

انعكاسات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق اندونيسيا

EFFECTS OF FINANCIAL LIBERALIZATION ON FINANCIAL EMERGING MARKETS CASE OF INDONISIAN MARKET

* غنية الجوزي

أستاذة مساعدة، جامعة الجزائر 3

E-mail: eldjouzi@gmail.dz

أحمد باشي

أستاذ التعليم العالي، جامعة الجزائر 3

Date Soumission : 08-02-2019	Date Acceptation : 29-06-2019	Date Publication : 28-12-2019
------------------------------	-------------------------------	-------------------------------

ملخص:

أثارت الموجة الحديثة من التحرير المالي نقاشا حادا بين الخبراء الاقتصاديين المؤيدين و المعارضين حول المنافع و المخاطر التي تتمحض عنه، فإذا كان التحرير المالي يعمل على تعزيز النمو الاقتصادي فإنه في المقابل يؤدي إلى عدم الاستقرار. و في ظل هذا التباين يدعو البعض إلى ضرورة التوفيق بين التحرير المالي والاستقرار المالي للوصول إلى نظام مالي متين يلبي حاجيات الاقتصاد الحقيقي. سنحاول في هذه الورقة الكشف عن أهم انعكاسات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة و أخذ بورصة اندونيسيا كدراسة حالة.

الكلمات الرئيسية: أسواق ناشئة، تحرير مالي، أزمة مالية، سوق أندونيسيا.

Abstract:

The recent wave of Financial Liberalization has generated an intense debate among economists, attracting both supporters and opponents. Thus, it has always been controversial. This controversy could be explained by its benefits and problems. On the one Hand, it promotes economic growth, on the other hand it produces instability. For this reason, it is necessary to reconcile financial liberalization with financial stability in order to get a solid financial system that meets the needs of real economy.

This paper outlines the risks of Financial Liberalization on Emerging Markets and we take Indonesian Market as case of study.

Keywords: Emerging Markets, Financial Liberalization, Financial Crises, Indonesian Market.

1- مقدمة:

تعد ظاهرة التحرير المالي Financial Liberalization من الظواهر الحديثة نسبيا جاءت استجابة لظروف كثيرة أملت متغيرات عقدي ستينات وسبعينيات القرن الماضي فقد ساد الاعتقاد أنه الحل الأمثل المطروح أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة تطوّر الاقتصاد العالمي، و مع بداية عقد السبعينيات توسعت المطالبة بالتحرر المالي سواء كانت صادرة من باحثين أو مؤسسات دولية واحتلت تلك الدراسات اهتمام واسع، إذ عدت إستراتيجية التحرر المالي عملية رفع القيود أو الحد منها من أبرز عمليات إعادة هيكلة القطاع المالي والمصرفي والتي أضيفت إلى زيادة حرية حركة رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة، و ينصب التحرير المالي على تحرير حساب رأس المال وإلغاء الضوابط على معاملاته وعلى الحسابات المالية الأخرى في ميزان المدفوعات. و قد بدأت العديد من الدول الأوروبية

العمل على تحرير نظمها المالية منذ عقد الستينيات و قد بكرت هولندا بذلك عام 1966 ثم بلجيكا عام 1969، ثم تعاقبت الدول على ذلك طيلة سبعينيات وثمانينيات القرن العشرين، و من الدول من انتهى من ذلك ومنها التي لم تنه بعد.

رغم المنافع التي يمكن أن يحدثها التحرير المالي في المجالين الاقتصادي و المالي، إلا أنه يهدد الأنظمة المالية و يرفع من وتيرة حدوث الأزمات و الاختلالات المالية ما يؤثر سلبيًا على النمو الاقتصادي. بناء على ما تقدم سنحاول في هذا المقال الإجابة على الإشكالية التالية: ما هي أهم انعكاسات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة و ما هي آثاره على بورصة اندونيسيا بصفة خاصة؟ و للإجابة على هذا السؤال انطلقنا من الفرضية التالية: تأثرت الأسواق المالية الناشئة عامة و بورصة اندونيسيا خاصة سلبيًا بالتحرير المالي.

2- مفهوم التحرير المالي:

2-1. تعريف التحرير المالي و القواعد الثلاثة للعلوامة المالية:

يتحدد مفهوم التحرر المالي "بالمعنى الشامل" بمجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليًا. و يعرف التحرير المالي بالمعنى الضيق بعملية تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستوى المحلي و الدولي (عبد الخالق 2008: ص 60).

في إطار التحرير المالي، يمكن أن نشير إلى السمات الثلاث التالية التي ميزت الدائرة المالية و التي سميت بقاعدة D الثلاث للعلوامة وفق Dominique Plihon (صديقي و بوكروخ 2016: ص 36):

2-1-1. عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال Le Décloisonnement: إن الشرط الضروري للعلوامة ليس فقط انفتاح أسواق المال القطرية أمام تدفق رؤوس الأموال، لكن أيضا انفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على مستويين: المستوى الداخلي: يعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصير الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية، و من أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... الخ.

المستوى الخارجي: يعني فتح الأسواق المالية أمام المتعاملين الأجانب، حيث يتسنى للمتعاملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية بالإضافة للأصول المالية الحكومية.

2-1-2. إزالة القيود التنظيمية La Déréglementation: تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات والتي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال أصبح بإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل (comptes à terme) بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري (comptes à vue) إلى الحساب للأجل (comptes à terme)، و من جهة أخرى اعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات ما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن تذبذب و عدم استقرار أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات، ما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

2-1-3. تقلص دور الوساطة في التمويل La Désintermédiation: و هذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف و الاقتراض و نقصد بالتمويل المباشر اللجوء إلى إصدار و تبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم، سندات،..) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، و هذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك و الوسطاء الماليين الآخرين.

2-2. مفهوم تحرير حساب رأس المال و أشكاله:

2-2-1. تحرير حساب رأس المال و معاملاته: يعتبر تحرير حساب رأس المال جوهر عملية التحرير المالي و عولمة الأسواق المالية، و المقصود بذلك هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال و التي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم (المحافظ المالية) و الاستثمار المباشر و العقار و الثروات الشخصية، و عليه فإن تحرير حساب رأس المال (قابلية حساب رأس المال للتحويل) ترتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي و الضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات و التي تشمل حركة رأس المال من و إلى دولة أخرى و كذا القطاع الخاص و تتلخص أهم معاملات حساب رأس المال فيما يلي:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر: و تشمل التحرير من القيود المفروضة على الاستثمار المباشر للداخل و/ أو للخارج، أو على تصفية الاستثمار و تحويلات الأرباح عبر الحدود.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمارات في سوق الأوراق المالية: و تشمل عملية الشراء التي تتم محليا و يقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع أو الإصدارات التي تتم بواسطة المقيمين (تدفقات إلى الداخل)، أو إصدارات يقوم بها محليا غير مقيمين أو عمليات الشراء التي يقوم بها في الخارج مقيمون (تدفقات إلى الخارج).
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية: أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محليا بواسطة غير المقيمين أو شراء العقارات في الخارج بواسطة مقيمين.
- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري، المالي، الضمانات، الكفالات و التسهيلات المالية: التي تشمل كافة التدفقات للداخل (الائتمان الممنوح للمقيمين من جانب غير المقيمين) أو التدفقات الخارجة (الائتمان الممنوح من المقيمين لغير المقيمين).
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية: و تشمل الودائع غير مقيمة و اقتراض البنوك من الخارج (تدفقات إلى الداخل) و القروض و الودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج).
- المعاملات المتعلقة بحركات رؤوس الأموال الشخصية: و تشمل المعاملات الخاصة بالودائع أو القروض أو المنح أو تسوية الديون...

2-2-2. أشكال تحرير حساب رأس المال: يشمل تحرير حساب رأس المال بين الدول شكلين هما (عبد الخالق 2000: ص ص 10-11):

- التحرير الجزئي لحساب رأس المال: و يقصد به قيام البلد بتحرير بعض مكونات رأسماله بينما يحتفظ بقيود على بعضها الآخر كالقيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي المباشر في تركيا، وهذا الشكل من التحرير المالي يحمي الدولة من الأزمات و التقلبات الاقتصادية العالمية، لكن في نفس تحرمها من المكاسب التي تنجم عن التحرير الكلي لحساب رأس المال.
- التحرير الكلي لحساب رأس المال: وهو قيام البلد بتحرير جميع مكونات رأس المال في ميزان المدفوعات وهذا يتم بطريقتين:

- تحرير حساب رأس المال دفعة واحدة: اتبعت هذه الطريقة في بعض البلدان كالأرجنتين والأوروغواي والمملكة المتحدة ونيوزيلندا في السبعينات حيث قامت بإزالة القيود على رأس المال خلال فترة قصيرة، لكن هذه الطريقة لم تحقق النجاح في تلك البلدان في حين استطاعت المملكة المتحدة ونيوزيلندا من الاستفادة من مكاسب التحرير، جاءت جهود الأرجنتين والأوروغواي بالفشل ذلك أنه كان يتعين عليها القيام بسياسات إصلاحية قبل تقرير انفتاح حساب رأس المال، لذلك ينصح باستخدام هذه الطريقة في الدول ذات الأنظمة المالية القوية والتي تمتلك أدوات رقابية صارمة، حيث يحقق لها مكاسب سريعة وفعالة، بينما يحميها نظامها المالي القوي من أي أزمات تنتج عن التحرير. -تحرير حساب رأس المال بشكل تدريجي: إن التدرج في عملية التحرير يساعد في كسب الوقت في إحداث تغييرات هيكلية في الأسواق المالية حتى تستطيع العمل في المناخ الدولي، لقد أشارت تجارب بلدان أمريكا اللاتينية إلى أنه كي يستطيع بلد ما تحقيق الاستمرار في قابلية حساب رأس المال للتحويل وتقليل المخاطر المالية المقترنة به، ينبغي عليه انتهاج سياسات معينة قبل تحرير حساب رأس المال، فإن لم تستوفي هذه الشروط المسبقة فان تدفقات رؤوس الأموال بغرض المضاربة قد تجعل من الصعب تحقيق الاستمرار في فتح حساب رأس المال.

- 2-3. المزايا المنتظرة من تحرير حساب رأس المال: إن التحدي الذي يواجهه الدول النامية هو تعظيم المكاسب من عملية تحرير حساب رأس المال عبر الزمن وتعتمد هذه المكاسب أساسا على مدى استعداد الدولة لتبنيها وتوفير الظروف الملائمة، ومن أهم المزايا المنتظرة نذكر:
- تحرير حساب رأس المال يساعد على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر عكس الدول التي تقيد حساب رأسمالها.
 - زيادة فعالية استخدام رأس المال العالمي، بالإضافة إلى تخفيض وتقارب أسعار الفائدة وتكلفة رؤوس الأموال، يؤدي إلى زيادة الاستثمار وبالتالي ارتفاع الناتج الإجمالي المحلي ومعدلات النمو الاقتصادي.
 - الاستفادة من الوساطة المالية العالمية عن طريق تجارب الدول المتقدمة من ناحية التكامل المالي، وبالتالي تحاول الدول النامية أن تسيير على درب هذه الدول، وبالتالي التقليل من المديونية وتطوير أسواقها المالية.
 - تسهيل فرص الدخول إلى الأسواق الدولية وربط الدول بشبكات الإنتاج العالمية.
 - المساهمة في نمو وتطور التجارة.
 - توفير منتجات ذات نوعية جيدة وذلك نتيجة استخدام مهارات متطورة وتقنيات عالية.
 - توفير فرص الاستثمار للقطاع الخاص وفرص العمل.
 - تحفيز الدول على انتهاج سياسات اقتصادية تحافظ على جذب الاستثمارات الأجنبية للحصول على مزيد من المنافع.

2-3. متطلبات نجاح التحرير المالي:

يشترط نجاح سياسة التحرير المالي توفر مجموعة من المتطلبات قبل الشروع في إجراءات إزالة القيود والانفتاح المالي حيث يجب مراعاتها وذلك ما أقره MCKINNON بعد جملة الانتقادات التي تعرضت لها نظرية التحرير المالي بالإضافة إلى فشل تطبيق سياسة التحرير المالي عند بعض الدول مثلما وقع للشيلي حيث قام MCKINNON ببناء نموذج جديد عام 1991 والذي ركز فيه على عنصرين مهمين اعتبرهما كشرط أساسي لتطبيق ونجاح سياسة التحرير المالي، يتمثل أولهما في استقرار الاقتصاد الكلي أما ثانيهما فهو التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي دون إهمال الرقابة على الأنظمة المصرفية. وتوالت الدراسات والأبحاث لتضيف لتحليل MCKINNON المزيد من الدقة والتحليل حول شروط نجاح سياسة التحرير المالي، لعل أهمها ما يلي (أندوراس 2005: ص 88):

- 2-3-1. توفر بيئة اقتصادية مستقرة: يعد استقرار الاقتصاد الكلي ركيزة أساسية قبل تبني سياسة التحرير المالي، فالبيئة الاقتصادية المستقرة تغيب عنها مخاطر التضخم وعجز الموازنة وغيرها من المخاطر التي تؤثر على الانفتاح على النظام المالي العالمي.
- 2-3-2. توفر نظام قانوني وإشرافي مناسب: وذلك من خلال توفر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة وتنظيم وإشراف مناسب على المؤسسات.

2-3-3. مراعاة التدرج والسرعة في تطبيق برنامج التحرير المالي: ثمة منهجان للتحرير المالي أحدهما مباشر وفيه يتم تحرير القطاع المالي الداخلي والقطاع المالي الخارجي في آن واحد، وتتم كافة إجراءات التحرير في وقت واحد، والآخر تدريجي وهو التحرير الذي يتم في شكل متسلسل ومتأني في إجراءاته وتطبيقه بحيطه وحذر.

2-4- إيجابيات التحرير المالي:

ليس هنالك إجماع بين الاقتصاديين على آثار التحرر المالي ومنافعه بالنسبة للاقتصاد العالمي أولا، و على الدول بشكل انفرادي ثانيا، فهناك من أثبت جدواها في دعم الاستقرار الاقتصادي بين الدول أو في نقلها من مستوى تنموي معين إلى آخر أعلى و يعللون ذلك بما يلي (كغاجيت 2001: ص 57):

- 2-4-1. ترشيد القرار التمويلي: إن إضفاء الصبغة العالمية على عمليات التحرير المالي يتيح فرصا كثيرة ومتنوعة من المعاملات المالية، والمهم في ذلك أنها توفر خيارات وبدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي كونه يتيح التعامل مع أسواق متنوعة وواسعة النطاق محققا مزايا كبيرة لطالبي التمويل.

انعكاسات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق اندونيسيا

2-4-2. سهولة الوصول إلى مصادر التمويل: إن التحرير المالي يسمح للدول بالوصول إلى الأسواق المالية بسهولة ويسر لسد فجوة الموارد المحلية، ففي دول شرق آسيا أدى التدفق المالي الناتج من الأسواق المالية ولغاية حدوث الأزمة الآسيوية (1997) إلى تعويض نقص الادخار المحلي.

3-4-2. الحد من زيادة المديونية: ويخص البلدان المدينة (أغلبها البلدان النامية) إذ تسمح حركة الاستثمار الأجنبي المباشر FDI بتنوع وتوزيع أفضل للمخاطر من خلال الابتعاد عن التمويل بالقروض المصرفية والتجارية وبالتالي الحد من المديونية الخارجية وأعباءها كون تلك المصادر غير منشأة للديون.

4-4-2. تخفيض تكلفة التمويل: يعني التحرير المالي العمل بألية السوق وإحدى هذه الآليات هي المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين العاملين وأن التنافس بين مصادر التمويل الواسعة والمتنوعة يمنح ميزة خفض تكلفة التمويل للدول المحتاجة.

5-4-2. نقل التكنولوجيا المتنوعة: يسمح الاستثمار الأجنبي المباشر FDI باعتباره أحد مجالات التحرير المالي بنقل التكنولوجيا وبأساليب مختلفة ككسب اليد العاملة المهارات والخبرات والفن الإداري خصوصا في مجال استحداث خدمات مالية ومصرفية حديثة سواء ما يخص نظام المدفوعات أو استخدام النقود الإلكترونية والبنوك الإلكترونية لتساهم جميعها في عمليات التمويل وتسوية المدفوعات (الجميل 2002: ص ص 62-63).

6-4-2. الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية: إن آليات التحرير المالي تؤدي إلى الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية وهذا يشجع الادخار ويوجه مساره من السوق المالية غير الرسمية إلى السوق الرسمية كما تشجع تلك الفائدة المقترضين على الاستثمار في النشاط الإنتاجي والصناعي في حين تؤدي إجراءات تحرير وتحديث النظام المالي المصحوب ببرنامج واسع للخصخصة إلى خلق بيئة مواتية لنشاط القطاع الخاص، وكل ذلك يستقطب رؤوس أموال أجنبية ومن المقيمين المحليين في الخارج وقد تساهم في الحد من هروب الأموال المحلية (Arivisent & Pierre 1997: P 10).

7-4-2. خفض أسعار الفائدة محليا: قد يسمح التحرير المالي بزيادة تدفق رؤوس الأموال وهذا يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة محليا، مما يشجع المستثمرين على الاقتراض المحلي ورفع مستويات الاستثمار وفتح مشاريع جديدة وينعكس كل ذلك على زيادة معدل النمو الاقتصادي.

8-4-2. توزيع الأصول وتقليل المخاطر: قد يسمح التحرير المالي بتوزيع الأصول الدولية، وحسب نظرية تسيير محافظ البنوك وتنوع مواردها للاقتصاديين Tobin و Markowitz، والتي توضح أن الحصول على محفظة متنوعة من السندات تعد أفضل إستراتيجية للحصول على مردود أعلى مع أقل مخاطرة محتملة، وبالتالي فإن تنوع الأصول الدولية تستجيب لهذا الهدف طبقا لهذه النظرية (هندي 2004: ص 39).

5-2. سلبيات التحرير المالي:

إن معارضي التحرير المالي يرون فيه سلبيات كثيرة على الاقتصاد المحلي والعالمي منها:

1-5-2. المخطر النظامي: يحدث عندما يتسبب عجز هيئة عامة أو مجموعة من الهيئات المالية بإعلان إفلاسها للهيئات الأخرى، سواء خلال أثر العدوى أو العجز الحقيقي ثم تحدث حالة انقطاع خطيرة في قلب النظام المصرفي المالي، وهو يرتبط بـ:

- عملية العدوى من سوق مالي إلى آخر.
- انعدام السيولة.

و من الشواهد على ذلك ما حدث خلال أزمة المكسيك والأزمة المالية الآسيوية من حالات إعلان بعض المؤسسات المالية إفلاسها، وهو أيضا ما لاحظناه في أزمة 2008 العالمية وإعلان أقدم المصارف الأمريكية والتي يزيد عمرها عن 158 سنة حالة إفلاسها (ليمان برادرز) وغيره من المصارف وشركات التأمين.

2-5-2. مخطر تقلبات الرساميل قصيرة الأجل: أي الاختلال الناجم عن تدفقات رأس المال المتجه نحو الاستثمارات في المحفظة المالية مع تلك المتجهة نحو الاستثمار الأجنبي المباشر حيث يتصف الأول بقصر أجله وضخامة حركته وتحقيقه الربح السريع، ويحمل درجة تقلب عالية حيث يدخل ويخرج بأمد قصيرة مؤديا إلى كثير من المشاكل وخصوصا المتعلقة (سعر الصرف، أسعار الأصول، الاستهلاك... الخ).
2-5-3. مخطر سهولة انتقال الأزمة: ومن المؤاخذات على العولمة المالية هو سرعة انتشار الأزمة بين المؤسسات المالية حين وقوعها لأنها تجعل من تلك الأسواق في تكامل وتمائل وتبادل حر (Schmukler 2004: P 9).

2-5-4. مخطر هروب الأموال الوطنية: ويعني استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها بأشكال استثمارية مختلفة (الاستثمار في العقارات، الإيداعات في البنوك الخارجية، الاستثمار الأجنبي المباشر... الخ) و رغم أن تلك الظاهرة ليست حديثة لكنها تكاثرت في ظل التحرير المالي فمثلا أن الأموال الهاربة للخارج مثلت في بعض الدول مثل فنزويلا 100% إضافة إلى دول أخرى تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج بنسب تتراوح بين 50-90% من إجمالي ديونها الخارجية وكذلك تقدر أموال الدول الخليجية المستثمرة بالخارج (800) مليار دولار (الشمري و سلمان 2008: ص ص 11-13).

2-5-5. مخطر تراكم الأموال: أدت عولمة الأموال إلى زيادة واضحة في تراكم رأس المال في دول متقدمة أو لدى مؤسسات مالية أو لدى أفراد معينين، أما الدول الفقيرة والتي تتميز بضعف الفعالية الاقتصادية شهدت شح وهجرة في أموالها فال FDI يتجه أغلبه إلى الدول المتقدمة (70.7%) في حين اتجهت نحو البلاد النامية مثلا عام 2002 حوالي 23% من الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي فضلا عن التوزيع غير المتكافئ داخل تلك الدول نفسها.

2-5-6. مخطر عولمة المديونية: لقد عمدت البنوك الغربية وبالتعاون مع بيوت السمسرة المختصة إلى تحويل الديون الخارجية للبلدان النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية شأنها في ذلك شأن أية أداة مالية أخرى وهذا سيعرض تلك الدول إلى حالة عدم التأكد من ديونها نتيجة التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية وقد يعرضها ذلك إلى ارتفاع مديونيتها.

2-5-7. مخطر غسل الأموال: إن عولمة الاتصالات والتحرير المالي وتنوع الأدوات المالية وشبكات الصراف الآلي باعتبارها من تقنيات التعامل عن بعد وكذلك استخدام النقود الإلكترونية والبنوك الإلكترونية والمحمولة، كل ذلك لا يسمح بتعقب مصادر الأموال لأنها أصبحت تحمل أرقام سرية ومشفرة بإمكانها المرور بعدد من الإجراءات قبل أن تدخل الدورة الاقتصادية لبلد ما، كلها عوامل ساعدت على توسيع أنشطة اقتصادية غير مشروعة والتي تمارس تحت ما يسمى بالاقتصاد الخفي، ألا وهو غسل الأموال Money Laundering والتي كانت وما تزال ظاهرة عولمية تهدد النمو والاستقرار الاقتصادي من خلال انعكاساتها على مجمل النشاطات الاقتصادية والاجتماعية، وقدرها صندوق النقد الدولي في عام 1996 بحوالي 5-6% من الناتج العالمي ومثلت ما حصته 600-1500 مليار دولار (الجميلي 2001: ص 78).

3- ماهية الأسواق الناشئة:

3-1. تعريف الأسواق الناشئة:

يطلق مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة EMERGING STOCK MARKETS الذي أطلقته لأول المؤسسة المالية الدولية سنة 1981 على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة Standart and Poor إذا توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل (زيطاري 2004: ص ص 44-45):

- أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.
- أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام.

لقد كان تعريف S&P للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات متوسطة وضعيفة الدخل، حيث تعتبر الأسواق أسواقا ناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة (الحد) التي يحددها البنك الدولي، لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار لحساب 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، لتجاوز هذا الضعف لجأ S&P إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يكون الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاثة الأخيرة.

الميزة الثانية للأسواق الناشئة تتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام، ويعرف رأس المال السوق القابل للاستثمار برأس المال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه فتكون السوق ناشئة 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 قابلية للاستثمار IFIC وذلك منذ مارس 1993، إن هذه القاعدة توفر وسيلة جيدة لتقييم أداء الأسواق الناشئة وذلك لاعتمادها على بنية معطيات موحدة، بينما كانت الأسواق الناشئة تقوم بحساب مؤشراتهما على أسس تختلف من بلد لآخر وبطرق مختلفة.

إن أهمية تحليل الأسواق الناشئة تركز 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.

و تقدر 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 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 (صافي 2003: ص 91).

و تعكس هذه الاختلافات 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.

2-3. تصنيف الأسواق الناشئة:

يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات:

- 1-2-3. الأسواق الناشئة الأكثر تقدما: هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة ماليزيا- المكسيك- كوريا الجنوبية- تايوان- وتايلاندا... الخ، تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة.
- معدلات تضخم منخفضة.
- استقرار نسبي في أسعار الصرف.
- أنظمة مالية ومصرفية متطورة.
- سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.
- تبادل هام في سوق الأسهم.
- استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية.

أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه بأسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب أن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية للظروف الاقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة على وجه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشاريع المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسيا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية و المالية، التقيد بالقواعد المحاسبية) بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.

2-2-3. الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح: الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا والفلبين والتي بلدانها تتميز باقتصاديات أقل تطورا وبتبادلات أقل من الصنف الأول التي تعتبر حسب مؤسسة International finance corporation سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها.

3-2-3. الأسواق حديثة النشأة: أو تلك التي تعاني من الركود ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدما، وتتمثل في أسواق البلدان النامية وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت إثر سقوط الاتحاد السوفيتي السابق و كذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا (Grimbert & autres 1995: P 60-61).

3-3. خصائص الأسواق المالية الناشئة:

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى أخرى، وحسب آخر الدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم، فقد قسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها (عصفور 2005: ص ص 242-243):

3-3-1. المجموعة الأولى: الأسواق التي لزالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا ومن سماتها:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.
- ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.
- انخفاض سيولة الأوراق المالية.
- التقلبات الشديدة في الأسعار.

3-3-2. المجموعة الثانية: مثل بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:

- درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.
- تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين فرصة جني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.
- المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

3-3-3. المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين وإندونيسيا وتايلاند وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:

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

3-3-4. المجموعة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان والتي تنتم بالخصائص التالية:

- معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية.
- حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.
- أسواق تنافسية عالمية.

3-4. مؤشرات الأسواق المالية الناشئة:

يمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين: الأولى وتهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقاً من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية، والثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعوائد.

3-4-1. المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق: و تتلخص ضمن ثلاث مجموعات رئيسية و هي (السعيد

1999: ص ص 26-28):

- حجم السوق: و يقيسه مؤشران:

- رسملة السوق: من أهم المؤشرات، يحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية.

و قد انتقلت رسملة البورصات الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار سنة 1994 أي تضاعفت 11 مرة مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة، وبلغت سنة 1997 حوالي 2229.5 مليار دولار، وقد مثلت الأسواق الناشئة في مجملها 9.47% من الرسملة السوقية العالمية خلال نفس السنة.

- عدد الشركات المسجلة: وهو مقياس يعبر أيضا على حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر ولقد زادت عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة ما بين 1980-1995 بـ 137%، ويرجع ذلك إلى تطور الثقافة المالية بهذه الأسواق.

- السيولة: و يقصد بها سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، وهناك مؤشران:

- معدل التداول: يقيس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل، فقد زاد معدل التداول في الأسواق الناشئة ككل بحوالي 200.1% من 1990 إلى 1997.

- معدل الدوران: يحسب بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق، وهو في الحقيقة يكمل مقياس رسملة السوق، و هذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها لكن معدل الدوران فيها مرتفع فتميز بالنشاط (البرازيل على سبيل المثال)، وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة وأعلى معدلات التداول لكن معدل الدوران فيها ضعيفا مثل سوق ماليزيا.

- التركيز: تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات.

باستثناء الهند والباكستان والبرازيل، فإن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة الـ 20%، يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% ويتجاوز هذه النسبة في الأرجنتين، كولومبيا، وفنزويلا.

3-4-2. المؤشرات المرتبطة بالعوائد:

يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري وترتبط بالعوائد، وهي معايير اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار في الأسواق المالية، وهناك مؤشران (Plihon 1997: P 40):

- المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولي IFCI: استخدم في 1988، وهو يظهر المرودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة، ويعتمد هذا المؤشر على حساب رسملة عينة كبيرة من الأسهم لعدد معين من الأسواق في الدول النامية.

- مؤشر مورغان ستانلي MSCI : يحسبه بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق لكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق.

3-5. تأثير مؤشرات أداء الأسواق الناشئة بفعل الأزمات:

لقد كان أثر الأزمات المالية قويا على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة وكذلك على التنويع الدولي في كل من الأسواق الكبرى والناشئة معاً، وقد انعكس ذلك على مؤشرات أداء الأسواق حيث تأثرت كل من معدلات العوائد وكذا نشاط السوق.

فقد شهد مؤشر الأداء المحسوبان من طرف مؤسسة التمويل الدولية وبنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي في ارتفاع خلال أوائل التسعينيات لكنهما شهدا انخفاضاً خلال فترات الأزمات في 1995 و 1997 ثم انخفاض أكثر في 1998. وهذا يعني تراجع العوائد المنتظرة على الأسواق خلال هذه الفترات وهذا ما يوضحه الجدول رقم (01).

جدول رقم 01: تطور مؤشرات البورصة المركبة للأسواق الناشئة (سنة الأساس 1992).

المؤشرات المرتبطة بالعوائد	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
مؤشر مؤسسة التمويل الدولية	100	180	160	140	150	120	80
مؤشر مورغان ستانلي	100	185	170	145	157	115	65

Source : (Dufour 1999: P 27).

تجدر الإشارة إلى أن إتباع الأسواق الناشئة لسياسات وإصلاحات هيكلية بعد الأزمة قد أدى إلى استرجاع بعض من الثقة في كفاءتها وأداءها ويترجم ذلك بتحسّن مؤشر مورغان ستانلي نسبياً خلال السنوات اللاحقة. تراجعت أيضاً بفعل الأزمة الآسيوية 1997 بعض مؤشرات نشاط السوق فبالنسبة لمؤشر حجم السوق فقد تأثر مؤشر رسمة البورصة حيث تراجع بنسب كبيرة ليس فقط في الأسواق الناشئة لكن حتى في الأسواق المتقدمة كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم 02: الخسائر في رسملات البورصات العالمية بين سبتمبر 1997 وأكتوبر 1997.

البلد	الخسارة في رسمة البورصة	البلد	الخسارة في رسمة البورصة
الولايات المتحدة	- 636.877	تايوان	- 68.375
طوكيو	- 263.851	فرنسا	- 66.801
هونغكونغ	- 176.648	ماليزيا	- 37.402
المملكة المتحدة	- 124.021	سنغافورة	- 24.207
ألمانيا	- 91.202	الصين	- 50.20

Source : (Pouzin (www.pouzin.com)).

في نفس الوقت تراجع مؤشر السيولة في الأسواق الناشئة نظراً لانخفاض الكبير في القيمة المتداولة، كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم 03: الخسائر في القيم المتداولة للبورصات الآسيوية (جويلية 97-جويلية 98)

البلد	الخسارة في القيمة المتداولة	البلد	الخسارة في القيمة المتداولة

اندونيسيا	- 46%	سيول	- 54%
سنغافورة	- 47%	جاكارتا	- 58%
ماليزيا	- 54%	طوكيو	- 27%
هونغكونغ	- 45%	الفلبين	- 34%

Source : (Moreau 2000: P 101).

يتضح من الجدولين الأخيرين أن كلا من مؤشري رسملة البورصة والسيولة قد تأثرا بالخروج المفاجئ والعنيف لرؤوس الأموال الأجنبية وهذا يبين العلاقة الوثيقة بين استثمارات الأجانب وهذين المؤشرين. من خلال ما سبق يمكن التأكيد على وجود تأثير حقيقي وقوي للتحرير المالي كعملية وكواقع على أداء الأسواق المالية الناشئة.

4- آثار التحرير المالي على بورصة اندونيسيا:

4-1- تقديم بورصة اندونيسيا:

لقد أنشئت أول بورصة في اندونيسيا عام 1912 لكن أغلقت خلال الحرب العالمية الأولى واستمرت مغلقة حتى عام 1925 لما أعيد افتتاحها لكي تمارس نشاطها في باتافيا (جاكارتا الآن). وفي جويلية 1952 تم إنشاء بورصة أخرى بيد أن أنشطة سوق الأوراق المالية توقف تماما عام 1956 نتيجة لعمليات التأميم وحظر التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات الهولندية. وبدأت أولى محاولات الحكومة الاندونيسية لإحياء سوق الأوراق المالية عام 1977 وذلك بمساعدة كل من هولاندا ومنظمة التمويل الدولية وقد تحمل عبء التطوير كل من بنك اندونيسيا بالاشتراك مع وزارة المالية.

و في محاولة حقيقية لإحياء سوق الأوراق المالية أصدر الرئيس سوهارتو قرارا رئاسيا في ديسمبر 1976 هدف إلى تنشيط السوق وأجاز القرار بيع الأسهم للمواطنين الاندونيسيين وقد عمل القرار على الآتي (أندرواس 2007: ص ص 294-301):

- إعادة تنشيط الهيكل الاستشاري للسوق.
- إنشاء الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية Bapepam و مهامها تشغيل البورصة ومراجعة الطرح العام من الأوراق المالية لضمان تحقيق الإفصاح العام وهي بذلك تعطي تصديق بجدارة الطرح من عدمه.

- إنشاء هيئة داناريكسا Danareksa وقد صممت لتعمل كصانع للسوق وعنصر استقرار ومثبت لسوق الأوراق المالية، وقد عملت على تشجيع السوق من خلال نشر وتوضيح المعلومات العامة عند اكتتابها في إصدارات الطرح العام. وقد منحت داناريكسا امتياز ضمان وترويج ما لا يقل عن 50% من أي إصدارات جديدة تقرها وفي جانفي 1974 دعا الرئيس سوهارتو المستثمرين الأجانب أن يشاركوا بالتدريج في الشركات الوطنية بيد أن هذا الأمر سبب مشاكل إضافية لأن معظم الشركاء المحليين كانوا من أصول صينية أو من كبار العسكريين وموظفي الدولة.

و في عام 1977 تمت إعادة افتتاح بورصة جاكارتا بهدف توفير آلية وممارسة ضغط على الشركات الأجنبية لبيع غالبية أسهمها للمواطنين الاندونيسيين وقد تدعمت تلك الرؤية من خلال تركيز الحكومة على تسجيل الشركات الأجنبية، وكان الهدف الأساسي من تلك الإجراءات ليس جمع الأموال بل نشر الملكية بين المواطنين الاندونيسيين. وقد أثر ذلك على أداء السوق لأهدافها الاقتصادية وأهمها حشد وتعبئة الموارد وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

و في جويلية 1979 وفي إطار خطة الدولة لتنشيط الطلب على الأوراق المالية منحت المؤسسات المالية الاندونيسية بما فيها صناديق المعاشات حق شراء الأوراق المالية من البورصة. وبجانب ما تقدم عمدت الحكومة بشكل غير رسمي إلى تشجيع تلك المؤسسات على تخصيص نسبة من أموالها للأسهم. و في عام 1981 سمحت الحكومة الاندونيسية بالتعامل المستمر في البورصة وبمقتضى ذلك النظام يسمح بتداول الأسهم عدة مرات في اليوم عند أسعار مختلفة (Cole & Slade 1996).

4-2. انعكاسات التحرير المالي على بورصة اندونيسيا:

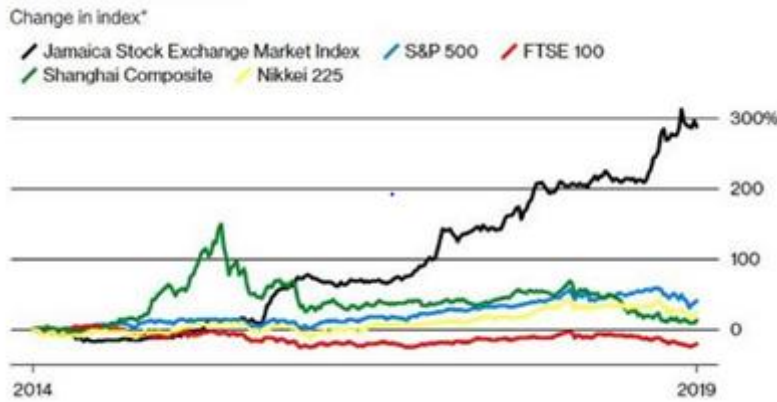
بعد التحرير المالي الذي قامت به اندونيسيا عرفت اندونيسيا أزمة مالية على غرار بلدان جنوب شرق آسيا إذ مع بداية الأزمة الآسيوية نهاية جويلية 1997، سجلت سوق الأسهم في اندونيسيا انخفاضا حادا إذ بلغت قيمة المؤشر المحلي لأسعار الأسهم في 30 جويلية 1997 نحو 724.556 نقطة بدأ بعدها في الانخفاض بشكل حاد إلى أن وصلت قيمته إلى 485.969 نقطة في أول سبتمبر 1997 محققا انخفاضا نسبته 33% عن المستوى السائد في 30 جويلية 1997، وفيما يلي عرض أداء بورصة جمايكا خلال السنتين الماضيتين.

جدول رقم 04: أداء بورصة جمايكا خلال السنتين الماضيتين.

المؤشر	2017	2018	نسبة التغير
مؤشر بورصة جمايكا	192.27	288.38	49.98%
مؤشر بورصة جمايكا المركب	210.39	316.51	50.62%
القيمة السوقية	800.86 بليون	1.16 تريليون	45.28%

Source: (Jamaica Stock Exchange annual report 2018: P 33).

نلاحظ ارتفاع مؤشر بورصة جمايكا سنة 2018 إلى 288.38 نقطة بعد أن كان 192.27 نقطة سنة 2017 أي سجل زيادة قدرها 49.98%، كما سجل مؤشر بورصة جمايكا المركب زيادة قدرت ب 50.62% فبعدما كان 210.39 نقطة سنة 2017 أصبح 316.51 نقطة سنة 2018. نلاحظ أن القيمة السوقية لبورصة جمايكا تجاوزت 1.16 تريليون نهاية 2018 بعد أن كانت 800.86 بليون أي سجلت زيادة معتبرة جدا قدرت ب 45.28% خلال السنة الماضية. و يظهر الشكل البياني رقم (01) أداء بورصة جمايكا مقارنة بالبورصات العالمية. الشكل البياني رقم 01: أداء بورصة جمايكا مقارنة بأداء البورصات العالمية.



Source: (Michael 2019: P 9).

ارتفعت عوائد أسهم بورصة جمايكا خلال الخمس سنوات الأخيرة بشكل مثير حيث بلغت سنة 2019 300% أي تفوقت على مؤشر S&P 500 سبعة مرات تقريبا وبهذا كانت بورصة جمايكا أفضل البورصات العالمية أداء سنة 2018.

5- الخاتمة:

يعمل التحرير المالي على تعزيز النمو الاقتصادي من خلال ترشيد القرار التمويلي، توزيع الأصول وتنويع المخاطر، الحد من زيادة المديونية وترقية التطور المالي إلا أنه يحمل في طياته العديد من المخاطر تعيق استقرار النظام المالي ويساهم في ارتفاع وتيرة الاضطرابات المالية خاصة في ظل ارتفاع المضاربة في القطاع المالي الذي تطور بغض النظر عن احتياجات تمويل الدائرة الحقيقية. أدى التطور الكبير لاستثمارات المحافظ الذي يستجيب لمنطق العائد قصير الأجل والتوزيع غير المتناظر للمعلومات بين المتدخلين إلى وقوع أزمات خاصة في الأسواق المالية الناشئة كالمكسيك ودول جنوب شرق

انعكاسات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق اندونيسيا

آسيا وتكرارها خلال عشرين سنة الماضية، هذا ما أدى إلى إعادة النظر في مسألة المال المعلوم الذي تحكمه ميكانيزمات الأسواق المنظمة ذاتياً، ودفع إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية حتى يكون النظام المالي مستقراً متحكماً في الاضطرابات قادراً على استيعاب الصدمات.

و في نهاية هذا البحث توصلنا إلى النتائج التالية:

- استطاعت الأسواق المالية الناشئة عامة وبورصة اندونيسيا خاصة أن تستفيد من إيجابيات التحرير المالي قبل الأزمات المالية التي أصابها خلال التسعينات، حيث ارتفعت أدائها الاقتصادية والمالية بصورة واضحة، لكن فترة الأزمات جعلت رؤوس الأموال تتراجع وتنسحب من هذه الأسواق، مما أثر سلباً على أدائها حيث انخفضت كل من رسمتها السوقية وقيمها البورصية.

- استفادت بورصة اندونيسيا من التحرير المالي خلال السنوات الأخيرة حيث ارتفع مؤشر Jamaica Stock Exchange Market Index %300 سنة 2019 وظهرت بذلك أفضل البورصات العالمية أداءً ومن هنا نستنتج أن للتحرير المالي آثار إيجابية وسلبية (أزمة 1997) على بورصة اندونيسيا.

ارتأينا إدراج اقتراحات للتصدي لمخاطر التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة والتي من شأنها تحسين وضعية هذه الأسواق ضمن النظام المالي الدولي الجديد:

- تحسين الإطار القانوني والتنظيمي للأسواق المالية الناشئة من أجل كبح الحركة السريعة لرؤوس الأموال الدولية ووضع حد للعمليات ذات الطبيعة المضاربة البحتة .

- تحسين مناخ الاستثمار المحلي والعمل على دعم وجذب الاستثمارات الأجنبية؛

- المحافظة على الاستقرار الاقتصادي فيما يتعلق بالمتغيرات الكلية وأهمها معدل النمو، معدل التضخم، معدل الفائدة، معدل الاستثمار... الخ

- تحديث البورصات وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، وتعزيز دورها في جذب رؤوس الأموال، وإعادة تدويرها لتمويل المشاريع التنموية؛

- المزيد من التنسيق والربط بين الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية وتبادل المعلومات والدراسات والتقارير والتحليلات المالية والاقتصادية لمؤشراتها، بهدف تدعيم إمكانياتها وتعزيز استقرارها.

قائمة المراجع

باللغة العربية:

1. اندروس. ع. و. السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شهاب الجامعة، مصر، 2005.
2. اندروس. ع. و. أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
3. الجميل. س. ك. التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة الموصل، العراق، 2002.
4. الجميلي. ح. عمليات غسل الأموال تجتاح الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، العراق، 2001.
5. زيطاري. س. ديناميكية الأسواق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2004.
6. السعيد. ه. ح. "الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة"، بنك الكويت الصناعي، 1999.
7. الشمري. ص. ر.، و سلمان. ف.د. "غسيل الأموال- الآثار والمعالجات"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد 16، العراق، 2008.
8. صافي. و. أ.، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة دكتوراه دولة كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2003.
9. صديقي. م.، و بوكروخ. ب. "العولمة المالية والاستقرار المالي"، المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية، العدد 7، 2016.
10. عبد الخالق. ش. ي. تحرير حساب رأس المال وأثره على ميزان المدفوعات، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن، 2000.
11. عبد الخالق. ش. ي. الاستثمار و محدداته في ظل التحرير المالي حالة الدول العربية، رسالة دكتوراه في اقتصاد الأعمال، الجامعة الأردنية، الأردن، 2008.
12. عصفور. أ.م. "إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها"، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ، مصر، 2015.

13. كغاجيث. س. ترجمة: حسن. ر. *عولمة المال*، دار الفارابي، بيروت، 2001.
14. هندي. م. إ. *الفكر الحديث في الاستثمار*، سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية، ط 2، منشأة المعارف الإسكندرية، القاهرة، مصر، 2004.

باللغة الأجنبية:

1. ARIVISENT. D., & PIERRE. J., *Economie internationale in the lotion ou-mythes*, Edition Cabana, Alger, 1997.
2. COLE. D., & SLADE. B., “*Building a modern financial system... the Indonesian experience*”, University Press, Combridge, 1996.
3. DUFOUR. J.F., *Les Marchés émergents*, Armand Colin, Paris, 1999.
4. GRIMBERT. D., & AUTRES, *Les marchés émergents*, Edition Economica, Paris, 1995.
5. Jamaica Stock Exchange Annual Report, 2018.
6. MICHAEL. P.R., “*The Jamaicain stock exchange is so obscure, even emerging markets funds don't go. And it's booming*”, 2019.
7. MOREAU. M., *Economie de l'Asie de sud-est*, PUF, Paris, 2000.
8. PLIHON. D., *Les enjeux de la Globalisation financière*, Casbah, Alger, 1997.
9. POUZIN, MSCI/Gilles, (www.pouzin.com).
10. SCHMUKLER. S., “*Beneficts and risks of financial globalisation*”, Word Bank, 2004.