تدفقت إلى تلك القارة.⁽²¹⁾

يعد "لي كوان يو" أول رئيس وزراء لسنغافورة وهو الذي قاد مسيرتها نحو الاستقلال وترأس حكومتها لأكثر من 3 عقود من عام 1959 إلى 1992 ويعرف "لي كوان يو" على نطاق واسع بصانع معجزة سنغافورة التنموية وارتقاها من بلد نام في العالم على حد التعبير إلى مصاف الأمم المتحضرة في العالم الأول، وفي ظل قيادته تحولت سنغافورة إلى أنشط ميناء بحري في العالم، وثالث أكبر موقع لتكرير النفط ومركز عالمي رئيسي للصناعات التحويلية والخدمات، ليرتفع بذلك المتوسط السنوي لدخل الفرد الحقيقي فيها من أقل من 1000 دولار أمريكي لدى حصولها على الاستقلال إلى قرابة 30.000 دولار اليوم، وتمثل رحلة الصعود المذهلة لسنغافورة واحدة من معجزات القرن الماضي.⁽²²⁾

ثانيا: كتل آسيا: يهدف تكتل رابطة دول جنوب شرق آسيا إلى بناء اقتصاد متكامل يرتكز أساسا على تشجيع الصادرات وزيادة التبادل التجاري بين دول المنطقة، وقد نجح هذا التكتل في الرقي باقتصاديات المنطقة إلى صفوف الدول المصنعة حديثا أو الناشئة، ويعود ذلك إلى سياسة هذا التجمع الموجهة إلى الخارج وجاذبية رأس المال الأجنبي.

فقد ارتفع متوسط نصيب الفرد في منطقة شرق آسيا بالأسعار الحقيقية بنسبة تراوحت بين 6% إلى 14% سنويا منذ الستينات، ففي المدة من 1960 إلى 1990 حققت أعلى اقتصاديات آسيوية معدلات نمو وكانت أسرع بثلاث مرات من معدلات نمو اقتصاديات أمريكا اللاتينية وجنوب آسيا، وأسرع خمس مرات من معدلات اقتصاديات إفريقيا جنوبي الصحراء.

وقد ساعد هذا النمو الاقتصادي القوي إلى قفزات في ارتفاع مستويات المعيشة، فعلى سبيل المثال كانت أوضاع كوريا الجنوبية في الستينات شبيهة بأوضاع العديد من البلدان العربية الإفريقية من حيث درجة التنمية الاقتصادية، أما اليوم فإن مواطني كوريا الجنوبية يتمتعون بدخل يتكافأ في المتوسط مع متوسط دخل سكان البلدان الأوروبية، وشهدت سنغافورة تحولا كبيرا فاحتلت مركزا هاما من مراكز الثقل في عالم التجارة والتكنولوجيا، وفي الصين حقق متوسط نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي زيادة قدرها

أربعة أمثال في غضون 20 عاما فقط، ونتيجة لذلك خرج ما يقارب 160 مليون نسمة من سكان الصين شريحة الفقر المطلق، وفي جميع بلدان ساحل المحيط الهادي أدى الاندماج النشط في الأسواق العالمية والانفتاح أمام الاستثمارات الأجنبية إلى حدوث تحسن هائل في مستويات معيشة مئات الملايين من سكان تلك المنطقة.

مكاسب قوية للأسواق الناشئة: أشار التقرير إلى أنه بعد تسجيل أداء استثنائي خلال عامي 2003 و2004، وصلت الأسواق الناشئة إلى مرحلة الاستقرار في عام 2005، مقارنة مع العامين السابقين، فإن الفرص المهمة بقيت ممتلئة، حيث كانت ثمة معدلات نمو قوية وسريعة في أسواق دول أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية وآسيا والباسيفيك، وكان المحرك الدافع لها تدفق الاستثمارات الأجنبية والأداء العالي للشركات وتحقيق ربحية مرتفعة، فقد ارتفع مؤشر داو جونز العالمي لأسعار الأسهم باستثناء الأسهم الأمريكية بنسبة 88% منذ نهاية عام 2002.

وفي منطقة آسيا والباسيفيك بقي نمو الأسواق المالية قويا وسجل مؤشر داو جونز كوريا الجنوبية مكاسب بلغت 74,7% كما سجل مؤشر نيكاي 225 الياباني قفزة بلغت 4,44%.

وكانت الأسواق المالية في كل من كوريا الجنوبية والدايمارك وجنوب إفريقيا واليابان من أفضل الأسواق أداء خلال عام 2005، وعلى النهج نفسه حققت الدول المنتجة للسلع مثل المكسيك والبرازيل وكندا مكاسب في ارتفاع الأسعار فضلا عن تعزيز سعر صرف عملات تلك الدول، وحققت أسواق مالية أصغر وأقل تطورا مكاسب هي الأخرى منها الإمارات العربية المتحدة ورومانيا وسنغافورة في مجال بناء الثروات عام 2005.⁽²³⁾

الجدول رقم (01): نمو اقتصاديات الدول الناشئة

البلدان	2000	2001	2002
و.م.ا	% 4.1	%1.2	%1.5
الدول المتقدمة	%3.8	%1	%1.3
الدول الناشئة	%5.5	%2.7	%3.1

Source : WWW.WORLD BANK.Org الأسواق الناشئة

نستنتج من خلال الجدول أن نمو اقتصاديات الدول الناشئة مختلف باختلاف المناطق الداخلة فيها، وأدى هذا إلى الانخفاض الكبير سنة 2001 بالنسبة لسنة 2000، ولكن نلاحظ أن بحلول عام 2002 نهضت الاقتصاديات الناشئة وقدر نموها بـ 3.1%.

الجدول رقم (02): التوزيع الجغرافي لنمو الدول الناشئة

2002	2001	2000	
% 0.6	% 0.1	% 4	أمريكا اللاتينية
% 2.5	% 1.1	% 6	أوروبا
% 2.6	% 3.7	% 3.5	إفريقيا والشرق الأوسط
% 5.1	% 5	% 7.1	آسيا / الباسفيك
% 3.3	% 2.3	% 7	الاقتصاديات الآسيوية

Source : WWW.WORLD BANK.Org الأسواق الناشئة

نرى من هذا الجدول أن أمريكا اللاتينية قد تأثرت كثيرا ببطء سير عجلة الاقتصاد وبتطايير الأسواق، كذلك أوروبا الشرقية قد عانت من البطء الأوروبي خصوصا ألمانيا وتركيا التي تأثرت من جراء الأزمة.

بينما الخمس اقتصاديات الآسيوية (كوريا، اندونيسيا، ماليزيا، تايلندا، الفلبين) الموجودة في الخانة الأخيرة من الجدول، نلاحظ أنها هي الأخرى قد تأثرت بالأزمة، خصوصا في مجال المنتجات ذات التكنولوجيا العالمية، وقد نهضت الاقتصاديات الناشئة بنمو اقتصادي يقدر بـ 3.1% في عام 2002 عوض 2.7% المسجلة عام 2001، إن هذه الحالة قد ساهمت في تعطيل العجلة الجارية في الدول السائرة في طريق النمو.

2-4 خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة

أولا: الخصائص الاقتصادية للدول الناشئة في أوروبا الشرقية

إن متوسط نمو المنطقة عام 1994 كان يقدر بـ 4%، مع 3% لجمهورية التشيك وأكثر من 5% في بولونيا، كان يقدر معدل النمو المسبق بالمنطقة في السنتين 95-96 بـ 5%

ارتفعت صادرات أوروبا الشرقية 10% وذلك لعودتها القوية في أوروبا الغربية وللعلاقات الموقعة مع الاتحاد الأوروبي، في الحقيقة، إن الاتحاد الأوروبي يمتص 75% من صادرات المنطقة، بالإضافة إلى أنه قد تم تخصيص الاستهلاك ونفقات الإشهار والدخل الناتج عن السياحة في السنوات الأخيرة.

غير أن تحسين المحيط والاقتصادي العام والقوانين يحفز المستثمرين للقدوم إلى المنطقة بغرض الاستثمار، وكذلك تدفقات رؤوس الأموال الخاصة التي هي في نمو متزايد.
يتراوح الاستثمار المباشر لغير المقيمين من 600 مليون دولار عام 1990 إلى 5.3 مليار دولار عام 1993.

إن تحسين أساس الأسواق المحلية ناتج عن مجموعة برامج الخصخصة والدخول في البورصات وتضاعف قيم الأسهم المتبادلة، كذلك تضاعف رأس مال أسواق بولونيا عام 1994 رغم انخفاض المؤشر بـ 40% في 94، وهذا يفسر من خلال تطور القيمة حيث تم استقبال 44 مؤسسة في نفس السنة وهو ما يعادل ضعف رقم أعمال السنة السابقة.

ثانيا: الخصائص الاقتصادية للدول الناشئة في أمريكا اللاتينية⁽²⁴⁾

مع نهاية عام 1980 عرفت منطقة أمريكا اللاتينية مراحل جديدة للنمو وذلك بفضل الإصلاحات السياسية والاستقرار ومثال ذلك الانقلابات التي حصلت في البرازيل، الأرجنتين، الشيلي والمكسيك.

قدر متوسط نمو المنطقة سنة 1994 بـ 3.9% في حين كان 3.8% سنة 1993. إن ارتفاع الواردات ومعدلات نمو الناتج الداخلي الخام "PIB" بسبب تحسين التسيير الاقتصادي الكلي والسياسي في مجال الصرف على المستوى الدولي.

رغم نمو الاقتصاديات المتطورة وازدهار صادراتها فإنها تنشئ دائما عاملا هاما لنمو الاقتصاديات السائرة في طريق التطور، وإن تدفقات رؤوس الأموال لهذه الأخيرة وثقة سياساتها هي أيضا من العوامل المكتملة.

وقد تراجعت معدلات التضخم بسبب السياسات المطبقة للتحكم في عجز الميزانية، إلا أن هذه المعدلات لا تكمل المعدلات الموجودة في الواقع.

حيث أن معدل نمو يقدر بـ 3% قد يفني بالغرض للاقتصاديات التي وصلت إلى النضج والعكس بالنسبة للاقتصاديات التي هي في مراحلها الأولى من التقدم.

ثالثا: الخصائص الاقتصادية للدول الناشئة في القارة الآسيوية⁽²⁵⁾

يقدر نمو المنطقة سنة 1994 بـ 9.3%، وقد قامت دول آسيا الشرقية وجنوب شرق آسيا التي عرفت نموا متسارعا بزيادة حجم المبادلات بينها.

إن حصة هذه المنطقة من الناتج الداخلي الخام الكلي للدول الناشئة في تطور مستمر، حيث نلاحظ أن آسيا الشرقية والصين اللتين تأتيان في المرتبة الأولى بنمو سنوي

يقدر بـ 10 % سنة 1990، و يقدر نصيب هذه الدول نصيبها من النمو الاقتصادي بنصف نمو الدول الناشئة.

تستفيد الأسواق الآسيوية من الشروط الإيجابية التي تتمتع بها اقتصادياتها، وعملتها مرتبطة بالدولار الأمريكي إذ أن عملتها أحسن من الين.

هذه الأسواق قد استقطبت الشركات اليابانية التي لا يمكن تحديدها بهدف استغلال الفروقات المتواجدة في تكاليف الدخل.

تعتبر الصين حالة نموذجية لتوسع الأسواق الآسيوية الناشئة سنة 94، حيث وصل معدل نمو الناتج الداخلي الخام 11.7 %.

وأصبحت السلطات الصينية تعاني من الضغوطات التي نتج عنها ارتفاع التضخم. تشكل كل من الهند وكوريا الجنوبية أمثلة مشرفة للمجهودات المبذولة على الصعيد الاقتصادي.

إن المقارنة بين مؤشرات اليابان وتايلندا تمجد ارتفاع نمو الأسواق الناشئة بصفة عامة في القارة الآسيوية بصفة خاصة.

3- آثار العولمة المالية على الأسواق المالية الناشئة

العولمة هي نتاج قيام علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي وإيجاد نحو الانفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وارتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها وأخذها بتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية لتكون شبه معقدة بين الدول.⁽²⁶⁾

وهناك مظاهر للعولمة المالية يمكن تناولها في النقاط الآتية:

- تراجع الوساطة المالية: أي تقليص دور الوسطاء وحصره في تقديم النصائح والقيام بعمليات تخص الأوراق المالية لحسابهم الخاص أو لعملائهم.

- التخفيف من القيود التنظيمية وذلك بالسعي نحو جعل القوانين الموجودة أكثر فعالية.

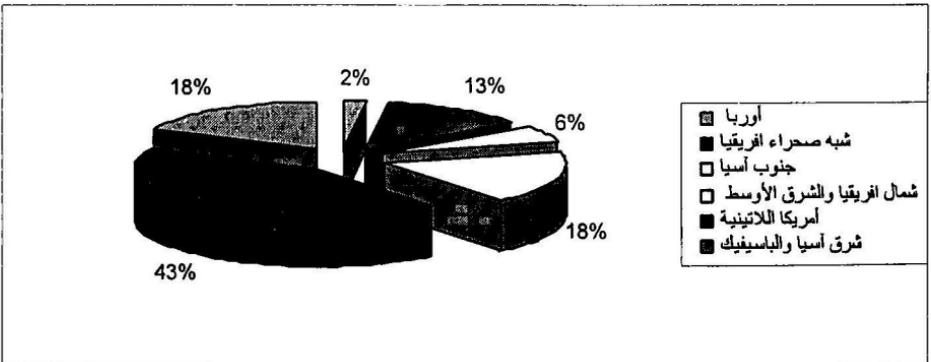
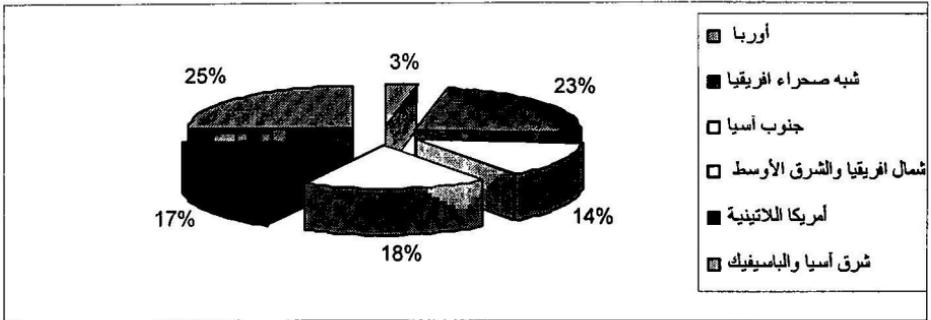
- إزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق وعلى هذا فإن الحركة المتزايدة لإزالة الحواجز البينية الفاصلة بين مختلف الأسواق سواء كانت وطنية أو أجنبية وتساعد عملية التحرر المالي تهدف إلى وضع مزيد من الإغراءات لجلب المستثمرين ورؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق. وللعولمة المالية آثار على الأسواق المالية الناشئة نذكر منها:

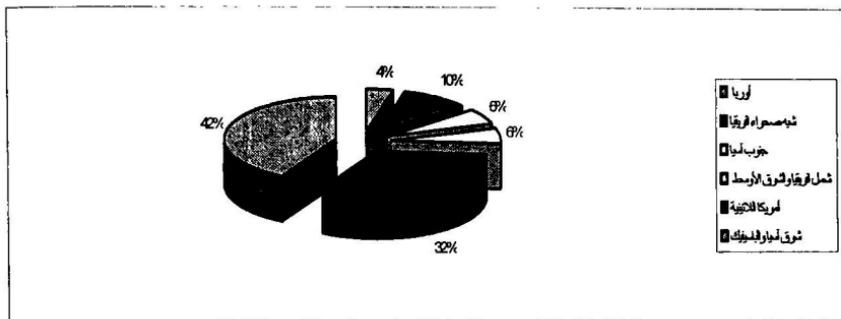
3-1 رسملة البورصات الناشئة

لقد أدت العولمة المالية إلى زيادة النشاط المالي عبر الحدود، حيث يحاول المستثمرون تعزيز عائدهم والتقليل من الأخطار المحدقة بهم، وذلك من خلال نظرية التوزيع الدولي لحفظ رأس المال، وعلى ضوء ذلك أصبحت الأسواق المالية الناشئة أكثر انفتاحا واندماجا في النظام المالي العالمي الذي بلغ فيه إجمالي التدفقات الرأسمالية سنة 2000 ما يقارب قيمة حوالي 7.5 تريليون دولار، وهو ما يمثل زيادة تبلغ أربع مرات ما كانت عليه سنة 1999، باستثناء الفترة التي عرفت فيها الأسواق الناشئة أزمات حادة (94-97) أدت إلى خروج كميات كبيرة منها خاصة الاستثمارات المتعلقة بالحفظ المالية التي تتسم بحركية أكبر وبسرعة تأثرها بالتغيرات المحلية والعالمية.

ولقد كان نصيب الأسواق الناشئة متفاوتا فيما بينها من حيث استقبال تلك الكميات من رأس المال، هذا ما تبينه الأشكال التالية:

الشكل رقم (01): نصيب الأسواق المالية الناشئة من تدفقات رؤوس الأموال





Source : david grimbert, les marchers émergents, 1995 p:18

استفادت من كميات كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية، فمن نسبة 18% في السنوات (75- 82) إلى 25% سنوات (83-89) وإلى 42% في التسعينات، ثم تليها دول أمريكا اللاتينية بنسبة 32% في التسعينات.⁽²⁷⁾

دور مؤسسة التمويل الدولية في الأسواق المالية الناشئة:

لقد صرح نائب الرئيس التنفيذي لمؤسسة التمويل الدولية لارس ثايل أن الأسواق الناشئة كمجموعة قد أثبتت أنه بإمكانها الاحتفاظ بالنمو العالمي واجتذاب رأس المال، لكن النمو يبقى متفاوتاً.⁽²⁸⁾

إن تدفق رأس المال الخاص إلى الدول الناشئة - الذي بلغ حوالي 350 مليار دولار - يزيد الآن عن أربعة أضعاف حجم المساعدات الدولية، وأن هناك مجموعة من البنوك والمؤسسات المتعددة الأطراف والجمعيات التي لا تهدف للربح تنتظر الآن تبني نهج استثماري للتنمية وتساءل عن كيفية ترويضها لرأس المال الخاص لتحقيق التغير المطلوب.

لقد تطور الدور الذي تلعبه مؤسسة التمويل الدولية في الأسواق الناشئة من أخذ المبادرة في الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى إنشاء أول صناديق أسهم لرأس مال الدول الناشئة، وطرح المزيد من المنتجات والمبادرات المتقدمة مثل: قضايا السندات بعملة محلية، إعداد الأوراق المالية للتسويق واعتمادات المستندية.

ففي سنة 2005، ساعدت المؤسسة في تدشين أول مؤشر أسهم للشركات المسؤولة بيئياً في أمريكا اللاتينية.

وأضاف أنطون فان أغميل رئيس ومؤسس إدارة الأسواق الناشئة أنه لم تكن توجد استثمارات للمحافظة المالية الأجنبية في الأسواق الناشئة عند نشأتها أي في عام 1981، وقد كانت فكرة الإنشاء تتمثل في إعطاء اسم يرفع من شأن ما أسميناه في الأصل "صندوق العالم الثالث".

واليوم، ثمة إمكانات ضخمة في القطاع الخاص في هذه الدول سواء تعلقت بمستثمرين في الأسواق أو بمؤسسة تنمية تتطلع لتقليل الفقر والمخاطر. (29)

ومن المرتقب أن تصل رسملة أسواق الأسهم المالية إلى ما يزيد عن 5 تريليون دولار أمريكي في بداية عام 2006 وهذا للمرة الأولى في تاريخ الأسواق الناشئة.

ولقد استمر التدفق الخارجي القوي في العمل بسبب ارتفاع أسعار النفط والبضائع غير النفطية، والاستثمارات الأجنبية والتحويلات من الخارج، ليزيد من توفر الائتمان، و يترافق مع ذلك ارتفاع طفيف للتضخم، وإن ظل ارتفاعه معتدلا في بعض البلدان.

وتخلق التدفقات الخارجية الكبيرة تحديات صعبة للسياسة النقدية، بحيث بات من الضروري استحداث تعديل في أسعار الصرف لمواجهة التدفقات الكبيرة المستمرة والمتجهة للداخل، وبالنسبة للبلدان ذات أسعار الصرف المرنة سيحقق المزيج من التشديد المالي والتعديل الاسمي لمعدلات الصرف أفضل النتائج للحد من الضغوطات التضخمية.

4-2 تحرير تدفقات رؤوس الأموال للدول الناشئة

كان تحرير تدفقات رؤوس الأموال قائما على منطق حتمي، أو هكذا بدا الأمر في مستهله، فقد زعم مؤيدو التحرير أن الدول الناشئة لديها العديد من الفرص الاستثمارية، وأن ما ينقصها هو الادخار. وعلى هذا، فهم يرون أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من شأنها أن تسمح لهذه الدول باستخدام مدخرات الدول الغنية في زيادة معدلات استثماراتها وتحفيز النمو الاقتصادي، فضلا عن ذلك، فقد كان من المفترض أن تسمح العولمة المالية للدول الفقيرة بتلطيف دورات الازدهار والركود المرتبطة بالصدمات الناجمة عن الشروط التجارية المؤقتة، ونوبات سوء الطالع.

وأخيرا، زعم مؤيدو تحرير تدفقات رؤوس الأموال أن التعرض لنظام الأسواق المالية من شأنه أن يجعل من الصعب على الحكومات المبدرة أن تسيء التصرف.

مصير الأسواق المالية الناشئة بعد تحرير رأسمالها:

إن الأمور لم تسر وفقا للخطة المرسومة، فقد أظهرت الدراسات التي أجراها صندوق النقد الدولي، علاوة على الأبحاث التي قام بها عدد من الدارسين المستقلين، وجود الكثير من الألباز المحيرة والتناقضات.

فعلى سبيل المثال، كان من الصعب إقامة الدليل على أن الدول التي حررت تدفقات رؤوس الأموال إليها شهدت نموا اقتصاديا مستداما نتيجة لذلك التحرير، بل إن العديد من الأسواق الناشئة شهدت انحدارا ملموسا في معدلات الاستثمار، كما لم يسفر تحرير تدفقات رؤوس الأموال عن استقرار الاستهلاك في تلك الأسواق.

وأكثر ما يثير الاهتمام والفضول هنا هو أن أفضل الدول أداء خلال الأعوام الأخيرة هي تلك الأقل اعتمادا على التمويل الأجنبي، فقد حققت الصين، النجم الخارق في مجال النمو على مستوى العالم، فائضا ضخما في حسابها الجاري، الأمر الذي يعني أنها أصبحت تشكل مصدرا صافيا لإقراض بقية دول العالم.

ومن بين الدول الأخرى التي حققت معدلات نمو مرتفعة، فيتنام ذات الحساب الجاري المتوازن، والهند التي تعاني من عجز بسيط، وفي أمريكا اللاتينية، نجحت الأرجنتين والبرازيل بسهولة في تحقيق فائض خارجي في الآونة الأخيرة، والحقيقة أن القدرة التي اكتسبتها هاتان الدولتان حديثا على التكيف مع صدمات سوق رأس المال ترجع في أكثرها إلى تحول الدولتين إلى مقرضتين صافيتين لبقية دول العالم، بعد أن كانتا مقرضتين صافيتين لعدة أعوام.

المشاكل الناجمة عن التحرير المالي:

لكي نفهم ما يجري من حولنا نحن في حاجة إلى تفسير مختلف الأسباب والمشاكل التي تبقى معدلات الاستثمار والنمو منخفضة في أكثر الدول الفقيرة.

بينما يقول التفسير المعتاد - الذي أعطى الدافع إلى تحديد تدفقات رأس المال - إن الدول الناشئة مقيدة فيما يتصل بالادخار، فإن حقيقة تحرك رأس المال "إلى الخارج" بدلا من تحركه "إلى الداخل" في أكثر الدول الناشئة نجحا تشير إلى أن القيد يكمن في مكان آخر، فالقيد الحقيقي يكمن على الأرجح في جانب الاستثمار.

بيد أن المشكلة الرئيسية تلخص في ندرة المشاريع الخاصة الحرة، والعزوف عن الاستثمار في المصانع والمعدات، - وهو ما أطلق عليه كيث "تدني الروح الحيوانية"- وبصورة خاصة سعيا إلى رفع مجمل المنتجات التي يمكن تداولها في الأسواق العالمية.

حيث تعاني الدول من انخفاض الطلب على الاستثمار، فإن تحرير تدفقات رؤوس الأموال لا يشكل حلا طيبا، ذلك أن التجارة في مثل هذه الدول لا تحتاج بالضرورة إلى المزيد من التمويل بل إلى توقع أصحاب العمل الحصول على قدر أكبر من الأرباح، وقد تؤدي

تدفقات رؤوس الأموال هنا إلى تعقيد الأمور، إذ أنها تميل إلى رفع قيمة العملة المحلية، وجعل الناتج في أنشطة التصدير أقل ربحاً، وبالتالي إضعاف الحوافز الدافعة إلى الاستثمار.

وعلى هذا فإن النمط السائد في اقتصاد الأسواق الناشئة التي بادرت إلى تحرير تدفقات رؤوس الأموال، كان يتسم بتدني معدلات الاستثمار في القطاعات الحديثة من الاقتصاد، وتباطؤ النمو الاقتصادي بمجرد أن يبدأ ازدهار الاستهلاك المرتبط بتدفقات رؤوس الأموال في لعب الدور المنتظر منه.

وعلى النقيض من هذا، فقد تمكنت الدول التي تجنبت اندفاع رؤوس أموالها إلى الداخل، مثل الصين والهند، من الحفاظ على القدرة التنافسية العالية لعملائها المحلية، فنجحت بهذا في إبقاء الربحية والاستثمار عند مستويات مرتفعة.

والحقيقة أن الخيار بات أكثر صعوبة وتعقيداً بالنسبة للدول التي سلكت مسار العولمة المالية بالفعل، ذلك أن التعامل مع أسعار الصرف يكون أكثر صعوبة حين يصبح رأس المال حراً في الدخول أو الخروج وفقاً لهواه، إلا أن العلاج ليس مستحيلاً، مادام صناع القرار يدركون الدور الحرج الذي تلعبه سوق الصرف، وضرورة إخضاع تدفقات رأس المال إلى المتطلبات التي تفرضها القدرة التنافسية، ولهذا فقد بذلت الأسواق الناشئة جهوداً على مستوى العالم سعياً إلى الوقاية من التقلبات المالية.⁽³⁰⁾

3-3 الاندماج وحدوث الأزمات وانتشارها

لقد أدى اندماج الأسواق المالية الناشئة بالأسواق الناضجة، والذي يظهره الحجم الكبير للتدفقات المالية، وهو أمر اقتضاه التحرير المالي أو العولمة إن صح التعبير، ولكن إذا كان لهذا التحرير والانفتاح فوائده، فإنه ينقص من قدرة الدولة في التحكم في سياستها الداخلية، والتي تقوم على الموازنة بين أسعار كل من: الصرف، الفائدة، الأوراق المالية والسلع والخدمات - ومن ثم عدم قدرة الدولة على السيطرة على الأزمات التي قد تظهر، وبالفعل هذا ما التمسناه في الأزمة المالية التي ضربت الأسواق المالية الآسيوية سنة 1997، والتي امتدت آثارها إلى الأسواق المالية الناشئة وحتى الناضجة بسبب الاندماج.

أولاً: دور الاندماج في نشأة أزمة عام 1997

لقد استفادت الأسواق المالية الناشئة من اندماجها بالأسواق الناضجة، حيث ساهم ذلك في زيادة التدفقات المالية نحوها ولكن هذا كان مؤقتاً، فسرعان ما كان الحجم الكبير لهذه التدفقات وطبيعتها بالإضافة إلى عدم توفر البيئة الملائمة القادرة على استيعابها سبباً في ظهور أزمة مالية مست أسواقها المالية.

فقد عرفت فترة التسعينات من القرن الماضي تدفق كميات كبيرة لرؤوس الأموال، حيث ارتفعت من 26,8 مليون دولار سنة 1991 إلى 62,4 مليون دولار سنة 1996، ولقد كان لهذا التدفق الكبير لرؤوس الأموال المتجهة إلى هذه الأسواق عدة انعكاسات في مجمل متغيرات اقتصاديات تلك الأسواق، ساهمت في حدوث تلك الأزمة، وفيما يلي هذه الانعكاسات:

- ترتب على زيادة تلك التدفقات للاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة زيادة في الطلب الأجنبي على العملة المحلية، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية لتلك الأسواق - الناشئة- دولياً خاصة مع انخفاض معدل التضخم في الاقتصادات الآسيوية - الذي انخفض من 5,4% سنة 1994 إلى 3,6% سنة 1996.

- إن ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة المحلية يؤدي إلى انخفاض الميزة التنافسية الدولية لتلك الاقتصادات - الناشئة - كما ساهم في انخفاض تلك الميزة أيضاً ارتفاع قيمة الدولار في الأسواق المالية الدولية، وذلك بسبب ربط عملات هذه الاقتصادات بالدولار، هذا كله أدى إلى انخفاض الصادرات في هذه الدول، ومنه عجز ميزان العمليات التجارية، وكانت تعتمد في مواجهة هذا العجز على القروض الدولية قصيرة الأجل خاصة عام 1996، فأخذ حجم الالتزامات الخارجية لهذه الدول في الارتفاع.

لم يكن الكم الهائل لتدفق رؤوس الأموال هو السبب بل النوع أيضاً، إذ شكلت التدفقات المالية في شكل استثمار غير مباشر - الاستثمار بالمحفظات - الجزء الأكبر، و كان الهدف منها هو المضاربة وليس إضافة الثروة، ومن شأن هذا النوع من الاستثمارات الهروب عند أول صدمة كما جاء في رصد الأزمة الحالية.

ويمكن القول بأن هذا النوع من التدفق للاستثمار بالمحفظات محاط بعدة مشكلات سواء في حالة خروج رؤوس الأموال، إما لأن التدفقات المؤقتة هي نوع من الأموال الساخنة - أي هي قصيرة الأجل وهدفها المضاربة، و إما بسبب صدمة سلبية مثل حدوث مشاكل سياسية، وانخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، هذه كلها عوامل تؤدي بالمستثمر الأجنبي إلى الإسراع بإخراج أموال من خلال بيع حيازاته من الأوراق المحلية، وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بسبب زيادة عرضها ويشترى بعائدها عملة أجنبية، فتحدث ضغوط على سعر العملة المحلية كما يحدث العكس في حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار بالمحفظات.

- وحتى تتمكن من فهم الأزمة نشير بإيجاز إلى الارتباط بين سوق العملات وسوق الأوراق المالية: لقد فرض التحرر المالي فتح أسواق المال المحلية أمام رؤوس الأموال الأجنبية وتشجيعها على التدفق إلى الداخل للتعامل في هذه الأسواق، لهذا تطلب الأمر عمل بعض الترتيبات الخاصة بقبالية العملة للتحويل لغير المقيمين، فهذا الإجراء يعتبر بالنسبة لغير المقيم

ضمانا لإخراج رؤوس الأموال في أي وقت يشاء، وهي في ذات الوقت آلية الارتباط بين سوق العملات - سوق الصرف - وسوق الأوراق المالية، ذلك أن العائد على الاستثمار غير المقيمين - المستثمر الأجنبي - يتوقف بشكل كبير على سعر الصرف وحركته - وهو ما يطلق عليه مخاطر سعر الصرف - فإذا ظهر عجز كبير في ميزان المدفوعات أو تفاقم في العجز الحالي بشكل غير متوقع بحيث يبدو معه أن تخفيض سعر صرف العملة آت لا محالة، فإن ذلك قد يفجر أزمة تتخذ شكل موجة بيع الأصول المالية - الأسهم - وذلك بهدف الخروج برؤوس الأموال إلى الخارج، وهو ما يؤدي إلى الانخفاض الحاد (والذي يتوقف على حجم المبيعات) في أسعار الأسهم والأوراق المالية الأخرى من ناحية، كما يمثل ضغطا على سوق الصرف الأجنبي من أجل تحويل رؤوس الأموال إلى العملة الأجنبية حتى تتحقق عملية الخروج من ناحية أخرى. (31)

- هذا ما حدث تماما في الأزمة المالية للأسواق المالية الآسيوية الناشئة، فطبيعة تلك التدفقات وحجمها الزائد وانعكاساتها تسببت في ضعف الثقة في أداء تلك الاقتصاديات وارتفعت الشكوك في جدوى الاستثمار في أسواق أوراقها المالية، حيث حدثت هجمات عنيفة على العملة وبالأخص الباهت التايلندي، الأمر الذي سبب اندلاع أزمة في العملة التايلندية وانهيارها، وكان ذلك واضحا في الاقتصاد التايلندي أكثر من غيره - بسبب كونها أكبر مستحوذ للتدفقات المالية الدولية وقد عرف أيضا عجزا شديدا في حسابه الجاري - لذا فإن الشرارة الأولى للأزمة الآسيوية قد انطلقت من هذا الاقتصاد، وعليه بداية الأزمة كما سبق القول كانت في تايلندا إذ عرفت عملتها مضاربة أدت إلى هبوط قيمتها في مواجهة الدولار، وذلك بمحاولة المضاربين التخلص مما لديهم من عملة تايلندا وشراء الدولار الأمريكي مقابلها مما أدى إلى زيادة الطلب على الدولار في مواجهة هذه العملة وانخفاض قيمتها وبالتالي انخفضت قيمة الأوراق المالية - مخطر سعر الصرف - وكإجراءات مضادة للحفاظ على سعر صرف عملة تايلندا قامت السلطات النقدية ببيع جزء كبير من احتياط الدولار كما طبقت السلطات سياسة أخرى تمثلت في رفع سعر الفائدة على العملة المحلية بشكل كبير، هذا الإجراء الذي ألقى بظلاله على سوق الأوراق المالية حيث عمد المضاربون إلى تصفية مراكزهم المالية في بورصات بيع الأسهم والسندات المتعاقدين عليها وبكميات كبيرة مما أدى بدوره إلى انخفاض أسعارها، وفي نفس الوقت أدى ارتفاع سعر الفائدة إلى تضرر الشركات المصدرة للأوراق المالية التي تعتمد في جزء كبير من تمويلها على الاقتراض بالفائدة مما أثر على أدائها، ومثل ذلك سببا آخر لانخفاض أسهمها في البورصة. (32)

ثانيا دور الاندماج في انتشار الأزمة:

لقد مارس الاندماج دورا هاما في سرعة انتشار الأزمة، ذلك لأن الاندماج كنتيجة للعولمة جعلت ما يحدث في أي سوق منها يؤثر وبسرعة في الأسواق الأخرى المتدمجة معها، وهذا يفسر امتداد الأزمة التي بدأت في بلد صغير مثل تايلندا إلى بورصات العالم وهذا نظرا لسهولة انتقال رؤوس الأموال فيما بينها في صورة الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالذات، والتي يطلق عليها الأموال الساخنة التي تستثمر في هذه البورصات، فضلا عن ربط كثير من الدول عملتها بالدولار الأمريكي، وبالتالي فإذا حدثت أية أزمة في إحدى دول العالم سرعان ما تمتد إلى باقي الدول التي لها مصالح كبيرة فيها، وهو ما حدث على سبيل المثال للاستثمارات الأمريكية والأوروبية في أسواق جنوب شرق آسيا خاصة صنابير التحوط والمعاشات الأمريكية وكبار المضاربين الذين سرعان ما عمدوا إلى تصفية مراكزهم المالية في دول الأزمة عن طريق تسيير مراكزهم المالية في بورصات أمريكا لتغطية مراكزهم الخاسرة في بورصات آسيا، مما أحدث ذعرا في السوق الأمريكية، إذ أدى هذا البيع غير المتوقع إلى انخفاض أسعار الأسهم فيها وتراجع المؤشرات فيها إلى نسبة كبيرة، وعليه وبفعل الاندماج امتدت الأزمة من تايلندا نحو إندونيسيا وكوريا، ومن ثم نحو الأسواق الناشئة الأخرى، حتى وصلت إلى الأسواق المالية المتقدمة، وكان لهذا الانتشار آثار مختلفة من سوق لأخرى ويتضح ذلك مما يأتي:

ثالثا: انتقال الأزمة فيما بين الأسواق الآسيوية الناشئة

أسهم الاندماج بشكل كبير في انتقال الأزمة من العملة التايلندية إلى عملات الاقتصاد الآسيوي الأخرى، فانتقلت إلى باقي عملات الأسواق المالية الآسيوية الناشئة - إندونيسيا، كوريا، الفلبين، ماليزيا - وهكذا كانت آثار الهجوم في إحدى العملات تنتشر وتنتقل عدواها إلى عملات الاقتصاد الأخرى، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الانخفاض الشديد في قيمة تلك العملات أمام الدولار، وكذا انخفاض مؤشرات أسعار الأسهم والجدول الموالي يوضح ذلك: (33)

الجدول رقم (03)

مقدار الانخفاض في قيمة العملات الآسيوية وتغيرات مؤشر أسعار الأسهم في الاقتصاديات الآسيوية في الفترة الممتدة من 01-07-1997 إلى 16-02-1998

الدولة	تغيرات مؤشر أسعار الأسهم (%)	انخفاض قيمة العملات مقابل الدولار
إندونيسيا	- 81.74	231
تايلندا	-48.37	87,9
كوريا	-63.06	83.04
الفلبين	-49.17	51.37
ماليزيا	-58.41	55.43

المصدر: نفس المصدر السابق ص 330

يوضح الجدول رقم 03 مقدار الانخفاض في قيمة العملات مقابل الدولار، وكذا تغيرات مؤشر أسعار الأسهم، فمن خلاله نلاحظ الانخفاض الشديد الذي حصل في قيمة الروبية الإندونيسية بنسبة 231% وسجل الباهت التايلندي انخفاضا بنسبة 87.9% أما الون الكوري فقد انخفضت قيمته بنسبة: 83.04%، وانخفضت قيمة البيزو الفلبيني بـ 51.37%، كما انخفضت كذلك قيمة الرينجت الماليزي بنسبة 55.43%. وقد توصلت الدراسات التطبيقية الحديثة إلى أن الهجمات -سواء المباشرة أو الناتجة عن العدوى من الهجوم على عملات أخرى تستهدف في الأرجح عملات اقتصادية لها سمات متقاربة منها:

- سعر صرف حقيقي مبالغ في قيمته بشكل كبير؛
- نظام مالي ومركز مالي ضعيفان؛
- دين خارجي يستحق نسبة كبيرة منه في الأمد القصير.

انتقال آثار الأزمة من الأسواق المالية الناشئة نحو الأسواق المالية الدولية الأخرى:

تعد هذه الأزمة من أكثر الأزمات انتشارا، وذلك بسبب زيادة درجة الاندماج فيما بين الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية الدولية، لكن انتشار هذه الآثار كان مختلفا من سوق إلى أخرى.

ونقصد هنا أن الأزمة في الأسواق الناشئة قد تحولت إلى دفعة قوية في الأسواق المالية الدولية الأخرى، ولاسيما الأسواق المالية في الو.م.أ إذ استفادت سوق نيويورك المالية--NYSE- إذ سجل مؤشر أسعار الأسهم فيها ارتفاعا بنسبة 30.3% عام 1997 عن مستواه المسجل عام 1996، وهي نسبة كبيرة إذا راعينا حجم الأسهم المدرجة فيها، كما استفادت العديد من الأسواق المالية الناشئة غير الآسيوية في تركيا والمكسيك والبرازيل.

وعليه كتحقيق لمدى تضرر الأسواق المالية الناشئة - مصدر الأزمة- من جراء الأزمة، نجد أن أسواق تايلندا المالية هي أكثر الأسواق تضررا. ويتضح ذلك من خلال انخفاض مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 76.1% عام 1997 عما كان عليه عام 1996، كما عرفت مؤشرات أسعار الأسهم في بقية الأسواق المالية الناشئة الآسيوية انخفاضا ولكن بنسب مختلفة من دولة إلى أخرى كما هو موضح في الجدول التالي: (34)

الجدول رقم (04)

انخفاض مؤشر أسعار الأسهم في الأسواق الآسيوية سنة 1997 مقارنة بسنة 1996

البلد	انخفاض مؤشر أسعار الأسهم (%)
سوق تايلندا المالية	76.1
سوق جاكارتا المالية	72.9
سوق كوريا المالية	71.2

المصدر: نفس المصدر السابق ص 331.

من كل هذا نخلص إلى أن الأزمة الآسيوية كان سببها بالدرجة الأولى الاندماج غير المخطط للأسواق المالية الآسيوية الناشئة بالأسواق المالية الدولية.

إلا أنه توجد آراء قد سلطت الأضواء على المستثمرين وأهمتهم بأنهم السبب في إحداث تقلبات، ومنه حدوث الأزمة، ذلك لأنهم في قراراتهم لم يراعوا الظروف الاقتصادية الحقيقية في الاقتصاديات الناشئة، وأنهم بدلا من ذلك تصرفوا تصرف القطيع أي أنهم فعلوا بطريقة رد الفعل العكسي ما كان يقوم به مستثمرون آخرون بالفعل، إن سلوك القطيع المتفشي من جانب مجموعة من المستثمرين من شأنه زيادة حدة التقلبات، وإثارة حالات الذعر لا تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية في الأسواق الناشئة.

الختامة:

يعتبر موضوع الأسواق المالية الناشئة من أهم المواضيع التي ظهرت حديثا والتي استرعت اهتمام الباحثين والدارسين على حد سواء للتوسع فيه وإعطائه مساحة واسعة من الرعاية، وذلك لما عرفته هذه الأسواق من تطور وانفتاح بعضها على بعض.

إن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية للأسواق الناشئة عرف تطورا ملحوظا ومستمرا منذ بداية الثمانينات في إطار العولمة المالية، حيث أن هذه الأسواق أصبحت تساهم بـ 13% من رأس المال العالمي، وكذلك بـ 5% إلى 8% في محفظة الأوراق المالية العالمية.

ويتلخص تأكيد وجود الأسواق الناشئة بين أسواق رأس المال في أن تطور الأسواق الناشئة يستجيب للتطور الاقتصادي الحقيقي، وكذلك تستوجب استقلالية وعمولة الأسواق الناشئة وجود والبحث لتنوع المخاطر وتطور المردودية على الأماكن المستقطبة لكبار الأسواق العالمية.

وإذا استخدمنا المنطق، فيمكن اعتبار الأسواق الناشئة كمستثمرين في ميدان النمو والتطور، حيث أن هذه الأسواق لها كل المزايا والخصائص التي تأهلها لذلك من حيث مردودية النشاط المرتفعة والمرتبطة بتحسين النمو الاقتصادي، ولكن لها مخاطر خطيرة لعدم وضوحها وإمكانية رؤيتها.

لكن درجة هذه المخاطر لا يمكنها أن تشكل حاجزا أو عائقا لنمو الاقتصاد وذلك لأن المردودية المتوقعة تكون في أغلب الأحيان أكبر بكثير من المخاطر ومن ثم تغطيتها كلية.

المواشم

- (1) - مجيد ضياء، البورصات، المؤسسات الجامعية، مصر، 2003، ص:5.
- (2) - رسمية قرياقص، أسواق رأس المال، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص:19.
- (3) - محمود يونس عبد النعيم مبارك، مقدمة في البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص:140.
- (4) - أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 1998، ص:3.
- (5) - نفس المرجع أعلاه، ص:4.
- (6) - أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001، ص:14.
- (7) - محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص:141.
- (8) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، مصر، 2002، ص:94.
- (9) - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص:106.
- (10) - نفس المرجع أعلاه، ص:111.
- (11) - هوشيار معروف كاكموللا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص:92.
- (12) Laget.B, *Les nouveaux outils financiers*, Top édition, Paris, 1990 p: 18.
- (13) - Peyrard.J, *La bourse*, Imprimerie hérisséey a ayreux, 3ème édition, Paris, 1993, p: 27.
- (14) - أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003، ص:211.
- (15) - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص:ب.
- (16) - وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية "الواقع والآفاق"، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص:91.
- (17) - سامية زيتاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص ص:44-45.
- (18) - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، 2001، ص ص:107-108.
- (19) - وليد أحمد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص:70.
- (20) - جريدة القبس، العدد 12156 الصادر بتاريخ 2006/11/16، ندوة البنك الوطني العالمي، تناقش المعجزة السنغافورية وفرص الاستثمار الآسيوية، www.Alquabas.com، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- (21) - هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، ص:21.
- (22) - جريدة القبس، مرجع سبق ذكره، ص:2.
- (23) - محمود عبد الرزاق، جريدة القبس، ثروات العالم ومكاسب الأغنياء، www.Alquabas.com، اطلع عليه يوم 2007/01/15.
- (24) david grimbert, pierre mordoq, *les marchers émergents*, edition economica, Paris, 1995 p:18.
- (25) Ibid, p:19.

- (26) - عبد المطلب عبد الحميد، *العولمة واقتصاديات البنوك*، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص:32.
- (27) - وليد أحمد الصافي، *مرجع سبق ذكره*، ص:65.
- (28) - لارس نيل، *الاسواق المالية الناشئة تتجه لتحقيق عام قياسي*، 2006، موقع البنك الدولي، www.worldbank.org، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- (29) - أنطوان فان أعمد، *رسملة البورصات الناشئة*، موقع البنك الدولي، WORLD BANK.ORG، WWW، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- (30) - داني رودريك، *التحرير المالي والوعد الزائفة*، البنك المركزي السوري، www.banquecentrale.gov.sy، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- (31) - طارق عبد العال حماد، *التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك*، الجزء الأول، الدار الجامعية، 1999، ص:230.
- (32) - سلسلة المنتدى الاقتصادي، *أزمة البورصات العالمية في أكتوبر 1997*، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي العدد 03، جامعة الأزهر، ص:96.
- (33) - نفس المرجع أعلاه، ص:330.
- (34) - نفس المرجع أعلاه، ص:331.

المراجع

- لارس نثيل، الاسواق المالية الناشئة تتجه لتحقيق عام قياسي، 2006، موقع البنك الدولي، bank.org
- www.world، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001.
- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 1998.
- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003.
- أنطوان فان أعتמיד، رسمة البورصات الناشئة، موقع البنك الدولي، WWW. WORLDBANK.Org، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- جريدة القبس، العدد 12156 الصادر بتاريخ 2006/11/16، ندوة البنك الوطني العالمي، تناقش المعجزة السنغافورية وفرص الاستثمار الآسيوية، www.Alquabas.com، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- داني رودريك، التحرير المالي والوعود الزائفة، البنك المركزي السوري، www.banquecentrale.gov.sy، اطلع عليه يوم 2007/04/01.
- رسمية قرياقص، أسواق رأس المال، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
- سلسلة المنتدى الاقتصادي، أزمة البورصات العالمية في أكتوبر 1997، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي العدد 03، جامعة الأزهر.
- طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الجزء الأول، الدار الجامعية، 1999.
- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، 2001.
- مجيد ضياء، البورصات، المؤسسات الجامعية، مصر، 2003.
- محمود عبد الرزاق، جريدة القبس، ثروات العالم ومكاسب الأغنياء، www.Alquabas.com، اطلع عليه يوم 2007/01/15.
- محمود يونس عبد النعيم مبارك، مقدمة في البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، مصر، 2002.
- هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 21.
- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية "الواقع والآفاق"، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- B-Laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.
- David Grimbert, pierre mordoqe, les marchers émergents, edition economica, Paris, 1995 ..
- J.Peyrard, La bourse, Imprimerie hérissé a ayreux, 3éme édition, Paris, 1993.

Summary This study aimed to identify securities market. Capital through its divisions traded financial instruments and their role in economic activity so that we can search in the financial markets of emerging concepts and stages of evolution, some of the characteristics that distinguishes it from the rest of the international financial markets, which claimed 38 markets in the world in 13 Asia 12 in Latin America, 7in Africa and 6 in the Middle;. After rising wave of international financial liberalization and the trend towards openness to international markets through the elimination of restrictions on capital of all kinds,, the resulting implications for the emerging financial markets, which can be summed up in increased capitalization of emerging stock exchanges, and the liberalization of capital flows. As the integration of financial markets of the developed emerging markets crises reflected on the one hand, economies and the economies of the rest of the world on the other hand ..

Keywords: financial markets, emerging markets, financial instruments, financial flows, financial liberalization, crises Capital