

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

لعبني سارة طالبة دكتوراه

جامعة الجزائر 3

ملخص بالعربية:

عرفت أسواق الأوراق المالية تطورا كبيرا في تنشيط وترقية الاستثمارات في البلدان النامية وأضححت من الاهتمامات الكبرى لوضعي السياسات الاقتصادية باعتبارها عامل رئيسي لتحقيق النمو الاقتصادي. وزادت أهميتها خاصة مع الانفتاح الذي عرفه الاقتصاد العالمي، بإزالة القيود على حركة السلع ورؤوس الأموال، وتطور تكنولوجيا الإعلام والاتصال، كما أن توفر الحرية الكاملة لقانون العرض والطلب وإمكانية استقطاب رؤوس الأموال من خلال تشجيع الادخار، وتوفير مناخ استثماري جيد، وتحقيق العائد الاستثماري، وتخفيض المخاطر ووضوح السياسة المالية والضريبية وسياسة سعر الصرف، ومعدل التضخم وسيولة سوق الأوراق المالية والاستقرار السياسي. وما يمكن ملاحظته هو أنه كلما ارتفع الاستثمار في المحفظة حدثت أزمة تعصف به، وأن هذه الأزمات هي مصدر قلق وتخوف البلدان النامية، فبقي دورها ضعيفا. لذلك يتطلب منها اجراء اصلاحات عميقة للتغلب على العقبات، إن اصلاحها وتطويرها يمكن أن يشكل مدخلا لإنعاش الاستثمار في البلدان النامية.

Abstract:

The securities market has known a big progress in activating and promoting the efforts of investment activities in developing countries. It has been one of the main occupations of the policy makers. And this is due to, that the financial market tools become an important way to finance the economy.

With the globalization process, and the free capital mobility, especially, when it has been accompanied with a big jump in the communication technology, the securities market is getting more important.

Also the securities market is becoming larger due to: the guarantee of free market mechanism, the attraction of the capital flows through the saving motivations, the adoption of an attractive investment climate and achievement of investment return. Moreover, to the reduction of the rate of risks, to the building of a clear financial, fiscal, and exchange rate policies, to setting up a low inflation rate, to the availability of liquidity in the securities market, and finally, to the creation of stabilization measures.

An increase in the investment portfolio has been, usually, accompanied by a financial crisis. Therefore, the repetition of financial crisis has created a major panic among many policy makers in low developing countries which leads to reduce the speed of developing the securities market mechanism, consequently their role remained weak.

Therefore, this paper concludes that a profound reform package must be carried on in the securities market in order to reduce the extent of the following obstacles, the reform and development can be an entry point for the recovery of investments in developing countries.

مقدمة:

أضححت عملية توفير مناخ استثماري من أولويات حكومات البلدان مهما كان نظامها الاقتصادي ودرجة تطورها، لجذب وتشجيع وتنشيط الاستثمارات لمواجهة الركود الاقتصادي الذي يمثل تهديدا للأمة.

لقد كان الاعتماد في تمويل الاستثمارات من خلال الجهاز المصرفي أي "الوساطة المالية" حيث يعتمد على استقبال المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار عن طريق القروض الممنوحة للاقتصاد الوطني، غير أن التكلفة المرتفعة لهذه القروض وضرورة توفر الضمانات، واعتمادها على تقديم القروض القصيرة والمتوسطة الأجل أدى الى البحث عن مصدر اخر لتمويل هذه الاستثمارات، لذلك تم اللجوء الى أسواق الأوراق المالية التي تمد الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة على المدى الطويل عن طريق تعبئة المدخرات وتخصصها وتوجيهها نحو القطاعات الأكثر فعالية. حيث تعتبر حلقة وصل بين المدخرين

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

من جهة والمستثمرين من جهة أخرى، وبالتالي فهي تهدف إلى تقليص الفجوة بين الادخار والاستثمار. وسنقوم بتحليل تأثير سوق الأوراق المالية على الاستثمار في الدول النامية.

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية هي السوق التي من خلالها يحصل الأعوان الاقتصاديين، المؤسسات، والدولة على موارد مالية طويلة ومتوسطة الأجل من خلال البيع العام لمختلف الأصول المالية.¹ يمكن تعريفها على أنها مكان التقاء الوسطاء الماليين الذي يمكن أن تتحقق فيه سهولة ترويج الاستثمارات وحرية الأفراد في تسهيل الأوراق المالية، في أي وقت.² وهي تشكل معيارين للوضع الاقتصادي والمالي للبلد، لأنها تعكس وضعية الشركات العاملة فيها، إضافة إلى إعطاء صورة موجزة عن الوضع الاقتصادي العام عن طريق جمع المدخرات التي تستخدم في مجال الاستثمار والتنمية.³

وتعتبر مهمتها الرئيسية، مد الاقتصاد الوطني بالأموال الضرورية للاستثمار، عن طريق تعبئة المدخرات وتخصيص هذه الموارد وتوجيهها نحو القطاعات الأكثر فعالية وبالتالي فهي تؤثر في المحيط الاقتصادي، كما أنها تتأثر بالسياسة المالية والضريبية، وسياسة سعر الصرف والقوانين الخاصة بحركة رؤوس الموال والقوة الشرائية للمجتمع ومعدل البطالة، وبسهولة سوق الأوراق المالية. وتكتسب قدرا كبيرا من الفعالية في ظل الاقتصاد الحر لأنها توفر الحرية الكاملة لقانون العرض والطلب، من خلال بيع وشراء الأوراق المالية في ظل المنافسة الكاملة بينما تفقد الكثير من الفعالية في ظل الاقتصاد الموجه.

2- خصائص أسواق الأوراق المالية:

تتميز أسواق الأوراق المالية بالخصائص التالية:⁴

- حلقة اتصال بين البائعين والمشتريين، الأمر الذي ييسر سبل تمويل الاستثمارات.
- تشجيع الادخار، وذلك بفتح المجال واسعا أمام صغار المدخرين في إيجاد فرص استثمارية ملائمة.
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية، الأمر الذي يضمن عائدا ملائما للمستثمرين، ويعود بالمنفعة العامة على مستوى الاقتصاد الوطني.
- يساعد واضعي السياسة النقدية والمالية لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- توفر التقنيات المناسبة من خلال شبكات اتصال متقدمة لربط البورصات مع بعضها البعض بشكل يضمن توافر المعلومات بالدقة والسرعة المطلوبة.
- تتصف بصفة العلنية من خلال التزامها بنشر البيانات المتعمقة بالأسعار اليومية للأوراق المالية وكذلك إصدار النشرات الدورية بحركة وحجم التداول.⁵
- التداول في سوق الاوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

3- فعالية الأسواق الأوراق المالية:

حتى تتصف أسواق الأوراق المالية بالفعالية يجب أن تؤدي دورها في جذب رؤوس الأموال لتنشيط الاستثمار، وهذا يتوقف على:

- حجم ونوعية المدخرات المستقطبة خلال فترة زمنية معينة.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

- حجم التمويل الممنوح للمستثمرين.
- وتتمثل مؤشرات فاعلية السوق المالي في:
- تمكن أصحاب المدخرات الصغيرة من دخول سوق المال واستثمار أموالهم.
- جذب رؤوس الأموال المحلية، بما فيها الودائع المصرفية.
- المساهمة في تمويل التنمية الاقتصادية والإجتماعية وفي رفاهية المجتمع.
- جذب رؤوس الأموال الأجنبية واسترجاع جزء من رؤوس الأموال في الخارج.
- تكريس ثقافة الاستثمار.
- تكريس الحرية الاقتصادية وثقافة الشفافية في مجال الأعمال.
- المساهمة في توزيع الثروة وتحقيق العدالة بدلا من أن تكون أداة لتركيز الثروة واغتناء فئة قليلة على حساب فئات عريضة من المجتمع من خلال المضاربة.
- وحتى تتصف سوق الأوراق المالية بالفعالية القسوى يجب أن تكون:
- سوق كاملة: أي أن المعلومات شاملة وتاحة للجميع وتكلفة الحصول عليها ميسر.
- سوق مرنة: أي هناك استجابة لتغيرات الأسعار.

- سوق واسعة: أي أن عدد المتعاملين فيها كبير، والذي يترجم عمليا بكم أكبر أحجام أوامر البيع.

- سوق عميقة: ويعبر عمق السوق عن وجود أوامر بيع أو شراء للأوراق المالية قادرة على التأثير في الأسعار الجارية لهذه الأوراق، بحيث تتوفر المعرفة الفورية بالأسعار والقدرة على التنفيذ الفوري للأوامر بالسرعة والتكلفة المناسبة.⁶

4- نشأة وتطوير سوق الأوراق المالية:

لقد ظهرت سوق الأوراق المالية إلى الوجود في عهد الإمبراطورية الرومانية حيث لجأت إلى تجميع أموال ضخمة لتمويل المشاريع الضخمة للإمبراطورية، لبناء روما، فكانت الفكرة اللجوء إلى الأفراد المدخرين وتوزيع عبء الاستثمار عليهم،⁷ غير أنها ازدهرت مع تطور الرأسمالية التجارية في القرن السادس عشر، مما أدى إلى إصدار سندات وأسهم بعض البنوك والشركات الاستثمارية، وكان ذلك في أمستردام البورصة الأولى والأقدم، مع تأسيس الشركة الألمانية للهند الشرقية سنة 1602.⁸

وكانت هذه الشركة تصدر الأسهم والسندات لتمويل نشاطها، وحددت سعرها على أساس العرض والطلب. ويرجع اشتقاق كلمة بورصة الى Vander Bourse أحد التجار الأغنياء والسيارة المهمين في بلجيكا، حيث كان يجتمع في قصره انذاك عدد كبير من التجار فيقومون بصفقات تجارية من بيع وشراء، ومنه صارت كلمة بورصة تعني في ذلك الزمان مكان اللقاءات التجارية.⁹

وتم إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في باريس مع وضع التشريع الذي يضع الأسس التنظيمية لهذه المهنة سنة 1724.

بعدها سوق لندن للأوراق المالية سنة 1772 في مبنى خاص أطلق عليه إسم Royal Exchange.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1821 في الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو "وول سترت".

أما اليوم فأصبحت الدول المتقدمة تملك جميعها سوقا للأوراق المالية، مما أدى بالدول النامية إلى أن تحذو حذو الدول المتقدمة بإنشاء أسواق للأوراق المالية والتي أصطلح على تسميتها بـ "أسواق ناشئة" فمثلا مصر وجدت فيها بورصة القاهرة سنة 1904.¹⁰

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

إن تواجد سوق مالية فعالة، تساعد المستثمرين على الحصول على رؤوس الأموال لتمويل مشروعاتهم بدلا من اللجوء إلى البنوك التي تتميز قروضها بتكاليف وضمانات عالية.

إن التوجه الجديد نحو سوق الأوراق المالية تؤكد التدفقات الخاصة خلال العشرية الماضية والتغير في بنيتها. فبعدها كانت القروض الخاصة تمثل 63.11% في الثمانينات يليها الاستثمار الأجنبي المباشر ب 18.30% وفي الأخير الاستثمار في الأوراق المالية (استثمار المحفظة) 6.71% أصبح التغير في 1990 حيث انخفضت نسبة القروض إلى 33.1% بينما احتل الاستثمار الأجنبي المباشر الصدارة فأصبح 55.7% وبالمقابل عرف الاستثمار في الأوراق المالية ارتفاعا ليصل إلى 11,2%، إلى أن وصل سنة 1993 إلى نسبة 52,74% من التدفقات الخاصة وأصبح بذلك يحتل الصدارة متجاوزا الاستثمار الأجنبي المباشر، وبالتالي أصبح الاستثمار في الأوراق المالية من أهم المصادر التمويلية.

هذا بالرغم من الأزمات التي مر بها الاستثمار في الأوراق المالية، حيث انخفض بنسبة 22,5% سنة 1994 بالمقارنة بسنة 1993، كما حدث انخفاض في سنة 1997 بسبب الأزمة. حيث يلاحظ أنه كلما ارتفع الاستثمار في المحفظة حدثت أزمة تعصف به. حيث ان هذه الأزمات هي مصدر قلق وتخوف الدول النامية من الاستثمار في المحفظة، فأثر ذلك على تطور أسواق الأوراق المالية واندماجها في السوق العالمية لرأس المال وبقي ضعيفا. ولم يساعد ذلك هذه البلدان على استغلال إمكانيات أسواق الأوراق المالية، بتخفيض المخاطر المرتبطة بها، وتحقيق عائد أكبر وجعل هذا القطاع مهم في تحريك الاستثمار والنمو الاقتصادي.¹¹

وحسب احصائيات صندوق النقد الدولي لسنة 2003، يقدر حجم التدفقات الرأسمالية العالمية سنوياً ب 100.000 مليار دولار يتجه 4% منها لتمويل التجارة الدولية و 16% للاستثمارات الإنتاجية المباشرة في قطاعات الزراعة والصناعة والخدمات، بينما تتجه بقية الأموال للتوظيفات المالية في الأسواق المختلفة عبر الأسهم والسندات أو المضاربة على أسعار صرف العملات.

حيث يتم تبادل ما بين 1000 - 1500 مليار دولار يوميا في هذه الأسواق. وتشير الإحصاءات الرسمية أيضاً إلى أن قيمة الاستثمارات المالية العابرة للدول في عام 2004 كانت 612 مليار دولار منها 40% دخلت للدول النامية للاستفادة من الفرص الاستثمارية الجيدة، التي تحققها نتيجة التطور الصناعي في بعض هذه الدول.¹²

5- دور الأسواق المالية في ترقية الاستثمارات:

لقد سادت النظرة أن تمويل الاستثمارات يتم من خلال الجهاز المصرفي أي بنظام الوساطة المالية سواء في الاقتصاد الرأسمالي أو في اقتصاد السوق أو من خلال تدخل الدولة عن طريق الخزينة في الاقتصاد ذات التوجه الاشتراكي. غير أن التطور الكبير الذي شهده عالم الصرف ودوره الفعال في توجيه الاقتصاد وإنعاشه وتشجيع الاستثمارات والطلب على رؤوس الأموال، قد امتد لفترة طويلة من الزمن إلى غاية منتصف السبعينيات في الولايات المتحدة الأمريكية وبداية الثمانينات في الدول الأوروبية.

لقد عرف نظام الوساطة المالية (الجهاز المصرفي) الذي يعتمد على استقبال مدخرات المواطنين من جهة، والسعي إلى توظيفها بأكثر مردودية من جهة أخرى، هذه الوساطة تميزت بالتكاليف المرتفعة نسبيا، لارتفاع نسب الفائدة، وتفضيلها للقروض القصيرة والمتوسطة الأجل وتجنبها للقروض الطويلة الأجل. فتم التحول إلى الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد، حيث أصبحت تتم عن طريق إصدار الأوراق المالية،¹³ وتندرج الاسواق المالية في إطار سوق رؤوس الأموال الطويلة الأجل، وتعتبر قاعدة التكوين الرأسمالي في أي مجتمع، وهي لازمة لتنشيط الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

وقد زادت أهمية سوق الأوراق المالية بسبب الإفتتاح الذي عرفه الإقتصاد العالمي والتطور الذي عرفته تكنولوجيا الإعلام والإتصال، فأصبحت ذات بعد عالمي وأصبح تدفق رؤوس الأموال عبر مختلف مناطق العالم مختصرة الزمان والمكان. إن الهدف من أسواق الأوراق المالية هو استقطاب الموارد المالية، وتقليص الفجوة بين الإيداع والإستثمار، وتوجيه هذه المدخرات نحو الإستثمار حتى لا تبقى جامدة أو تتحول نحو الإستهلاك، فكلما كانت هذه الأسواق أكثر تطورا كما هو الشأن في البلدان المتطورة كالولايات المتحدة، وأوروبا كلما كانت لها القدرة على استقطاب الموارد المالية وتشجيع الإستثمار، وعلى العكس كلما كانت هذه الأسواق المالية أكثر ضعفا أو غائبة أحيانا كانت من أسباب تديني حجم الإيداع، وتدفق رؤوس الأموال نحو الخارج، وبالتعدي فإن هذا العجز يمثل سببا جوهريا في تفاقم أزمة المديونية الخارجية والتي طالما برزت بعجز الإيداع المحلي مما يؤثر سلبا على جذب وتنشيط الإستثمار.

وإلى جانب الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار، هناك دور آخر يتمثل في تنظيم توزيع هذه الأموال وتخصيصها، فمن خلال أسواق الأوراق المالية يتم التعبير عن احتياجات الإقتصاد من الموارد المالية (الإستثمارية) بل ومن خلال حركية هذه الأسواق يتم التعرف على الوضع الإقتصادي وتوجيهاته المستقبلية في أي بلد.¹⁴ من هنا يمكن أن نستخلص دور سوق الأوراق المالية في ترقية الإستثمارات من خلال العناصر التالية:

- تجميع المدخرات: تساهم سوق الأوراق المالية في تجميع المدخرات أو الفوائض المالية وادخالها ضمن الدائرة الإستثمارية من خلال تشجيع الافراد والمؤسسات على استثمار أموالهم ومدخراتهم على شكل أسهم وسندات تؤمن لهم دخلا اضافيا وتوفر لهم درجة سيولة عالية. ويتطلب هذا الدور تنوع الأدوات الإستثمارية وصيغ الإستثمار.¹⁵

- تمويل الإستثمارات: إن تواجد سوق أوراق مالية فعالة وكفؤة يساعد المستثمرين في تدبير شأن التمويل بيسر، إذ انها ستتيح لهم خيارات أخرى لتمويل استثماراتهم بدلا من اللجوء الى البنوك. باعتبار أن التمويل الإستثماري يتطلب موارد مالية كبيرة ولمدة زمنية طويلة لهذا يتطلب الاعتماد على سوق الأوراق المالية لانها تستطيع توفير هذه الأموال عكس البنوك التي تتطلب تكاليف وضمانات ضخمة.

- الخصوصية: ان ترقية الإستثمار تبدأ باعادة الاعتبار للقطاع الخاص وهيئة المناخ المناسب له حتى يصبح الفاعل الرئيسي في الإقتصاد، ومن هذا المنطلق لعبت سوق الأوراق المالية دورا هاما في اتمام عمليات الخصوصية بنجاح، حيث يوجد علاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام وبين وجود سوق أوراق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الإستثمار عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.¹⁶ وعلى سبيل المثال أشار تقرير صدر في سنة 2002 حول الإستثمار في مصر أن سوق المال في مصر نمت بشكل سريع حتى أصبحت من أفضل أسواق الرساميل في البلدان النامية خلال الفترة 1994 - 1997 بفضل الخصوصية.

ومن جهة اخرى فان برامج الخصوصية تساهم في توسيع وعميق سوق الأوراق المالية. وكلما كانت هذه الأخيرة واسعة وسائلها كلما زادت قدرتها على جذب وإدارة الإستثمار المحلي والأجنبي. فعلاقة سوق الأوراق المالية والخصوصية بالإستثمار علاقة وطيدة.¹⁷

-تنظيم وتوجيه الإستثمارات: إذا كانت الدولة تقوم بوضع سياسات اقتصادية قادرة على توجيه هذه التدفقات المالية وتنظيمها، مما يخدم التنمية الإقتصادية وذلك باستعمال أساليب مختلفة كالإعفاءات الضريبية، ومنح الإمتيازات والتفضيلات وتوفير المناخ الإستثماري الملائم، لتوجيه الإستثمارات نحو قطاعات ومناطق معينة، فأسواق الأوراق المالية

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

تلعب دورا كبيرا في توجيه الإستثمارات باعتبارها المنظم في توجيه التدفقات النقدية. فمن خلال أسواق الأوراق المالية يتم التعبير عن احتياجات الاقتصاد من الموارد المالية (الاستثمارية)

وتسعى الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية ومن خلال المعلومات التي تنشرها حول وضعية الشركات وحركية أسعار الأوراق المالية، أن تكون هذه الأسعار معبرة عن الوضعية المالية للشركات، لكي تساعد المستثمرين خاصة على إتخاذ قراراتهم، وتعديلها حسب الوضعية المالية للشركة، وهو ما يدفع بهذه الأخيرة إلى تحسين أدائها.

- الإصدارات الجديدة والتي تعتبر أحد المؤشرات المباشرة على قيام سوق الأوراق المالية بزيادة الاستثمارات حيث تضمن الإصدارات الجديدة تأسيس شركات جديدة وزيادة رأس المال لشركات قائمة ترغب في التوسع والاقتراض من خلال سندات، ومن ثمة فإن أي زيادة في الإصدارات الجديدة تعني زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على زيادة الاستثمار وبالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي.¹⁸

6- دوافع الاستثمار في الأوراق المالية:

تختلف دوافع مختلف الأعوان في استثمار مدخراتهم حيث يسعى المدخر عموما إلى حفظ أمواله في أمان، كما يهدف المدخرون إلى تحقيق دخل من خلال استثمار أموالهم سواء كان هذا الدخل على شكل ربح أو فائدة، أي قيمة مضافة، وأنهم يتوجهون إلى إمكانية تحقيق عوائد مرتفعة مع مخاطر أقل.

فإلى جانب دوافع الأمان والدخل، والقيمة المضافة فإن اختيارات المستثمرين تتأثر بعوامل عديدة منها:

- إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى سيولة بسهولة عند الحاجة.

- الضريبة المفروضة على العائد.

- التضخم.

إن إتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية يتميز بالصعوبة بحيث يتم معرفة العائد من الإستثمار من جهة، ودرجة المخاطرة من جهة أخرى، وهذا يتطلب معرفة مستوى النشاط الإقتصادي وبعض المؤشرات كالتضخم، معدل البطالة، السياسة الضريبية، إجراءات تشجيع الإدخار، وتشجيع الإستثمار، والسياسة النقدية المطبقة من طرف البنك المركزي، وسعر الصرف، وغيرها من المؤشرات وكذلك الجو السياسي للبلد، ومدى تعرضه لأزمات داخلية وخارجية.

إن هذه العوامل تساعد على إتخاذ قرار الاستثمار من عدمه وتكون بالتالي المحددة في تنقل رؤوس الأموال من بلد تنقله الضرائب والقيود، والوضع السياسي المتأزم، إلى بلد يتميز بالإستقرار السياسي، والإعفاء الضريبي، وتوفر مناخ جيد للإستثمار، أي توفر مناخ ذي مخاطر قليلة.

ولهذا نجد قرار الإستثمار في الأوراق المالية يختلف من ورقة إلى أخرى، فالمستثمر يسعى إلى تحقيق أكبر عائد ممكن من الإستثمار يرافق ذلك مخاطر كبيرة ليس فقط عدم تحقيق عائد وإنما قد يتكبد خسائر كبيرة، وقد تصل إلى فقدانه لرأسماله المستثمر.

لهذا يسعى إلى التقليل من الخسائر من جهة وتحقيق عائد ممكن من جهة أخرى وذلك بالجمع بين المميزات المتضاربة للأوراق المالية والمتمثلة في الأمان، القيمة المضافة (فائدة، ربح) والسيولة وذلك بالتنوع في الإستثمار في الأوراق المالية.

إن المستثمر الذي يسعى إلى الإستثمار في الأوراق المالية لابد من تحديد أهدافه سواء من ناحية المخاطرة أو من ناحية العوائد، وبالتالي وضع خطة استثمارية لتحقيق أهدافه وذلك بتحديد نوعية الإستثمارات، فالأهداف القصيرة تتمتع بدرجة عالية من السيولة فهي ذات مخاطر أقل وعائد أقل، مثل الاستثمار في السندات وأذونات الخزينة.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

أما الأهداف المتوسطة والطويلة، فتتطلب استثماراتها نوعا من المرونة لأنها تتميز عادة بمخاطر أكبر يقابلها عوائد أعلى. ولهذا فإن أهداف المستثمر توجه قراراته ليس من حيث عامل القيمة المضافة أو النمو الرأسمالي أو كلاهما معا، وإنما أيضا من حيث عنصر الزمن (قصير، متوسط، طويل) فكلما طال الزمن كلما كانت درجة المخاطرة أكبر.

7- العلاقة بين الخطر والعائد على الاستثمار:

هناك علاقة طردية بين الخطر والعائد على الاستثمار فكلما تزايد الخطر زاد العائد المتوقع الذي يحصل عليه المستثمر، والمستثمر يحاول تجنب المخاطر، ويتطلع إلى استثمارات ذات عائد أعلى ما يمكن. غير أن هناك من المستثمرين من يتحملون المزيد من المخاطرة من أجل تحقيق عوائد أعلى. وبصفة عامة هناك عدة أسباب يتوقف عليها مستوى قبول المستثمر للمخاطر منها:

- نوعية المستثمر (متحفظ - مجازف)

- حجم الأموال المتاحة لأغراض الاستثمار في الأوراق المالية.

- حجم المحفظة الاستثمارية

- المدى الزمني للاستثمار.

إن الاستثمارات مهما كان نوعها فهي لا تخلو من المخاطر غير أنها تكون متفاوتة من نوع إلى آخر.

ولهذا تكون أمام المستثمر عدة خيارات استثمارية يتطلب معرفة أنواع الاستثمارات ومخاطر كل نوع، والعائد المتوقع وتغيرها مع الزمن وذلك لتحقيق الأهداف المرجوة.

إن اتخاذ قرار الاستثمار في بعض الأنواع لتشكيل محفظة الأوراق المالية تتوقف على عدة اعتبارات منها:

- أهداف المستثمر.

- الوضع الاجتماعي للمستثمر.

- مستوى الخطر.

- معدل العائد المتوقع.

- الظروف الاقتصادية.¹⁹

1.7- المخاطر الاستثمارية:

إن المخاطرة في الاستثمار تعني إمكانية عدم تحقق العائد، وربما وقوع خسائر، وحتى إمكانية ضياع رأس المال.

فالمستثمر عند تحديد أهدافه فإنه يحدد حدود المخاطر التي يتحملها، فمخاطر الاستثمار في السندات وأذونات الخزنة أقل وبالتالي عائدها أقل.

بينما الاستثمار في الأسهم التي تتصف أسعارها بالتقلب وتكون لمدة زمنية طويلة، يكون عائدها أكبر. ومن المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد ويقول البعض أن العائد هو ثمن المخاطرة، وأن العملية الاستثمارية عادة هي عبارة عن مبادلة بين العائد والمخاطرة. لهذا يتطلب معرفة المخاطر وأنواعها وإمكانية تجنبها.

ويمكن أن نميز عدة أنواع من المخاطر الاستثمارية:

أ- مخاطر النشاط:

إن توقعات المستثمرين الخاصة بأرباح الشركة تؤثر على أسعار الأسهم، ففي حالة التوقع بحدوث زيادة في الأرباح، فإن أسعار الأسهم ترتفع، بينما إذا كان التوقع متشائما فإن أسعار الأسهم تتجه نحو الانخفاض.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

إن الأرباح أو الخسائر تتوقف عادة على نشاط المؤسسة المتعلق بمبيعاتها وإيراداتها. حيث نجد بعض النشاطات تتميز بالتقلبات، ولهذا يحدث تقلب كبير في مبيعاتها وإيراداتها، وهذا يشكل ضغطا ليس على أسعار الأسهم فقط وإنما أيضا على المخاطر التي قد تعصف بالشركة، ويمكن تخفيض مخاطر النشاط من خلال الاستثمار في أسهم الشركات التي يتميز نشاطها بالاستقرار.

ب- المخاطر المالية:

إن صافي المركز المالي للمؤسسة الذي يعبر على مدى اعتماد المؤسسة في استغلالها على الأموال الخاصة بالشركاء وقدرتها على تسديد التزاماتها المالية، فالمؤسسة ذات المديونية المنخفضة أو المعدمة، تتميز بالاستقلالية المالية. فكلما زاد حجم المديونية كلما زادت المخاطر المالية، ويمكن قياسها على أساس حجم المديونية إلى إجمالي الأصول أو الخصوم.

ومن أجل تدنية المخاطر المالية يتوجه المستثمر إلى الاستثمار في أسهم الشركات ذات المديونية المنخفضة التي تحقق عائدا أكبر.

ت- مخاطر السوق:

تؤثر المخاطر السوقية على أسعار الأسهم بشكل عام، وبدون استثناء، ومن أهم المخاطر السوقية، الناتجة عن الاستثمار في الأسهم على المدى القصير، حاجة المستثمر إلى السيولة أثناء حدوث تدهور في سوق الأسهم، فإن المستثمر مضطر إلى بيع الأسهم ولو بأسعار منخفضة، أو الانتظار لمدة زمنية أطول، لتستقر أسعار الأسهم عند مستوى مقبول ولهذا فإن تجنب المخاطر السوقية صعب للغاية.

ث- مخاطر التضخم:

يعرف التضخم المالي بأنه الارتفاع في أسعار السلع والخدمات داخل البلد، مما يؤدي إلى تدهور القوة الشرائية وبالتالي فإن شراء السلع والخدمات في المستقبل يتطلب دفع مبالغ أعلى مما هي عليه الآن. ولهذا يتجه أفراد المجتمع إلى زيادة الاستهلاك الحالي وانخفاض المدخرات لأن مخاطر التضخم تحدث تأثيرا سلبيا على الاستثمارات خاصة تلك التي تعطي عائدا ثابتا مثل السندات، فعلى المستثمر اختيار الاستثمارات التي تعطي عوائد أعلى من معدل التضخم، لتجنب مخاطر التضخم.

ج- مخاطر سعر الفائدة:

إن تغير أسعار الفائدة يؤثر على أسعار الأوراق المالية بدرجة أكبر على أسعار الأسهم وأقل على السندات. فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق كلما أدت إلى انخفاض في أسعار الأسهم، وبالتالي فإن المستثمرين يلجؤون إلى بيع الأسهم وشراء السندات للاستفادة من ارتفاع معدل الفائدة للسندات مما يجعل القيمة الإسمية ترتفع. وعلى العكس عندما تنخفض أسعار الفائدة إلى الانخفاض، فإن المستثمرين يلجؤون إلى سوق الأوراق المالية للاستثمار في الأسهم بدل الاستثمار في السندات، أي أن الانخفاض في سعر الفائدة يؤثر إيجابيا على سوق الأسهم وسلبيا على سوق السندات.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

ح- المخاطر السياسية:

إن البلدان التي تعرف تقلبات سياسية تعرف سوق الأوراق المالية فيها تذبذبا بسبب ذلك. فوجود صراعات سياسية أو التنبؤ بها، وتدخل الدولة بشكل مباشر في القطاع الخاص، الاضطرابات السياسية كتغيير الحكومة وغيرها تؤثر على سوق الأوراق المالية وخاصة الأسهم تأثيرا سلبيا.

خ- مخاطر السيولة:

إن المستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار فإنه يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطر، وتعتبر السيولة من المخاطر الناجمة عن الاستثمار، حيث نجد أن هناك أوراقا مالية على درجة عالية من السيولة مثل السندات قصيرة الأجل، أذونات الخزينة الحكومية... الخ.

د- مخاطر العملة الأجنبية:

يقوم المستثمرون أحيانا بالاستثمار في شراء الأوراق المالية بعملة معينة (عملة أجنبية).

وفي حالة الانخفاض في سعر صرف العملة مقارنة بالعملة المحلية فإن العائد ينخفض بدوره وبالتالي حدوث خسارة رأسمالية في حالة بيع الأسهم.²⁰

إن تحليل أهمية المخاطر تكمن في:

أ- إن مخاطر الاستثمار التي تتعلق بالقدرة على الوفاء يمكن تفاديها عن طريق تكوين محفظة تتكون من الأوراق التي لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر مثل السندات وأذونات الخزينة.

ب- أما المخاطر المتعلقة بالسوق: أي الاتجاه العكسي للأسعار فإن انخفاض القيمة السوقية لرأس المال يمكن تجاوز هذه المخاطر عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية العالية الجودة مثل أوراق المؤسسات ذات مركز مالي جيد وسمعة طيبة.

ت- أما إذا كانت المخاطر تتعلق بالفائدة، في غير صالح المستثمر فإنه يمكن اللجوء إلى الاستثمار قصير الأجل عوض الاستثمار طويل الأجل.

وتعتبر المحفظة الاستثمارية انعكاسا لسياسة المخاطر المتوازنة بحيث تضمن المحفظة بعض الأوراق المالية عديمة المخاطر من جهة، وبعضها ذات مخاطر عادية أو عالية تحقق عائدا أكبر، وبالمحصلة فإن العائد يكون متوازنا، وبالتالي يحقق المستثمر أهدافه أو بعضها، فالأثر الاستثماري لبعضها يزيل الأثر السلبي للبعض الآخر.²¹

7.2- العائد على الاستثمار في الأوراق المالية:

إن العائد هو عبارة عن المبالغ النقدية التي يجنيها المستثمر من جراء العملية الإنتاجية التي أسهم بها.

وقد اعتبرت المدرسة الكلاسيكية أن العائد (الفائدة، الربح) هو أهم العوامل المحددة للاستثمار الكلي على الإطلاق، كما أنه مصدر الادخار الذي يوجه نحو الاستثمار، وبالتالي فإن أهم ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة، ويحسب العائد بالعلاقة التالية:²²

$$\text{معدل العائد} = \frac{\text{سعر الأوراق المالية عند البيع} - \text{سعرها عند الشراء} + \text{متحصلات الفائدة}}{\text{سعر الشراء الإجمالية}}$$

إن عائد الأوراق المالية غالبا ما يكون محمدا بالنسبة للسندات (فائدة) ومقدرة بالنسبة للأسهم (أرباح)، فعائد السندات يكون ثابتا.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

أما عائد الأسهم فيتم تقديره من طرف المستثمر قبل الإقبال على الاستثمار، حيث يعتبر شريكا في رأس مال شركة المساهمة، ويحق له الحصول على عائد متغير حسب نتيجة النشاط الاقتصادي (ربح، خسارة). وعادة ما يكون عائد الأسهم أعلى من الاستثمار في أصول مالية أخرى. غير أن عائد السهم متقلب من فترة إلى أخرى ومن شركة إلى أخرى، وقد ينخفض عائد السهم إلى الصفر وقد يتحمل المستثمر خسارة، ويفقد جزءا أو كل رأسماله خاصة في حالة الإفلاس. يتأثر العائد بنوعين من العوامل هما:

أ- التضخم: يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية للنقود، ولهذا يتطلب أن يكون معدل العائد أعلى من معدل التضخم لتحقيق عائد حقيقي.

إن الاستثمار في الأوراق المالية في حالة اتجاه التضخم نحو الارتفاع سوف يجعل العائد ينخفض.

ب- الضرائب: يلاحظ أن الضرائب تؤثر بدورها على الاستثمار في الأوراق المالية حيث يتم استقطاع جزء من الدخل على الأرباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر.

ولهذا فإن المستثمر يقارن بين معدل الضريبة على الدخل ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية. فإذا كان معدل الضريبة على الأرباح أقل من معدل الضريبة على الدخل فإنه يستثمر في الأسهم بدل السندات، أما إذا كان العكس فإنه يستثمر في السندات، وعادة ما نجد معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل منه على الدخل كما هو في الولايات المتحدة الأمريكية حيث نجد أن الضريبة على الدخل 39.6% بينما معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية 20% ومن الأفضل في هذه الحالة الاستثمار في الأسهم.

وفي الحقيقة أنه يتم المقارنة بين مختلف الاستثمارات على أساس معدل العائد بعد الضريبة. هذه الأخيرة تؤثر في اختيار الاستثمارات بشكل عام بما في ذلك الاختيار بين السندات أو الأسهم.

8- واقع الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الدول النامية.

ولا بد أن نشير إلى أن سوق الأوراق المالية في كثير من الدول النامية شهدت تطورات سريعة تمثلت بتحرير أسواقها من القيود والسعي لاستيعاب مستجدات من الأدوات والمؤسسات المالية، والعمل بالتالي على زيادة جاذبية أسواقها للاستثمارات المحلية والأجنبية، وكذا قدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وذلك ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول النامية منذ منتصف السبعينات. ورغم هذا التطور إلا أن جميع الدول لم تتساو في هذا التطور، فظهر في أدبيات الاستثمار العالمي أواخر القرن العشرين ما يعرف بـ الأسواق الناشئة، وذلك للإشارة إلى أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي قطعت شوطا لا بأس به من التقدم الاقتصادي ولتمييزها عن تلك الأسواق في اقتصادات الدول المتقدمة. وبالتالي يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة سوقا ناشئة (صاعدة) إذا انطبقت عليها سمتان أساسيتان هما:

أ- وجود هذه السوق في اقتصاد نام لا يزال يواجه مشكلات أساسية على المستوى السياسي والاقتصادي والاجتماعي.

ب- أن تكون السوق بصدد نمو، أي أنها أسواق ذات أحجام صغيرة مقارنة بالأسواق العالمية، ولكنها تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

وتتمثل سوق الأوراق المالية الناشئة حاليا بالاقتصادات الآسيوية الآخذة في النمو والمعتمدة على الصادرات، والأسواق حديثة العهد بالخصوص في أمريكا اللاتينية، وكذلك تلك الموجودة بالدول الحديثة العهد بالنظام الرأسمالي في أوروبا الشرقية، فضلا عن بعض الدول الأفريقية. وقد بلغ عدد أسواق الأوراق المالية الناشئة المدرجة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية مورغان ستانلي نحو 32 سوقا منها 10 أسواق في دول شرق وجنوب آسيا، و7 أسواق في أمريكا اللاتينية، و15 سوقا في أفريقيا وأوروبا والشرق الأوسط ومن بينها مصر.²³

شهدت السنوات الأخيرة تغيرا في حجم ونمط تدفقات رؤوس الأموال في الاقتصاديات الناشئة ففي السابق كانت تدفقات القروض هي المسيطرة وبنسب كبيرة على مجمل التدفقات المالية لهذه الأسواق لكن في السنوات الأخيرة تغير نمط الاستثمار فيها ويتضح ذلك فيما يلي:

- زيادة إصدارات الأسهم: لقد أدت سياسة حوصصة القطاع العام في الدول النامية الى زيادة قيمة إصدارات الأسهم في هذه الدول حيث ارتفعت هذه الإصدارات من 17.9 مليار دولار سنة 1994 الى 45.8 مليار دولار سنة 2000 الى 218.8 مليار دولار في 2007، لكن في 2008 وبسبب الازمة المالية انخفضت الى 80.3 مليار دولار، وبتزايد أهمية الدول النامية في سوق الأسهم العالمية ارتفع حجم إصداراتها الى 252.4 مليار دولار في 2010.

- زيادة إصدار السندات: مع التطور الكبير الذي شهدتها أسواق الأوراق المالية الناشئة زادت إصدارات السندات من قبل الشركات والمؤسسات المقيدة في هذه الأسواق، فبعد ان كانت تقدر ب 57.6 مليار دولار عام 1994 ارتفعت الى 78.2 مليار دولار سنة 2000 ثم 242.1 مليار دولار سنة 2007 لتشهد أكبر ارتفاع في إصدارات السندات سنة 2010 ب 347.4 مليار دولار.²⁴

رغم التطورات التي عرفتها أسواق الأوراق المالية في الدول النامية الا أنها مازالت تواجه عدة مشاكل، منها ما هو نفسي كنقص الثقة فيها من قبل المستثمرين وضعف الوعي المالي والاستثماري لدى الأفراد، ومنها ما هو بيئي كضعف المنظومة القانونية، كمشكلة الإفصاح وضعف نظم المعلومات والعائق الضريبي، ومنها ما يتعلق بهذه الأسواق نفسها كصغر حجمها المالي ومحدودية الشركات المسجلة فيها، وتركز النشاط في عدد محدود من الشركات، بالإضافة الى قلة الأدوات المالية المعتمدة في السوق واقتصارها على بعض الأسهم والسندات.

9- تحديات ترقية الاستثمار في الأوراق المالية في البلدان النامية:

لقد عرفت أسواق الأوراق المالية تطورا كبيرا في البلدان المتطورة وأصبح الإعتماد عليها في تمويل الاستثمار بدلا من البنوك، وزادت أهميتها مع الإنفتاح الذي عرفه الاقتصاد العالمي خاصة مع ظاهرة العولمة، التي عرفت تطور تكنولوجيات الاعلام والاتصال وأصبحت ذات بعد عالمي، وأصبح تدفق رؤوس الأموال عبر مختلف مناطق العالم مختصرة الزمان والمكان.

وعلى العكس فإن هذه الأسواق المالية أكثر ضعفا أو غائبة في البلدان النامية، حيث كانت الأزمات مصدر قلق وتخوف هذه البلدان من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، كما دعمت عوامل أخرى ضعف هذه الأسواق منها:

- سيطرة القطاع العام، ويتطلب فتح المجال للقطاع الخاص وخصوصة القطاع العام.
- سيطرة القطاع المصرفي خاصة العمومي وسيطرة رؤوس الأموال القصيرة، مقارنة برؤوس الأموال طويلة الأجل.
- الافتقار الى الخبرات الإدارية القادرة على إدارة مؤسسات مالية متطورة وتقديم خدمات استثمارية متنوعة وعدم القدرة على التكيف السريع مع التطورات التكنولوجية الحديثة.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

- ضعف المناخ الاستثماري مما يؤدي الى عدم ثقة المستثمرين في السوق لذلك يجب العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرين الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل السوق ويشجع دخول مستثمرين جدد.

- ضعف السيولة وبالتالي ضعف التداول، فارتفاع السيولة عامل محفز لتنشيط وترقية الإستثمارات، وتؤدي إلى تخفيض المخاطر بسبب إنخفاض تكاليف التداول.

- ارتفاع المخاطر الاستثمارية ويعتبر من المؤشرات السلبية على الاستثمار وتؤثر في التذبذب في العائد الاستثماري. ويمكن تصحيحها عن طريق تنفيذ الأنظمة وانشاء وكالات الاستخبارات المالية ووكالات التصنيف.

- حجم سوق الأموال المالية، ويرتبط بالقدرة على تعبئة رأس المال والتنوع في المخاطر، ويتوقف على قيمة الأسهم المدرجة في السوق، وكذلك عدد الشركات المدرجة، فمن الضروري توسيع قاعدة السوق وزيادة حجم الفرص للمستثمرين من خلال التوسع في القطاعات والمؤسسات عن طريق خلق حوافز للمؤسسات لإدراج أسهمها في السوق.

إن أداء هذه الأسواق لدورها يتطلب القيام بالإصلاحات الاقتصادية للتغلب على العقبات المذكورة سابقا.

إلا أن التحديات ما تزال أكبر، خاصة في ظل العولمة ويتطلب جهودات أكبر لإعطاء سوق الأوراق المالية في البلدان النامية المكانة اللازمة حتى تلعب دورها في ترقية وتنشيط الاستثمارات.

الخلاصة:

تعتبر المهمة الرئيسية لسوق الأوراق المالية، مد الإقتصاد الوطني بالأموال الضرورية للاستثمار، عن طريق تعبئة المدخرات وتخصيص هذه الموارد وتوجيهها نحو القطاعات الأكثر فعالية.

ولهذا فإن وجود السوق المالي يساعد واضعي السياسة الإقتصادية على تحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية، وبالتالي فإن السوق المالية تعتبر حلقة إتصال بين المدخرات والمستثمرين عن طريق تشجيع الإدخار، وتوجيهه نحو الإستثمار، وبالتالي تكريس ثقافة الإستثمار.

إن وجود سوق مالية فعالة تساعد المستثمرين على الحصول على رؤوس الأموال لتمويل مشروعاتهم بدلا من اللجوء إلى البنوك التي تتميز قروضها بتكاليف وضمانات عالية، غير أن هذه السوق تتأثر بدورها بالسياسة المالية والضريبية وسياسة سعر المصرف والقوانين الخاصة بحركة رؤوس الأموال، القوة الشرائية للمجتمع ومعدل البطالة وبسيولة الأوراق المالية والوضع السياسي ... إلخ.

إن هذه التأثيرات تصعب عملية إتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية، ويتميز القرار بنوع من الصعوبة، خاصة في معرفة العائد من الإستثمار، ودرجة المخاطر.

ولهذا يتطلب معرفة درجة تأثير العوامل السابقة على النشاط الإقتصادي. ومن المبادئ المعروفة في الإستثمار أن المخاطر تكون مرافقة للعائد، وأن العائد هو ثمن المخاطرة.

لقد عرفت أسواق الأوراق المالية تطورا كبيرا في البلدان المتطورة نتيجة توفر العوامل المساعدة على التطور منها إمكانية إستقطاب المدخرات وتوفير مناخ استثماري وانخفاض المخاطر، وارتفاع العائد وتوفير الأمان والإستقرار ووضوح السياسة النقدية المطبقة والسياسة الضريبية وانخفاض معدل التضخم والبطالة وثبات سعر الصرف والجو السياسي وغيرها من العوامل.

أثر سوق الأوراق المالية في الدول النامية على الاستثمار

أما البلدان النامية فممازالت تواجهها تحديات أعاقت تطور أسواق الأوراق المالية وبالتالي ترقية الاستثمارات لذلك يتطلب إصلاحها حتى تستطيع أسواقها القيام بدورها في تطوير وترقية الاستثمارات والتنمية الاقتصادية والاجتماعية. فبالإضافة إلى عدم توفر العوامل المساعدة السابقة هناك عوامل أخرى ساهمت في ضعف هذه الأسواق في البلدان النامية منها:

- سيطرة القطاع العام.
- سيطرة القطاع المصرفي العمومي.
- ضعف السيولة.
- حجم سوق الأوراق المالية.
- غياب الشفافية.

الهوامش:

¹ Pierre CONSO et HEMICI Farouk, Gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 11^{ème} édition, 2005, p. 519.

² محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة ماجستير، جامعة سطيف، الجزائر، 2012-2013، ص 26.

³ ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية لدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، 1992، ص 32.

⁴ طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 36.

⁵ للدوري مؤيد عبد الرحمن، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، إثناء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 36-35.

⁶ حسين رحيم، دور الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات، حالة البلدان العربية، مجلة المال والتجارة، العدد 501، مصر، 2011، ص 30.

⁷ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou- Huart, Titre et bourse, 2^{ème} édition, de Boeck, Paris, 1997, P : 22.

⁸ جبار عبد الغفور، الأسواق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997، ص 437.

⁹ عيواج مختار، بورصة الأوراق المالية ودورها في خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية، مذكرة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2012-2013، ص 04-05.

¹⁰ شمعون شمعون، البورصة، ط2، دار هومة، الجزائر، ص 08.

¹¹ زيطاري سامية، سلوك أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، ص 52، 53.

¹² الحوراني أكرم، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 04، سوريا، 2005، ص 16.

¹³ جبار محفوظ، البورصة وموقعها من سوق العملات المالية، ج 1، طبعة أولى، 2002، ص 39، 40.

¹⁴ حسين رحيم، مرجع سبق ذكره، ص 29.

¹⁵ عيسى نجا، دور أسواق الأوراق المالية العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 09، جامعة الجلفة، الجزائر، 2014، ص 278.

¹⁶ حضر حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة حصر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد السابع والعشرون، الكويت، 2004، ص 12.

¹⁷Victor Mathale, Karim Dahou, Kerri Elgar, Développer les marchés financiers pour la croissance et l'investissement, Réunion ministérielle et table ronde d'experts, initiative NEPAD-OCDE pour l'investissement en Afrique, Afrique du Sud, 11-12 Novembre 2009, p : 36.

¹⁸ المزوري شادي عبدالعال علي مشرف، دور القطاع المالي غير المصرفي في تخصيص ونمو الاستثمارات، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد 03، مصر، 2014، ص 454.

¹⁹ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 202-207.

²⁰ د/ عبد الغفار حنفي، نفس المرجع السابق ص 193.

²¹ طاهر حيدر حردان، نفس المرجع السابق، ص 75.

²² محمد الصالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية- الدار الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص 205.

²³ عبدالعال، علا عادل علي، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، المجلد 20، العدد 64، 63، مصر، 2013، ص 78.

²⁴ بزيرية محمد، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2013-2014، ص 90، 91.