



الأسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية

إعداد

د. مصطفى أحمد حامد رضوان

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة المساعد

بمعهد مصر العالي للتجارة والحاسبات بالمنصورة

DOI:

<https://dx.doi.org/10.21608/IJAEFS.2022.256081>

المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية

دورية علمية محكمة

المجلد (١). العدد (١). أبريل ٢٠٢٢

P-ISSN: 2812-6394

E-ISSN: 2812-6408

<https://ijaefs.journals.ekb.eg/>

الناشر

جمعية تكنولوجيا البحث العلمي والفنون

المشهرة برقم ٢٧١١ لسنة ٢٠٢٠، بجمهورية مصر العربية

الأسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية

إعداد

د. مصطفى أحمد حامد رضوان

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة المساعد

بمعهد مصر العالي للتجارة والحاسبات بالمنصورة

سعت الدراسة لبحث طبيعة دور الأسواق المالية كآلية لتعبئة المدخرات في دعم وتحقيق معطيات التنمية الاقتصادية؛ ذلك أنه من المعلوم أنه ومع الاستمرارية في تطوير الاقتصاد المالي وتعاضم قدراته الانتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الادوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهمية الأسواق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة؛ الأمر الذي كان له أثره المباشر أيضا لكافة الدول لتسريع عجلة التنمية ومن ثم تحقيق تطلعات شعوبها في تحقيق المستويات المرغوبة من التنمية الشاملة الهادفة للارتقاء بمستويات المعيشة.

الاستخلاص

الكلمات الرئيسية: الأسواق المالية، تعبئة المدخرات، التنمية الاقتصادية.

المقدمة

من المعلوم أن نشأة الأسواق المالية ارتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية؛ إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي؛ ومن ذلك الحين لعبت الأسواق المالية دوراً في تأمين الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج لموارد تفوق قدراتها وذلك لتعظيم النواتج الاقتصادية المترتبة عليها. الأمر الذي دعي للبحث عن الجدوى الاقتصادية والمساهمة الفاعلة لتلك القنوات التمويلية في تفعيل مسارات التنمية الاقتصادية ومن ثم الارتقاء بمستويات المعيشة وبخاصة في تلك الدول التي تفتقر وتعاني من مصادر التمويل الفاعلة في هذا المسار.

إشكالية الدراسة

مما لا شك فيه أن الأسواق المالية تعد أحد القنوات الفاعلة في تعبئة المدخرات وتوجيهها للقنوات الاستثمارية المتباينة؛ غير أن طبيعة التلازم بين تلك العمليات التمويلية واستهدافها تحقيق معطيات التنمية الاقتصادية وبخاصة في الدول النامية؛ هي أحد الإشكاليات التي تثور خصوصاً في ظل التطور المتسارع لتلك الأسواق المرتبط بالتطورات التكنولوجية؛ فضلاً عن اتساع معطيات ومتطلبات التنمية الاقتصادية؛ الأمر الذي تطلب معه بحث طبيعة تلك الأسواق المالية؛ وسائلها في تعبئة المدخرات؛ آلياتها في تمويل الاستثمار؛ واستهدافها لتلبية معطيات التنمية وهو الأمر الذي يتطلب الإجابة عن تلك الأسئلة في إطار تلك الدراسة:

- ما المقصود بالأسواق المالية؟
 - ما هي آليات الأسواق المالية في تعبئة المدخرات؟
 - آلية تمويل الأسواق المالية للتنمية الاقتصادية؟
- تلك المعطيات هي ما سنحاول تناولها من خلال خطة البحث التالية:

خطة البحث:

المحور الأول: الأسواق المالية

١. المبحث الأول: سوق الأوراق المالية
 - المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية (البورصات).
 - المطلب الثاني: الإطار العام لبورصات الأوراق المالية.
 - المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية.
٢. المبحث الثاني: سوق المال ما بين البنوك
٣. المبحث الثالث: سوق شهادات الايداع
٤. المبحث الرابع: سوق أذون الخزانة

المحور الثاني: الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية

١. المبحث الأول: الادخار وعلاقته بسوق الاوراق المالية
 - المطلب الأول: الادخار وأهميته للاقتصاد القومي.
 - المطلب الثاني: آثار سوق الأوراق المالية على الادخار
٢. المبحث الثاني: الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية
٣. المبحث الثالث: الأسواق المالية وعلاقتها بالتنمية الاقتصادية

المحور الأول: الأسواق المالية

إن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة. ومن ثم لا بد أن يتوافر المال في الوقت المناسب وأيضاً بالقدر المناسب؛ ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توافر الأسواق المالية المختلفة.

أن وجود سوق المال يعتبر أداة مهمة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من

خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين:

- الأول: تعبئة المدخرات.

● الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة. وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال.

هذا وتختص أسواق المال بتعاملات القروض والودائع قصيرة الأجل التي تتم بمبالغ كبيرة؛ وكذلك بتبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل. وتعني كلمة " قصيرة الأجل " أنه يوجد أجل أو فترة استحقاق لا تزيد عن سنة أو نحو ذلك؛ على الرغم من أن العديد من تعاملات سوق المال لا يتعدى أجلها الليلة الواحدة بحيث يمتد من يوم إلى اليوم التالي له؛ وأيضاً لا يتعدى أجل أغلب التعاملات الثلاث شهور. وقد أنشئت أسواق المال لتفي باحتياجات المؤسسات المالية والشركات التي تتطلع للحصول على تمويل قصير الأجل أو تلك التي حققت فائضاً مالياً قصير الأجل وتهدف إلى إقراضه أو استثماره لفترة محدودة.

وتنقسم أسواق المال وفقاً لهذا المفهوم لنوعين رئيسيين وهما:

- أسواق الأوراق المالية التي تتعامل في الأسهم والسندات (البورصات).
 - أسواق المال الأخرى كسوق المال بين البنوك؛ أسواق العملات؛ أذون الخزانة والحوالات المصرفية والكمبيالات؛ شهادات الإيداع؛ الأوراق التجارية؛ اتفاقية البيع وإعادة الشراء؛ المعاملات المالية الداخلية؛ عمليات السوق الحرة.
- تلك الأنواع المختلفة للأسواق المالية هي ما سندرس في هذا المحور؛ كذلك سنحاول أيضاً إيضاح علاقة الادخار بالأسواق المالية؛ وكيف يسهم الاستثمار في أسواق رأس المال في جذب الاستثمارات الأجنبية؛ وذلك في المباحث التالية:

البحث الأول: سوق الأوراق المالية

بدأت فكرة بورصة الأوراق المالية في الظهور نتيجة لانتشار الشركات المساهمة؛ وإقبال الحكومات على الاقتراض؛ حيث أدى ذلك لخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية؛ ومن ثم ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في

الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا. ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية. ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام ١٧٢٤ بموجب أمر ملكي؛ وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبني خاص أطلق عليه Royal Exchange؛ أيضا في أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام ١٨٢١ في نفس الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو وول ستريت.

هذا وتعتبر سوق الأوراق المالية (البورصة) المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها. وتهدف البورصة لتأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية^١.

ترتيباً على ذلك سنقوم فيما يلي باستعراض الأوراق المالية المتداولة في البورصة؛ والإطار العام لبورصات الأوراق المالية؛ ووظائف أسواق الأوراق المالية (البورصات)؛ ودور شركات المساهمة في دعم أسواق الأوراق المالية؛ وأهمية تلك الأسواق للأفراد؛ الشركات والاقتصاد القومي في المطالب التالية:

- **المطلب الأول:** الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية (البورصات).
- **المطلب الثاني:** الإطار العام لبورصات الأوراق المالية.
- **المطلب الثالث:** وظائف أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية (البورصات)

يتم تصنيف الأوراق المالية المتداولة في البورصة إلى أوراق مالية تمثل حق ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات. أما الأسهم الممتازة فتعتبر خليط من الأسهم العادية والسندات. وإن كانت تصنف ضمن أوراق أموال الملكية. هذا بالإضافة لحصص التأسيس كأحد الأوراق المالية المتداولة أيضا. وفيما يلي بيان لطبيعة تلك الأوراق:

^١ مصطفى أحمد رضوان الاسواق المالية والاستثمار في المدن الجديدة؛ الطبعة السادسة؛ دار دهب للطباعة والنشر ٢٠١٨ من ص

أولاً: الأسهم العادية:

- السهم العادي هو صك ملكية وله ثلاث قيم؛ قيمة أسمية؛ وقيمة دفترية؛ وقيمة سوقية:
١. القيمة الأسمية: تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.
 ٢. القيمة الدفترية: وتعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطيات؛ الأرباح المحتجزة؛ الأسهم العادية) مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة.
 ٣. القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الأسمية أو الدفترية.
- والقيمة السوقية للسهم تعتبر هي التقييم الحقيقي للسهم العادي وهي تتوقف على العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر.
- قواعد التعامل مع الأسهم العادية:

١. على الرغم من أن القيمة الأسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم كامل وربما أكثر من ذلك عن كل سهم يملكه وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة. وعادة عملية اشتقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الإرادية للمنشأة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة الطلب على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية.
٢. لا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته وإذا أراد التخلص من السهم فليس له سوي عرضه للبيع في سوق رأس المال.
٣. في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم؛ بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق.

٤. ليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً وتقرر توزيعها إلى جانب ذلك نجد أن صاحب السهم العادي له حق نقل ملكيته بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى.. وأيضاً له الحق في التصويت في الجمعية العمومية إلى جانب ذلك فمسئوليته محدودة بحصته في رأس المال.

ثانياً: الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة أسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق، ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق. وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الأسمية للسهم. أما إذا لم تحقق المنشأة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة مالم يحصل حمل الأسهم الممتازة على التوزيعات.

- قواعد التعامل على الأسهم الممتازة:

١. المنشأة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح.
٢. التوزيعات محددة بمقدار معين.
٣. لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة.
٤. إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة. وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمنشأة.
٥. ارتفاع تكلفتها نسبياً؛ فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد - لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي.

٦. حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقترضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى.

ثالثاً: السندات

السندات التي تصدرها منشآت العمال تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر. وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (المنشأة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

- أنواع السندات:

١- سندات لا تحمل كوبون:

تباع بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق. كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

٢- سندات ذات معدل فائدة متحركة:

ويحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق. ويصدر هذا السند لمواجهة حالة التضخم. هذا وقد أتاحت الهيئة العامة لسوق المال المصرية للشركات إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير.

٣- السندات ذات الدخل:

وهي سندات لا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً.

٤- سندات المشاركة:

تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية، بل وفي جزء من أرباح المنظمة.

رابعاً: حصص التأسيس:

وهي صكوك تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية لبعض الأشخاص أو الهيئات بغير مقابل، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء التأسيس أو مقابل التنازل عن حق من الحقوق المعنوية (مثل حق الاختراع أو العلامات التجارية)، وتمنح هذه الصكوك لأصحابها نصيباً من الأرباح، يحدده نظام الشركة، وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية. وقد ظهرت هذه الحصص لأول مرة في نظام شركة قناة السويس، ثم ذاع هذا النظام بعد ذلك ذيوماً كبيراً في العالم. ولما كانت هذه الحصص تقتطع من أرباح الشركة دون أن يشارك أصحابها في رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها، فإنه غالباً ما يتم التدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها، وكيفية تحديد الأرباح التي تخصص لها^٢.

المطلب الثاني: الإطار العام لبورصات الأوراق المالية

يتسم الإطار العام لبورصات الأوراق المالية بأنه يتكون من نوعين من الأسواق وهما:

السوق الأول: سوق الإصدار:

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم؛ وذلك من خلال زيادة رأسمالها. ويتم إصدار هذه الأوراق بأحد طريقتين:

- الطريق المباشر: حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها.
- الطريق غير المباشر: وهو قيام مؤسسة متخصصة - عادة مالية - بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.

^٢ راجع في ذلك:

- أحمد محمد عبده على سليم، دور سوق الأوراق المالية في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد؛ كلية التجارة جامعة عين شمس؛ القاهرة ١٩٩٨، ص ٤٢.

- مصطفى رشدي شيعه، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية ١٩٩٢، ص ٤٧٢.

ترتيباً على ذلك تمثل تلك السوق الأولى (سوق الإصدار) أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات؛ وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال المكتتبين وبين تلك المشروعات. والسوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة تقوم بالاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات (بنوك الاستثمار)، وفي الدول التي تتسم أسواقها بالصغر، قد تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة والسوق الأولية النشطة تساهم في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال دفعها بالمستثمرين إلى التخلي تدريجياً عن استثمار أموالهم في المضاربات العقارية أو الاستخدامات السائلة، ومن خلال مساعدتها في زيادة وتشجيع الادخار، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي خلق فرص استثمارية جديدة يتيحها الاقتصاد القومي للمستثمرين كلما قطع شوطاً في مراحل التنمية.

وتنبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية، أي الاكتتاب في أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التي تستثمر جزءاً من أموالها- الودائع وبوالص التأمين - في شراء الأوراق المالية)^٣.

كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية، والتي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية، ومن ناحية

^٣ صبري أحمد أبو زيد، دور سوق المال في تمويل الاستثمارات في مصر خلال الفترة ٧٥-١٩٨٦/٨٥؛ مجلة مصر المعاصرة العددان ٤١١:٤١٢؛ يناير - أبريل ١٩٨٨ ص ٩٠.

أخري، فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدول المعنية^٤.
السوق الثانية: سوق التداول:

وهو السوق الذي يختص بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل؛ أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة. ويطلق على هذا السوق البورصة.

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط - كما يترأى للبعض - ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري الأوراق المالية من البورصة، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح متاحة للاستثمار في فرص أخرى داخل الاقتصاد القومي، وبغض النظر عن طريقة استخدام هذه السيولة الجديدة، فإنها ستقلل تكلفة الفرصة (أو الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد، وستؤدي إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري^٥.
وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة، مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود) اللازمة له في أي وقت يريد^٦.
هذا ويتخذ سوق التداول شكلين وهما:

⁴ French, D., Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management, (O.H: MerrillPub, 1989), pp. 16-17.

^٥ صبري أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر...، مرجع سابق، ص ٩٦.

⁶ Rutterford, J., Introduction to Stock Exchange Investment, (London: Mc MmillanPress, 1983), PP 21-23.

أ- السوق المالية المنظمة " بورصة الأوراق المالية":

السوق المنظمة أو ما يطلق عليها بورصة الأوراق المالية، ما هي إلا سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا في هذا النوع من النشاط، وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو "البورصة"، وفي أوقات محددة، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة، وتقوم على إدارتها هيئة تتولي الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات.

وتؤدي البورصة عدداً من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومي، ولعل أهمها، تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار والتنمية، وتلبية احتياجات الدولة المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة، لتمويل أهداف التنمية، عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل والأذونات قصيرة الأجل " أذون الخزانة"^٧.

ب - السوق المالية غير المنظمة:

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة (Over the Counter O.T.C) التي تتولاها بيوت السمسرة. ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية – أطراف الحاسب الآلي – وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال)، تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها. وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ماهي إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات.

^٧ لمزيد من التفاصيل حول الأسواق غير المنظمة، راجع:

- French, D., Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management, OpCit, pp 45-54.

- Francis, J.C., Investments: Analysis and Management, Opcit, pp. 46-55.

العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار والتداول:-

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل، والاقتصاد في النفقات، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

من جهة أخرى، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتماب في أسهمها (سوق الإصدار)، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول)، على نحو يؤدي إلى تنشيطها، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب. مما سبق يتضح أن كلا من شقي سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار وسوق التداول) يؤثر كل منهما في الآخر^٨.

المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية

تعدد وظائف أسواق الأوراق المالية؛ والتي تتمثل في:

١- الوظيفة الأولى: توفير فرص استثمارية متنوعة:

وذلك نتيجة لكثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب؛ وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها. فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار بها. وهذا يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدي الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها.

^٨ السيد الطيبي، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة ١٩٨٩،

٢- الوظيفة الثانية: توفير التمويل الطويل الأجل للمنشآت الاستثمارية:

حيث إن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت المقيدة بسوق الأوراق المالية في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركة غير مقيدة في سوق الأوراق المالية. لأن قيد هذه الأوراق في سوق الأوراق المالية يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة هذه المنشأة وكفاءتها بما يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة في أوضاعها؛ ويسهل هذا من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل.

٣- الوظيفة الثالثة: توفر سوق الأوراق المالية (البورصة) سوق مستمرة لتمكين المستثمر من استرداد مدخراته:

على الرغم من أن صاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت حيث إنها تتحول إلى موجودات في المنشأة وتبقي طالما أن المنشأة باقية إلا أنه يحق لصاحب السهم أن يحصل على قيمة السهم من خلال التنازل عنه لشخص آخر بالبيع أو أي وسيلة أخرى^٩. غير أن نجاح البورصة في تحقيق هذه الوظيفة يتطلب توافر أمرين رئيسيين ألا وهما:

- إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع والشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير وبذلك يبرئ للمستثمر سوقاً مستمراً لما يمتلكه من أوراق مالية.
- وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين. ودرجة التعامل بمثابة دعاية طيبة للاستثمار في الأوراق المالية فكلما كان هناك نشاط في التعامل دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها والعكس صحيح.

^٩ وهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية شرط المدخر في سرعة الحصول على استثماراته لتلبية حاجاته؛ ومن ناحية الطلب والتي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة وألا تعرض اقتصاد الدولة كله لهزات عنيفة؛ فالبورصة هي الجهاز الذي يمكن ان يتحقق من خلاله به سهولة تسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت.

وعموما يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل بعضها داخلي خاص بسوق المال (البورصة) وبعضها خارجي يتعلق بحجم قاعدة الملكية للأسهم والسندات المقيدة بسوق المال (البورصة)؛ فكلما كبرت هذه القاعدة كلما كانت احتمالات البيع والشراء كبيرة وبعكس ما إذا كانت هذه الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع والمشتري وقت اللزوم.

٤- الوظيفة الرابعة: مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

تتميز البورصة بأن لها دورا في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معا فهي بما لديها من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة وبيع مضطرا بخسارة. كما تساهم البورصة في تحقيق السعر المناسب وذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها - طبقا للوائح بعض البورصات - من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة؛ والتصرف على أساس مدي الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم والتي قد تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية.

المبحث الثاني: سوق المال ما بين البنوك

١- ماهيتها:

هي سوق مختصة بالتعامل في القروض والودائع الكبيرة - التي لا تقل في الغالب عن ٢٠ مليون دولار - التي تتم فيما بين البنوك بصورة أساسية. ويغلب على عمليات الاقتراض والإقراض بين البنوك أنها قصيرة الأجل؛ فترة زمنية لا تتجاوز سنة. ولكن ينحصر الجزء الرئيسي من هذه العمليات في ثلاثة شهور أو أقل.

وعمليات تداول المال بين البنوك – الإقراض والاقتراض - ليست قاصرة على البنوك التجارية فحسب؛ وإنما تُجري المؤسسات المالية الأخرى كشركات التأمين وصناديق المعاشات وبيوت الخصم بعض التعاملات في السوق. وكذلك الشركات الكبرى التي تتعامل مباشرة مع المشاركين الآخرين في سوق المال.

٢- أهميتها:

ترجع أهمية عمليات الإقراض بين البنوك إلى أن بعض البنوك التجارية تحقق فائضاً في الأموال في يوم بعينه؛ في حين تتعرض البنوك الأخرى لعجز في اليوم نفسه. هذا ومما يجدر الإشارة إليه أن النقد المسحوب أو المحول من حساب أحد العملاء يؤول في النهاية إلى حساب عميل آخر؛ وعادة لدي بنك مختلف. وحتى إذا ظل إجمالي الأموال في النظام المصرفي للبنوك التجارية ثابتاً؛ من الممكن أن تجري بعض التحركات المالية فيما بين البنوك؛ حيث يُستثمر أو يُقرض الفائض المالي ويُمول العجز من خلال الاقتراض وتجمع تلك الأسواق بين ممولي الفائض المالي قصير الأجل والمقترضين.

وإذا لم تستخدم البنوك التجارية الفائض المالي الذي حققته؛ فسوف تظل هذه الأموال في الحساب الذي يتعين على البنك الحفاظ عليه لدي البنك المركزي. ومن ثم لن تُضاف أية فوائد إلى الأموال المودعة في هذا الحساب. وبالنسبة للإقراض؛ فإن البنك سيحقق عائداً من الفوائد على القروض التي يمنحها للبنوك الأخرى وذلك على الرغم من انخفاض أسعار الفائدة نسبياً في سوق المال بين البنوك.

ومما يجدر الإشارة إليه أيضاً أنه لا يسمح للبنوك التجارية أن تسجل عجزاً في حسابها لدي البنك المركزي؛ وربما يطلب منها البنك المركزي وفقاً للوائح الحفاظ على حد أدنى من الأموال المودعة في حسابها في أي وقت. ويتعين على البنك الذي يواجه عجزاً (أو عدم كفاية الودائع) - في أي يوم - أن يقترض ليغطي هذا العجز. وتعد سوق المال بين البنوك واحدة من المصادر التي يمكن أن يقترض منها البنك التجاري.

من ناحية أخرى؛ تعد عمليات الإقراض في سوق المال بين البنوك غير مضمونة؛ حيث توجد بعض المخاطرة من أن يخفق البنك المقترض في سداد أصل القرض؛ إلى جانب الفوائد في نهاية مدة الإقراض. ومن ثم؛ تقل أسعار الفائدة على البنوك التي تتمتع بوضع ائتماني أفضل؛ في حين ترتفع على غيرها من البنوك؛ على الرغم من أن أسعار الفائدة مستحقة السداد أو القبض تتوقف على نوع التعامل وما يتفق عليه الطرفان.

ومن هنا ظهر الدور الذي تلعبه البنوك الوسيطة التي تتمتع بوضع ائتماني جيد في سوق المال. تحقق تلك البنوك أرباحها من خلال الاقتراض قصير الأجل بسعر فائدة ثابت وإعادة إقراض هذه الأموال مرة أخرى؛ ربما للفترة نفسها المتفق عليها؛ إلى البنوك الأخرى ذات الوضع الائتماني السيئ؛ ولكن بسعر فائدة أعلى قليلاً.

- حساب الفائدة المستحقة على القروض:

فيما يتعلق بالقروض بين البنوك وبعض أدوات سوق المال؛ تكون الفائدة مستحقة الدفع على أصل القرض أو القيمة الاسمية للأداة المالية. وتعد بعض أدوات سوق المال الأخرى بمثابة أدوات مالية بخصم؛ مثل الكمبيالات. وتدفع الفائدة في نهاية مدة الإقراض؛ عندما يسدد أصل القرض.

علاوة على ذلك؛ تختلف طريقة حساب الفائدة على القروض في سوق المال باختلاف العملة التي يمنح بها القرض. ويحسب سعر الفائدة على معظم العملات. بما في ذلك الدولار واليورو؛ على افتراض أن السنة ٣٦٠ يوماً. ويعني هذا أن الفائدة مستحقة الدفع على القرض تقدر كالاتي:

$$\frac{\text{المعدل السنوي للفائدة}}{٣٦٠} \times \frac{\text{مدة الاقراض}}{١٠٠} \times \text{الأصل}$$

حيث إن:

▪ الأصل هو أصل القرض.

النسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية

- والمعدل السنوي للفائدة هو سعر الفائدة المستحق سنوياً. ومن ثم: الفائدة ٥ % = ٥ والفائدة ٦,٦٧ % = ٦,٦٧؛ الخ.
 - مدة الإقراض هي فترة الإقراض محسوبة بالأيام؛ وفقاً للتقويم الميلادي.
- بالنسبة لبعض العملات؛ بما في ذلك الجنية الإسترليني؛ تقدر الفائدة على افتراض أن السنة ٣٦٥ يوماً؛ ومن ثم؛ تقدر الفائدة مستحقة الدفع على القرض كالتالي:

$$\frac{\text{المعدل السنوي للفائدة}}{١٠٠} \times \frac{\text{مدة الإقراض}}{٣٦٥} \times \text{الاصل}$$

مثال:

- سنفترض أن بنكاً حصل على القروض التالية من سوق المال:
- قرض قيمته ٥ ملايين يورو لمدة ثلاثة شهور؛ اعتباراً من ٧ يونيو إلى ٧ سبتمبر بفائدة ٦,٦٢٥ % سنوياً.
- قرض قيمته ١٠ ملايين دولار لمدة ٦ شهور؛ اعتباراً من ٣٠ إبريل إلى ٣١ أكتوبر؛ بفائدة ٧,٧٥ % سنوياً.
- قرض قيمته ١٠ ملايين دولار لمدة سنة واحدة (٣٦٥ يوماً) بفائدة ٨ % سنوياً.
- قرض قيمته ١٠ ملايين جنية إسترليني لمدة ٣ شهور (٩١ يوماً) بفائدة ٧ % سنوياً ما مقدار الفائدة على كل هذه القروض؟

الحل:

$$\begin{aligned} ٨٤.٦٥٢.٧٨ &= \frac{٩٢}{١٠٠} \times \frac{٦.٦٢٥}{٣٦.} \times ٥..... \\ ٣٩٦.١١١.١١ &= \frac{٧.٧٥}{١٠٠} \times \frac{١٨٤}{٣٦.} \times ١..... \\ ٨١١.١١١.١١ &= \frac{٨}{١٠٠} \times \frac{٣٦٥}{٣٦.} \times ١..... \\ ١٧٤.٥٢.٠٥٥ &= \frac{٧}{١٠٠} \times \frac{٩١}{٣٦.} \times ١..... \end{aligned}$$

هذا ومن الملاحظ أن سعر الفائدة على قرض بالدولار مدته سنة واحدة يبلغ ٨%؛ ولكن يدفع المقرض ٨,١١% وفقاً لشروط الفائدة المستحقة على السنة الميلادية. ترتباً على ما سبق ذكر يتضح لنا أن سوق المال بين البنوك تعد المعقل الرئيسي لأنشطة سوق المال وكذلك النظام المصرفي للبنوك التجارية في المراكز المالية الكبرى جميعها. وتمثل أسعار الفائدة المحددة في هذه السوق معياراً إرشادياً للعديد من أسعار الفائدة الأخرى قصيرة الأجل. وقد ظهرت غالبية أسواق المال الأخرى كبداية لسوق المال التي تختص بالاقتراض والإقراض لفترة قصيرة.

البحث الثالث: سوق شهادات الإيداع

شهادة الإيداع

هي عبارة عن وثيقة يصدرها بنك أو غيره من مؤسسات الادخار تتعلق بمبلغ محدد من المال تم إيداعه لدى البنك أو المؤسسة الصادرة منها الوثيقة. وتقر هذه الوثيقة بالتزام الجهة المصدرة لها بدفع هذا المبلغ لحاملها بفائدة أو دون فائدة في تاريخ أجل. وهكذا؛ يحق لحامل شهادة الإيداع الحصول على المبلغ المودع لدى الجهة المصدرة للشهادة - عادة بفائدة - في التاريخ المحدد في الشهادة. وعندما تصدر شهادات الإيداع ورقياً؛ يتم الحصول على مبلغ السداد عن طريق تقديم شهادة الإيداع في اليوم المحدد إلى أي بنك معتمد الذي يقدمها بدوره للسداد إلى البنك الذي أصدرها.

كما تعد شهادات الإيداع سندات لحاملها تصدر في البداية لمودع الأموال لدى البنك؛ ولكن يمكن إعادة بيعها في سوق الخصم قبل حلول ميعاد الاستحقاق. وتنتقل ملكية شهادات الإيداع الورقية عن طريق تسليم الشهادة يداً بيد إلى المشتري.

سعر الإصدار والعائد من الفائدة:

ويتمثل الأساس القائم عليه إصدار شهادات الإيداع في إصدارها بالقيمة الإسمية وبفائدة حتى تاريخ الاستحقاق؛ لأية فترة تتراوح ما بين ٢٨ يوماً و٥ سنوات. ولا تتجاوز فترة سريان

غالبية شهادات الإيداع ستة شهور.

ويمكن إصدار شهادة الإيداع إلكترونياً أو ورقياً؛ ويقر البنك المصدر للشهادة أنه قد

تم إيداع مبلغ محدد من المال لديه وأن هذا المبلغ:

* مستحق الدفع إلى حامل أو مالك شهادة الإيداع.

* ويتم السداد من خلال نظام تسوية معتمد.

* في يوم محدد.

* بسعر فائدة محددة سنوياً؛ وعادة ما تحسب الفائدة بسعر ثابت يقدر على مدار ٣٦٠ يوماً

بالنسبة لمعظم العملات وعلى مدار ٣٦٥ يوماً بالنسبة للجنية الاسترليني.

ومن الجدير بالذكر أن الفائدة تكون مستحقة الدفع في تاريخ الاستحقاق بالنسبة

لشهادات الإيداع التي لا يزيد أجلها عن سنة واحدة. وهناك بعض شهادات الإيداع التي تزيد فترة

استحقاقها عن سنة واحدة؛ وتستحق الفائدة المؤقتة عليها سنوياً في حالة إصدار شهادات

إيداع طويلة الأجل على هيئة شهادات ورقية ودفع الفائدة المؤقتة المستحقة عليها بعد سنة؛ يتم

تدوين المبلغ المدفوع على ظهر الشهادة

علاوة على ذلك؛ تصدر بعض شهادات الإيداع لودائع متغيرة الفائدة؛ حيث يحدد

سعر الفائدة كل ثلاثة أو ستة أشهر؛ وفقاً لشروط شهادة الإيداع.

هذا وتمثل سوق شهادات الإيداع أهمية كبيرة للنظام المصرفي. ويرجع السبب الأول في

ذلك إلى أن شهادات الإيداع تعد بديلاً للسوق بين البنوك بالنسبة للتعاملات المالية بين البنوك؛

حيث إنها تساعد في التوفيق بين فترات الاستحقاق. ويعني هذا أنها توفيق بين فترات استحقاق

التزامات البنك وودائعه وغيرها وبين فترات استحقاق أصوله؛ حتى يتمكن البنك من استخدام

أصوله مستحقة السداد للوفاء بالتزاماته عندما تصبح مستحقة الدفع.

ويرجع السبب الثاني في أن شهادات الإيداع تعد بديلاً لسوق المال بين البنوك إلا أنه

يمكن للبنك أن يبيع شهادات الإيداع التي يحتفظ بها بدلاً من أن يقتصر بعض الأموال من بنك

آخر. وذلك؛ حيث تعد معظم شهادات الإيداع التي تحتفظ بها البنوك بمثابة أصول لديها (أي استثمارات قصيرة الأجل).

أخيراً نود أن نشير إلى أنه كلما ارتفع العائد الذي يطلبه المشتري؛ كلما انخفض سعر بيع شهادة الإيداع.

المبحث الرابع: سوق أذون الخزانة

أذون الخزانة: هي أحد أشكال التعهد بدفع مقدار محدد من المال بتاريخ أجل؛ قد يمتد إلى سنة. وهي أذون تصدرها الدولة في الغالب عن طريق وزارة المالية أو البنك المركزي تبعاً للنظم القانونية في كل دولة؛ وتكون بمثابة سندات دين خاصة بالحكومة.

وتصدر الحكومة أذون الخزانة لتمويل جوانب العجز قصيرة الأجل في السيولة النقدية في برنامج الإنفاق. وغالبا تتراوح فترات آجال أذون الخزانة ما بين ٩١ يوم؛ ١٨٢ يوم؛ ٢٥٩ يوم ٣٥٧ يوم؛ وهو الأمر الذي يتضح من خلال الجدول التالي الذي يوضح آخر إصدارات أذون الخزانة في جمهورية مصر العربية في العام ٢٠١١:

الجدول رقم (١) أذون الخزانة في جمهورية مصر العربية في العام ٢٠١١^{١٠}

العائد (%)	الأجال	تاريخ العطاء
١٢,٠٥٣	٩١ يوم	٢٠١١/٩/٤
١٢,٥٥٢	١٨٢ يوم	٢٠١١/٨/٢٥
١٢,٩٨٣	٢٥٩ يوم	٢٠١١/٩/٤
١٢,٩٨٥	٣٥٧ يوم	٢٠١١/٨/٢٥

^{١٠} موقع وزارة المالية المصرية – أذون الخزانة بتاريخ ٢٠١١/٩/٤.

النسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية

العائد (%)	الأجال	تاريخ العطاء
١٣,٢٩	٢٠١٣/٧/٢٦	٢٠١١/٨/١٥
١٣,٥٠	٢٠١٤/٨/٢	٢٠١١/٨/٢٢
١٢,٣٢٠	٢٠١٥/٩/١٤	٢٠١١/١/٣

هذا ويمكن أن يحتفظ المشتري الأصلي بأذون الخزانة حتى تاريخ استحقاقها عندما تسدد الحكومة القيمة الاسمية لها. ومن ناحية أخرى؛ يمكن أن تباع الأذون في أسواق الأذون الثانوية قبل موعد استحقاقها. وتعتمد القيمة السوقية الثانوية للأذون على أسعار الفائدة قصيرة الأجل السائدة في السوق؛ وكذلك على المدة المتبقية حتى تاريخ استحقاق الإذن عند بيعه. وعلى الرغم من ذلك؛ لن يتجاوز سعر السوق قيمة الإذن الاسمية؛ ولكنه سيدنو منها كلما اقترب موعد الاستحقاق؛ ومن ثم؛ يواصل سعر الخصم انخفاضه حتى يتلاشى تماماً وقت تاريخ الاستحقاق.

المحور الثاني: النسواق المالية والتنمية الاقتصادية

المبحث الأول: الادخار وعلاقته بسوق الأوراق المالية

تتصف علاقة الادخار بالأسواق المالية بدرجة كبيرة من الأهمية، حيث ترتبط هذه الأسواق - لكونها آلية من آليات تجميع المدخرات وتنميتها داخل الاقتصاد القومي - بجميع الظواهر المثارة في إطار علاقة الاستثمار بالادخار. بالإضافة إلى ذلك فإنه كلما ساعدت الأسواق المالية على تحقيق أهداف المدخرين والمستثمرين، كلما مكنها ذلك من تحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في تعبئة المدخرات وتنميتها.

وفي هذا المبحث سيتم بحث علاقة الادخار بسوق الأوراق المالية، وذلك من خلال

المطلبين التاليين:

- **المطلب الأول:** الادخار وأهميته للاقتصاد القومي.
- **المطلب الثاني:** أثر سوق الأوراق المالية على الادخار.

المطلب الأول: الادخار وأهميته للاقتصاد القومي

يعتبر معدل الادخار حجر الزاوية لأية خطة تنموية، فكلما كان هذا المعدل مرتفعاً، كلما أمكن تحقيق معدل النمو المستهدف، والعكس صحيح. ولذلك، فإن قضية تنمية الادخار تعد من أهم قضايا النمو والتنمية التي يجب أن تنال قدراً كبيراً من الأهمية والدراسة في مصر، خاصة في هذه المرحلة التي يشهدها الاقتصاد المصري للتحويل نحو آليات السوق. وفي هذا المطلب يتم إلقاء الضوء على ماهية الادخار وأهميته، ثم الشروط الواجب توافرها في الأسواق المالية حتى يقبل المدخرون على الاستثمار بها، ومن ثم يتم تقسيم هذا المطلب على النحو التالي:

- **أولاً:** تعريف الادخار.
- **ثانياً:** أهمية الادخار.
- **ثالثاً:** شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف الادخار:

يقصد بالادخار ذلك الجزء من الدخل (الناتج) الجاري الذي لم يستخدم في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما، وإنما تم توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التي تعمل على زيادة هذا الدخل أو تحافظ على مستواه المحقق فعلاً. وهناك من يعرف الادخار بأنه ناتج النشاط الاقتصادي الذي لا يستهلك، بل يوجه بطريقة تجعل له في المستقبل قدرة أكبر على إشباع الحاجات^{١١}. ويسري التعريف السابق للادخار على المستويين المجتمعي والفردى:

^{١١} محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر: الأبعاد - الأسباب - سياسات العلاج، (القاهرة: مكتبة زهراء الشرق، ط (١)، ١٩٩٧)، ص ١.

فبالنسبة للمجتمع، يلاحظ أن ناتج الاقتصاد القومي خلال سنة معينة لا ينفق كلية- في أغلب الأحوال - على الأغراض الاستهلاكية الجارية، بل يقتطع جزءاً منه ليكون الادخار القومي، وعند هذا المستوى يكون الادخار القومي بمثابة تيار أو تدفق مرتبط بالمستوي الكلي للاقتصاد. أما بالنسبة للأفراد، فإن أغلبهم لا ينفقون كل دخولهم الجارية على الاستهلاك الجاري من السلع والخدمات، وإنما يجنّبون جزءاً منها ليودعوه في البنوك أو صناديق توفير البريد، أو ليشتروا به أسهماً أو سندات، أو ليسددوا التزاماتهم، أو ليشتروا أصولاً مادية، ومن ثم يتمثل ادخار الأفراد - خلال أية فترة من الفترات - في الفرق بين دخلهم المتاح الجاري وإنفاقهم الجاري على السلع الاستهلاكية والخدمات خلال نفس الفترة.

والادخار بالمعنى المذكور - قد يكون نقدياً (وهو الصورة الغالبة في الوقت الحالي) ويتمثل في الأصول المالية أو الأموال السائلة كالودائع الجارية، وكذلك الودائع الادخارية بأنواعها، والمدخرات التعاقدية، والتي يمكن تحويلها إلى الصورة السائلة بسهولة نسبية، وقد يكون الادخار عينيًا (وهو الصورة المحدودة جداً للادخار في الاقتصاد المعاصر). وقد يتخذ الادخار شكل فائض سلمي أو فائض عمل.

ويستطيع الأفراد تحويل مدخراتهم النقدية إلى رأسمال عيني، وذلك باستثمار هذه المدخرات في العمليات الإنتاجية سواء بأنفسهم - وذلك بشراء أو استئجار عوامل الإنتاج الأخرى والتوليف بينها لإنتاج سلعة أو خدمة لها قيمة نقدية فتتولد لهم أرباح باعتبارهم منظمين - أو أن يقوموا بإقراض هذه المدخرات النقدية - عن طريق سوق التمويل - إلى المنظمين ليتمكن هؤلاء من شراء السلع الإنتاجية والوسيلة اللازمة لمشروعاتهم ويحصل المدخرون - في هذه الحالة - على فوائد نتيجة إقراضهم هذه المدخرات النقدية للمنظمين خلال فترة معينة. وهكذا يلاحظ أن الادخار بصورتيه - النقدية والعينية - ينتهي في النهاية إلى شكل من أشكال الاستثمار العيني، ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة التي تصل إلى حد التطابق بين الادخار

والتكوين الرأسمالي. فالادخار في حد ذاته لا يدر دخلاً بمجرد تكوينه، وإنما يجب - لكي ينتج دخلاً - أن يتحول إلى رأسمال عيني منتج، أي لا بد له أن يستثمر استثماراً منتجاً^{١٢}. وقد يكون الادخار اختيارياً، بأن يقوم أحد أطراف النشاط الاقتصادي بتجنيب جزء من دخله طواعية وإرادته ودون إجبار أو تعسف من قبل الحكومة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. كما قد يكون الادخار إجبارياً، عن طريق إجبار الأفراد على ادخار جزء من الدخل واقتطاع هذا الجزء منهم بصورة إلزامية بوسائل مباشرة (الضرائب)، أو غير مباشرة (إحداث درجة معينة من التضخم)، عن طريق الحكومة، وبحيث تنتفي إرادة أطراف النشاط الاقتصادي^{١٣}.

ثانياً: أهمية الادخار:

إذا تتبعنا أهمية الادخار في الأدب الاقتصادي لوجدنا هذه الأهمية جلية عند التقليديين في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر، كما اتضحت أيضاً عند أصحاب نماذج النمو الاقتصادي عقب الحرب العالمية الثانية وحتى الوقت الحاضر^{١٤}. وللادخار أهمية كبرى في حياة الفرد والمجتمع: -

- فبالنسبة للفرد، فإن الادخار يمكنه من مواجهة أحداث المستقبل غير المتوقعة والاحتياط للطوارئ، كما أنه يشكل مصدر للدخل في حالات المرض والعجز والشيخوخة.
- وبالنسبة للمجتمع، يمكن القول إن عملية التنمية الشاملة تتطلب العديد من العوامل لتحقيقها والوصول بالاقتصاد القومي لمرحلة النمو الذاتي، ويبرز رفع معدل الادخار القومي

^{١٢} المرجع السابق، ص ٢-٤

^{١٣} لمزيد من التفاصيل حول أنواع الادخار، راجع:

- محمد عبد الغفار محمد، أثر التمويل الخارجي على الادخار في مصر ١٩٧٤-١٩٨٦، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة ببنها، جامعة الزقازيق، ١٩٩٢، ص ٩-١٤.

^{١٤} لمزيد من التفاصيل حول أهمية الادخار في الأدب الاقتصادي، راجع:

- محمد عبد الغفار محمد، مشكلة الادخار في مصر: الأبعاد - الأسباب - سياسات العلاج، مرجع سابق، ص ٢٦ - ٣٢.

كأحد أهم تلك العوامل، مع التأكيد على ضرورة مشاركة وتعاون عوامل أخرى منها، الأيدي العاملة المدربة، والمهارات الإدارية والتنظيمية، والموارد الطبيعية ذات النوعية الجيدة، والمستوي الفني "التكنولوجي" المناسب، والمناخ السياسي والاجتماعي المواتي، إلى جانب البيئة المواتية على المستوى الدولي.

كما تبرز أهمية الادخار من ناحية أخرى، في الحد من الضغوط التضخمية، ذلك أنه طالما أن الحد من زيادة الاستهلاك زيادة مفرطة شرط ضروري لتحقيق الاستقرار النقدي والتخفيف من حدة الضغط الناشئ عن زيادة الطلب الكلي وهو عادة ما يصاحب عملية التنمية، فإن سياسة رفع معدل الادخار من دخل متزايد تؤدي إلى التخفيف من حدة التضخم^{١٥}.

ثالثاً: شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية: - حتى يقبل المدخر فكرة توظيف مدخراته في سوق الأوراق المالية، فإنه يلزم أن تساهم هذه السوق في تحقيق أهدافه من ناحية، وأن تتوافر فيها مجموعة من الشروط من ناحية أخرى، كما يلي:-

١- الشروط التي تتعلق بأهداف المدخرين:

يقبل المدخرون على توظيف أموالهم في الأوراق المالية لتحقيق أحد هدفين، فهناك من يقبلون على شراء الأوراق المالية بقصد حيازتها مؤقتاً لفترة تطول أو تقصر، إلى أن يرتفع ثمنها فيقومون ببيعها، وبذلك يحققون أرباحاً تنجم عن الفرق بين ثمن الشراء وثمان البيع، وعلى ذلك فإن الأوراق المالية عند هؤلاء تكون سريعة الدوران.

وعلى خلاف ذلك، قد يقوم البعض بشراء الأوراق المالية بنية الاحتفاظ بها وتوظيف أمواله فيها لكي يحصل على عائد منها هو قيمة كوبونات الأسهم وأرباح السندات، فتدر عليه دخلاً منتظماً هو عائد الاستثمار^{١٦}.

^{١٥} المرجع السابق، ص ص ٢٥-٢٦

^{١٦} صبري حسن نوفل، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة، مؤتمر: مستقبل

الاستثمار في سوق الأوراق المالية، القاهرة، ٢-٣ مارس ١٩٩٩، ص ص ٣-٤

٢ - الشروط التي تتعلق بسوق الأوراق المالية:

هناك مجموعة من الشروط التي يجب توافرها في سوق الأوراق المالية لكي يقبل المدخرون توظيف أموالهم بها، وأهم هذه الشروط ما يلي^{١٧}:

أ - الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي قد تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن أمثلة ذلك، تلك المخاطر الناجمة عن الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف، بالإضافة إلى أخطار إفلاس السماسرة والذي يحتفظ لديهم عملاؤهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

ومن جانب آخر يجب أن تتوافر للورقة المالية أو الصك قدر من الأمان، أي ضمان الحصول على عائد الورقة المالية بطريقة منتظمة، وبحيث يكون هذا العائد أو انعدامه، أمراً ثانوياً، فضلاً عن الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة على الأقل، وضمن استرداد قيمتها.

ب-العدالة والمساواة: - حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم، فإنه يلزم أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصاً متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات، وهو المقصود بعدالة السوق.

أما عن المساواة، فيجب أن تكون متوافرة لكل المتعاملين في البورصة بحيث تمكنهم من الحصول على بيانات معينة عن الشركات التي ألزمها القانون بنشرها، فالمساواة هنا يفترض لتحقيقها ضمان قدر من الشفافية، بحيث يكون المتعاملون على علم بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها.

ج - السيولة: ينبغي أن يكون هدف السيولة واضحاً في السوق، بما يضمن الوفاء باحتياجات المستثمر إلى أموال سائلة. ويقصد بالسيولة، إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة ودون

^{١٧} شعبان يوسف مبارز، استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة بني سويف، جامعة القاهرة، السنة (٥)، العدد (١)، يناير ١٩٩٥، ص ص ٢٤٤-٢٤٧

خسائر على الإطلاق، فصاحب الصك يجب أن يكون في مقدوره - في أية لحظة - أن يستبدل الصك بالنقود، إذا ما طرأ ما يجعله راغباً في ذلك. والسيولة على النحو المتقدم تتفادي خطر تجميد المدخرات الذي يمكن أن يعوق وضع وتسخير المدخرات في خدمة الاقتصاد.

د - المنافسة: حتى يتسنى لسوق الأوراق المالية أن تساهم بفاعلية في تنمية المدخرات، يجب أن تتحقق فيها المنافسة الحرة بين كل البائعين وكل المشترين - أو على الأقل توافر شروط أقرب ما تكون إلى المنافسة الحرة - وذلك بحكم التقائهم في مكان واحد، الأمر الذي يعطي قانون العرض والطلب الفرصة لأداء دوره الاقتصادي على أكمل صورة.

الهطلب الثاني: أثار سوق الأوراق المالية على الادخار

في اقتصاديات السوق الحرة تكون لأسواق الأوراق المالية والهيكل المالي الكفاء، تأثيرات إيجابية مهمة على النمو الاقتصادي من حيث الآثار التي تولدها هذه الأسواق في زيادة الحجم الكلي للمدخرات، وزيادة التخصيص الكفاء لرأس المال، وزيادة الحجم الكلي للاستثمار وتخصيص أكفاً للمدخرات الوطنية.

أولاً: أثار السوق على الحجم الكلي للمدخرات: -

ينشأ تأثير سوق الأوراق المالية على الميل للادخار من حقيقة أن تنمية النظام المالي توفر سلسلة كبيرة من الخيارات لوحدة الفائض لتوليد أصول مالية أكبر، مع المحافظة على تفضيلاتها، وذلك أن هذه الأصول تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة والخدمات التي توفرها السوق، وبالتالي فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح المدخرات نتيجة للعوائد المالية المتوقعة من الاستثمار، والفرص الكبيرة لتنوع حافظة الأصول المالية في الأسواق المختلفة.

ولكي تمارس السوق هذا الدور فلا بد من توافر شرطين أساسيين^{١٨}:

^{١٨} سليمان المنذري، البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد (٩٦)، يناير ١٩٩٦، ص ص ١٥-١٨.

أولهما: أن تكون الأدوات المالية المتاحة واسعة القبول لعدد كبير من المدخرين يجعلها شعبية إلى حد كبير لتبرير حيازتها.

ثانيهما: تحقيق تأثير إيجابي على الدخل، ويتطلب ذلك ما يلي: _

أ-توافر مجموعة من المميزات من حيث العائد والضمان والسيولة، مما يجعل هذه الأوراق أكثر جاذبية للمستثمرين، مقارنة بالاستثمار المباشر في الموجودات المالية الأخرى.

ب-أن يتوافر لوحات الفائض أو لبعض منها ميل للاستثمار في هذه الأوراق.

ج-وجود حافز لوحات الفائض كي تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها في الأوراق المالية.

ثانياً: أثر السوق على التخصيص الكفاء للمدخرات: _

لا شك في أن حجم المدخرات، ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو السوق المالية، التي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي، وبالتالي لا يمكن تنميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية.

وفي الأقطار النامية، فإن خلق نظام مالي كفاء يساعد على تسريع التنمية الاقتصادية، وذلك لأن إصدار الأسهم والسندات كبقية أشكال الأدوات المالية، يزيد من معدل الادخار، ويجعله أكثر جاذبية، ويمكن تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة تبعاً لذلك.

ويري بعض المتخصصين أن اقتصاداً خالياً من سوق فعالة لرأس المال سوف يعاني خسائر عدم التخصيص المتمثلة في عدم وجود آلية للتأكد من تخصيص رأس المال، بحيث تكون إنتاجيته الحديدية أكبر، كما سيخفف في تحقيق التخصيص الزمني الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمني الحدي مع الإنتاجية الحديدية لرأس المال^{١٩}.

ثالثاً: أثر السوق على حجم الاستثمار الكلي:

إن النظام المالي الكفاء يمكن أن يعزز الاستثمار، ويحسن من تخصيصه، وذلك بالزيادة الكبيرة

^{١٩} المرجع السابق، ص ١٨ - ٢٠.

في الحجم، عن طريق نوعين من المؤشرات، هما:

أولهما: أثر التكلفة Cost Effect

ثانيهما: أثر الإمكانية Availability Effect الناشئ من حقيقة كون تنمية سوق مالية كف سيقود إلى تقليص تكلفة الأموال بما في ذلك الأثر النفسي الذي يحدثه.

ويعمل الهيكل المالي المتطور بتوحيده سوق رأس المال على تخفيض تكلفة الاقتراض في النهاية، وذلك بتضييقه بشكل جوهري للحدود التي يتقلب فيها سعر الفائدة، كما أن وحدة سوق رأس المال سيشجع أيضاً تخصيصاً أكثر كفاءة للموارد، وزيادة في معدل العائد الذي تدره. وبالنسبة للتخصيص الأفضل للمدخرات بين مختلف الاستثمارات المحتملة، فهناك شكوك حول قدرة هذه الأسواق في تخصيص الثروة بشكل مناسب حتى في البلدان المتقدمة ذات البورصات النشطة، لأن إعادة توزيع الموارد الرأسمالية أو تفتيتها تواجه معارضة شديدة في اقتصاد المشروع الحر^{٢٠}.

البحث الثاني: الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية

تتسم البيئة الدولية الراهنة باحتدام التنافس على رؤوس الأموال الأجنبية بين مختلف الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء. وذلك نتيجة للدور الهام الذي يلعبه الاستثمار الأجنبي في توفير التمويل المطلوب لإقامة المشاريع الإنتاجية ونقل التكنولوجيا والمساهمة في رفع مستويات الدخل والمعيشة وخلق مزيد من فرص العمل وتعزيز قواعد الإنتاج وتحسين المهارات والخبرات الإدارية وتحقيق ميزات تنافسية في مجال التصدير والتسويق.

ويحتل الاستثمار الأجنبي أهمية استثنائية في الدول النامية التي تعاني من تفاقم أزماتها المالية الشيء الذي زاد من حدته تقلص مصادر التمويل المختلفة؛ وفي ظل تصاعد مؤشرات المديونية وتضخم التكاليف المرافقة لاقتراضها من العالم الخارجي؛ فإن مصادر التمويل التي تبقى متاحة أمامها تنحصر في العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية من جهة وتنشيط

^{٢٠} المرجع السابق، ص ٢٠ - ٢٢

الاستثمار المحلي والسيطرة عليه من جهة أخرى. من هذا المنطلق اشتد التنافس بين الدول على جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال إزالة الحواجز والعراقيل التي تعيق طريقها ومنحها الحوافز والضمانات التي تسهل قدومها ودخولها إلى السوق المحلي.

هذا وتنقسم الاستثمارات الأجنبية لنوعين وهما؛ استثمارات مباشرة؛ واستثمارات غير مباشرة نعرضهما فيما يلي:

أ- الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

تعرف الأدبيات الحديثة المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر بأنها التدفقات المالية الوافدة على دولة غير دولته الأصلية والمستخدمة مباشرة للغرض الذي تم التمويل من أجله؛ حيث يستطيع المستثمر الأجنبي من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر أن يمتلك جزءاً من المشروع أو كله بالإضافة إلى المشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني؛ فضلاً عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية والمهارات الإدارية والتسويقية والمالية في جميع المجالات إلى الدولة المضيفة. ومن هنا تسعى العديد من الدول إلى جذب هذا النوع من الاستثمار لما فيه من انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني ليس في مجال رفع الطاقة الإنتاجية وزيادة النمو وإنما أيضاً من حيث رفع الكفاءات الإدارية والتكنولوجية واستيعاب الأيدي العاملة في البلد المضيف.

إضافة إلى تميز الاستثمارات الأجنبية المباشرة بأنها استثمارات طويلة الأجل؛ حيث يقوم المستثمر الأجنبي بإنشاء المصانع والشركات في البلد المضيف وبالتالي التواجد الفعلي على أرض البلد المضيف من جهة وصعوبة انسحاب مثل هذه الاستثمارات وذلك لارتفاع تكلفة الانسحاب وتحديدًا ما يسمى بالتكاليف الغارقة من جهة أخرى. وبالرغم من هذه الإيجابيات هناك العديد

من المحددات والمعوقات التي تحد وتعوق من تدفق هذا النوع من الاستثمارات من أهمها^٣:

- الصراعات المسلحة وعدم الاستقرار السياسي في عدد كبير من الدول النامية.
- عدم التيقن من مؤشرات الاقتصاد الكلي في اقتصاديات الدول النامية والسياسات العامة الخاطئة.
- الضعف المؤسسي والقيود الإدارية.
- عدم ملائمة البنية الأساسية.
- تخلف القطاع التمويلي.
- نقص المهارات في سوق العمل.

ب- الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة:

تتمثل الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الاستثمارات المحفظة في أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة؛ وأهم ما يميز هذا النوع من الاستثمار هو سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة؛ حيث يسعى مستثمرو المحافظ المالية إلى تعديل مراكزهم الاستثمارية وبالتالي الخروج أو الدخول إلى أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة وفقا لتطور الأسواق المالية لهذه الدول؛ وما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

ومن مزايا هذا النوع من الاستثمار أنه يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية؛ حيث إن هذا النوع من الاستثمارات يكون في الغالب على شكل استثمارات مؤسسية تتصف قراراتها الاستثمارية بطول الأمد وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة إلى سرعة اتخاذ القرار وتنفيذه في مثل هذا النوع من الاستثمارات.

٣- لتفاصيل أكثر في هذا الصدد أرجع لكتابنا الفقر في ظل العولمة؛ الفرع الرابع الذي يحمل عنوان "محدودية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في دول العالم الثالث" من المطلب الثالث؛ من المبحث الثاني للفصل الثاني بالباب الأول.

ومن أبرز سلبيات هذا النوع من الاستثمارات هو صعوبة تحكّم الأسواق المالية المضيفة في مثل هذه الاستثمارات وضبط إيقاعها؛ حيث قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة وعلى شكل موجات بيع ضخمة نتيجة لعوامل عديدة؛ الأمر الذي يؤثر سلباً على استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف؛ كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة. أضف إلى ذلك أن هذا النوع من الاستثمار الأجنبي قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الإنتاجية وزيادة معدلات النمو؛ وذلك كونه يتمثل باستثمار في الأدوات المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية؛ ولا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية.

** دور أسواق رأس المال في النشاط الاقتصادي:

تلعب أسواق رأس المال دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي؛ وفي هذا السياق تسعى دول العالم المختلفة وبخاصة النامية إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية؛ نظراً لما تعود به هذه الاستثمارات من فوائد اقتصادية على تلك الدول. وتركز غالبية الدول على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة بينما لا تبدي حماساً كبيراً في استقطاب تدفقات المحافظ الاستثمارية؛ حيث يعتبر هذا النوع من الاستثمارات استثمار مؤقت يسهل تصفيته وبيعه متى يشاء المستثمر أن يتخلص من محفظته؛ مما يعني زيادة المخاطر التي يمكن أن تؤدي إليها تلك التدفقات على اقتصاد الدولة النامية؛ وعدم وجود قيمة مضافة للاقتصاد الوطني كنتيجة لهذه الاستثمارات.

وعلى الرغم من المخاطر التي تنطوي عليها تدفقات الحقائق الاستثمارية فإن العديد من الدول النامية والمتطورة سعت خلال العقدين الماضيين إلى استقطاب تلك التدفقات إلى الأسواق المالية المحلية؛ وذلك من خلال تحرير الأسواق المالية وإنهاء القيود المفروضة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية. وتعتقد تلك الدول أن عملية تحرير الأسواق تؤدي بشكل عام إلى زيادة

النسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية

حجم الاستثمارات في الدولة؛ وتوسيع قاعدة المستثمرين؛ الأمر الذي يؤدي إلى زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية.

إضافة إلى ذلك فإن دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق المحلية ومتابعة ما يجري في تلك الأسواق بتفحص وتدقيق؛ يرفع من مستوى الإفصاح والشفافية ويعزز من ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة في السوق؛ وبالتالي يتوقع أن يؤدي تحرير الأسواق المالية إلى زيادة كفاءة وعمق الأسواق المالية في تلك الدول ويؤدي إلى تحسين أساليب الإفصاح وتعزيز بيئة المعلومات.

كما تحتل الأسواق المالية دوراً مهماً في دعم وتحريك عجلة النمو الاقتصادي من خلال مجموعة من القنوات:

فأولاً: يشجع وجود قطاع مالي متطور على زيادة نسبة الادخار في الاقتصاد؛ حيث تتمكن الأسواق المالية وشركات الوساطة من خلال استخدام وفورات الحجم والخبرة المتوفرة لديها من توفير عائد أعلى للمدخرين مما يؤدي إلى رفع مستوى الادخار في الدولة. ثانياً: يساهم القطاع المالي في النمو الاقتصادي من خلال تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات؛ حيث يقوم القطاع المصرفي والسوق المالي بنقل الأموال وبطريقة فعالة من المقترضين إلى المقترضين (أي بتحويل المدخرات إلى استثمارات).

ثالثاً: تحتل وظيفة توفير السيولة للمشاريع الاستثمارية أهمية بالغة في مساهمة السوق المالي في عملية النمو الاقتصادي؛ فالمشاريع الكبيرة تتطلب التزاماً طويلاً الأمد من قبل المستثمرين الأمر الذي يجعل معظم المستثمرين يترددون في التنازل عن مدخراتهم لفترات طويلة. ولكن وجود أسواق مال تتمتع بسيولة عالية يجعل من السهل على المستثمرين ربط مدخراتهم في مثل تلك المشاريع طويلة الأمد؛ لأن باستطاعتهم بيع حصصهم في أي مشروع بسهولة ويسر من خلال السوق المالي؛ مما يعني أن السوق المالي يتمتع بسيولة عالية تقلل من أخطار الاستثمار المتعلقة بالمشاريع

طويلة الأمد مما يشجع على الاستثمار في تلك المشاريع وبالتالي يحسن من فرص النمو الاقتصادي.

ويساهم أيضا السوق المالي في دعم النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الرقابة الإدارية. فأسواق رأس المال التي يمكن وصفها بأنها أسواق كفاءة تسهل من عملية ربط كفاءة مدراء الشركات بأداء سهم الشركة في السوق؛ مما يحفز إدارات هذه الشركات على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج واستخدام أساليب الحكم الرشيد في إدارتهم لهذه الشركات.

المبحث الثالث: الأسواق المالية وعلاقتها بالتنمية الاقتصادية

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة فيما يتعلق بالتنمية الاقتصادية ذلك أنها تلعب دوراً بارزاً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي.

هذا وتنبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم - مهما بلغ حجمها - بما يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، وفي الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال، وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن، وفي أسرع وقت، بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابهاً لعمليات السحب، والإيداع في البنوك التجارية^{٢٢}.

^{٢٢} محمود فهدى، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر ووسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومي، مذكرة، رقم

(١٣٣١)، أكتوبر ١٩٨٢، ص ٣

النسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية

ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومداخل سليمة لاستثمار المدخرات، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية، أهمها منافع الحيابة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب^{٢٣}.

في حين تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر^{٢٤}.

ويعزي الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشتركون أسهم منشأة ما، فإنهم في حقيقة الأمر يشتركون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي يفترض أنها متوافرة - هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعني انخفاض تكلفة الأموال، أي انخفاض تكلفة الاستثمار.

أما الدور غير المباشر، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

وأخيرا تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومي، حيث إنها تساعد في الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومي فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو^{٢٥}.

^{٢٣} محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة"، دار هلا للنشر والتوزيع يناير ٢٠٠٨ ص ١٩-٢٠.

^{٢٤} منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، بدون ناشر: ١٩٩٣، ص ٦٦٣.

^{٢٥} The Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey, Economic trends in the MENA Region, Cairo, 1998, P.P 42-43.

من جهة أخرى، فإن السوق المالية النشطة توجد وعاءً مناسباً للدخار والاستثمار، مما يقضي على المضاربات في المجتمع ويقلل من الاكتتاب غير المنتج، كما يؤدي كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم في تخفيف حدة البطالة التي هي إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين^{٢٦}.

وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للدخار المحلي - وليست عوضاً عنه - وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة^{٢٧}.

الذاتمة والتوصيات

حتى تكون أسواق المال قادرة على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية هناك عدة عوامل يجب على الدول النامية ممثلة بالجهات المشرفة والقائمة على أسواق رأس توفيرها؛ ويمكن تلخيص هذه العوامل كالآتي:

١- عوامل تعود على النظام السياسي والاقتصادي ومن أهمها:

* الاستقرار السياسي والاقتصادي: فكلما كان الوضع الاقتصادي مستقرًا وكانت معدلات النمو مرتفعة ومعدلات البطالة منخفضة كان ذلك مؤشراً على أن الاقتصاد قوي وأن الاستثمار في المؤسسات المدرجة في السوق المالي ستحقق أرباحاً مجزية للمستثمرين.

²⁶ Rose, P.S., & D.R. Fraser Financial Institution, *Opcit*, P. 82.

²⁷ (٢٧) أحمد ابى السرور "الأسواق المالية العربية الناشئة: الأوضاع والأفاق"، في: سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة نشر، ص ٩٥

* الإدارة العامة: يجب العمل على تطوير الإدارة العامة والتي تعتبر أحد المحددات الرئيسية للبيئة الاستثمارية؛ ويشمل ذلك السياسات الضريبية؛ والبيروقراطية؛ والحكم الرشيد؛ والقضاء وغيرها.

* تطور القطاع المصرفي: من العوامل الرئيسية المؤثرة على جذب الاستثمارات الأجنبية مدي تطور القطاع المصرفي؛ حيث يلعب القطاع المصرفي دوراً هاماً في جميع الموارد المالية من المودعين ونقلها للاستثمار في السوق المالي. وعليه يعتبر مدي تطور القطاع المصرفي من المؤشرات المهمة في درجة جاذبية البلد الاستثمارية ومن وجهة نظر المستثمر الأجنبي؛ ويصعب أن تنشأ سوق مالية متطورة وناجحة في ظل غياب قطاع مصرفي متطور يلبى احتياجات المستثمرين المالية ويسهل عملية الاستثمار في السوق المالية.

٢- عوامل خاصة بالسوق المالي مثل:

* تنوع الأدوات الاستثمارية: من الضروري تنوع الأدوات المالية في السوق المالي؛ فكلما كانت هناك أدوات مالية كثيرة ومختلفة؛ وفر ذلك فرصاً استثمارية أكبر وقلل من المخاطر.

* كفاءة السوق المالي: يقوم المستثمر الأجنبي بدراسة كفاءة السوق المالي وفاعليته بتمعن قبل أن يقوم باستثماراته في السوق؛ تحديداً فيما يخص الكفاءة التشغيلية في السوق أو كفاءة العمليات من حيث آليات عمل السوق؛ والتكنولوجيا المستخدمة فيها؛ والفترة الزمنية اللازمة لإنجاز الصفقات؛ وسرعة تنفيذ العمليات؛ وبيئة التداول العادل؛ وسيولة السوق (عمقه واتساعه) ومدي تكامل السوق مع الأسواق الأخرى في المنطقة.

٣- عوامل تنظيمية وإشرافية وقانونية:

* تطوير الأنظمة والقوانين: حيث يجب على الجهات المشرفة على أسواق المال في الدول النامية العمل على تطوير القوانين والأنظمة والتعليمات المتعلقة بالأسواق المالية؛ بهدف تعزيز فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي لسوق الأوراق المالية.

* حماية حقوق المستثمرين: وذلك من خلال تعزيز عمليات الإفصاح وتوفير معلومات مالية ملائمة بصورة دورية فورية؛ واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لمنع الغش والتلاعب في عمليات التداول؛ وتخفيض تكاليف التداول ما أمكن. ومن العوامل التي تزيد من تكاليف التداول اتساع الهوة ما بين سعر العرض وسعر الطلب على الورقة المالية مما يحد من سيولتها ويزيد من أخطار الاستثمار في تلك الورقة المالية.

٤- متطلبات على الاقتصاد الكلي في الدول النامية:

* تحرير الأسواق المالية: ضرورة التنسيق بين الدول النامية حول السياسات ذات العلاقة بالأسواق المالية وذلك من خلال العمل على تحرير الأسواق المالية؛ وإزالة المعوقات التي تحد من تدفقات الاستثمارات الأجنبية.

* موائمة الأنظمة والتشريعات: من الضروري قيام الأسواق المالية في الدول النامية بموائمة الأنظمة والتشريعات فيما بينها والمتعلقة بالأسواق المالية؛ وتشجع عمليات الإدراج المشترك.

* الحملات الترويجية: يجب على الأسواق في الدول النامية التركيز على الجانب التسويقي للأسواق المالية؛ من خلال تنفيذ حملات ترويجية متخصصة تبرز مزايا وفرص الاستثمار التي يمكن أن توفرها الأسواق في الدول النامية؛ وإمكانية توفيرها لمزايا تنوعيه لمستثمري المحافظ الاستثمارية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- ١- أحمد ابي السرور "الأسواق المالية العربية الناشئة: الأوضاع والأفاق"، في: سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة نشر
- ٢- احمد محمد عبده على سليم، دور سوق الأوراق المالية في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية في مصر؛ رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد؛ كلية التجارة جامعة عين شمس؛ القاهرة ١٩٩٨
- ٣- السيد الطيبي، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة ١٩٨٩
- ٤- سليمان المنذري، البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد (٩٦)، يناير ١٩٩٦
- ٥- شعبان يوسف مبارز، استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة ببني سويف، جامعة القاهرة، السنة (٥)، العدد (١)، يناير ١٩٩٥
- ٦- صبري أحمد أبو زيد، دور سوق المال في تمويل الاستثمارات في مصر خلال الفترة ٧٥-١٩٨٦/٨٥؛ مجلة مصر المعاصرة العددان ٤١١؛ ٤١٢؛ يناير - ابريل ١٩٨٨
- ٧- صبري حسن نوفل، أخطار الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر المستثمر وشركات السمسرة، مؤتمر: مستقبل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، القاهرة، ٢-٣ مارس ١٩٩٩
- ٨- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة" دار هلا للنشر والتوزيع يناير

- ٩- محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر: الأبعاد - الأسباب - سياسات العلاج، (القاهرة: مكتبة زهراء الشرق، ط (١)، ١٩٩٧)
- ١٠- محمد عبد الغفار محمد، أثر التمويل الخارجي على الادخار في مصر ١٩٧٤-١٩٨٦، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة ببنها، جامعة الزقازيق، ١٩٩٢
- ١١- محمود فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر ووسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومي، مذكرة، رقم (١٣٣١)، أكتوبر ١٩٨٢
- ١٢- مصطفى رشدي شيعه، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات دار المعرفة الجامعية ١٩٩٢
- ١٣- مصطفى أحمد رضوان؛ الفقر في ظل العولمة - دراسة نظرية وتطبيقية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع - الاسكندرية ٢٠١١
- ١٤- مصطفى أحمد رضوان الاسواق المالية والاستثمار في المدن الجديدة؛ الطبعة السادسة؛ دار ذهب للنشر والتوزيع؛ ٢٠١٨
- ١٥- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال؛ بدون ناشر؛ ١٩٩٣

المراجع الاجنبية

- 1- The Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey, Economic trends in the MENA Region, Cairo, 1998
- 2- French, D., Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management, (O.H: Merrill Pub, 1989)
- 3- Francis, J.C., Investments: Analysis and Management, (O.H: Merrill Pub, 1995)
- 4- Rutterford, J., Introduction to Stock Exchange Investment, (London: Mc MillanPress,1983)

