

## تداعيات تحقيق النمو الاقتصادي باعتماد على الأسواق المالية الدولية

قلوش عبد الله<sup>1</sup> ، بن مصطفى ريم<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أستاذ محاضر ب، مخبر البحث تقييم سياسة التنمية في الجزائر POLDEVA، جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس، الجزائر .

[kellouche.abdellah@gmail.com](mailto:kellouche.abdellah@gmail.com)

<sup>2</sup> أستاذة باحثة، مخبر النقود والمؤسسات المالية في المغرب العربي MIFMA، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، الجزائر .

[benmostefa-2018@hotmail.com](mailto:benmostefa-2018@hotmail.com)

2022/06/30	تاريخ النشر	2022/06/12	تاريخ القبول	2022/05/22	تاريخ الإرسال
------------	-------------	------------	--------------	------------	---------------

### الملخص:

تعتبر الأسواق المالية الدولية من المواضيع الحديثة التي تشد الرأي العام مؤخرا حيث تظهر أهمية الدراسة في كونها أهم الأطر والآليات التي تبحث عنها الدول الاقتصادية الكبرى في ظل تقسيم والتخصص في الإنتاج ووجود عملات وطنية، إضافة الى اعتبارها أساس التجارة الخارجية، هدفت الدراسة الى ابراز تطور مفهوم هذه الأسواق خلال الزمن من مفهوم السوق كحيز جغرافي مثل غيرها من الأسواق المتخصصة حتى وصلت إلى مفهوم أكاديمي شامل ومتعارف عليه كآليات وأطر غير محددة جغرافيا غايتها تحقيق هدف استراتيجي متمثل تلبية حاجات الدول صاحبة العجز المالي وتحقيق منافع الدول أصحاب الفائض. توصلت نتائج الدراسة الى ضرورة الاهتمام بالأسواق المالية الدولية من أجل خلق عالقات تجارية ونقدية ومالية دولية متكاملة للقرارات المالية في المؤسسات على المستوى المحلي والدولي وتحقيق النمو الاقتصادي التي تهدف اليها معظم دول العالم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والرفاهية الاجتماعية.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية الدولية، النمو الاقتصادي، الأسواق المتخصصة.

تصنيف JEL: D53، G15، O4.

## 1. المقدمة

تحتل الأسواق المالية الدولية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال، بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتمتدع الأسواق المالية الدولية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وهي تعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية التي تجمع بين اقتصاديات الدول، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه، ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على معدل تكوين (تجميع) رأس المال، والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار ويمكن للمؤسسات المالية العالمية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا إيجابيا، من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفاء لهذه الادخارات المجمعة على الاستثمارات.

يتسم الاقتصاد العالمي في وقتنا الحالي بتزايد أهمية المعاملات الخارجية فيما بين اقتصاديات الدول، ما يترجمه نمو التجارة الخارجية بوتيرة تزيد عن ضعف نمو وتيرة نمو الاقتصاد العالمي خلال النصف الأخير من القرن الماضي، وقد صاحب النمو المطرد في التجارة الخارجية والذي نتج عن تحرير التبادل التجاري الدولي وإزالة المعوقات أمام تدفق السلع ورؤوس الأموال نمو موازي في العمليات المالية الدولية، حيث استقطب موضوع المالية الدولية والتعامل بالعملة الأجنبية والمشتقات المالية حيزا متزايدا من اهتمام الدول، ما نتج عنه اهتمام معظم دول العالم بالأسواق المالية الدولية، حيث تزايدت في الآونة الأخيرة اهتمام معظم دول العالم بالأسواق المالية الدولية وذلك لعجز الموارد المحلية خاصة في الدول النامية لتلبية احتياجات هذه الدول لتمويل خططها التنموية ولسد العجز في موازين مدفعتها من جهة ولما توفره هذه الأسواق من موارد ضخمة وأسعار فائدة تنافسية من جهة أخرى.

وقد بدأت حركة الإقراض المصرفي الدولي في نهاية الستينات حيث دخلت الدول الرأسمالية في أزمتها الهيكلية، وهناك العديد من العوامل التي أدت بالبنوك التجارية إلى التوسع في منح القروض لدول العالم الثالث ومن هذه العوامل ما يرجع إلى البنوك ذاتها ككيان اقتصادي خاص يستهدف النمو والتوسع وتحقيق الأرباح ومنها ما يتعلق بتطور النظام المصرفي الدولي وما جره على النظام الدولي من مشاكل أدت إلى تراجع القروض المقدمة من المصادر الرسمية، وهذا ما يؤدي بنا إلى طرح التساؤل الأساسي:

### 1.1. إشكالية البحث:

ما مدى مساهمة الأسواق المالية الدولية في دعم الاقتصاديات العالمية لتحقيق النمو الاقتصادي؟

وسعيا لإجابة على هذه الإشكالية سنحاول الإجابة عن الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ماذا يقصد بالأسواق المالية الدولية؟
- ✓ ما هي أنواعها؟ ومن هم المتدخلون بها؟
- ✓ إلى أي مدى يمكن للدول التدخل والمشاركة في هذه الأسواق الدولية؟
- ✓ ما هي أهم العوامل المساعدة في ذلك لتحقيق النمو الاقتصادي؟

## 2.1. فرضيات الدراسة:

بناء على طرح السابق سنحاول إجابة على فرضيتين أساسيتين:

- فعالية الأسواق المالية الدولية تساهم في فعالية النمو الاقتصادي من خلال زيادة حجم الاستثمار.
- للأسواق المالية الدولية أثر ايجابي على النمو الاقتصادي.

## 3.1. هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى تحليل مدى تأثير الأسواق المالية على اقتصاديات الدول واستخلاص التجارب، والعمل على الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لسوق مالية، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق المالية، ومحاولة البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها.

## 4.1. منهجية البحث:

ثم اعتماد على المنهج الوصفي وتحليلي من خلال بيانات صادرة من مؤسسات دولية، كما تم اعتماد على تقارير وطنية، وظروف الواقع المعاش، وللإجابة عن التساؤل الرئيسي سنقسم بحثنا إلى ثلاثة محاور أساسية، إذ سنقوم أولاً بعرض الإطار النظري للأسواق المالية الدولية، أسباب ظهورها، والمتعاملون في الأسواق المالية الدولية، ثم نذكر أهم أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية، ونهتم في الأخير بإبراز دور الأسواق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي.

## 5.1. الدراسات السابقة:

دراسة سامية زيتاري (2004) بعنوان: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، بجامعة الجزائر، 2004، و كانت الدراسة فيما مقارنة بين الأوراق المالية المتطورة و الناشئة من جهة و الأوراق المالية العربية من جهة ثانية، من خلال مقارنة تطور أحجام هذه الأسواق و أيضا خصائص توزيع العائد في مختلف هذه الأسواق أيضا ركزت على مقارنة بين تذبذب الأسعار في الأسواق العربية و الأسعار في الأسواق المتطورة و الناشئة الأخرى.

دراسة الغالي بن إبراهيم (2019) بعنوان: الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات. بسكرة/الجزائر: ط 10، دار العلي بن زيد. قدمت لنا الباحث من خلال كتابه واقع الأسواق المالية الدولية كونها اسواق تتميز باتساعها وعمقها، الامر الذي يحتم على المتسمرين الذين يستثمرون أموالهم في هذه السوق معرفة مكونات السوق وأدواته وطرق التعامل بها ومتى الدخول والخروج من السوق، وهل السعر المعلن في السوق هو سعر سوقي فقط أو أنه يعكس السعر الحقيقي ولا تكون الإجابة الا اذا علمنا هل أن الأدوات المتداولة فيها مقيمة بقيمة عادلة تعكس المطلوب من أرباح لدى المستثمر، ولا يمكن معرفة هذا الامر الا من خلال نماذج التقييم اما للأسهم أو للسندات وتختلف النماذج باختلاف المعطيات المتواجدة وتقوم النماذج على عدة عناصر أهمها العائد والمخاطر، هذا يجب على المستثمر التوازن بين هذين العنصرين الاساسين في

السوق، كما أنه تجرى في السوق عمليات مختلفة اما من حيث الزمن أو من خلال إتمام العقود ويمكن أن تس تعمل هذه العمليات في التغطية من المخاطر أو تحقيق أرباح اضافية. توصلت نتائج الدراسة إلى ان الالمام بنماذج التقييم يتطلب منا البحث أكثر في هذه السوق ولزيادة معرفتنا حول السوق يمكننا الاطلاع أكثر على أسس التحليل أساسي والتحليل الفني.

دراسة احمد خضير احمد، حاضر صباح شعير، عبد العزيز شويش عبد الحميد (2020) بعنوان: إثر العملات الافتراضية على الأزمات في الأسواق المالية، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، المجلد 13، العدد 25، الجزء 02، 2020. قدمت لنا الباحثون من خلال مقالهم إشكالية العملات الافتراضية المشفرة والتي أحدثت ثورة كبيرة في عالم التكنولوجيا المالية ولكنها قد يكون لها تأثير جوهري على الأسواق المالية على المدى الطويل، حيث يمكنها احداث تغيير في الهيكل الاقتصادي والمالي وتحول في الطريقة التي تعمل بها المؤسسات المالية والمصارف. ان هناك أنواعاً متعددة من العملات الافتراضية منها البنكوين التي هي أكثرها تداولاً وهي شكل معاصر من المال الخاص. وبفضل خصائصها التكنولوجية، تتسم شبكات معاملاتها العالمية بالأمان والسرعة نسبياً. هذا يعطيها آفاقاً جيدة لمزيد من التطوير. ومع ذلك، فمن غير المحتمل أن يتحدى المركز المهيمن للعملات السيادية والبنوك المركزية، وخاصة تلك الموجودة في مناطق العملات الرئيسية. كما هو الحال مع الابتكارات الأخرى، تشكل العملات الافتراضية تحدياً للمنظمين الماليين، لا سيما بسبب عدم الكشف عن هوية مصدرها وانها تعد موجودات مالية عابرة للحدود. ما يميز دراستي عن الدراسات السابقة:

اهم عنصر يتمثل في ندرة الدراسات المتتالية لموضوع الأسواق المالية الدولية على وجه التحديد والاهتمام بالأسواق المالية على الوجه العام لا الخاص وذلك لتعدد المخاطر التي تحقّق بالسوق المالية الدولية، نظراً لعدم استقرار السوق والاضطرابات التي تعصف بها من حين لآخر، وهذا راجع للتقلبات التي تصيب أسعار الاوراق المالية المقيدة بها والأدوات الأخرى محل التعامل على المس توى الدولي، والتي يكون من ضمن أسبابها الرئيسية عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات التي تخص الشركات المصدرة لهذه الاوراق، مما ينعكس سلباً على أسعارها، وهذا ما يعرف بكفاءة السوق المالي.

## 2. ماهية الأسواق المالية الدولية:

إن التطور الذي عرفته الصناعة المالية على الصعيد الدولي في شتى الميادين، أدى إلى زيادة وتنوع الأدوات والخدمات المالية الدولية، مما نتج عنها تعقيدات في حصر أصولها في نوع محدد دون الآخر والتشعب في ضبط مفهومها، بما يتناسب مع متطلبات العصر الحديث.

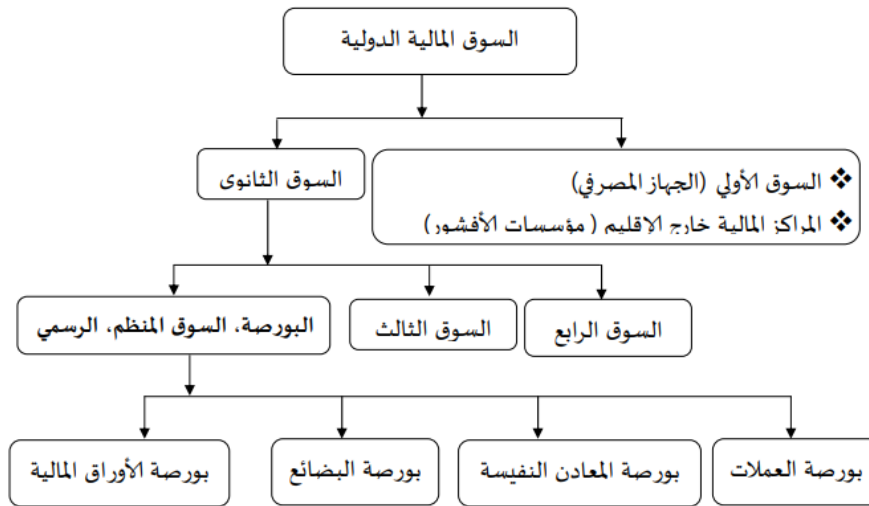
### 1.2. تعريف الأسواق المالية الدولية:

ينصرف تعريف السوق المالية الدولية إلى عدة مفاهيم تتمحور كلها حول التعاريف التالية:

- ❖ تعرف سوق المال الدولية بأنها سوق تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشأة أو هيئات في دول اخرى.
- ❖ يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل

- شراءً وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية.
- ❖ يتكون الاقتصاد الحديث من ثلاثة أسواق رئيسية هي أسواق المواد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج وتقوم بتوزيعها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة. وأسواق السلع والخدمات المنتجة التي يتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية والإنتاجية، من خلال إنفاق ما تحصل عليه من عناصر الإنتاج من عوائد (دخل) على السلع الاستهلاكية وما تنفقه الوحدات الإنتاجية على السلع الإنتاجية في عملية الاستثمار، وأخيراً الأسواق المالي. (السيد علي و العيسى، 2004، صفحة 66)
  - ❖ السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، كما تسمح بتحريك الادخار الفردي. (Conso و Hemici، 2002، صفحة 387)
  - ❖ سوق المال الدولية هي السوق التي يكون فيها تواجد للمستثمرين وللاوراق المالية من دول أخرى.
  - ❖ كما يمكن التطرق الى المعنى الواسع لسوق المال الدولي إلى أنه مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة المالية بين طالبي الأموال وعارضيهها على مستوى العالم أجمع ومن أهم المؤسسات التي يتألف منها هذا السوق: (بني هاني، 2002، صفحة 5)
1. البنوك التجارية والمتخصصة.
  2. شركات التأمين وشركات الأموال.
  3. صناديق التمويل والادخار.
  4. مؤسسات أخرى. وتقوم هذه المؤسسات بالمعاملات المالية التي تجري بين الدول مستخدمة في ذلك العديد من الأوعية المالية نذكر منها: 1. النقود القانونية. 2. الحسابات الجارية للبنوك. 3. شهادات الودائع المصرفية. 4. الأوراق التجارية مثل الكمبيالة والسند الإذني والشيكات..... إلخ. 5. الأوراق المالية تشمل الأسهم والسندات. 6. أوراق أو أدونات الخزنة. 7. السندات الدولية: وهي سندات تشترك في إصدارها مجموعات التمويل الدولية المشتركة لإقراض المشروعات الكبيرة أو حكومات الدول لتنفيذ المشروعات التحتية التي تتطلب عادة موارد مالية ضخمة.
- ومن خلال التعاريف السابقة يمكن إدراج تعريف لسوق المال الدولية كما يلي: تعتبر السوق المالية الدولية مصدراً رئيسياً للحصول على التمويل الدولي، كما أنها تمثل مجالاً واسعاً لتوظيف واستثمار الأموال الفائضة العابرة للحدود، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات والمتدخلون في هذا السوق، ويتم التعامل فيه بمختلف الأدوات المالية بقيم مالية أكبر ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عاملياً.

## الشكل 1: هيكل الأسواق المالية الدولية.



المصدر: محمد هاني، محاضرات في مقياس الأسواق المالية الدولية، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج بالبويرة، 2020-2021، ص04.

## 2.2. أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية:

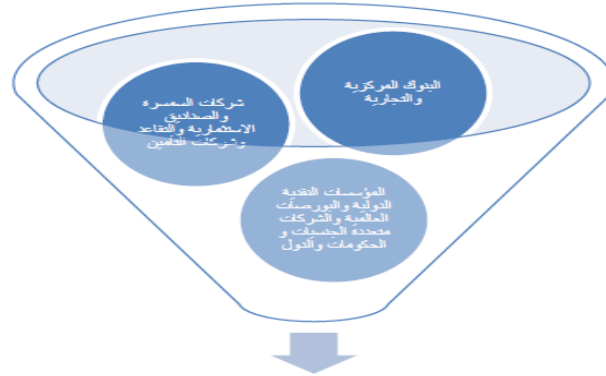
- من خلال التعاريف السابقة ظهر لنا جليا أهمية الأسواق المالية الدولية كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية سواء على مستوى المؤسسات والدول والحكومات لدفع عجلة التنمية، تتمثل أهم الأسباب التي أدت لظهور الأسواق المالية الدولية فيما يلي: (بن إبراهيم، 2019، صفحة 33)
- ازدهار التعاملات المالية المعاملات المصرفية والبورصات ودخول أدوات نقدية جديدة كالأسهم والسندات والحاجة لتبادل وصرف العملات.
  - نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن و وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية في القرنين التاسع عشر والعشرين.
  - ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسيع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول.
  - ظهور الحاجة للتمويل الدولي دفع للحاجة لوجود أطر وآليات لتنظيم التدفقات المالية والنقدية الدولية.
  - زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية.
  - تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنويع مصادر الإقراض لديها، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لتمويل خطط التنمية لديها.

## 3.2. المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

- هناك أطراف عديدة تتعامل في سوق النقد الدولية، أهمها:
- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الأشرف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعملات الأجنبية.

- البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة.
- شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى.
- الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية.
- شركات التأمين وصناديق التقاعد.
- المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية.
- الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية.
- البورصات العالمية، كبورصة لندن ونيويورك للأوراق المالية.
- الشركات الضخمة والشركات المتعددة الجنسيات، وشركات الاستثمار الإقليمية والعالمية.
- الحكومات والدول والمنظمات والاتحادات الاقتصادية.
- كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

### الشكل 2: المتعاملون في الأسواق المالية الدولية



### السوق المالية الدولية

المصدر: بن إبراهيم الغالي وآخرون، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، ط 10، دار العلي بن زيد، بسكرة/الجزائر، 2019، ص:37.

### 3. أدوات الأسواق المالية الدولية:

تختلف أدوات الأسواق المالية الدولية عن تلك الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية من حيث نطاق تداولها الجغرافي لكونها عابرة للحدود، وكذلك من حيث قيمتها المالية والتي تكون عادة بمبالغ أكبر، وأيضا من حيث نوع العملات المستخدمة في تقييمها والمتعاملين الأجانب الذين يتداولونها.

#### 1.3. أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية.

تختلف الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال والشكل رقم

(3) الموالي يوضح أهم الأدوات النقدية المتداولة في أسواق النقد هي:

الشكل 3: أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد الدولية.



المصدر: بن إبراهيم الغالي بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، ط 10، دار العلي بن زيد، بسكرة/الجزائر، 2019، ص:42.

**1.1.3. أذونات الخزينة (Treasury Bills):** هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة

لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثني عشرة شهرا، وتباع بخصم عن طريق المزاد العلني، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ( بن محمد آل سليمان، 2005، صفحة 267) وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنها لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق، وعادة ما تكون مدتها تتراوح ما بين 91 و 182 يوما بالنسبة للأذونات التي تصدر أسبوعيا و 52 أسبوعا بالنسبة للأذونات التي تصدر شهريا.

**2.1.3. شهادات الإيداع على المستوى الدولي:** تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات

الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما: ( الشناوي و مبارك، 2002، صفحة 125)

\* **شهادات الإيداع المصرفية:** فتعرف على أنها شهادة تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها، وهي قابلة للتداول بالتظهير، وبدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961.

\* **شهادات الإيداع الدولية:** شهادات الإيداع الدولية هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية

الدولية ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك (Bank Of New York) ودوتش بنك (Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية.

**3.1.3. المقبولات المصرفية Banker's Acceptances:** تعد المقبولات المصرفية من أهم

أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو



حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة مقبول

### 4.1.3. اتفاقية اعادة الشراء Repurchase Agreements : هي اصطلاح يستعمل في

سوق النقد، ويعنى الحصول على الأموال عن طريق بيع مجموعة من الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الأول، يتعهد بموجبه البائع بإبعاده بيع نفس الأوراق المالية بعد فترة قصيرة جدا غالبا ما تكون لية واحدة ( Overnight) وبمدة أقصاها 76 ساعة عمل، وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه. (القزويم، 2008، صفحة 116)

### 5.1.3. الأوراق التجارية الدولية Commercial Paper : الورقة التجارية هي ورقة دين أو

محرر يتعهد بمقتضاه شخص بأداء مبلغ من النقود في زمان ومكان معين لشخص آخر، مع إمكانية نقل الحق من شخص إلى آخر عن طريق التظهير أو المناولة، على أساس سعر خصم يكون أعلى من العائد المحقق من أدونات الخزنة، وتتخذ الأوراق التجارية ثلاثة أشكال هي: الشيك، الكمبيالة أو السفتجة، السند لأمر أو السند الاذني. (فارس، 2013، صفحة 188)

### 6.1.3. قروض اليورو دولار Eurodollars : هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج

الولايات المتحدة الأمريكية، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية.

### 2.3. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

إن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال تختلف عن تلك الأدوات المتداولة في السوق النقدية من حيث عدد مرات تداولها وكذا المخاطر التي تواجهها، على اعتبار أدوات سوق رأس المال تعثرها مخاطر الإفلاس، ناهيك على أن مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل، وفيما سيتم التطرق للأدوات سوق رأس المال بشقيه الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية، كما يلي:

### 1.2.3. أدوات السوق المستقبلية: تركز المشتقات المالية على الأوراق المالية الأصلية أساسها

الأسهم والسندات، ليشترك منها أهم الأدوات المالية المستقبلية كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلات، والهدف من وجود المشتقات المالية وفق نظر مؤيديها هو استخدام المنتجات المشتقة كبديل للاستثمار المباشر لتلبية احتياجات لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

### أ. عقود الخيارات: هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق

في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد وتتنوع عقود الاختيار إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي خيار

ال شراء وخيار البيع والخيارات المركبة.

**ب. العقود الآجلة:** هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتر وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين ما أدى إلى افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلى الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين.

**ج. عقود المبادلات عمليات (SWAP):** عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر، وهو التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين كمبادلة أسعار الفائدة أو بقيمة عملات أجنبية كمبادلة العملة الأجنبية.

**2.2.3. أدوات السوق الحاضرة:** تتشكل أدوات السوق الحاضرة من الأسهم والسندات، مع إضافة منتج الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية.

**أ. الأسهم Stocks:** يعرف السهم بأنه أداة ملكية، وهو وثيقة تثبت حصة مالكها لجزء من رأس مال شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)، مما يخول الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية والمالية للشركة من ربح أو خسارة، وتدون على السهم قيمة اسمية ويصدر بقيمة إصدار مساوية أو تزيد عن القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالتظهير والتسليم وللتسعير بقيمة سوقية في بورصة الأوراق المالية ويتم تداول الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا أيضاً وفق اللوائح التنفيذية للسوق المحلية للأسهم في تلك البلدان.

**ب. السندات Bonds:** يعرف السند بأنه أداة دين، وهو يمثل جزء من قرض متوسط وطويل الأجل تصدره الحكومات وشركات الأموال قابل للتداول، وهو عقد في شكل شهادات بقيمة اسمية موحدة يصبح بموجبها حامل السند مقرضاً دائماً ومصدر السند مقرضاً مديناً، ويتكفل الأخير بالوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدائن بدفع فائدة دورية عادة كل سنة محسوبة على أساس القيمة الاسمية للسند طيلة مدة حياته، ورد أصل الدين كاملاً (القيمة الاسمية) عند حلول تاريخ الاستحقاق، السندات الدولية يتم تداولها مثل الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا، إلا أن السندات تتسم بنسبة منخفضة من المخاطر المالية.

**ج. الصكوك المالية الإسلامية Sokook:** يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضاربا وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد أو باعتبارها وكيلًا بجعل مقابل أجر

معين محدد مسبقاً، ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك، وهي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أوراق مالية، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل. ( محمد، 2010، صفحة 75)

#### 4. دور الأسواق المالية في تفعيل النمو والتنمية الاقتصادية:

إن خلاص الدول المتخلفة من معالم التخلف يقتضي بدهاء إزالة أسبابه، ولعل أحد أسبابه الرئيسية التي ساقها كم كبير من الاقتصاديين في هذا الصدد، تكمن في عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة وتختلف الطرائق الإنتاج في هذه البلاد. ويرى الكل انه من الغير إن التراكم "MEIR" متصور إحداث التنمية الاقتصادية من غير التكوينات الرأسمالية، كما يقول الرأسمالي ليس كل شيئاً إلا انه يمثل جوهر التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة.

#### 1.4. موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي:

إن كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، فإنه يتعين علينا أن نحدد منذ البداية المقصود بتمويل التنمية في هذا الصدد إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية والذي يمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة الذي يجري التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية. ومن جهة أخرى هناك ارتباط وثيق جداً بين سوق الأوراق المالية وشركات المساهمة والتي أوضحت أبرز علامات التقدم الاقتصادي في عالمنا المعاصر بما توفر لها من إمكانيات قد تعجز عنها بعض الحكومات. أما إذا كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليدة الثورة الصناعية وأنها وسيلة للتنمية الاقتصادية ونتائجها.

إن التنمية الاقتصادية في أي بلد تتوقف قدرتها وجهازها الإنتاجي على تشغيل كافة الموارد التي يمتلكها المجتمع، فإن شركات المساهمة تقوم بهذا العمل في زماننا المعاصر ولكن هذا الأمر يختلف في الدول النامية، فشرركات المساهمة في هذه البلاد إنما تحسمه هويتها الاقتصادية فمنها من ينتمي إلى النظام الرأسمالي الذي نشأت عليه في حضانته هذه الشركات وتعاضم فيه دورها. و إن الدول النامية بحاجة إلى التوسع في هذه الشركات عن غيرها من الدول التي قطعت شوطاً بعيداً في طريق التقدم من خلال الاعتماد على الذات هو الإطار العام لتحقيق التنمية و الذي يمكن من خلاله تخلص الدول التابعة من وصاية الدول المتبوعة، ولا يتحقق هذا إلا من خلال إنشاء المشروعات الإنتاجية ودعم الجهاز بما يمكنه من زيادة الصادرات و الحد من الاستيراد وموازنة ميزان المدفوعات والحفاظ بالتالي على قيمة العملة الوطنية من الانهيار. و يمكن تلخيص أهم المزايا التي تتمتع بها هذه التنظيمات الاقتصادية "شركات المساهمة" فيما يلي: (لهبھاني، 2008، صفحة 43)

تعتبر هذه الشركات وعاء هام تصب فيه مدخرات الأفراد والمؤسسات حيث يجري توظيفها بعد تعبئتها في استثمار مباشر. \* تتمتع هذه الشركات بمقدرة مالية عالية تتمثل في ضخامة رؤوس أموالها إذ يسمح نظامها القانوني للآلاف الأفراد والمؤسسات بالمساهمة فيما يمكنها من ممارسة أنشطتها بأسلوب

متميز يترتب عليها بمزايا أخرى نذكر منها: \* التمتع بمزايا الإنتاج الكبير. \* قدرة المنشآت على تخصيص جزء من استثماراتها للقيام بالبحوث والدراسات التي تساهم في تطوير الإنتاج. \* قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الاستثمار.

#### 2.4. دور أسواق الأوراق المالية الدولية في النمو الاقتصادي:

إن أسواق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في عجلة النمو الاقتصادي حيث يؤدي وجودها إلى التقليل من كلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار بطرق إنتاجية. كما تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق مناظرة في الاستثمار لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون و بالتالي تنويع محافظهم الاستثمارية و كذلك أسواق الأوراق المالية عالية السيولة تمكنها من تحسين الرقابة على إدارة الشركات فرغبة إدارة الشركات في تعظيم القيمة السوقية لها يؤدي بلا شك إلى دفع عملية النمو الاقتصادي وكفاءة النظام المالي (أسواق المال، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك،.....) و منشأ أو أصل هذا الارتباط هو انه مع زيادة معدلات النمو يزيد كل من الادخار و الاستثمار و بالتالي هذا يؤدي إلى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال و تنويع النشاط و يرجع ذلك إلى عدة مبررات أهمها:

- ❖ توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص المواد فالوسطاء الماليون يعملون على تجميع البيانات وتقييم المشروعات الاستثمارية كذلك يمكن أن تساهم سوق الأوراق المالية في الرقابة على الشركات وذلك للتأكد أن رؤوس الأموال توظيف بكفاءة إذن فإنها تجبر الشركات على الحرص من أجل مصالح المساهمين. (العبد، 2005، صفحة 28)
- ❖ تحفز أسواق الأوراق المالية المستثمرين على الاستثمار بأساليب تتطوي على درجة معينة من المخاطرة وبالتالي فهي تنقل الاقتصاد إلى الاستثمارات ذات عائد أكبر وأعلى. وكذلك تؤدي أسواق الأوراق المالية دورين هامين لتمويل الشركات.
- ❖ تعمل على التقليل من درجة المخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق ذلك بتوفير السوق الثانوي الذي يمكن الأفراد والمستثمرين من الحصول على أموالهم في أي وقت آخر وذلك بسعر السوق. أي أن الشركات التي يكون أداؤها جيد تدفع بأسعار أسهمها إلى الارتفاع ويساعد ذلك في الحصول على التمويل من خلال إصدارات جديدة تباع استرشاداً بأسعار السائدة. وبالتالي يعمل السوق على التخصيص الكفء للموارد.

#### 3.4. شروط قيام الأسواق المالية الدولية في إطار تحقيق التنمية الاقتصادية:

- لخلق سوق مالي على المستوى الدولي لابد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح السوق المالية الدولية لتحقيق التنمية الاقتصادية، والمتمثلة فيما يلي:
1. وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية، لتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية.
  2. تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة

النزيهة وتشجيع القطاع الخاص.

3. تبني منظومة مالية مرنة ومنتزنة فيما يخص السياسة الضريبية والسياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على راس المال.

4. تبني منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذا السوق، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية التي توطر عمل السوق المالي الدولي.

5. وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفؤة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة، تساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتمييتها.

6. وجود عدد كافي وقوي من أسواق رأس المال، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد يكمل بعضها البعض بما يشجع على تكوين شركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي.

7. ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية ودولية لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات والمتعاملين في السوق الدولية في حد ذاتها.

8. وجود خبراء ماليين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة.

9. توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والآجال وكذا الجهات المصدرة وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها وإمكانية.

10. ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية .

11. إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها) الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري) ، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية.

12. ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية والتجارية.

## 5. خاتمة:

ان من بين أهم المخاطر التي تحدد بالسوق المالية الدولية، تكمن في عدم استقرار السوق والاضطرابات التي تعصف بها من حين لآخر، وهذا راجع للتقلبات التي تصيب أسعار الاوراق المالية المقيدة بها والأدوات الأخرى محل التعامل على المس توى الدولي، والتي يكون من ضمن أسبابها الرئيسية عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات التي تخص الشركات المصدرة لهذه الاوراق، مما ينعكس سلبا على أسعارها، وهذا ما يعرف بكفاءة السوق المالي.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها:

1. تعمل السوق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.

2. أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تنتوع هذه الفرص وتفاوتت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.

3. تساهم الأسواق المالية في تحقيق التقلبات الاقتصادية من شأن ذلك أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي ومن ثم مستويات الرفاهية الاقتصادية نتيجة التلاعب في السوق والمضاربة العشوائية.

4. إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة واستيعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية .

كما يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات نذكر منها:

- ان تطوير السوق المالية الدولية هو أحد المفاتيح الرئيسية لتحقيق النمو الاقتصادي على المدى الطويل يمكن أن يؤدي السوق المالي إلى النمو الاقتصادي إذا كان بإمكانه توفير بيئة مناسبة للتخصيص الأمثل للموارد وزيادة كفاءة رأس المال.
- تطوير جهاز الإفصاح عن المعلومات والشفافية في الأسواق المالية الدولية .
- مكننة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية الدولية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين وإدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها الأسواق المالية الدولية المتطورة وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.
- بذل جهد إعلامي وترويجي لثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية من طرف هيئات مراقبة عمليات الأسواق المالية الدولية، على أن الصكوك منتج جديد منفصل بحد ذاته عن باقي الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، لاستقطاب الأموال الهاربة من التعامل في الأدوات التقليدية.

- الاهتمام أكثر بمسألة قواعد ومعايير حوكمة المؤسسات في الأسواق المالية الدولية، وهو ما يبعدها عن الوقوع في الأزمات المالية، ويقودنا إلى التمتع بالكفاءة.
- وجود السوق المالية الدولية يتمتع ببنية أساسية قوية قائمة على مجموعة من القواعد والإجراءات التنظيمية والرقابية الواضحة والمحددة.
- الاستمرار في تطوير بنية السوق المالية الدولية باستخدام التكنولوجيا بما يخدم كافة المتعاملين في بورصة.

#### المراجع:

#### المراجع باللغة العربية:

- الغالي بن إبراهيم. (2019). الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات. بسكرة/الجزائر: ط 10، دار العلي بن زيد، .  
حسين بني هاني. (2002). " الأسواق المالية ". دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن.  
اسماعيل أحمد الشناوي، و عبد المنعم مبارك. (2002). اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية.  
أمين لهباني. (2008). التنظيمات الاقتصادية. الكويت: مجلة البورصات.  
جلال إبراهيم العبد. (2005). بورصة الأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.  
سامي يوسف كمال محمد. (2010). الصكوك المالية الإسلامية الازمة، المخرج، الطبعة الأولى. القاهرة، مصر: ملتزم الطبع والنشر.  
شاكركمزيم. (2008). محاضرات في اقتصاد البنوك. بن عكنون ، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.  
عبد المنعم السيد علي، و نزار سعد الدين العيسى. (2004). النقود والمصارف والأسواق المالية. دار الحامد، الطبعة الأولى.  
فيصل فارس. (2013). التقنيات البنكية محاضرات وتقنيات، الجزء الاول. القبة، الجزائر: مطبعة الموساك رشيد.  
مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان. (2005). أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الاول. الرياض: كنوز أشبيليا للنشر الرياض، المملكة العربية السعودية.

#### المراجع باللغة الأجنبية:

Conso, P., & Hemici, F. (2002). *gestion financière de l'entreprise*. 10e édition, Dunod, France.

**THE REPERCUSSIONS OF ACHIEVING ECONOMIC GROWTH BY  
RELYING ON INTERNATIONAL FINANCIAL MAEKETS**Abdellah KELLOUCHE <sup>1</sup> \*, Rim BENMOSTEFA <sup>2</sup>

<sup>1</sup> lecturer professor B, Research Laboratory Evaluation of Development Policy in Algeria POLDEVA,  
University of Djilali Liabis, Sidi Bel Abbes, Algeria.

[kellouche.abdellah@gmail.com](mailto:kellouche.abdellah@gmail.com)

<sup>2</sup> Research Professor, Laboratory of Money and Financial Institutions in the Maghreb MIFMA, Abou Bakr  
Belkaid University of Tlemcen, Algeria.

[benmostefa-2018@hotmail.com](mailto:benmostefa-2018@hotmail.com)

Received	22/05/2022	Accepted :	12/06/2022	Published :	30/06/2022
----------	------------	------------	------------	-------------	------------

**ABSTRACT**

The international financial markets are considered one of the modern topics that have attracted public opinion recently, as the importance of the study appears in being the most important frameworks and mechanisms that the major economic countries are looking for in light of the division and specialization in production and the presence of national currencies, in addition to considering it the basis of foreign trade. The study aimed to highlight the development of the concept of These markets over time from the concept of the market as a geographical space like other specialized markets until it reached a comprehensive and recognized academic concept as geographically undefined mechanisms and frameworks aimed at achieving a strategic goal represented in meeting the needs of countries with financial deficits and achieving the benefits of surplus countries. The results of the study concluded that it is necessary to pay attention to international financial markets in order to create integrated international commercial, monetary and financial relations for financial decisions in institutions at the local and international levels and to achieve economic growth that most countries of the world aim to achieve economic stability and social welfare.

**Keywords:** International financial markets, Economic growth, Specialized markets.

**JEL Codes :** D53, G15, O4.

---

\* Abdellah KELLOUCHE [kellouche.abdellah@gmail.com](mailto:kellouche.abdellah@gmail.com)