

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر - 3 -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم - دراسة حالة بورصة الجزائر -

بحث لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

فرع نقود، مالية و بنوك

تحت إشراف الأستاذ

براق محمد

من إعداد الطالبة

قاسم شاوش لمياء

أمام اللجنة :

رئيسا	أستاذ التعليم العالي، جامعة الجزائر-3-	قدي عبد المجيد
مقررا ومشرفا	أستاذ التعليم العالي، المدرسة العليا للتجارة	براق محمد
عضوا مناقشا	أستاذ التعليم العالي، جامعة بومرداس	بلوناس عبد الله
عضوا مناقشا	أستاذ التعليم العالي، جامعة الجزائر -3-	بن موسى كمال
عضوا مناقشا	أستاذ التعليم العالي، جامعة بومرداس	بوكساني رشيد
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر، جامعة الجزائر -3-	دبوب يوسف

السنة الجامعية 2012/2013

كلمة شكر

أتقدم بجزيل الشكر و العرفان لكل من ساهم
وساعد في إنجاز هذا العمل و الذي جعل من
الفكرة و الإيمان بها حقيقة ملموسة .
و أخص بالذكر الأستاذ الدكتور براق محمد،
لقبوله الإشراف على هذه الرسالة .
كما أشكر أعضاء لجنة المناقشة مسبقاً على
تفضلهم بقراءة محتويات هذا العمل و الذي
يساعد في إثراء .
إلى كل هؤلاء أسمى آيات التقدير و الاحترام .

للهيئة

الإهداء

- إلى أمي و أبي أجمل هدية منحني إياها الله .
- إلى إخوتي و أخواتي أدامهم الله لي سدا .
- إلى كل من لقتني حرفا في مساري الدراسي .
- إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي و عملي .

للمياء

الفهرس العام

كلمة شكر

I.....	الفهرس العام
VIII.....	فهرس الجداول
X.....	فهرس الأشكال
أ-هـ.....	المقدمة العامة

1.....	الفصل الأول: التمويل وبورصة الأوراق المالية
2.....	المبحث الأول : مكانة سوق الأوراق المالية (البورصة) في العملية التمويلية
2.....	المطلب الأول : تعريف التمويل وأهميته
3.....	المطلب الثاني : طرق التمويل
4.....	الفرع الأول : التمويل الذاتي الداخلي
5.....	الفرع الثاني : التمويل الخارجي
8.....	المطلب الثالث : ماهية بورصة الأوراق المالية
8.....	الفرع الأول : الإطار العام لبورصة الأوراق المالية
10.....	الفرع الثاني : تعريف بورصة الأوراق المالية
11.....	الفرع الثالث : النظام الداخلي للبورصة
12.....	المبحث الثاني : وظائف وعمليات بورصة الأوراق المالية
13.....	المطلب الأول : وظائف البورصة
13.....	الفرع الأول : إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية
14.....	الفرع الثاني : تأمين المنافسة ووسيلة لالتقاء العرض والطلب
14.....	الفرع الثالث : وظائف أخرى للبورصة
16.....	المطلب الثاني : عمليات البورصة
16.....	الفرع الأول : العمليات العاجلة للبورصة
17.....	الفرع الثاني : العمليات الآجلة للبورصة
18.....	المطلب الثالث : الأوراق المالية
18.....	الفرع الأول : الأوراق المالية التي تمثل ملكية للشركة

- 20..... الفرع الثاني : الأوراق المالية التي تمثل ديناً على الشركة
- 21..... الفرع الثالث : أوراق مالية أخرى.....
- 22..... المبحث الثالث : تقنيات عمل بورصة الأوراق المالية
- 22..... المطلب الأول : التسعير والأوامر في البورصة.....
- 23..... الفرع الأول : التسعير في البورصة.....
- 23..... الفرع الثاني : أوامر البورصة
- 26..... المطلب الثاني : إجراءات المعاملات وتكاليف تنفيذ الأوامر في البورصة.....
- 26..... الفرع الأول : إجراءات المعاملات في البورصة.....
- 26..... الفرع الثاني : كيفية سداد قيمة الصفقات في البورصة.....
- 27..... الفرع الثالث : تكلفة تنفيذ الأوامر في البورصة.....
- 29..... المطلب الثالث : سيولة ، كفاءة ومؤشرات البورصة.....
- 29..... الفرع الأول : سيولة السوق
- 30..... الفرع الثاني : كفاءة السوق
- 32..... الفرع الثالث : مؤشرات البورصة
- 34..... خلاصة الفصل الأول.....
- 35..... الفصل الثاني: أسواق المال واقتصاديات الدول المتقدمة.....
- 36..... المبحث الأول : عموميات حول الدول المتقدمة.....
- 36..... المطلب الأول : ماهية الدول المتقدمة.....
- 36..... الفرع الأول : تعريف الدول المتقدمة.....
- 37..... الفرع الثاني : التوزيع الجغرافي لاقتصاديات الدول المتقدمة.....
- 38..... المطلب الثاني : المعطيات الاجتماعية للدول المتقدمة.....
- 38..... الفرع الأول : الصحة.....
- 39..... الفرع الثاني : التعليم.....
- 40..... المطلب الثالث : المعطيات الاقتصادية للدول المتقدمة.....
- 40..... الفرع الأول : الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه.....
- 41..... الفرع الثاني : تكلفة اليد العاملة وادخار العائلات.....

- 43.....الفرع الثالث : الإنتاج الصناعي والتجارة الخارجية في الدول المتقدمة.
- 44.....المبحث الثاني : خصائص أسواق المال في الدول المتقدمة.
- 45.....المطلب الأول : حجم السوق.
- 45.....الفرع الأول : رأس المال السوقي.
- 46.....الفرع الثاني : عدد الشركات المسجلة.
- 48.....المطلب الثاني : السيولة ودرجة التركيز.
- 48.....الفرع الأول : السيولة.
- 50.....الفرع الثاني : درجة التركيز.
- 51.....المطلب الثالث : اتجاه البورصات نحو الاتحاد.
- 53.....المبحث الثالث : أهم بورصات الدول المتقدمة.
- 53.....المطلب الأول : سوق نيويورك للأوراق المالية.
- 54.....الفرع الأول : لمحة تاريخية عن سوق نيويورك للأوراق المالية.
- 54.....الفرع الثاني : هيئات رقابة وتنظيم بورصة نيويورك.
- 55.....الفرع الثالث : شروط الدخول لبورصة وول ستريت وآليات التفاوض بها.
- 57.....المطلب الثاني : سوق لندن وباريس للأوراق المالية.
- 57.....الفرع الأول : سوق لندن للأوراق المالية.
- 60.....الفرع الثاني : بورصة باريس.
- 64.....المطلب الثالث : السوق المالية اليابانية.
- 64.....الفرع الأول : سوق الأسهم.
- 65.....الفرع الثاني : سوق السندات.
- 67.....خلاصة الفصل الثاني.
- 68.....الفصل الثالث: أسواق المال واقتصاديات الدول الناشئة.
- 69.....المبحث الأول : ماهية الدول الناشئة.
- 69.....المطلب الأول : اقتصاديات الدول الناشئة.
- 69.....الفرع الأول : مفهوم الدول الناشئة.
- 70.....الفرع الثاني : التوزيع الجغرافي لاقتصاديات الدول الناشئة.
- 71.....الفرع الثالث : إستراتيجية التنمية لدول " NPJA " كنموذج للدول الناشئة.

- 72.....المطلب الثاني : ماهية الأسواق المالية الناشئة
- 73الفرع الأول : تعريف الأسواق المالية الناشئة.
- 74.....الفرع الثاني : تصنيفات الأسواق المالية الناشئة.
- 75.....المطلب الثالث : محددات نمو الأسواق المالية الناشئة
- 76.....الفرع الأول : العوامل الداخلية.
- 77.....الفرع الثاني : العوامل الخارجية.
- 78.....المبحث الثاني : خصائص الأسواق المالية الناشئة.
- 78.....المطلب الأول : معايير تقدم ونضج السوق.
- 78.....الفرع الأول : حجم السوق.
- 81.....الفرع الثاني : السيولة.
- 82.....الفرع الثالث : درجة التركيز.
- 83.....المطلب الثاني : منافع الاستثمار في الأسواق الناشئة.
- 83.....الفرع الأول : تعظيم العائد
- 85.....الفرع الثاني : التنوع.
- 85.....المطلب الثالث : مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة.
- 85.....الفرع الأول : خروج رأس المال.
- 86.....الفرع الثاني : المعلومات والتكاليف الإدارية.
- 87.....الفرع الثالث : مخاطر أخرى.
- 87.....المبحث الثالث : أثر الأسواق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة.
- 88.....المطلب الأول : الآثار الايجابية.
- 88.....الفرع الأول : زيادة الادخار والسيولة
- 89.....الفرع الثاني : آثار ايجابية أخرى.
- 90.....المطلب الثاني : الآثار السلبية.
- 90.....الفرع الأول : المشاكل المرتبطة بالاستثمار في المحفظة.
- 92.....الفرع الثاني : ظواهر تحد من كفاءة النظام المالي.
- 95.....المطلب الثالث : السياسات المتبعة لمعالجة الآثار السلبية.
- 95.....الفرع الأول : الأساليب المباشرة من القيود على تدفق رؤوس الأموال.

96.....	الفرع الثاني : الأساليب غير المباشرة
98.....	خلاصة الفصل الثالث.....
99.....	الفصل الرابع: تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة والمتقدمة بأسواق المال
100.....	المبحث الأول : تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال.....
100.....	المطلب الأول : تطور تمويل اقتصاديات الدول الناشئة.....
100.....	الفرع الأول : أزمة المديونية.....
102.....	الفرع الثاني : تنظيم سوق الدين.....
104.....	الفرع الثالث : التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال.....
106.....	المطلب الثاني : حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال.....
106.....	الفرع الأول : أزمة المكسيك والأرجنتين
108.....	الفرع الثاني : أزمة الأسواق المالية الآسيوية.....
110.....	الفرع الثالث : الأزمة المالية الروسية والبرازيلية.....
112.....	المبحث الثاني : تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال.....
112.....	المطلب الأول : تطور تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة
114.....	المطلب الثاني : حدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال.....
114.....	الفرع الأول : الأزمة الأمريكية 2001.....
115.....	الفرع الثاني : أزمة الرهن العقاري 2008
118.....	المبحث الثالث : الدروس المستفادة من الأزمات المالية.....
118	المطلب الأول : مؤشرات الحيلة والحذر من الأزمات المالية.....
118.....	الفرع الأول : مؤشرات اقتراب الأزمات المالية.....
120.....	الفرع الثاني : مؤشرات الحيلة الجزئية والكلية.....
124.....	المطلب الثاني : استقلالية جهات التنظيم المالي وإدارة الأزمة.....
124.....	الفرع الأول : ضرورة تفعيل استقلال جهات التنظيم المالي.....
125.....	الفرع الثاني : تقنيات التعامل مع الأزمات بطريقة أكثر فاعلية.....
126.....	المطلب الثالث : أزمة الرهن العقاري أزمة نظام.....
126.....	الفرع الأول : علاقة أزمة الرهن العقاري بالنظام الرأسمالي الليبرالي.....
128.....	الفرع الثاني : البدائل المقترحة لإصلاح النظام المالي العالمي.....

- 129..... خلاصة الفصل الرابع
- 130..... الفصل الخامس: دراسة تطبيقية لبورصة الأوراق المالية بالجزائر
- 131..... المبحث الأول : الإصلاحات الاقتصادية وإنشاء بورصة الجزائر
- 131..... المطلب الأول : الإصلاحات الاقتصادية
- 131..... الفرع الأول : العناصر الأساسية لبرنامج التصحيح الهيكلي
- 134..... الفرع الثاني : إصلاح القطاع العمومي
- 135..... الفرع الثالث : الخوصصة في الجزائر
- 135..... المطلب الثاني : إصلاحات النظام المصرفي
- 136..... الفرع الأول : الإصلاحات الأساسية قبل سنة 1990
- 137..... الفرع الثاني : الإصلاحات الأساسية بعد سنة 1990
- 139..... المطلب الثالث : إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر
- 139..... الفرع الأول : دوافع إنشاء بورصة الجزائر
- 139..... الفرع الثاني : مراحل إنشاء بورصة الجزائر
- 142..... المبحث الثاني : تنظيم وسير العمل ببورصة الأوراق المالية بالجزائر
- 143..... المطلب الأول : الهيئات المنظمة للبورصة والمتدخلون فيها
- 143..... الفرع الأول : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
- 144..... الفرع الثاني : شركة إدارة بورصة القيم المنقولة
- 146..... الفرع الثالث : المؤمن المركزي على السندات
- 147..... الفرع الرابع: المتدخلون في بورصة الجزائر
- 148..... المطلب الثاني : شروط وإجراءات الدخول إلى البورصة
- 149..... الفرع الأول : شروط الدخول إلى البورصة
- 150..... الفرع الثاني : إجراءات الدخول
- 152..... الفرع الثالث : تكاليف إدخال الأوراق المالية للبورصة
- 152..... المطلب الثالث : التفاوض على الأوراق المالية في بورصة الجزائر
- 152..... الفرع الأول : نظام التفاوض
- 154..... الفرع الثاني : أوامر البورصة
- 156..... الفرع الثالث : طريقة تسعير الأوراق المالية ببورصة الجزائر

158.....	المبحث الثالث : واقع البورصة وآفاقها.....
158.....	المطلب الأول : الشركات المقيدة في البورصة.....
159.....	الفرع الأول : أسهم الشركات المقيدة في البورصة.....
161.....	الفرع الثاني : سندات الشركات المقيدة في البورصة.....
163.....	الفرع الثالث : السندات المماثلة للخزينة.....
164.....	المطلب الثاني : خصائص البورصة الجزائرية.....
164.....	الفرع الأول : الرسملة البورصية.....
166.....	الفرع الثاني : حجم التداول وعدد الشركات المسجلة.....
168.....	الفرع الثالث : كفاءة السوق.....
169.....	المطلب الثالث : معوقات بورصة الجزائر وآفاقها.....
169.....	الفرع الأول : معوقات البورصة الجزائرية.....
173.....	الفرع الثاني : الأبعاد الواجب اتخاذها لتطوير بورصة الجزائر.....
177.....	خلاصة الفصل الخامس.....
178.....	الخاتمة العامة.....
183	قائمة المراجع.....

فهرس الجداول والأشكال

فهرس الجداول

رقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	التكلفة الساعية لليد العاملة .	42
02	معدل التضخم السنوي % .	43
03	تطور الرسملة البورصية لعدد من الأسواق بالدول المتقدمة .	46
04	عدد الشركات المسجلة في عدد من الأسواق بالدول المتقدمة.	47
05	عدد الشركات المدرجة والمشطوبة سنويا في كل من سوق نيويورك ،لندن وطوكيو .	48
06	تطور قيمة التداول بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي % .	49
07	معدل الدوران في عدد من أسواق الدول المتقدمة % .	50
08	درجة التركيز في عدد من أسواق الدول المتقدمة سنة 2011.	51
09	تطور الرسملة البورصية لعدد من الأسواق بالدول الناشئة خلال الفترة (2000-2010).	81
10	درجة التركيز في عدد من أسواق الدول الناشئة سنة 2011.	85
11	مقارنة تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة والمتقدمة.	87
12	تطور نسبة اللاوساطة المالية في فرنسا خلال الفترة 1981-1986.	117
13	تطور معدلات النمو في الدول المتقدمة و الدول الناشئة 2000-2002.	119
14	مؤشرات الحيطة الكلية و الجزئية.	127

162	مقارنة مجموعة أوامر الزبائن - دفتر التسعير-.	15
168	الخطوط المسجلة (السندات الحكومية).	16
169	الرسملة البورصية لعدد من الأسواق المالية العربية سنة 2011.	17
170	تطور رسملة بورصة الجزائر.	18
171	حجم التداول في البورصة الجزائرية.	19
172	عدد الشركات المدرجة في عدد من الأسواق المالية العربية.	20

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم
39	أعلى 20 دولة من حيث متوسط نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي .	01
82	حصلة الأسواق الناشئة من الرسملة البورصية العالمية لسنة 1994 .	02
83	تطور القيمة السوقية في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة.	03
114	موجات وتكوين تدفقات رؤوس الأموال قبل الأزمة الآسيوية .	04

المقدمة العامة

المقدمة العامة

شهد العالم بدء من نهاية الثمانينيات مشاكل اقتصادية ومالية حادة، وأدى تضخم حجم أعمال الشركات، إلى تعذر واستحالة الاعتماد على الأموال من المصادر الداخلية فقط لعدم تلبيتها للكم الهائل والمتزايد من احتياجات التمويل، مما جعل البحث عن مصادر خارجية من أهم وظائف الإدارة المالية. ولعبت سوق رؤوس الأموال دوراً كبيراً في توفير السيولة اللازمة للمؤسسات والاقتصاد ككل. ومن ضمن تلك الأسواق، يوجد السوق المالية التي تضطلع بمهمة متميزة خاصة بعد تراجع الاعتماد على السوق النقدية والجهاز المصرفي، ويعتبر وجود سوق مالية أداة هامة لعمليات التمويل المباشر للاقتصاد، وتعد البورصات - التي تعتبر أسواق لتداول الأوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية - الجزء الأكثر تطوراً بين أجزاء السوق المالية، فهي بمثابة المرآة المباشرة لانعكاس الحالة الاقتصادية للمؤسسات والمشاريع التنموية في الدولة، وفي ظل اقتصاد السوق لا يمكن الحديث عن العوامل التي تخلق الإنتاج أو تقوم بتوزيعه بين جانبي العرض والطلب دون الحديث عن طرق توفير السيولة للاقتصاد بحيث تلغي الحدود الزمنية والمكانية ويتم تمويل المشاريع التي تحتاج إلى التمويل الطويل الأجل بالقروض القصيرة الأجل - والجهاز العملي الذي يجمع بين هاذين الزمنيين المختلفين هو البورصة - كما أنها، أي البورصة، تقوم بتوفير التمويل للمشاريع الإنتاجية الأجنبية بالأموال المحلية والمشاريع المقيمة بالأموال الخارجية.

وقد أصبحت الأسواق المالية، بتعاملاتها المالية الحديثة، الأكثر شمولية وتطوراً بين القطاعات الاقتصادية الأخرى المختلفة، حيث شهدت العقود الأخيرة نمواً كبيراً في حجم الأسواق المالية المحلية في الدول المتقدمة والناشئة. كما أنشئت العديد من الدول النامية أسواق مالية محلية لتلبية متطلبات التمويل لمشاريعها الاقتصادية المحلية عن طريق الربط المباشر بين المدخرين أصحاب الأموال الفائضة والمستثمرين أصحاب المشاريع الناجحة. في ظل هذه التطورات، بلغت الأسواق المالية في البلدان الصناعية مستوى كبير من الكفاءة، وذلك من خلال مؤشرات أدائها التي عرفت تطوراً ملحوظاً منذ تسعينيات القرن العشرين، حيث تجاوزت القيمة السوقية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان وبعض الأسواق المالية الناشئة، الإنتاج المحلي الإجمالي لهذه الدول بسبب تزايد الشركات المدرجة فيها وتضخم رؤوس أموالها المدرجة. ففي ظل التطور الكبير لاقتصاديات هذه الدول وزيادة ادخاراتها المالية وانفتاحها على بعضها البعض، تضاعفت سيولة أسواقها المالية وانتشرت تعاملاتها على مختلف الدول وأصبحت هذه الأسواق المالية تستقطب العديد من الأموال الأجنبية التي زالت عنها الحواجز الزمنية والمكانية عن طريق السماح للعديد من الشركات الأجنبية بإصدار أدواتها المالية أسوة بالشركات المحلية، إلا أن الأسواق المالية في أغلبية الدول تعرضت لأزمات مالية شككت في إمكانية الاعتماد عليها كأداة من أدوات التمويل .

الإشكالية

وبناء على ما تقدم تبرز ملامح الإشكالية الأساسية المصاغة في سؤال جوهرى يتم طرحه فيما يلي :

" إلى أي مدى يمكن الإعتماد على سوق الأوراق المالية (البورصة) في تمويل الإقتصاديات المتقدمة والناشئة منها عامة والجزائرية بصفة خاصة ؟ "

وللإجابة على هذه الإشكالية يتم تقسيمها إلى الأسئلة الفرعية أدناه:

- ماهي أدوات وآليات عمل السوق المالية ؟
- ماهي مقومات الأسواق المالية في الدول المتقدمة ؟
- ماهي مقومات الأسواق المالية في الدول الناشئة ؟
- ما حدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة عن طريق أسواق المال ؟
- إلى أي مدى يمكن الاعتماد على البورصة الجزائرية في تمويل الاقتصاد الجزائري ؟

الفرضيات

تجلت فرضيات الدراسة فيما يلي :

- وضعت الأسواق المالية حلولاً لمختلف مشاكل التمويل في الدول الناشئة والمتقدمة منها، إلا أن هذه الأسواق المالية بهذه الدول تعرضت لأزمات مالية أثرت على اقتصادياتها وشككت في إمكانية الاعتماد عليها في التمويل.
- تمتاز الأسواق المالية بالدول الناشئة بخصائص تميزها عن الأسواق المتقدمة، إذ تعتبر كطبقة أصول مستقلة بذاتها، الأمر الذي يجعلها قبله لتدفقات رؤوس أموال أجنبية .
- الأزمات المالية الدورية وعلاجها جزء أساسي من طبيعة الرأسمالية لأنها توجد ما يكفي من الآليات والقدرات ما يجعلها تتعامل مع هذه الأزمات بكفاءة وسرعة أكبر.
- تعمل الجزائر على النهوض بالبورصة الجزائرية لضمان عدم حاجة اقتصادها للتمويل، إلا أن السوق المالية الجزائرية ظلت تلعب دوراً ثانوياً في تمويل اقتصادها.

أهداف الموضوع

يسعى هذا البحث لتحقيق جملة من الأهداف يتم ذكر أهمها فيما يلي :

- إبراز ميكانيزمات وإجراءات التعامل في السوق المالية، موقعها من الأسواق الأخرى، وظائفها، أدواتها والمتعاملين فيها .
- التعريف باقتصاديات الدول المتقدمة بالإشارة إلى معطياتها الاقتصادية والاجتماعية وتحديد مقومات الأسواق المالية فيها مع استعراض أهمها.

- معرفة مقومات الأسواق المالية في الدول الناشئة من حيث مفهومها، خصائصها، وأثرها على أداء اقتصاديات الدول الناشئة.

- إبراز تطور وحدود تمويل إقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة عن طريق أسواق المال .

- رصد واقع البورصة الجزائرية وتبيان مدى إمكانية الاعتماد عليها في تمويل الاقتصاد الجزائري .

مبررات ودوافع اختيار الموضوع

لاختيار هذا الموضوع أسباب ذاتية وأخرى موضوعية، يتم ذكرها فيما يلي :

- كون هذا الموضوع يندرج ضمن تخصص نقود، مالية وبنوك .

- رغبة البحث في مجال الأسواق المالية بهدف تعميق المكتسبات المعرفية .

- تعتمد معظم بلدان العالم على أسواق المال في العملية التمويلية، الأمر الذي استدعى البحث عن مدى

إمكانية الاعتماد على هذه الأسواق في تمويل اقتصاديات هذه الدول .

حدود الدراسة

تم التعرض في هذا البحث إلى الأسواق المالية بالاقتصاديات المتقدمة والأسواق المالية بالاقتصاديات الناشئة، وفي إطار الإجابة على الإشكالية الأساسية سوف يتم تحديد الدراسة بالمعنى الضيق للأسواق المالية وهو أسواق الأوراق المالية التي تعرف بالبورصات في الجانب المتعلق بأصول الملكية (الأسهم)، وسوف يتم التعريف بالاقتصاديات المتقدمة والناشئة من خلال معطيات اجتماعية واقتصادية. وكذا، التعرض لمقومات الأسواق المالية بهذه الدول حسب تقديرات بنك التسويات الدولية خلال الفترة 2000-2010. هذا، ولم يتم أخذ الأسواق المالية في الاقتصاديات النامية بعين الاعتبار في هذه الدراسة وذلك لحدثة نشأة هذه الأسواق وكذا ضعف أدائها.

وفي جانب آخر من الموضوع، تم الإشارة لتطور تمويل الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة والتي عرفت اعتمادا

متزايدا على الأسواق المالية، إلا أنها تعرضت لأزمات مالية أكدت من جديد حدود التمويل بأسواق المال .

وسوف تخص الدراسة بالبورصة الجزائرية وذلك بالاعتماد على قاعدة بيانات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات

البورصة وشركة تسيير بورصة الأوراق المالية حتى عام 2011 وتحليل تطورات هذه البورصة خلال الفترة

2000-2011، كما تم الإشارة للإصلاحات الكبيرة التي حدثت ومهدت لإنشاء بورصة للأوراق المالية في

الجزائر وتبيان مدى إمكانية الاعتماد عليها في التمويل .

الدراسات السابقة

تمت معالجة الموضوع في الجزء المتعلق منه بالأسواق المالية الناشئة في عدة دراسات يمكن ذكر أكثرها

ارتباطا بهذا الموضوع كما يلي:

- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،

جامعة الجزائر 2005/2006، وكانت إشكالية الباحث حول ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق

مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟. ولدراسة هذه الإشكالية قام الباحث بتقسيم بحثه لباين، الباب الأول حول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، تحدث فيه الباحث عن الملامح الأساسية للأسواق المالية وعن كفاءتها ومؤشراتها وأثر العولمة عليها ليختتم الباحث الباب بالحديث عن أهم أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة، أما الباب الثاني فخصه الباحث لدراسة واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها وذلك بالحديث عن واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقاتها، ليختتم الباب بتقديم سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية والربط بينها. وبعد نهاية هذه الدراسة خلص الباحث إلى عدة نتائج مهمة كان من أهمها؛ افتقار الكثير من أسواق الأوراق المالية العربية لتشريعات ونصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، واستنتج الباحث أن أسواق الأوراق المالية في معظم البلدان العربية لا تزال بدائية وفي بعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء، كما أشار الباحث إلى أن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من عدم تجانس القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وعند تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان، لاحظ الباحث أنها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على اتفاقيات التعاون.

- سامية زيطاري: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2004. قدمت الباحثة بحثها في جزئين، الجزء الأول حول أسواق الأوراق المالية فيما يتعلق بمفهومها ونشأتها ومميزاتها والأدوات التقليدية والمشتقة المتداولة فيها، كما قامت الباحثة بدراسة الأسواق المالية الناشئة من خلال مفهومها وخصائصها وتطور الوساطة المالية بها وترقيتها، وكنموذج للأسواق المالية الناشئة قدمت الباحثة دراسة عن أسواق الأوراق المالية العربية من خلال نشأتها وخصائصها وتطورها. أما الجزء الثاني للدراسة فتعلق بديناميكية أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة، حيث قامت الباحثة في هذا الجزء بدراسة فاعلية الأسواق المالية من خلال التطرق للطرق المستعملة لدراستها والمتمثلة في نموذج المسيرة العشوائية واستقرار السلاسل الزمنية والضجيج الأبيض وعدم استقرار السلاسل الزمنية والاندماج، كما قامت الباحثة بدراسة تذبذب أسواق الأوراق المالية العربية من خلال طرق تقييمه كطريقة الانحراف المعياري المتزلق والقيم المتطرفة ونماذج الانحدار الذاتي، وختتمت الباحثة الجزء الثاني بدراسة اندماج أسواق الأوراق المالية في الدول العربية عن طريق تقديم مفهوم الاندماج وأهميته واختبار الاندماج المشترك من خلال دراسة المحفظة الكفئة ونماذج تسعير الأصول. وخلصت الباحثة إلى انه قد تكون الأسواق العربية في بداية مشوارها نحو الاندماج الإقليمي أو العالمي وطالما ليس هناك اندماج كامل فهي بإمكانها أن توفر فرص استثمارية مغرية للمستثمر الأجنبي العربي أو غير العربي. لكن حسب الباحثة هذه الوضعية غير كافية ما لم يتوفر المحيط المثالي للاستثمار مثل، الاستقرار الاقتصادي والسياسي وكذا ما لم

تكن سوق الأوراق المالية تتبع المعايير المعمول بها دولياً من محاسبة وتسوية وإفصاح ومراقبة وقوانين لحماية المستثمر وغيرها من الشروط الضرورية للأداء الفعال للسوق.

المنهج المستخدم وأدوات الدراسة

لقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي في بعض الأقسام المتعلقة بعرض الأسواق المالية ودورها في التمويل والمنهج التحليلي بوضع قيم لعوامل محددة اقتصادية، مالية وإدارية للتعريف بأسواق مال دول العالم، وقد تم تجاوز ذلك لدراسة حالة بغرض رصد واقع البورصة الجزائرية وتبيان مدى إمكانية الاعتماد عليها في العملية التمويلية.

خطة الرسالة

احتوت هذه الدراسة على مقدمة، خمسة فصول وخاتمة على النحو الموالي :

الفصل الأول التمويل وبورصة الأوراق المالية، ويشمل على ثلاثة مباحث، يختص الأول منها للتعرف من خلاله على التمويل، أهميته مع الإشارة إلى موقع بورصة الأوراق المالية في سوق رؤوس الأموال، ومبحث ثان فيخصص لتحديد وظائف وعمليات بورصة الأوراق المالية وكذا الأوراق المالية المتداولة فيها، أما ثالث المباحث فيخصص للحديث عن تقنيات عمل بورصة الأوراق المالية.

أما في الفصل الثاني أسواق المال واقتصاديات الدول المتقدمة يتم من خلاله التعريف بالدول المتقدمة وتحليل معطياتها الاقتصادية والاجتماعية في مبحث أول، ثم إلى خصائص الأسواق المالية بهذه الدول في مبحث ثان، أما ثالث المباحث فيهتم بالحديث عن أهم البورصات المتواجدة فيها.

أما الفصل الثالث أسواق المال واقتصاديات الدول الناشئة يتم من خلاله التعريف بالدول الناشئة والأسواق المالية فيها، محددات نمو هذه الأسواق والاستثمار الأجنبي فيها في مبحث أول، ثم إلى خصائص الأسواق المالية الناشئة في مبحث ثان، وذلك من خلال معايير تقدم ونضج السوق ثم منافع ومخاطر الاستثمار فيها، أما ثالث المباحث فيخصص للحديث عن أثر الأسواق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة وأهم الأساليب المتبعة لمواجهة الآثار السلبية منها.

وفي الفصل الرابع يتم الحديث عن تطور تمويل الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة والتي أصبحت تعول كثيرا على الأسواق المالية في التمويل، ثم إلى حدود التمويل عن طريق الأسواق المالية بهذه الدول باستعراض بعض الأزمات المالية التي هزت هذه الأسواق والمبحث الثالث يتم تخصيصه للدروس المستفادة من هذه الأزمات .

أما في الفصل الخامس والأخير، فقد يخصص لدراسة بورصة الأوراق المالية الجزائرية، حيث يتم الإشارة لنشأتها في مبحث أول ثم إلى تنظيم وسير العمل بها في مبحث ثاني، أما ثالث المباحث فيخصص للتطلع على واقعها وآفاقها المستقبلية .

وفي الخاتمة تم تقديم خلاصة عامة عن البحث، أتبع بنتائج اختبار الفرضيات، ثم النتائج العامة المتوصل إليها والتي قادت إلى تصور مجموعة من الاقتراحات والآفاق المستقبلية للبحث .

الفصل الأول

التمويل وبورصة الأوراق المالية

الفصل الأول: التمويل وبورصة الأوراق المالية

التمويل هو العملية التي يتم بموجبها توفير رؤوس الأموال اللازمة والضرورية لإنجاز مختلف المشاريع التنموية على أرض الواقع، وهي بذلك تعطي الحيوية اللازمة لتحقيق وتيرة نمو اقتصادي مقبول وتنمية شاملة، ومن ثم تحقيق التقدم الاقتصادي .

وتعمل سوق الأوراق المالية على تعبئة مدخرات الأشخاص الطبيعية والمعنوية، بواسطة أدوات مالية متعددة، بغية اجتذاب أكبر عدد ممكن من المدخرين، وتوجيهها فيما بعد نحو الأعوان الاقتصادية ذات العجز لتمويل المشاريع الإنتاجية، ويعتبر ذلك دفعة إيجابية وقوية لعجلة النمو الاقتصادي .

وتتطلب عملية تداول الأوراق المالية بين المستثمرين وسماسرة الأوراق المالية، عدد من الترتيبات تضمن السير والسهولة في التنفيذ، كما تتيح أحكام الرقابة على المعاملات مما يساعد البورصة على لعب دورها في التخصيص الفعال للموارد المتاحة، هدف وصول هذه الأخيرة إليه ضمانه اتصاف السوق بقدر من السيولة والكفاءة، توضيح الفكرة يكون من خلال المباحث أدناه :

- مكانة البورصة في العملية التمويلية؛
- وظائف وعمليات البورصة؛
- تقنيات عمل بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول : مكانة سوق الأوراق المالية (البورصة) في العملية التمويلية .

تتم عملية التمويل بطرق مختلفة، وتعد السوق التمويلية واحدة من أهمها، فهي تعمل على تعبئة فوائض البعض، وتوجيهها نحو عجز البعض الآخر، وفق شروط محكمة مسبقا، ضمانا لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية .

وتحضى سوق رؤوس الأموال بعناية أكبر من طرف الأعوان الاقتصادية بالنظر لما توفره من موارد مالية متوسطة وطويلة الأجل، هدف نجاح هذه الأخيرة في الوصول إليه، ضمانه بورصة أوراق مالية تتمتع بقدر من التنظيم والفعالية، توضيح الفكرة يكون من خلال المطالب الآتية:

- تعريف التمويل وأهميته ؛

- طرق التمويل؛

- ماهية بورصة الأوراق المالية.

المطلب الأول : تعريف التمويل وأهميته

تعمل المؤسسة على خلق قيم اقتصادية على شكل سلع وخدمات نهائية أو وسيطة، ولا يمكن بلوغ هذا الهدف دون توفير الموارد المالية، فالتمويل بهذا المفهوم ذو أهمية كبيرة سواء لوجود أو استمرارية المؤسسة .

1- تعريف التمويل

الوظيفة المالية في تعريفها البسيط، هي مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالكمية المناسبة، وبالتكلفة الملائمة، وفي الوقت المناسب، والسهر على إنفاقها بالطريقة الأحسن، لتحقيق أغراض المؤسسة .⁽¹⁾

والوظيفة المالية كانت دائما موجودة في المؤسسة، حتى قبل وجود المدير المالي، وكانت مهام هذه الوظيفة تسند إلى المدير العام للمؤسسة أو المحاسب .

تعتبر كل من الاستقلالية، المردودية والنمو ثلاث متغيرات للسياسة التمويلية، التي تعرف بترتيب الأولويات بين الثلاث أهداف السالفة الذكر، وما يمثل عائق للسياسة المالية، هو ضرورة الإلمام بكل مشاكل التمويل النهائي، بل هو فقط سياسة عرفت ورتبت الأهداف المسطرة، في ظل تعقيد الاختيارات والقرارات الممكن اتخاذها .⁽²⁾

⁽¹⁾ : ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، ط1، 1998، ص 285 .

⁽²⁾ : HERRVE – HUTIN , Toute la finance d'entreprise en pratique, Edition d'organisation, Paris, 2ème édition, 2006,p9.

للوصول إلى أحسن تركيبة، بالأخذ بعين الاعتبار الأهداف المسطرة، وفي حقيقة الأمر لا يوجد حل والوظيفة المالية تجمع عددا من الفروع المتعلقة بكل من المحاسبة بأنواعها المالية والتحليلية، الإحصاءات والمؤشرات المالية، والمراقبة الداخلية، تسيير الخزينة و التمويل ومتابعته، ويعرف هذا الأخير على أنه :

"الإمداد بالأموال اللازمة للمؤسسة في أوقات الحاجة إليها، وهو من أعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الصناعية في كل البلاد، إذ لا قيام لأي عمل يعتمد بالربح أو استثمار يغلب بفائدة بغير وجود رأس المال، ويقدر حجم التمويل وتسيير مصادره وحسن استثماره يكون العائد أو الربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي"⁽¹⁾.

2- أهمية التمويل

يعتبر التمويل من أهم الوسائل اللازمة لتوفير السيولة لدفع عجلة التنمية نحو الأمام، وتحقيق التقدم الاقتصادي والرفاهية الاجتماعية، إذ بواسطته يتم انتقال الفوائض من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض، إلى تلك الوحدات التي لها عجز مالي، فيعمل إذا على تعبئة مدخرات الأفراد، وتخصيص المالية القابلة للاستثمار، وبالتالي تحقيق زيادة في أدوات الدفع التي تعتبر ضرورة اقتصادية، ولعل أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل ما يلي:⁽²⁾

- العمل على الحصول واكتساب الأموال اللازمة.
- استثمار هذه الأموال في أصول أو موجودات منتجة اقتصاديا.
- إدارة هذه الأموال والموجودات التي يتم الحصول عليها.
- إعادة تحويل بعض أو كل هذه الأصول والموجودات المنتجة، وتحويلها مرة أخرى إلى أموال تعود بالمرود والفائدة على المستثمرين أو الدائنين.
- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات عجز في أوقات حاجتها لذلك .
- تحقيق التقدم الاقتصادي والاجتماعي للبلاد، بما يساهم في تحقيق التنمية.

المطلب الثاني : طرق التمويل

تتعدد طرق التمويل المتاحة أمام المؤسسة من تمويل ذاتي داخلي يضم الاهتلاكات، المؤونات والأرباح المحتجزة، و تمويل خارجي يضم التمويل بالمديونية، التمويل بالمشاركة في رأس المال، والتمويل بالتأجير بالإضافة للتمويل التفاوضي. وهذا، ما سيتم توضيحه فيما يستقبل .

(1) : عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 6 .

(2) : كهينة سبابو، ترابط الأسواق المالية وانعكاساتها على بلدان العالم الثالث، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة

الجزائر، 2001، ص ص4-5 .

الفرع الأول : التمويل الذاتي الداخلي

النتيجة المالية الصافية هي نتاج طرح الالتزامات اتجاه الضرائب والممولين من النتيجة السنوية الإجمالية، وما تبقى منها _ في ظل السياسات التوزيعية المنتهجة من طرف المؤسسة _ تضم إلى الاهتلاكات والمؤونات غير المحققة، مكونة بذلك ما يسمى بقدرة التمويل الذاتي للمؤسسة .

1- الاهتلاكات

لقد قدمت للاهتلاكات عدة تعاريف، اختلفت باختلاف وجهات نظر المختصين : (1)

1-1- التعريف القانوني والمحاسبي

الاهتلاك هو عملية محاسبية لتصحيح تقدير الأصول وهو بذلك الملاحظة المحاسبية لخسارة قيمة الأصل نتيجة استعماله أو حيازته.

1-2- التعريف الاقتصادي

الاهتلاك هو عملية توزيع تكلفة الاستثمار على مدة استعماله .

1-3- التعريف المالي

يوجد الاهتلاك بهدف إيجاد الموارد المالية الضرورية لتجديد الأصول الثابتة .

ومهما كان نظام الاهتلاك المتبع، يفترض أن للأصل مدة حياة أعظمية تتمثل في الحد الذي عنده قيمتها الاستغلالية تساوي الصفر، ويتعين على كل مؤسسة أن تملك أصولها بمبلغ سنوي كاف يضمن تغطية نقص قيمتهم الاقتصادية، ويمكن التمييز بين ثلاثة أنظمة قابلة للاستعمال : الاهتلاك الخطي، المتناقص والمتغير. (2)

وتعتبر المبيعات المصدر الأساسي للنقدية بالشركة، ولا يعتبر الإهلاك مصدرا للنقدية إلا إذا كانت الشركة رابحة، وفي هذه الحالة فانه يحقق وفرا ضريبيا للشركة وحجز من الفائض لتدعيم التمويل الداخلي، لذا فغالبا ما تتدخل مصلحة الضرائب لتحديد نسب معينة للاهتلاك تفاديا لمبالغة المؤسسات في تقدير اهتلاكات رأسمالها الثابت. (3)

2- الأرباح المحتجزة

الأرباح المحتجزة عبارة عن جزء من النتيجة الموزعة الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها في السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات، وتعتبر هذه الأرباح أحد مصادر الأموال من التكوين الذاتي

(1) : G.DEPALLENS et J-P.JOBARD, Gestion financière de l'entreprise, Dalloz, Paris, 12ème édition , 2003, P 189.

(2) : P.VERNIMMEN, Finance d'entreprise, Dalloz, Paris , 4ème édition ,2005,Pp103 -104.

(3) : عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1991، ص 74 .

للشركة، فبدلاً من توزيع كل الفائض المتحقق على المساهمين قد تقوم الشركة بتجنيد جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة، يطلق عليها اسم الاحتياطات وهي أنواع: (1)

الاحتياط القانوني، الاحتياطي النظامي والاحتياطات الأخرى، الأرباح المرحلة أو المستبقة .

3- المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

مبدأ الحيطة والحذر يقود في أغلب الأحيان مديري المؤسسات للأخذ بعين الاعتبار عدد من التكاليف التي تعد متوقعة، والمؤونة من هذا المنطلق هي الملاحظة المحاسبية لتدنته قيمة عنصر الأصول (مؤونة نقص قيمة الأصول)، أو لزيادة الخصوم المطلوبة على أبعد تقدير في المدى الطويل (مؤونة الخسائر والتكاليف)، تعين من حيث طبيعتها ولكن غير مؤكدة من حيث تحقيقها، إذ يمكن أن تختفي بمجرد أن تختفي. بمجرد أن تصبح الظروف أكثر ملاءمة، ولكي تخصم المؤونة لا بد من شروط: (2)

- أن الأحداث الجارية تجعل الخسارة أو التكلفة محتملة .
- أن الخسارة أو التكلفة التي وضعت لمواجهةها المؤونة تكون هي ذاتها قابلة للخصم .
- أن تكون مثبتة بوثائق محاسبية .

ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المؤونات: (3)

مؤونة نقص قيمة الأصول، مؤونة الأخطار والتكاليف، المؤونات المنظمة .

الفرع الثاني : التمويل الخارجي

بالرغم مما يوفره التمويل الذاتي من استقلالية مالية للمؤسسة إلا أنه لا يكفي لتغطية المتطلبات المالية للشركة، مما يجدها للجوء إلى مصادر خارجية، هذه الأخيرة التي تتضمن كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية وذلك بزيادة رأس مال الأسهم، أو الاقتراض، أو هما معا، وإدراج هذا المصدر التمويلي في إطار الزمن يقتضي من تقسيمه إلى نوعين : تمويل طويل ومتوسط الأجل و تمويل قصير الأجل .

1- التمويل طويل ومتوسط الأجل

يمكن حصر المصادر الخارجية طويلة ومتوسطة الأجل على الأموال لتمويل الاستثمارات الرأسمالية فيما يلي :

1-1- التمويل بالمدونية طويلة الأجل

تتعدد أشكال الحصول على الأموال من هذا المصدر فقد يتم الحصول على الأموال مقابل سندات عادية حيث يحدد في الصك أو السند تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة السنوي أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم

(1) : عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2، 2007، ص370 .

(2) : G.DEPALLENS et J-P.JOBARD, Op-cit, 2003, p192.

(3) : PATRICE VIZZAVONA , Gestion financière, 9ème édition , Atool, Paris, 2004, p70.

تصدرها الشركة حيث يتولى بنك أو أكثر تغطية الاكتتاب بالكامل وعلى أن تتولى الإشراف على تداولها بسوق المال .

وينتشر في أوروبا نوع من الصكوك (السندات) تصدرها الشركات العامة والخاصة يكتب فيها المستثمرون بالدول الأخرى كوسيلة للحصول على العملات الأجنبية اللازمة لتمويل الاستثمارات، والسندات بهذا الوصف عبارة عن صك قابل للتداول ببورصة الأوراق المالية يمكن لحاملها أو المالك تصفيتها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق (1).

ورجوعا إلى القوانين الضريبية تعتبر الفائدة على القروض من الأعباء الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي.

1-2- التمويل بالمشاركة في رأس المال

تعتمد شركات المساهمة في عملياتها التمويلية على زيادة رأس مالها عن طريق إصدار السهم بسعر أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية ويسمى بسعر الإصدار والفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي للسهم يسمى بعلاوة الإصدار، وهي تدفع مباشرة إلى الشركة (2).

ويتم إعطاء حق الاكتتاب في الأسهم المصدرة لقدامى المساهمين وذلك حماية لحقوقهم حيث يكتب المساهم في عدد من الأسهم بنسبة ما يمتلكه من أسهم أو يبيع هذا الحق للغير أي أن هذا الحق قابل للتداول ببورصة الأوراق المالية ولذلك يسمى بحق الاكتتاب حيث يعوض هذا الحق المساهم من أي انخفاض في ثروته بسبب اختلاف سعر الإصدار عن سعر السوق للسهم (3).

1-3_ التمويل بالتأجير

يدعى بالتأجير التمويلي بإنفاق بين مؤجر (مؤسسة معينة أو بنك مثلا) ومستأجر لأصول رأسمالية إنتاجية يملكها المؤجر، وتبقى كذلك طيلة مدة الإيجار ويستفيد منها المستأجر بانتفاع كامل مقابل تقديم أقساط إيجار سنوي طويل مدة حياة العقد، وقد ينتهي عقد التأجير بإحدى الحالات : (4)

- بعد الانتفاع الكلي بالأصل المؤجر حتى نهاية مدة العقد، يعود إلى المؤجر ببيعه أو يؤجره مرة أخرى للغير ، وهذا عقد تأجير لفترة واحدة .
- في نهاية مدة الإيجار يتم شراء الأصول بقيمتها، وهو ما يسمى بعقد الاعتماد بالتأجير والشراء .
- تجديد عقد الإيجار لمدة أخرى، وبقيمة تأجير أقل، وهذا ما يسمى بعقد التأجير لأكثر من فترة.

(1) : عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، ط2، 2007، ص 31 .

(2) ، محمد عقل فلح، مقدمة في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2008، ص 56 .

(3) ANDRE FABER, Finance:l'issentiel de la financede marché et de la financed'entreprise, Pearson ,Paris,2008,p9

(4) : عبد العزيز سمير محمد، التأجير التمويلي ومداخله المالية، الدار الجامعية، 2000، ص 126 .

2- التمويل قصير الأجل

القروض قصيرة الأجل هي تلك القروض التي تقل مدتها عن سنة واحدة وتشمل تلك القروض التي تمنح لتمويل رأس المال العامل عادة⁽¹⁾، من خلال تمويل شراء الخامات أو تمويل فترة التخزين أو تمويل فترة البيع الآجل .

ما سبق ذكره يؤكد حقيقة مفادها أن : القروض قصيرة الأجل تستخدم لتمويل الاحتياجات المالية المؤقتة لتمويل الاستثمارات في الأصول المتداولة.⁽²⁾ ويصنف التمويل قصير الأجل إلى مجموعتين :

- التمويل قصير الأجل التلقائي ويتولد تلقائيا خلال دورة التشغيل للشركة ولا يحمل عادة معدل فائدة اسمي، كالاتمان التجاري مثلا، وقد تحصل الشركات أيضا على تمويل تلقائي ذات دلالة من بند المستحقات الأخرى حيث يظهر هذا البند بجانب الخصوم المتداولة ولا يحمل أي معدل فائدة صريح أو اسمي ومن أمثلة هذه المستحقات الأجر المستحقة والضرائب المستحقة .⁽³⁾

- التمويل قصير الأجل الاتفاقي (المصرفي) تقدمه البنوك التجارية للمؤسسات مقابل فائدة بمعدلات متفق عليها، ويتم تسديدها خلال فترات لا تزيد عن السنة، وهناك نوعين من هذه القروض مضمونة وغير مضمونة، والقروض غير المضمونة يشترط عادة في تسديدها أن لا تزيد عن السنة، وهي في الحالات العامة تكون على شكل خطوط قرض، أي حصول المؤسسة باستمرار على مبلغ من الأموال متفق عليه مادامت تسدد ما سبق افتراضه في الوقت المناسب والمتفق عليه باستمرار، ولتفادي إعادة المفاوضات والعقود المنفردة وفيه بعض الشروط مثل إبقاء نسبة معينة من القرض في حساب المؤسسة بالبنك، أما القروض المضمونة ففيها يعمل البنك على طلب ضمانات نتيجة لعدد من العوامل مثل الحاجة إلى الأموال باستمرار من طرف المؤسسة، وخاصة في مواسم معينة، أو تكون المؤسسة معرضة لنسبة من الخطورة أكبر من العادية أو حالة ضعف وضعيتها المالية، والضمان عادة يكون بأحد عناصر الأصول كرهن، و في حالة توقف المؤسسة عن الدفع يباع الأصل ويغطي به البنك قرضه، والباقي يعود إلى المؤسسة، والضمان قد يعطي فرصة أحيانا للمؤسسة للحصول على أكبر قدر ممكن من القرض، و في نفس الوقت يمثل مصدر اطمئنان للبنك .⁽⁴⁾

والقاعدة هنا أن البنوك لا تمنح عملائها القروض المطلوبة بالقيمة الكاملة للضمان المقدم بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية أخطار انخفاض قيمته وقت الرجوع إليه لاستخلاص الدين وهناك أسباب عديدة

⁽¹⁾:JEAN MICHEL ,Finance d'entreprise et finance de marché, Hermas publication ,Paris,2007,p73.

⁽²⁾: DELAHAYE FLORENCE ,Finance d'entreprise , Dunod ,Paris,2007,P12.

⁽³⁾ : عدنان نايب النعيمي، الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007، ص 31 .

⁽⁴⁾ : صالح السيد حودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 20 .

لاستخدام الائتمان المصرفي، فالقروض المصرفية غالباً ما تكون متوفرة بسهولة وبأقل تكلفة من الائتمان التجاري.⁽¹⁾

المطلب الثالث: ماهية بورصة الأوراق المالية

المتصفح لمفهوم بورصة الأوراق المالية يجدها جزء من محيط أوسع، ممثلاً في سوق رأس المال، وتمتاز بهيكل يبين تنظيمها وكيفية إدارتها .

الفرع الأول : الإطار العام لبورصة الأوراق المالية

وفيما يلي لمحة موجزة لماهية سوق رأس المال ومكوناتها .

1- تعريف سوق رؤوس الأموال

تعددت التعاريف المتعلقة بسوق رؤوس الأموال، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

تعرف سوق رؤوس الأموال بأنها " تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوزيع إيداعات الشركات والحكومات إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية أو غير الإنتاجية ".⁽²⁾

ويعرفها " بيار كونسو " على أنها " شبكة للتمويل طويل الأجل، المبنية على إصدارات، بمعنى بيع الأوراق المالية التي تسمح بتعبئة الادخار الفردي ".⁽³⁾

كما يمكن تقديم تعريف " سوق رؤوس الأموال بالمفهوم الواسع هي المكان الذي تنفذ فيه مجموعة من العمليات المالية، أي مكان مقابلة الاحتياجات والطاقة التمويلية للعملاء الاقتصاديين، أما بالمعنى الضيق فهي السوق التي تتبادل فيها الأوراق المالية (الأسهم والسندات) مقابل النقود و تشتمل على سوق أولية يسمح للمؤسسات بالتمويل وللمدخرين الحصول على أوراق جديدة وسوق ثانوية تسمح بإعادة بيع الأوراق المالية "⁽⁴⁾

ومن خلال هذه التعاريف يمكن وضع تعريف شامل لسوق رؤوس الأموال على أنها المكان الذي يتم عن طريقها خلق (سوق أولية) وتداول (سوق ثانوية) الأصول المالية طويلة الأجل، بما يسمح بتعبئة الادخارات المجمعة من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، لتمويل استثماراتها طويلة الأجل، بغية خلق قيم اقتصادية مضافة على شكل سلع أو خدمات نهائية أو وسيطة .

⁽¹⁾ : إبراهيم إسماعيل سلطان وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 292 .

⁽²⁾ : حسن فليح خلف، الأسواق المالية والنقدية، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، 2006، ص 27 .

⁽³⁾ : P.CONSO, La gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris ,7ème édition, tome 2, p 387.

⁽⁴⁾ : JEAN-FRENCOIS GAUX , Economie monétaire et financière et théorie d' institution politique, Edition. économica, Paris, 2000 , P 83

2- مكونات سوق رؤوس المال

وعادة ما تنقسم أسواق رأس المال إلى سوقين هما: (1)

1- السوق الأولية

وتختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، يطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو الخاص، وقد يتم ذلك بطريق مباشر أو غير مباشر (بنك الاستثمار)، ولا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع الإصدارات الحكومية لحالة استثنائية .

2- السوق الثانوية

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، وللبورصة طبيعة مزدوجة حيث تسمح للأعوان بالبيع أو التخلي عن الأوراق المالية قبل وصول تاريخ استحقاقها، لكن قد يتعرضون لمخاطر إذا انخفضت الأسعار (2)، وتتخذ شكلين :

1-2- الأسواق المنظمة

تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ويدار هذا المكان، بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق، وفقا لشروط معينة تختلف من بلد لآخر، وتمتاز هذه السوق بصعوبة الدخول إليها إذ يقتصر ذلك على المؤسسات ذات الحجم الكبير (3).

2-2- الأسواق غير المنظمة

وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة، عن طريق بيوت السمسرة، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض من خلال شبكة اتصالات قوية فلا وجود لمكان مادي محدد للتعامل.

هذا وتضمنت السوق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى تمثلت أساسا في : (4)

- السوق الثالثة وهي تمثل جزء من السوق غير المنظمة حيث تتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية لكبار المستثمرين، وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها .

(1) : محمود حمزة الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ط2، 2004، ص32.

(2) : JAFFEUX CORRYNNE, Bourse et financement des entreprises, Dalloz, Paris, 2ème édition, 2000, P 24 .

(3) : GEORGES CASALIS et autres, Second marché, édition, Dunod, Paris, 2000, P 24.

(4) : منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص ص481-511.

- السوق الرابعة وهي سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسارة أو تجار أوراق مالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتلفونية .

الفرع الثاني : تعريف بورصة الأوراق المالية

قد قدمت لبورصة الأوراق المالية العديد من التعاريف اختير منها ما يلي :

يعرف " بيار بالي " و " فاستون ديفوس " البورصة على أنها " تلك السوق الثانوية العمومية والمنظمة للأوراق المالية المسجلة " (1)

و يعرف "صلاح الدين حسن السيسي " بورصة الأوراق المالية على أنها " سوق ثابتة المكان وتقوم باستمرار في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة عادة تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال وسمسارة محترفون ومختصون في هذه المعاملات التي تتم بصورة علنية بالنسبة للأوراق المالية والأسعار المتفاوض والمتفق عليها في كل نوع. (2)

أما " طارق عبد العال حماد " فيعرفها على أنها " السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المتعاملين وفقا لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم " وانطلاقا من هذا التعريف يتضح جليا عناصر بورصة الأوراق المالية في : (3)

- الأوراق المالية (الأسهم و السندات) وتمثل البضاعة والسلعة التي يتم تداولها في السوق .
 - المتعاملون وهم البائعون والمشترون والسمسارة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية .
 - المعلومات وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين .
- أما التعريف الأخير ل " محمود أمين زويل " الذي يعرفها على أنها " سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات وتعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون للسوق الكاملة وسوق للمنافسة الكاملة ويناسبها قناة للتسويق المنتج/ الوكيل / المستهلك " (4).
- ويمكن الاحتفاظ بتعريف " محمد براق " الذي يعرف بورصة الأوراق المالية كما يلي :

" البورصة هي مكان أو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون ومعتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية : أسهم و سندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة،

(1) : P.BALLEY, La bourse mythe et réalité, Edition hatier, Paris, 2ème édition, 2000, P 10.

(2) : صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، دار غربية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص 175 .

(3) : طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص 19 .

(4) : محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003، ص 38 .

بأسعار متفاوض عليها، تعرف بتسعيرة البورصة، والتي إما أن تكون بالتفاوض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجله، شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة وتحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية .

فالبورصة إذا هي قناة توجيه واستخدام للموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير مورد من موارد التمويل لاستثمار وتوظيف الأموال، وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها " 1).

الفرع الثالث : النظام الداخلي للبورصة

يهدف تنظيم بورصة الأوراق المالية إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة وحماية المصلحة العامة ، بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة وذلك بسن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية ويشتمل هذا التنظيم على ما يلي : (2)

1- الجمعية العامة

يؤلف مجموع الأعضاء العاملين والمنضمين في البورصة " الجمعية العامة " يرأس الجمعية العامة بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والنفقات، ولها أن تبدي رغبتها في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللائحة الداخلية، كما تصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات .

2- لجنة البورصة

تشكل في بورصة الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بين السماسرة ومن قبل الدولة، مهمة هذه اللجنة تحقيق حسن سير العمل في البورصة بإصدار نشرة الأسعار كل يوم عمل أو جلسة في البورصة على أن توزع في اليوم الموالي .

3- هيئة التحكيم

تشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة شرط أن يتفق الطرفان على التحكيم .

4- مجلس التأديب

محافظة على مصلحة عملاء السماسرة يقوم مجلس التأديب بالنظر فيما يقع من مخالفات من قبل السماسرة لأحكام وقوانين البورصة .

(1) : محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، الجزء I، ص 96 .

(2) : شمعون شمعون، البورصة _ بورصة الجزائر _ ، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ط2، 1993، ص 38 .

يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري، وحاليا يقوم بهذا الدور شركات للسمسرة ويكون ذلك مقابل عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة ، وإلى جانب السمسار يوجد المندوب الرئيسي وهو الشخص الذي يعاون السمسار في تنفيذ أوامره، ويعمل باسم السمسار وحسابه وتحت مسؤوليته، وهناك أيضا الوسيط الذي يعمل كأداة اتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه ويحصل على حصة من العمولة وهو مسؤول أمام السمسار عن العمليات المعقودة بواسطته، ولا يجوز بأي حال للوسيط أو المندوب الرئيسي أن يلتحق بأكثر من مكتب سمسرة⁽¹⁾، ويطلق لفظ الأعضاء المنظمون على المصارف التي تندب أحد موظفيها لعقد العمليات لحسابها في البورصة، إذ يرسلون أوامرهم إلى سمسرة الأوراق المالية رأسا دون وسيط .

ويعهد إلى غرفة المقاصة تسوية كافة العمليات التي أبرمت في البورصة بين السمسرة الدائنين، والمدنيين، ويمكن للجنة البورصة أن تعهد بأعمال غرفة المقاصة إلى نقابة السمسرة، هذه الأخيرة أنشأها سمسرة الأوراق المالية مهمتها رعاية مصالحهم، والدفاع عنها، وتأمين انتظام العمليات، وتحديد حقوق وواجبات السمسرة تجاه بعضهم البعض، ودراسة كافة الشؤون التي تهم بوجه عام البورصة، يدير النقابة لجنة تنتخبها الجمعية العمومية .

المبحث الثاني : وظائف وعمليات بورصة الأوراق المالية

تعتبر البورصة قناة توجيه واستخدام للموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير مورد من موارد التمويل لاستثمار وتوظيف الأموال، وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها، والبورصة بهذا المفهوم تقوم بمجموعة من الوظائف التي تجعلها تلعب دورا فعالا بالنسبة لمختلف الأعوان الاقتصادية، وهذا تعد الأوراق المالية السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق من خلال عمليات البورصة .

تأسيسا على ما سبق، ولتوضيح الفكرة يتم تناولها ضمن المطالب الآتية :

- وظائف البورصة؛
- عمليات البورصة؛
- الأوراق المالية.

⁽¹⁾ : عبد الفتاح عبد السلام ومحمد صالح الحناوي، المؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2001، ص 90 .

المطلب الأول : وظائف البورصة

لقد تناول العديد من الكتاب تحديد وظائف بورصة الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين وذلك إلى جانب بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات .

الفرع الأول : إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية

يقبل المستثمر عموماً على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة، والتي لا تكون محددة بزمن معين، كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.⁽¹⁾ فخلافاً لأنواع الاستثمارات الأخرى، للاستثمار في الأوراق المالية يمتاز بمرونة التعامل، فالبورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمر سبيل التخلص من الأسهم بالبيع وبذلك يستطيع أن يسترد أمواله⁽²⁾، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية رغبة المدخر في حصوله على أمواله في أوقات تناسب احتياجاته .

ومن ناحية الطلب، والتي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة، فالبورصة بهذا المفهوم هي الجهاز الذي يمكن أن يتحقق به سهولة تسويق الاستثمارات، ومساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت .

وضمن نجاح البورصة في تحقيق هذه الوظيفة أمران⁽²⁾:

- إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع والشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير، وبذلك يهيئوا للمستثمر سوقاً مستمرة لما يمتلكه من أوراق مالية .
- وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين، ودرجة التعامل بمثابة دعابة طيبة للاستثمار في الأوراق المالية، فكلما كان هناك نشاط في التعامل، دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها والعكس صحيح، وعموماً يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل بعضها داخلي خاص بالبورصة، وبعضها خارجي يتعلق بحجم قاعدة الملكية للأسهم والسندات المقيدة بالبورصة، فكلما كبرت هذه القاعدة كلما كانت احتمالات البيع والشراء كبيرة، ويعكس ما إذا كانت هذه الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع والمشتري وقت اللزوم .

⁽¹⁾ : رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص 287-288.

⁽²⁾ : محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 56.

الفرع الثاني : تأمين المنافسة ووسيلة لالتقاء العرض والطلب

هذه الوظيفة مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، فلبورصة 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، كما تعتمد على توفير شروط العلانية في عقد الصفقات وتسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة،⁽¹⁾ كل هذا بهدف تحقيق سعر عادل للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطرا بخسارة .

كما تساهم البورصة أيضا في تحقيق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها _ طبقا للوائح بعض البورصات _ من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية من أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة، والتصرف على أساس مدى 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 .⁽²⁾

وبذلك، فالبورصة تؤمن جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، من خلال الشفافية، والإفصاح، والالتزام بالمثل الأخلاقية، وكذا التقاء العرض والطلب الدائمين الذي يمكن تفاعلها من تحديد الأسعار، مما يعني أن لبورصة وظيفة لتسعير القيم المختلفة المتداولة فيها .

الفرع الثالث : وظائف أخرى للبورصة

إلى جانب الوظيفتين سابقتي الذكر توجد وظائف أخرى تتمثل فيما يلي :

1- تشجيع الادخار والاستثمار وتوجيههما

البورصة تسمح بتوجيه الادخار الخاص إلى توظيفات منتجة فالادخار يكون عقيما، والبورصة تعطيه إمكانية استعماله في تمويل الأعوان الاقتصادية، بطرق وكيفيات متنوعة على نحو يحقق لكل مستثمر فيها توظيف لمدخراته بما يناسبه من حيث حجم المبلغ، ومدة الاستثمار، وعلى غرار أنواع الاستثمارات الأخرى، فإن الاستثمار في الأوراق المالية يتمتع بجاذبية أكبر خاصة لمن تنقصهم الخبرة الكافية وأولئك الراغبين في تدنئة المخاطر، فالبورصة من هذا المنطلق تفسح المجال واسعا للمستثمرين لتوزيع رأس ماله في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية، وذلك بتكوين محفظة متنوعة تضمن عدم ضياع كل رأس ماله في حالة فشل المشروع، الذي يركز فيه المستثمر رأسماله.⁽³⁾

(1) :محمود أمين زويل، مرجع سابق، 2003، ص14.

(2) :كمال مصطفى طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 9009، ص26.

(3) P.OLIVIER , *La bourse ses mécanismes, gérer son portefeuille,réussir ses placements*, Encyclopedie, Delmas, Paris, 14^{ème} édition, 2000,pp16-19.

2- وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية والتجارية

تعتبر البورصة وسيلة تسهل عملية تحويل وتكوين المجمعات الصناعية وكذا التجارية وكما هو معروف فإنه يتعين على المؤسسة أن تملك أدوات لمواجهة المنافسة الشديدة، وذلك بغية صنع وبيع منتجاتها على نحو فعال، ومنه فإن السيطرة على الأسواق والبحث على أحسن التقنيات للاستثمار بمردودية مرتفعة هي غايات تحمل عددا من المؤسسات لأن تقوم بتحقيق عمليات على رأس مال مؤسسات أخرى كالامتصاص، والانضمام ، والتحكم في الإدارة، ومثل هذه العمليات تكون غاية في السهولة إذا ما كان رأس مال تلك المؤسسات مفتوحا ومتداولاً في البورصة .

عادة ما تتم العمليات المتعلقة بتحويل الهياكل الصناعية والتجارية عن طريق السوق المالي، وذلك إما على شكل العرض العمومي للشراء، أو العرض العمومي للتبادل، أو بالتفاوض على كميات كبيرة للأوراق⁽¹⁾.

3- البورصة بارومتر

فالبورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عمليات التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، وبالإضافة إلى ما سبق فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، ومما لا شك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها⁽²⁾.

4- المضاربة

المضاربة في البورصة هي عمليات بيع وشراء يقوم بها أشخاص لا يقصد استلام أرباح الأسهم أو فوائد السندات، وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار بين وقت وآخر، وتسمى أرباح رأسمالية، وللمضاربة وظائف هامة تتمثل في:⁽³⁾

- معادلة العرض بالطلب .
 - العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها .
 - تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق أرباح ناجمة عن المضاربة .
- ويمكن التمييز بين أربعة أنواع من المضاربين :
- المضاربون الصعوديون وهم الذين يشترون بغرض البيع فيما بعد آملين ارتفاع الأسعار .

⁽¹⁾ B.JACQUILLAT et B.SOLNIK, Marchés financières , gestion de portefeuille et des risques, 3ème édition, Dunod , Paris , 2009, P 13

⁽²⁾ : ضياء مجيد، البورصات، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 17 .

⁽³⁾ : ديفيدسون ألكسندر، المضاربة في البورصة، دار الفاروق، القاهرة، 2006 ، ص 51 .

- المضاربون بالتزول وهم لا يقلون أهمية عن المضاربين بالصعود، لأنهم يكبحوا بتدخلهم جماع التيارات الصعودية الشديدة، التي ترفع الأسعار ارتفاعا لا تبرره ظروف العرض والطلب، وهم الذين يبيعون ما لديهم من أوراق للاستفادة من السعر المرتفع الحالي، أو خوفا من انخفاض الأسعار في المستقبل .
- المضاربون المحترفون وهم الذين اتخذوا المضاربة حرفة معتادة لهم، وتقوم هذه الفئة بالمضاربة بناء على التحليلات اللازمة سواء الفنية، أو الخاصة بالسوق، أو الاقتصاد ومن ثم التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار.
- المضاربون الهواة وهم الذين تستهويهم أرباح المضاربة فيقومون بالمضاربة دون علم أودراية أو خبرة، ومنهم من يعتمد على الإشاعات، ومنهم المقامرون من خلال مفهوم ضربة الحظ، ومنهم المغامرون الذين يقبلون على الأوراق المغمورة أملا في ارتفاع شأنها، ومنهم القطيع الذي ينقاد بسهولة وراء الآخرين .

المطلب الثاني : عمليات البورصة

- يقصد بعمليات البورصة العمليات المتعلقة بشراء أو بيع الأوراق المالية في البورصة، ويمكن تقسيم العمليات حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة في البورصة إلى نوعين :⁽¹⁾
- العمليات العاجلة (النقدية) والعمليات الآجلة .

الفرع الأول : العمليات العاجلة للبورصة

- تتميز العمليات العاجلة بأنها تتم فورا، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالا أو خلال فترة وجيزة جدا لا تتجاوز (48 ساعة)، يعتمد المضاربون عموما في البورصة لشراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة وذلك لثلاث أغراض تتمثل فيما يلي :⁽²⁾
- الاحتفاظ بالقيم المتداولة المشتراة مع مجموعة السندات المملوكة (توظيف رؤوس الأموال) مكنتين بذلك بما تدره عليهم من أرباح.
 - المضاربة على ارتفاع الأسعار، يبيعها عند تحسن أسعارها لتحقيق الربح.
 - الجمع بين الغرضين سالف الذكر، فيحصلون على الفوائد عند بقاء هذه الأوراق بحوزتهم والأرباح عند بيعها مغتتمين فرصة تحسن السعر، وتتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة عدة عناصر من شأنها أن تعين بوضوح الصفقة والتي تتمثل فيما يلي :
 - صلاحية الأمر .
 - نوع وصفة الورقة المالية .

⁽¹⁾ : صافي وليد والبكري أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الإسكندرية، ط1، 2009، ص232.

⁽²⁾ : P.OLIVIER, Op-cit,2000, pP 95-97.

- تحديد السعر المرغوب من طرف المتعامل لتنفيذ أوامره .
- كمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة .

ويمكن إجراء الصفقات على أية كمية خلافا لما هو متعامل به بصدد العمليات الآجلة، والتي لا يمكن التعامل بها مجد أدنى يعين مسبقا في لائحة الأسعار، أما أسعار الأوراق المالية فيحدددها قانون العرض والطلب نظرا لتوفر حرية المنافسة .

ويجري عادة إعلام العميل بالصفقات المعقودة لحسابه من قبل السمسار خلال 24 ساعة من إغلاق البورصة، فإذا لم يعترض العميل على الصفقة بعد تبليغه هذا الإشعار اعتبر الأمر مبرما وترتب عليه إبرام الصفقة .

الفرع الثاني : العمليات الآجلة للبورصة

تتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة، بل بعد فترة تعين مسبقا تدعى موعد التصفية، وتجري هذه التصفية عادة في كل شهر مرة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة .

وعملا بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين فإنه يفرض تقديم تأمين مالي يدعى بالتغطية يكون على شكل نقود أو أصول مالية أو ذهب، ويخصص لتأمين الوسيط في البورصة ضد أخطار خسائر عميله .

الأصول المالية المكونة للتغطية تقيم رسميا بقيمتها البورصية ويشترط فيها :

- أن تتسم بالسيولة العالية .
- التغطية لا يجب أن تكون مكونة من نفس القيم محل الصفقة .
- الوفرة .

في مثل هذه العمليات قد يتولى الوسيط تقديم القروض اللازمة لمتعاملهم قصد شراء الأوراق المالية المطلوبة، وهذا الوسيط يلجأ بدوره إلى الاقتراض من المؤسسات البنكية بضمان الأوراق المالية موضوع الصفقة (الشراء النقدي الجزئي)، وتنقسم العمليات الآجلة لعدة أنواع :

- العمليات الآجلة القطعية وهي عمليات يتم بموجبها تحديد موعد تنفيذها في وقت محدد يدعى موعد التسوية، فلا مجال للتراجع عند تنفيذ العقد مما يجعل خسارة أحد الطرفين أكيدة حجمها يقتصر على عدد الأوراق المالية محل الصفقة، وترفع لحالة استثنائية وضعية وحيدة لا يقع فيها المتعاقدان في الخسارة وقت يكون السعر يوم التصفية معادلا لسعر التعاقد .

- العمليات الآجلة بشرط التعويض وهي المعاملات التي ترفع المشتري لحالة الامتياز في اتخاذ قراره بتنفيذ العقد من عدمه في اليوم السابق لتاريخ التصفية (جواب الشرط) على أن يلتزم بدفع تعويض يتم تحديده وقت إبرام العقد في حالة الامتناع عن التنفيذ، ويتضمن الأمر في هذا النوع من العمليات العناصر :

السعر، مقدار التعويض وأجل التصفية .

- العمليات الآجلة بشرط الزيادة (الخيار) وهذه الصفقة تعطي الحق لكل المتعاقدين من إتمام الصفقة حيث تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين على أن يدفع تعويض للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الخيار وهناك نوعان من حق الخيار: حق الشراء وحق البيع .

- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء (الخيارين) إذ يكون للمتعاقدين حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، وترتكز هذه العمليات على سعرين وللمتعامل حق الخيار في الشراء بالسعر الأعلى، أو البيع بالسعر الأدنى، ويمكن التمييز بين حالتين :

* بقاء السعر متذبذبا بين الحد الأدنى والأقصى : فاختيار أحد الطرفين لوضعية معينة ستكون في صالح الطرف الآخر.

* حالة عدم بقاء السعر متذبذبا بين الحد الأدنى والأقصى : تختار الوضعية على حسب اتجاه الأسعار الجارية (مشتري أو بائع)، ويكون المتعاقد الذي اختار الوضعية قد حقق ربحا .

- المراجحة و الوضعية وعادة ما يكون في هذه الحالة عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من طرف المشتري أكبر بكثير من تلك الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من طرف البائعين، ويتم البحث عن ممولين يقدمون الأموال لإنقاص المشتري مقابل دفع عمولة تسمى المراجحة، وفي الحالة المعاكسة يبحث البائعون عن كمية من الأوراق المالية والتي يقبل مالكيها التنازل عليها مقابل عمولة تعرف بالوضعية .

المطلب الثالث : الأوراق المالية

نظرا لتفاوت ميول المستثمرين نحو قبول درجة المخاطرة التي يمكن تحملها، تلجأ الشركات إلى إصدار عدة أنواع من الأسهم، كل نوع منها يقدم صفقة مختلفة من العائد والمخاطرة المتوقعة، ويمكن تقسيم أنواع أسهم رأس المال إلى نوعين هما أسهم عادية وأسهم ممتازة .

الفرع الأول : الأوراق المالية التي تمثل ملكية للشركة

1- الأسهم العادية

السهم العادي عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، (*) ويتمتع صاحبه بمجموعة من الحقوق كفلها القانون لحمايته يمكن ذكر أهمها فيما يلي (1):

- إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر، إذ لا يحق للمساهم مطالبة الشركة بإعادة قيمة الأسهم، بل يلجأ لبيعها في أسواق المال .

(1) : عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق استثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000، ص 38-40 .

(*) : للسهم العادي ثلاث قيم :قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية تمثل السعر الحقيقي للسهم العادي .

- الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها في نهاية السنة المالية، ولا يحق للمساهم الحصول على الأرباح إلا عند تحقيقها واتخاذ القرار بتوزيعها، وبعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم .
- الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة.
- الحق في حضور وبالتالي التصويت في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم التي يمتلكها .
- الحق في الاشتراك في أصول الشركة عند بيعها بمناصفة تصفيتها، وبعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى .
- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها ولهذا الحق مزايا عديدة أهمها :
 - المحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لفئات المكتتبين.
 - المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح غير الموزعة، وأيضا الاحتياطات في حالة بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية.
- حق الترشح لمجلس الإدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة .

2- الأسهم الممتازة

- يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وله قيمة اسمية، قيمة سوقية وقيمة دفترية، وبالرغم أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، لسداد قيمته بأحد الطرق⁽¹⁾ .
- قيام الشركة بشراء الأسهم الممتازة من أسواق، فإلغائها .
 - استدعاء الأسهم الممتازة، أو جزء منها وتسديد قيمتها لأصحابها على أن يوجد نص في نظام إصدار هذه الأسهم يخول للشركة فعل ذلك، وتمتع الأسهم الممتازة بجملة من الخصائص تتمثل فيما يلي⁽²⁾ :
 - تخول لحاملها الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية .
 - الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح .
 - لا يمنح لحاملها الحق في التصويت إلا في حالة مواجهة مشكلات عويصة .
 - تخول الحق لأصحابها في الحصول على توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم .
 - تعطي لحاملها الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على التوزيعات المستحقة لهم عن سنوات سابقة .
 - إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمنشأة .
 - ويعاب على التمويل بالأسهم الممتازة ارتفاع تكلفتها لأن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخصم من وعاء الضريبة، وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي وحاملها يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين فيطلبون بذلك عائدا أعلى .

⁽¹⁾ : رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 252 .

⁽²⁾: GITMAN LAWRENCE et AUTRES, Investissement et marchés financières, Pearson education, Paris, 2008, PP234-242.

الفرع الثاني : الأوراق المالية التي تمثل ديناً على الشركة

يعد السند أحد أشكال الاستثمار في الأصول المالية، فهو عبارة عن صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند (المقرض) برد القيمة المدونة على السند، بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند (المقرض) وذلك خلال فترة زمنية متفق عليها، ويتم إصدار السندات بواسطة منشآت الأعمال والحكومات .
ويتميز السند عن غيره من الأوراق المالية بما يلي (1):

1- الكوبون

هو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند خلال حياة السند، ويتحدد معدل الكوبون للسند اعتماداً على أسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات التي لها نفس درجة المخاطرة .

2- تاريخ الاستحقاق

تشير فترة الاستحقاق إلى عدد السنوات التي بعدها يحصل حامل السند على القيمة الاسمية للسند، والجدير بالذكر أن فترة الاستحقاق تحدد عدد مرات حصول المستثمر على الفوائد، إلا أنه يجب الانتباه إلى أن الشركات في حالة إصدارها لسندات قابلة للاستدعاء، فإن تاريخ الاستحقاق يصبح غير ذي أهمية، ويمكن الإشارة إلى أنه يجب التمييز بين تاريخ الاستحقاق الفعلي وتاريخ الاستحقاق الأصلي (*).

3- القيمة الاسمية

وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق، ولكن نادراً ما يباع السند بقيمته الاسمية حيث أن للسند قيمة سوقية تتوقف على معدل الكوبون مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات مماثلة تضمن نفس مقدار المخاطر .

4- شروط نقل الملكية

قد يصدر السند لحامله إذ يمكن نقل الملكية عن طريق البيع أو التنازل (قابل للتداول)، أما السند الاسمي حيث يتم تسجيل السند في سجلات المؤسسة باسم مالك السند، فلا يتم نقل الملكية إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد في سجلات المؤسسة .

وتحدد المؤسسة معدل الكوبون لكلا النوعين على ضوء عدد من المتغيرات، تتمثل فيما يلي :

مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في تواريخ الاستحقاق، والمركز الائتماني للمؤسسة، وما إذا كان السند قابلاً للتحويل إلى سهم عادي، ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، والرهونات المتاحة لخدمة الإصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، وحجم المؤسسة وغيرها .

(1) : إبراهيم سلطان وآخرون، مرجع سابق، ص ص 248-249.

(*) - تاريخ الاستحقاق الفعلي يشير إلى الفترة الزمنية المتبقية على استحقاق السند .

- تاريخ الاستحقاق الأصلي هو التاريخ الوارد في نشرة الإصدار .

إن وجود شرط الاستدعاء يؤثر على فترة حياة السند، والاستدعاء نوعان: استدعاء مفتوح واستدعاء مؤجل.

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات التي تتداول في أسواق رأس المال منها :
سندات لا تحمل معدل كوبون، سندات ذات معدل فائدة متحرك، السندات الرديئة، السندات ذات الدخل، سندات المشاركة، السندات الدائمة، الأوراق المالية الحكومية .

الفرع الثالث : أوراق مالية أخرى

تدخل الأصول المالية الأخرى غير الثلاثة أنواع السابقة، فهي تشمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كالقروض القابلة للتحويل إلى أسهم وصكوك الشراء اللاحقة .

1- الأوراق المالية القابلة للتحويل⁽¹⁾

تتمثل هذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها المؤسسة، وتعطي الحق لحاملها اختيارياً لتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية، وإضافة هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها، فهذه الأوراق ميزتان أساسيتان :

- الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شراء هذه الأوراق (معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون كعائد للسهم الممتاز) .

- التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره .

وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ولا يتوقع التلويح باستخدام شرط الاستدعاء عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل^(*)، وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل مما يعني أن معدل التحويل يتمثل في ناتج قسمة القيمة الاسمية للسند على سعر التحويل.

2- صكوك الشراء اللاحقة

هي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها المؤسسة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه، وهذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم المؤسسة في تاريخ لاحق، وبسعر محدد مسبقاً دون أن يفقد وضعه كدائن، ويصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه

(1) : ضياء مجيد، مرجع سابق، 2003، ص 47 .

(*) : معدل التحويل يمثل عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل .

العملية، وهذه الصكوك بهذا المعنى توفر الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار، هذا ويتم تقدير قيمة حق الشراء كما يلي: ⁽¹⁾

$$ف ت = (س ت - س) \times 1/ل$$

حيث أن:

- س ت : قيمة السهم السوقية في اللحظة ت .
- س : سعر ممارسة الحق يفرض أنه ثابت (القيمة الفعلية) .
- ل : عدد الحقوق الضرورية للحصول على سهم بالسعر س .
- ف ت : القيمة النظرية لحق الشراء عند اللحظة ت .

المبحث الثالث : تقنيات عمل بورصة الأوراق المالية

ينحصر التعامل في البورصة على الأوراق المالية التي قررت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبولها للتعامل، وكذا قيدها في جدول الأسعار الرسمي، ويعد ذلك وسيلة من أحسن وسائل الإعلان والدعاية المجانية للمؤسسة، وإتمام عملية التداول والاتجار في الأوراق المالية عادة ما يشترط توافر عدد من الترتيبات: نوع الأمر الذي يجب تنفيذه، وتكلفة إتمام العملية .

تأسيسا على ما تقدم، ولتوضيح قواعد وإجراءات العمل بالبورصة يتم تناوؤها ضمن المطالب الآتية:

- أوامر البورصة والتسعير فيها؛
- إجراءات المعاملات وتكاليف تنفيذ الأوامر ؛
- السيولة والكفاءة .

المطلب الأول : التسعير والأوامر في البورصة

يشترط في السوق المنظمة أن يتم تداول الأوراق المالية المسجلة فيها، وذلك داخل صالة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها، وفقا لطريقة التداول المتفق عليها، على أن تتولى الهيئة المشرفة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المسجلة في التسعيرة الرسمية .

⁽¹⁾ : عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2، 2007، ص 381 .

الفرع الأول : التسعير في البورصة

يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، وغايتها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة، هذا وتتضح بورصة الأوراق المالية شروط خاصة لقبول الأوراق المالية في جدول التسعيرة، محافظة منها على مستوى الأوراق المالية الموضوعة في التداول، وضمانا للمتعاملين فيها، ولا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ومن بين تلك البيانات الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع للجمهور، وكذا السعر المحدد للبيع لبعض الفئات الخاصة كالملاك الحاليين للمؤسسة، وميزانية عمومية تفصيلية، وقائمة دخل تفصيلية عن الثلاث سنوات السابقة، ونسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص، هذا ويتولى البنك المنشئ إرسال صورة من البيانات _ بعد اعتمادها من اللجنة _ إلى المستثمرين المختصين الذين قد يرغبون في شراء الورقة، أما في حالة الإصدارات الحكومية فلا تقدم أي بيانات للجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع بذلك لحالة استثنائية .⁽¹⁾

وشطب الأوراق المالية من جدول الأسعار يكون بناء على قرار لجنة البورصة، وبأغلبية 2/3 من الأصوات، وذلك إذا لم تعد تستوفي الشروط المقررة لقبولها، وكذلك إذا أشهر إفلاس الشركة ذات الشأن. يضاف لما سبق الأوراق المالية للشركات التي لا تتقيد بالالتزامات المنصوص عليها وذلك بعد منحها إنذارا من قبل لجنة البورصة .

وعملية التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء يعرف أكثر من بديل، فبجانب نظام الصالة الواحدة للتداول أو ما يعرف بالتسعير الدوري، هناك نظام تداول إلكتروني أو ما يعرف بالتسعير المستمر .⁽²⁾

الفرع الثاني : أوامر البورصة

يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة، أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له، وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة .

⁽¹⁾ : شعون شعون، مرجع سابق، 1993، ص ص 46-47.

⁽²⁾: P.BALLEY .Op-cit, 2000, P24.

1- الأوامر المحددة لسعر وتلك المحددة لوقت التنفيذ

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، ويشتمل أساسا على⁽¹⁾:

1-1- أوامر السوق

بمقتضى هذا الأمر يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق محدودة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به .

1-2- الأوامر المحددة

في الأوامر المحددة يضع العميل سعرا معيناً لا تنفذ الصفقة عند سعر سوق أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، وعلى عكس أمر السوق فإن المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة، ويعاب على هذه الطريقة عدم إمكانية تنفيذ الصفقة إما في حالة عدم تساوي سعر السوق مع السعر المحدد أو بسبب قاعدة الأمر الوارد أولا ينفذ أولا .

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها من عدمه وهي:

1-3- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر

يستمر الأمر لمدة يوم واحد في التعامل، وهو ساري المفعول حتى يتم انتهاء اليوم، أو تنفيذه، أو إيقافه بواسطة العميل، وتعتبر أوامر السوق غالبا أوامر يومية نظرا لعدم تحديد السعر بها، أما الأمر الأسبوعي فيظل ساري المفعول حتى إغلاق التعامل بالبورصة في نهاية الأسبوع، وأخيرا الأوامر الشهرية والتي تنتهي مع نهاية التعامل في آخر يوم للتعامل في الشهر الذي يتم فيه إصدار وإدخال الأمر.

1-4- الأوامر المفتوحة

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاؤه.

2- الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ

من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، والأمر المفتوح بسعر محدد⁽²⁾.

(1) : عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص 60-63.

(2) : منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، ط2، 2006، ص 130 .

2-1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة، الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر .

2-2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين

يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه .

3- الأوامر الخاصة

يتم في هذا الفرع عرض ومناقشة مجموعة من الأوامر ذات الطابع الخاص لتنفيذ الصفقات المالية كما يلي: (1)

3-1- أوامر الإيقاف

يمكن استخدام أوامر الإيقاف لحماية الأرباح التي يتم تحقيقها أو لتخفيض حجم الخسائر، وتعد أوامر الإيقاف من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، إلا أنها تختلف عنها في الهدف وإجراءات التطبيق .
يعامل أمر إيقاف البيع معاملة أمر السوق، عند وصول سعر التعامل إلى سعر الإيقاف أو سعر أدنى منه، كذلك يعامل أمر الإيقاف للشراء كأمر سوق عندما يتم الوصول إلى سعر الإيقاف أو عند سعر أعلى منه، وعلى ذلك يتم تحديد سعر الإيقاف للبيع عند سعر أقل من السعر الجاري بالسوق ويتم تحديد سعر أمر إيقاف الشراء عند سعر أعلى من سعر السوق .

3-2- الأوامر المحددة للإيقاف

تستخدم أوامر الإيقاف المحددة أساساً كأداة للتغلب على عدم التأكد المرتبطة بأوامر الإيقاف، ويقصد به عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ بعد أن يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق، وتعطي أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد، يمثل الحد الأقصى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالشراء، ويمثل الحد الأدنى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالبيع، أي أنه غير قابل للتحويل تحت أي ظرف من الظروف إلى أمر سوق مما يجعله أكثر مخاطرة لاستحالة تنفيذه .

3-3- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال

يسمح هذا النوع من الأوامر للسماح بأن يقوم بملاً الأمر الخاص بالمستثمر، وتكون له الحرية الكاملة في تقرير نوع الورقة واتجاه التصرف (بيع أو شراء)، ويتطلب هذا النوع من الأوامر وجود ثقة عالية في قدرة وحكمة السماسر في تنفيذ العمليات .

(1): GITMAN LAWRENCE et AUTRES, Op-cit, 2008, P61.

المطلب الثاني : إجراءات المعاملات وتكاليف تنفيذ الأوامر في البورصة

تسفر عملية إبرام الصفقات بالبورصة عادة على تكاليف متعددة، وتقتضي إتباع إجراءات المعاملات بعملية التسوية، مما يضمن انتقال ملكية الأصول محل الصفقة للمشتري وتسليم النقود للبائع .

الفرع الأول : إجراءات المعاملات في البورصة

تبدأ العملية بقيام العميل بالاتصال بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة المسجل في منطقتة بغية الحصول على المعلومات المطلوبة عن الأسهم، والتي على أساسها يتخذ العميل قراره بإصدار أمر تسجيل بياناته مضاف إليها الرمز المحدد للسهم المطلوب التعامل عليه على مطبوعات خاصة، يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة (إدارة الأوامر)، والتي على مستواها يحدد مكان التعامل على هذا السهم، ويمكن بذلك التمييز بين حالتين:⁽¹⁾

- إذا كان السهم يتعامل عليه في إحدى البورصات تقوم الإدارة التجارية بإبلاغ الأمر إلى مقر البورصة، ويتم ذلك من خلال النظام الإلكتروني المعمول به أو بالطريقة التقليدية (الهاتف)، وبمجرد وصول الأمر يتم الاتصال بالسمسار الوكيل، وإبلاغه بوصول الأمر وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة البورصة، ويتكفل السمسار الوكيل بتنفيذ الأمر ثم يقوم بإرسال نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي المحلي الذي استلم الأمر من البداية، لكي يبلغه إلى العميل وتأكيدا على تنفيذ الأمر ترسل الإدارة التجارية خطابا بريديا للعميل .

_ في حالة الأسهم المسجلة بالأسواق غير المنظمة يتم إجراء الصفقة باتصال الإدارة التجارية ببيوت السمسرة التي تتعامل في ذلك السهم، كما يمكن أن يتم ذلك من خلال طرق الحاسوب المتصل بالنظام الإلكتروني للمعلومات لتلك الأسواق الذي يطلق عليه نازداك وبالوقوف على الأسعار من أكثر من مصدر، يمكن للإدارة التجارية إبرام الصفقة عند أفضل سعر ممكن، وبمجرد إتمام الصفقة تقوم الإدارة التجارية بإبلاغ المدير التنفيذي المحلي لتكتمل الدورة على ذات النحو الذي سبقت الإشارة إليه.⁽²⁾

الفرع الثاني : كيفية سداد قيمة الصفقات في البورصة

يقصد بتسوية الصفقة تسليم الأوراق واستلام النقود وهو ما ينبغي أن يتم خلال خمسة أيام عمل من تاريخ تنفيذ الصفقة، تدفع قيمة الصفقة مضافا إليها قيمة العمولة والرسوم الإضافية للسمسار هذا الأخير الذي يتكفل في ذات اليوم بتصفية حساب العملية مع المتخصص الذي باع له الأوراق، وبذلك يصبح المشتري

⁽¹⁾ : منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، ط2، 2006، ص 166 .

⁽²⁾ : P. OLIVIER, Op-cit, P 90.

المالك القانوني للأوراق محل الصفقة، وفي حالة الشراء النقدي يتم انتقال الملكية وتسليم النقود في نفس اليوم الذي نفذ فيه الأمر. أما فيما يتعلق بشهادات ملكية الأسهم _ والتي قد تنتقل باسم بيت السمسرة _ المتعامل معه _ فللمشتري الحق أن يتسلمها أو يحتفظ بها في خزانة السمسار وفي الحالة الأخيرة بتسليم المشتري إقرار شهري من بيت السمسرة يؤكد ملكيته للأسهم. هذا عن الأوراق التي يتم تنفيذها عن طريق المتخصصين، أما إذا تم التنفيذ من خلال بيوت السمسرة ذاتها في البورصة، أو في السوق غير المنظمة، فإن تسوية الحسابات تأخذ إحدى الصور الآتية :⁽¹⁾

- التسليم المباشر وهو الأسلوب الشائع .
- الاستعانة ببيوت السمسرة الكبيرة التي تقوم نيابة عن بيوت السمسرة الصغيرة بتصفية حساباتها وتسليمها، أو تسلم منها الرصيد النهائي من النقدية والأوراق المالية عن كافة عملياتها خلال فترة معينة .
- تعهد فيه عملية تسوية الحسابات إلى مؤسسة قومية متخصصة تعمل مع بيوت السمسرة حيث تمسك لكل بيت سمسرة حساب، وتحدد رصيده الدائن أو المدين مع بيوت السمسرة الأخرى الأعضاء في تلك المؤسسة .

الفرع الثالث : تكلفة تنفيذ الأوامر في البورصة

يستند قيام المستثمر بتكوين محفظة للأوراق المالية على قاعدة توزيع المخاطر من جهة، وقاعدة تعظيم العائد من جهة أخرى، وعلى ذكر هذه الأخيرة فإنه يتعين على المستثمر انتقاء الصفقات التي تؤمن هامش ربح متوقع يفوق مجموع تكاليفها المباشرة وغير المباشرة :⁽²⁾

1- التكاليف المباشرة

وتنطوي على تكاليف المعاملات فهي تعادل 4% من قيمة الورقة المالية تقريبا، ويمكن تقديم التكاليف المباشرة كما يلي :

1-2- عمولات السمسرة

يعد هذا البند من أهم أنواع بنود التكاليف المصاحبة لكل عملية، وتحدد تلقائيا وتتناسب عكسا مع كل من حجم الصفقة وعدد مرات التعامل أو التداول بين السمسار والمستثمر، وطرذا مع نوع الخدمات التي يقدمها السمسار، لذا غالبا ما يفضل صغار المستثمرين التعامل مع بيوت الخضم التي تقتصر مهامها على تقديم خدمات لإتمام العملية دون تجاوزها لخدمات إضافية كتلك المقدمة من طرف بيوت السمسرة .

1-2-2- ربح صانع السوق

عادة ما يشار للفرق بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها بربح صانع السوق أو المدى، ويمثل بذلك لقاء أتعاب صانع السوق نتيجة وساطته بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، ويقوم صانع السوق بالاحتفاظ بمخزون

⁽¹⁾ : منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، 2006، ص ص 533-534.

⁽²⁾: GEORGES CASALIS et autres, Op-cit, 2000,P65.

كاف من الأسهم، انتظارا للمشتري الذي يرغب في شرائها، أما ثمن الانتظار فيتمثل في تكلفة الاحتفاظ بذلك المخزون مقابل المخاطر التي يتعرض لها نتيجة عدم إمكانية تحقيق تنوع كفاء في الأوراق المالية، أو نتيجة لاحتمال ارتفاع أسعار الفائدة بالإضافة إلى تكاليف نقص المعلومات لدى صانع السوق .

1-3- الخصم على السعر

هو عبارة عن خصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع والذي يتوقف على متغيرات كثيرة منها ما يتعلق بظروف السوق، ومنها ما يتعلق بظروف المستثمر .

1-4- الضرائب و الرسوم المستحقة على الأطراف المتعاملة في البورصة

تجدر الإشارة إلى أن مثل هذه الضرائب والرسوم يتم فرضها من طرف الحكومة من جهة، واللجنة المختصة بالأوراق المالية في البورصة من جانب آخر. وتعد هذه النسبة أقل نسبيا بالمقارنة بالعمولات الأخرى، ويلاحظ شيوع فرض ضرائب تصاعدية على الأوراق المالية.

ففي نيويورك مثلا _ تفرض ضريبة مبيعات مقدارها 1 سنت على كل سهم يباع بسعر أقل من \$5 ، 2 سنت على الأسهم التي يتراوح أسعارها بين 5 و \$9 و 3 سنت على كل سهم يتراوح سعره بين 10، 99 و \$19، 5 سنت على كل سهم يتجاوز 99 و \$19 ، وفي كل الأحوال تضاف تكلفة مقدارها 1 سنت على كل \$500 مبيعات أوراق مالية، ويتحمل هذه التكلفة بائع الأوراق المالية.

1-5- عمولات البنوك

عادة ما يعتمد المتعاملون لإيداع أوامرهم لدى البنك الذي يتكفل بتنفيذها، ويكون ذلك مقابل عمولة تضاف إلى عمولة السمسرة، لذا فان أغلبية المتعاملين يفضلون التعامل عن طريق الوكيل أو السمسار مباشرة تجنبا منهم لازدواجية العمولة .

يضاف لما سبق ذكره من التكاليف المباشرة، الضرائب على الأرباح الرأسمالية ذلك أن التفاوت بين معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية قد تكون عاملا رئيسيا يدفع المستثمر لتوجيه أمواله إلى أسهم منشأة ما دون أخرى .

2- التكاليف غير المباشرة

وتشمل هذه التكاليف ما يلي :

2-1- تكلفة الفرصة البديلة

وتتمثل في عائد الفرصة الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى .

2-2- تكلفة الوقت والجهد

وتتمثل في تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها .

ويضاف لما سبق ذكره من التكاليف غير المباشرة تكلفة القلق الذي ينتاب المستثمرين في البورصة، خوفاً من تدهور أسعار الأوراق المالية المكونة لمحفظةهم .

وعلى المستثمر أن يأخذ كل هذه التكاليف بعين الاعتبار أثناء القيام بالعملية الاستثمارية، بكون لكل منها تأثير على هامش الربح المحتمل الحصول عليه، ولا يجب التردد إذا تطلب الأمر، طلب الاستشارة من المختصين في هذا المجال .

المطلب الثالث : سيولة، كفاءة ومؤشرات البورصة

تسمح دراسة المؤشرات للمختصين إمكانية إعطاء حكم تقريبي خاص بالتوجهات المحتملة مستقبلاً لسوق معينة، وآثارها على أسعار الأوراق المالية، وللسوق الجيد عدة سمات: دقة وسرعة وصول المعلومات، كفاءة التسعير والتشغيل، وعدالة السوق، والسوق الجيدة من هذا المنطلق هي سوق تتسم بالكفاءة وتحقق قدراً من السيولة لما يتداول فيها من أوراق .

الفرع الأول : سيولة السوق (1)

يراد بالسيولة في هذا المقام، اجتماع جملة الخصائص التي إن وجدت في السوق سمحت بتحقيق تسويق الورقة المالية بالبيع والشراء بسهولة ويسر، وذلك بسعر عادل يقترب كثيراً من السعر الذي نفذت به آخر عملية على الورقة ذاتها، مع بقاء العوامل المؤثرة على تحديد الأسعار ثابتة .

تكتسي سيولة الأوراق المالية أهمية بالغة سواء بالنسبة للمؤسسة المصدرة لهذه الأوراق، أو المستثمرين بشكل عام، ولعل من أهم آثار ارتفاع سيولة الورقة المالية هو زيادة إقبال المستثمرين على تداول مثل هذه الأوراق مما يكسب المؤسسة ثقة كبيرة في نفسها، إذ تباع أسهمها بقيمة عالية على النحو الذي يرفع من حصيلة إصداراتها .

والورقة المالية ضعيفة السيولة قد لا ينجذب نحوها الجمهور العريض نظراً لصعوبة تداولها، ولا يقبلون على التعامل في هذه الأوراق إلا بالسعر المنخفض إلى المستوى الذي قد يحقق لهم دخلاً مناسباً يسمح لهم بتغطية التكاليف التي قد تلحق بهم عندما يريدون التخلص منها بالبيع .

ما تجدر الإشارة إليه في هذا المقام أن المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار على المدى القصير يكونون مستعدين تمام الاستعداد لدفع أسعار عالية لشراء الورقة المالية التي يتسم هامشها بالانخفاض، ويتميز سوقها بدرجة عالية من السيولة، أما المستثمرون الذين يرغبون في الاستثمار على المدى الطويل فيشترون الورقة المالية

(1) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص216.

في مقابل هامش كبير بسبب ضعف سيولتها، وذلك طالما أن نصيب الوحدة الزمنية من تلك التكاليف سيكون صغيراً أي انخفاض تأثير ضعف السيولة على القيمة السوقية للورقة المالية .

تحدد القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عنها، محصومة بمعدل خصم يعكس حجم المخاطر المنتظمة، مع إهمال تام للمخاطر غير المنتظمة لا سيما مخاطر ضعف السيولة. لذا يستوجب تعديل النموذج بإضافة معامل للتعويض عن مخاطر السيولة _ هامش ربح صانع السوق _ بهدف تخفيض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الورقة، بما يعكس أثر مخاطر ضعف السيولة .

ويوجد العديد من الطرق لقياس سيولة سوق ورقة مالية معينة هي: هامش ربح صانع السوق، نسبة السيولة، معدل الدوران.

الفرع الثاني : كفاءة السوق

مفهوم كفاءة السوق يتجلى في كونه تلك السوق التي تتساوى فيها القيمة السوقية للأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، وتتوقف كفاءة سوق رأس المال عموماً على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها، وكفاءة السوق ضمانها وجود عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء، مما يدفعهم للبحث عن المعلومات بهدف تحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ للاستفادة منها، مما يؤدي إلى تغير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمته الحقيقية، وحينئذ يتحقق للسوق الكفاءة التي ينشدها دون أن يحقق أي منهم أرباحاً غير عادية .

ولا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق إلا بتوافر جملة الدعائم والشروط في الجوانب المتعلقة بما يلي: (1)

1- كفاءة تنظيم السوق

تساهم العديد من العوامل في تحديد الكفاءة التنظيمية للسوق، ويمكن ذكر هذه العوامل مع شيء من الشرح كما يلي :

1-1- وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق

حيث يتم تضمين ذلك في مرشد يوضح القواعد التنظيمية المتعلقة باختصاصات السوق، وكذا صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على إدارتها .

1-2- تنظيم مهنة الوساطة

إن تحديد صلاحيات الوسطاء الماليين ومسؤولياتهم وتحقيق عامل الرقابة الصارمة على هذه المهنة من شأنه أن يكفل تنفيذ مختلف أوامر البورصة المقدمة حسب الاتفاق، وحتى تتحقق كفاءة تنظيم مهنة الوساطة فانه

(1) : عبد الفتاح عبد السلام، محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، 2001، ص53.

(2) : محمود حمزة الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص131.

ينبغي بذل العناية المطلوبة بغية توفير جملة من الضوابط منها على الخصوص: وضع ميثاق لأخلاقيات المهنة، الشروط الواجب توافرها في من يمارس هذه المهنة، وجود اتحاد للمهنة يسهر على تنظيم أداؤها ومراقبة أعمالها.

1-3- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها

يتطلب وضع التشريعات اللازمة والملائمة التي تستوعب السوق في حاضرها ومستقبلها، حيث أنها تتمكن من مسايرة توسعها الطبيعي سواء في جانب إمكانية استقطابها لمعاملين جدد، أو قدرتها في الرفع من حجم تداولها، كما يتعين ضمان التطبيق الفعلي لهذه التشريعات والقوانين التنظيمية لعمل السوق، وكذا السهر على الالتزام بكافة القرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على السوق قصد تحسين أداؤها.

1-4- تحقيق رقابة الأجهزة المختصة

وتحقق الرقابة من طرف الجهات الوصية على السوق والمعينة غالبا من قبل الوزارة الوصية (المكلفة بالمالية) وكذا اللجان التي يتم تكوينها لهذا الغرض من قبل أصحاب المهنة.

2- الكفاءة التقنية للسوق

ومن أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي :

1-2- التنوع في الأدوات المالية

ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنوع مرضي (قطاعي ودولي) بما يحقق لأصحاب هذه المحافظ الحصول على عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة.

2-2- إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة وكذا آخر للمقاصة والتسويات.

2-3- التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة

لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق إلا إذا كانت السوق تتعقد بشكل دوري كما ينبغي أن تتصف بالحركية الدائمة، مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة، كما أنه من الضروري وجود صناع سوق للمساهمة في توفير سيولة للأوراق المالية.

3- الكفاءة الإعلامية للسوق

وتعرف كذلك بالكفاءة الخارجية للسوق وكذا بكفاءة التسعير، وتعتبر هي الأخرى دعامة أساسية تساهم في المحافظة على استقرار السوق وتحقيق الكفاءة المطلوبة لها.

ويتجلى هذا النوع من الكفاءة في توافر نظام سليم ودقيق، يمكن أن يقدم جميع المعلومات اللازمة والضرورية المساعدة للمعاملين لأن يحسنوا من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ولتحقيق الكفاءة الإعلامية للسوق لا بد من :

- الإفصاح التام والشامل على كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسة المقيدة في البورصة.

- على الهيئات الوصية على السوق أن تلعب دورها في توفير المعلومات للمستثمرين.

- على مهنة المحاسبة والمراجعة أن تلعب دورها في التحقق من مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة .

الفرع الثالث : مؤشرات البورصة.

يعتبر مؤشر البورصة تقنية تعطي لمستعمليه نظرة شاملة على تطور أسعار سوق البورصة في وقت معين، وعادة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر محدودا على عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل على السوق موضوع الدراسة .

ويقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة أوغير المنظمة أو كلاهما، وعادة ما تختار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال، الذي يستهدف المؤشر قياسه، وبما أن نشاط المنشآت التي تداول أوراقها بأسواق رأس المال تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة في ضوء قدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس المال ككل، يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة .

وتتمثل أهم المؤشرات البورصية المستعملة من طرف المتدخلين في كبريات البورصات العالمية الموجودة بالولايات المتحدة الأمريكية، واليابان وفرنسا فيما يلي:⁽¹⁾

أ- المؤشرات البورصية الأكثر شهرة في الولايات المتحدة الأمريكية: نذكرها فيما يلي :

- مؤشرات داوجونز: وهي المؤشرات الأكثر شهرة في العالم والتي يتم نشرها يوميا للإعلان عن الأسعار في بورصة نيويورك، وتحتوي مؤشرات داوجونز على ما يلي:

* مؤشر داوجونز للصناعة : ويتضمن ثلاثين سهما صناعيا .

* مؤشر داوجونز للنقل: وهو مركب من عشرين سهما للنقل.

* مؤشر داوجونز للخدمات العامة: وتحتوي عينته من خمسة عشرة سهما للخدمات العامة.

والمؤشر الجامع لهذه القيم المتداولة التي يرتفع عددها إلى خمس وستين قيمة يسمى بالمؤشر المركب، ونشير إلى ان مؤشرات داوجونز قد عرفت انتقادات كثير وجهت على الخصوص لصغر العينة المثلة للقيم الأخرى. هذا من جهة، وغياب معيار الترجيح وإعطاء الأهمية لأسعار الأسهم من جانب ثاني ذلك أنه يمتاز بكونه موزونا حسب الأسعار. وعليه، فإن مستعملي المؤشرات كثيرا ما يلجؤون إلى مؤشرات أخرى تسمح لهم من تكميل المؤشرات الأولى.

- مؤشرات ستاندار أند بورز 500: أعطيت له قيمة 100 خلال فترة 1941-1943، ويغطي المؤشر المركب لستاندار أند بورز 500 خمسمائة قيمة ويمكن تجزئة هذا المركب إلى مايلي:

* مؤشر لقطاع الصناعة: ويتكون من أربع مائة سهم صناعي.

(1): CAPELLE BLANCARD, Les marchés financières en fiches, Dunod, Paris, 2004, p658.

* مؤشر لقطاع المالي: ويتضمن أربعين سهما ماليا.

* مؤشر لقطاع الخدمات العامة: ويحتوي كذلك على أربعين سهما للخدمات العامة.

* مؤشر لقطاع النقل: ويتبعه عشرين قيمة خاصة بالنقل.

- مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم: ويأخذ بالحسبان كافة القيم المقيدة بوال ستريت حيث يفوق عددها 1500 قيمة.

- مؤشرات آميكس: أساس حسابها 100 وتتم بحوالي 1000 قيمة.

- مؤشرات نازداك: أساس حسابها 100 وتتم بحوالي 2900 قيمة متداولة في السوق الموازية وتستعمل هذه المؤشرات من طرف المختصين وهي غير معروفة كثيرا.

ب- المؤشرات البورصية الأكثر شهرة في اليابان: بخصوص أسعار الأسهم، هناك مؤشرا يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية هما :

* مؤشر نيكاي داوجونز: تم إنشاؤه عام 1950، ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة. وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة 225. بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر. ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

* مؤشر طوبكس: لقد تم إنشاء مؤشر طوبكس سنة 1968، وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس. وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية لكافة المؤسسات المكونة للمؤشر. ومن ثم فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدق من مؤشر نيكاي .

ج- المؤشرات البورصية الأكثر شهرة في فرنسا: ويمكن التمييز بين مؤشرين هما :

* مؤشر كاك40 ويتم حسابه انطلاقا من عينة تتكون من 40 قيمة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر (40 مؤسسة) بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس .

* مؤشر كاك لكافة الأسهم: وهو مؤشر أكبر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية، ويتضمن على 300 مؤسسة وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة.

خلاصة الفصل الأول

مما سبق ذكره، يمكن استخلاص الآتي :

- للعملية التمويلية أهميتها في تحقيق وتيرة نمو اقتصادي مقبول وتنمية شاملة، ولما توفره من موارد مالية لسد احتياجات المؤسسات الاقتصادية وبطرق مختلفة، وتختص سوق رؤوس الأموال بالتمويل طويل الأجل والتي تنقسم إلى سوق أولية (سوق الإصدارات) أين يتم طرح الأوراق المالية لأول مرة، وسوق ثانوية (البورصة) أين يتم التفاوض على الأوراق المالية المصدرة مسبقا.
- تتمتع بورصة الأوراق المالية بتنظيم يمكنها من القيام بوظائفها المختلفة على أتم وجه، والمتمثلة أساسا في : إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية، تأمين المنافسة ووسيلة لالتقاء العرض والطلب، تشجيع الادخار والاستثمار وتوجيههما، وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية والتجارية وتعد البورصة بارومتر .
- ينحصر التعامل في البورصة على الأوراق المالية التي قررت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبولها للتعامل، وكذا قيدها في جدول الأسعار الرسمي، وإتمام عملية التداول والاتجار في الأوراق المالية يكون من خلال أنواع عديدة من الأوامر وتسير إجراءات تنفيذها وتصفية المعاملات في خطوات تضمن السير والسهولة في التنفيذ، كما تتيح أحكام الرقابة على المعاملات، وعادة ما تنطوي عملية التنفيذ على جملة من التكاليف .
- يراد بالسيولة اجتماع جملة من الخصائص التي إن وجدت في السوق سمحت بتحقيق تسويق الورقة المالية بالبيع والشراء بسهولة ويسر، ولها تأثير على القيمة السوقية للورقة المالية، وعلى القيمة السوقية للمنشأة بالتبعية، وعادة ما تقاس بمقاييس متعددة كهامش ربح صانع السوق، نسبة السيولة ومعدل الدوران .
- يقصد بكفاءة السوق التساوي بين القيمة السوقية للأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، ولا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق إلا بتوافر جملة الدعائم والشروط في الجوانب المتعلقة بكفاءة تنظيم السوق، الكفاءة التقنية للسوق، والكفاءة الإعلامية للسوق .
- رغم ما قدم من انتقادات للمؤشر، فإنه يبقى تقنية تعطي لمستعملها نظرة شاملة على تطور أسعار البورصة في وقت معين مما يعني التنبؤ بالوضعية الاقتصادية العامة للبلاد .

الفصل الثاني

أسواق المال واقتصاديات الدول المتقدمة

الفصل الثاني : أسواق المال واقتصاديات الدول المتقدمة

قد يسود الاعتقاد بان أهم الدول الأكثر تقدما في العالم هي من بين تلك الدول التي تنتمي إلى منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، ولعل من أبرز ما يميز دول هذه المجموعة هو بنيتها المالي الذي تتغلب عليه المسحة الرأسمالية ممثلة في وجود أسواق للأوراق المالية تسعى جاهدة إلى تحقيق عملية تمويل الاقتصاد من خلال طرح الأوراق المالية للمؤسسات الاقتصادية حتى تتمكن هذه الأخيرة من المحافظة على طاقتها الإنتاجية وكذا تحقيق توسعها .

وقد تتشابه أسواق الأوراق المالية لهذه الدول في نقاط تعد بمثابة خصائص لها، والتي على أساسها تم اختيار مجموعة من البورصات واعتبارها من البورصات الأكثر تقدما في العالم ممثلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية، بورصة لندن وبورصة طوكيو، توضيح الفكرة يكون من خلال المباحث أدناه :

- عموميات حول الدول المتقدمة؛
- خصائص أسواق المال في الدول المتقدمة؛
- أهم بورصات الدول المتقدمة.

المبحث الأول :عموميات حول الدول المتقدمة .

يشير تعبير الدول المتقدمة إلى الدول التي تتمتع بتطور صناعي وتقني كبيرين أسهما في تحقيق معطيات اقتصادية جيدة، مكنت هذه الدول من توفير حياة ذات مستوى عالي لقسم كبير من مواطنيها وأن يعترف بهذا المستوى عالميا.

تأسيسا على ما سبق ولتوضيح الفكرة، يتم تناولها ضمن المطالب الآتية:

- ماهية الدول المتقدمة؛
- المعطيات الاجتماعية للدول المتقدمة؛
- المعطيات الاقتصادية للدول المتقدمة.

المطلب الأول :ماهية الدول المتقدمة

يتم من خلال هذا المطلب الإشارة لمختلف تعاريف الدول المتقدمة، كما يتم تصنيفها جغرافيا استنادا إلى مؤشر التنمية البشرية .

الفرع الأول : تعريف الدول المتقدمة

منحت بعد الحرب الباردة تعاريف مختلفة للدول المتقدمة إلا أنها تشترك في نفس الفكرة، حيث عرفها " جون دانيالز - الرئيس الأسبق للأكاديمية العالمية للتجارة - الدول المتقدمة بأنها تتكون من دول صناعية ذات دخل عال " (1).

وعرفها البروفسور جورج بريجاك بأنها "الدول الحديثة والصناعية والرأسمالية من أمريكا الشمالية وأوروبا" (2) وتعرف أيضا على أنها " مجموعة الدول التي حققت تقدما في المجال الاقتصادي (أساسا الصناعة)، وتتميز هذه الدول بارتفاع مستوى المعيشة بها وارتفاع الناتج القومي الإجمالي " .

واستنادا إلى برنامج الأمم المتحدة للتنمية فقد منح للدول المتقدمة تعريفين (3) :

-الدول المتقدمة هي الدول التي لديها مؤشر تنمية بشرية أكبر أو يساوي 0.8 .

-الدول المتقدمة هي مجموعة دول منظمة التعاون والتنمية (OCDE)، دول أوروبا الشرقية، دول أوروبا الوسطى، ودول (CEI) .

(1) :DANIEL JOHN, International business: environments and operations ,Prentice hall, Paris, 2007, p 126.

(2) :GEORGE BRYJAK ,Sociology:cultural diversity in a changing world ., Paris, 2000, p 8 .

(3): www.rabac.com/demo/reinter/annmnd/paysemer.htm, consulté le 10/08/2010.

فالدول المتقدمة هي دول قوية التصنيع، تمتاز بارتفاع الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع المستوى المعيشي لأغلبية مواطنيها، وهي تمثل ذلك الجزء من الاقتصاد العالمي الذي يفضل حرية انتقال السلع، رؤوس الأموال، الخدمات والأشخاص وتكون كل من السوق، السعر والديمقراطية مصطلحات رئيسية لهذه الدول والتي تعكس الأفكار الأنكلوسكسونية .

الفرع الثاني : التوزيع الجغرافي لاقتصاديات الدول المتقدمة

يمكن تجميع اقتصاديات الدول المتقدمة بالاعتماد على مؤشر التنمية البشرية وتقسيمها جغرافيا كما يلي :⁽¹⁾

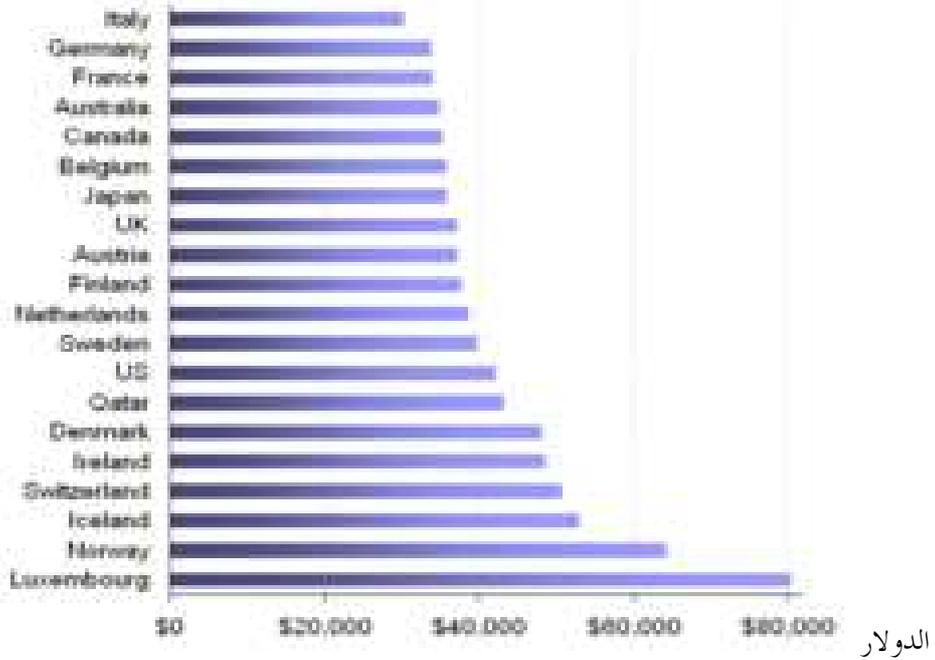
- أمريكا وتضم كندا، الولايات المتحدة الأمريكية، برباد بنسب للمؤشر تتراوح بين 0.903 و 0.966 .
- آسيا وتضم اليابان، التايوان، كوريا الجنوبية بنسب للمؤشر تتراوح بين 0.937 و 0.960 .
- أوروبا وتضم ألمانيا، اندور، اوتريش، بلجيكا، شيبير، الدانمارك، اسبانيا، لوكسمبورغ، فنلندا، فرنسا، اليونان، ايرلندا، ازلندا، ايطاليا، مالطا، موناكو، النرويج، المملكة المتحدة البريطانية، البرتغال، التشيك، سلوفانيا، السويد، سويسرا بنسب للمؤشر تتراوح بين 0.902 و 0.971 .
- اوقيانيا وتضم استراليا، نيوزلندا بنسب للمؤشر 0.97 و 0.95 على التوالي .

ما يلاحظ في هذا التصنيف هو أن قيمة مؤشر التنمية البشرية يفوق 0.8 في هذه الدول، وهذا يدل على ارتفاع متوسط العمر وانعدام الأمية وارتفاع مستويات المعيشة والتعليم بالنسبة لها مما يعكس اثر السياسات الاقتصادية على نوعية الحياة، هذا وتميز الدول المتقدمة بارتفاع متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، إذ يتراوح بين 30000 و 81000 بالنسبة للفرد وتعد مرتفعة مقارنة بالدول الناشئة لتؤكد من جديد مستوى التنمية الاقتصادية والرفاه الاجتماعي ومستوى التنمية البشرية في هذه الدول، وهذا ما يبينه الشكل أدناه .

⁽¹⁾: www.europeanequities.nyx.com, consulté le 03/05/2011.

الشكل رقم(1): أعلى 20 دولة من حيث متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وفق أرقام صندوق النقد الدولي

البلد



المصدر : europeanequities.nyx.com, Op-cit, consulté le 03/05/2011

المطلب الثاني : المعطيات الاجتماعية للدول المتقدمة

تمتاز مجتمعات الدول المتقدمة بمستوى عال من الرفاهية، يترجم عموماً بارتفاع مستويات التعليم وأنظمة رعاية صحية جيدة تحتل المراتب الأولى عالمياً.

الفرع الأول : الصحة⁽¹⁾

يتمتع سكان الدول المتقدمة برعاية صحية جيدة، إذ تشير الإحصائيات المتعلقة بالصحة في مجتمعات هذه الدول أن مجموع النفقات الصحية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي سنة 2009 قدرت بنسبة 16.2% (حوالي \$ 7410 للفرد) بالولايات المتحدة الأمريكية، 11.7% (حوالي \$ 3934 للفرد) بفرنسا، 11.3% (حوالي \$ 4129 للفرد) بألمانيا، 10.9% (حوالي \$ 4196 للفرد) بكندا، 9% (حوالي \$ 2600 للفرد) بإيطاليا، 8.39% (حوالي \$ 2713 للفرد) باليابان، ويدل ارتفاع النسبة المخصصة للصحة من الناتج المحلي

⁽¹⁾ www.who.int/countries/deu/ar/index.html, consulté le 16/05/2010 .

الإجمالي بالدول المتقدمة للأهمية التي توليها هذه الدول لصحة وسلامة سكانها. هذا، ويبلغ متوسط العمر المأمول عند الولادة بـ 86 سنة باليابان، 85 سنة بفرنسا، 83 سنة بكل من كندا وألمانيا وأخيرا الولايات المتحدة الأمريكية بـ 81 سنة. كما أن وفيات الأطفال نسبة من الولادات الجديدة توجد في أدنى حدودها باليابان (3 بالألف)، يليها الألمان وفرنسا بنسبة (4 بالألف)، بعدها كندا (6 بالألف) وأخيرا الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة (8 بالألف) .

وتمتاز الدول المتقدمة بارتفاع مستوى التغطية الطبية نتيجة كبر عدد المستشفيات وعدد الأطباء بها، كما تتميز مستشفيات هذه الدول عن مثيلاتها في أنحاء العالم بالمعايير العالية للتقنية والنظافة والأطباء ذوي الخبرة الكبيرة والكفاءات العالية، وعندما يتعلق الأمر بالحالات الطارئة لن يكون من الصعب إيجاد مستشفى قريب أينما كنت نتيجة كبر عددها، إذ يوجد بألمانيا مثلا أكثر من 2000 مستشفى، ويقدر عدد الأطباء بإيطاليا بأكثر من 550 طبيب لكل 100 ألف نسمة.

وفي الأخير، يمكن القول أن الدول المتقدمة تتميز بصحة سكانها الجيدة بشكل عام لاسيما أن لديها مأمول في الحياة مرتفع ومعدل وفيات الرضع منخفض ونظام رعاية صحية يحتل المراتب الأولى وفقا لمنظمة الصحة العالمية .

الفرع الثاني : التعليم⁽¹⁾

يعد التعليم الأساسي في أغلبية الدول المتقدمة مجاني وإلزامي للأولاد الذين تتراوح أعمارهم بين سن 6-14 سنة. وتنقسم فترة التعليم الأساسي إلى ثلاث مراحل المرحلة الابتدائية، المرحلة المتوسطة والمرحلة الثانوية. وتختلف مدة التمدرس ضمن كل مرحلة من دولة إلى أخرى. ففي إيطاليا، مثلا تمتد المرحلة الابتدائية على خمس سنوات والمرحلة المتوسطة والثانوية على ثمانية سنوات مناصفة بينهما. كما يوجد بهذه الدول قطاعين للتعليم عام وخاص. وتعد نسبة المتدربين من طلاب الثانوية المؤهلين لمتابعة الدراسة الجامعية أو المعاهد المتخصصة مرتفعة إذ قدرت باليابان مثلا بنسبة 75.9 % سنة 2005 .

هذا وتعتبر الدول المتقدمة من الدول الرائدة من حيث احتوائها وتخرجها للكفاءات نتيجة العدد الهائل لمؤسسات التعليم العالي وأساليب التدريس المتطورة الهادفة لتكوين يد عاملة مختصة تسير التقدم التقني. ففي ألمانيا، مثلا توجد 383 مؤسسة للتعليم العالي منها 103 جامعات و176 معهد تخصصي عالي ويقارب عدد الدارسين 2 مليون منهم 947000 من الإناث أي ما يقارب 48 % ، وتخضع الرسوم الجامعية التي يتم فرضها لقواعد مختلفة، فقد قامت سبع ولايات اتحادية بفرض رسوم على الدراسة الجامعية بالنسبة للطلبة الجدد بمقدار 500 يورو للفصل الدراسي الواحد أما طلبة الفترة الطويلة وطلبة الدراسة الثانية (دراسة تخصص جديد) فهم

⁽¹⁾ :Pèrspectives de l'économie mondiale et estimations des services du FMI in Bulltin du FMI, volume 26n°31, Du 14 iuillet, 2005, P209.

يخضعون في كافة الولايات تقريبا لنظم الرسوم الجامعية. وبالرغم من ذلك، فإن أغلبية الطلبة الأجانب لازالوا يفضلون الدراسة في هذا البلد مقارنة بغيره من الدول الأوروبية أو الولايات المتحدة الأمريكية، إذ قدر عدد الطلاب الأجانب بـ 150 ألف طالب وطالبة سنة 2001 ليرتفع سنة 2005 إلى 230 ألف طالب .

وتمتاز الدول المتقدمة بارتفاع ناتج الأوراق العلمية وعدد براءات الاختراع، فوفقا لمؤشرات العلوم الوطنية (1981- 2002)، فإن إيطاليا مثلا تحتل مرتبة أعلى من المتوسط في ناتج الأوراق العلمية من حيث عدد الأوراق المكتوبة في مجال علوم الفضاء 9.75 % من الأوراق العلمية في العالم، و 5.51 % في الرياضيات، وتحتل ألمانيا المرتبة الأولى في أوروبا من حيث عدد براءات الاختراع المسجلة، وإلى جانب اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، وتنتمي ألمانيا إلى أكثر بلدان العالم ابتكارا من خلال 11188 براءة اختراع فردية مسجلة.

المطلب الثالث : المعطيات الاقتصادية للدول المتقدمة

تتميز الدول المتقدمة بارتفاع الناتج الداخلي الإجمالي ونصيب كل فرد منه، وبمجموع كبير من الإنتاج الصناعي يساهم بنسب وافرة من مجموع الإنتاج العالمي، كما تلعب دورا محوريا في التجارة الخارجية .

الفرع الأول : الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه ⁽¹⁾

يعبر كبر حجم الناتج المحلي الإجمالي على نمو الأنشطة الاقتصادية، وهذا ما يميز أغلبية الدول المتقدمة، إذ قدر الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 بقيمة 21936270 مليون أورو، و 39104832 مليون أورو، و 24621000 مليون أورو، و 19171909 مليون أورو في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا وفرنسا على التوالي، لتتوالى فيما بعد بقية الدول بقيم متباينة، وهذا يدل على فعالية وكفاءة البنية الاقتصادية والاجتماعية لهذه الدول .

وتعتبر فرنسا ثاني أكبر بلد منتجة في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بعد بلجيكا سنة 2003، إذ قدر الناتج المحلي الإجمالي لكل ساعة عمل بفرنسا 47.2 دولار أمريكي في حين قدر بحوالي 48 دولار أمريكي لكل ساعة عمل في بلجيكا، و 43.5 دولار أمريكي لكل ساعة عمل في الولايات المتحدة الأمريكية، و 40.6 دولار أمريكي لكل ساعة عمل في ألمانيا، و 37.7 دولار أمريكي لكل ساعة عمل في المملكة المتحدة و 30.9 دولار أمريكي لكل ساعة عمل في اليابان، وبالرغم من تفاوت إنتاجية العامل في هذه الدول إلا أنها تعد مرتفعة مقارنة بالدول الأخرى .

تتمتع الدول المتقدمة بمستوى عال جدا من المعيشة والرفاه، إذ يقدر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، للكسمبورغ بقيمة 79500 أورو للفرد، سويسرا 51200 أورو للفرد، الدانمارك 42500 أورو للفرد، الولايات المتحدة الأمريكية 35400 أورو للفرد، ألمانيا 30300 أورو للفرد، وفرنسا 29800 أورو للفرد. وبالرغم من ارتفاع متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلا أن هذا لا يعكس بالضرورة

⁽¹⁾ . www.europa.eu, Op-cit, consulté le 14/02/2011

العدالة في توزيعه. ففي إيطاليا مثلا، توجد فجوة كبيرة في مستويات المعيشة بين الشمال والجنوب، إذ يمكن أن يتجاوز متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2006 للفرد 32900 أورو في المنطقة الشمالية، في حين أن بعض المناطق في جنوب إيطاليا يصل بها نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلى 16294 أورو للفرد .

الفرع الثاني : تكلفة اليد العاملة وادخار العائلات

تشير الإحصائيات أن التكلفة الساعية لليد العاملة تكون مرتفعة في أغلبية الدول المتقدمة ففي منطقة الأورو تقدر في المتوسط بمبلغ 27.6 أورو، وهذا يدل على ارتفاع المستوى المعيشي للعمال في هذه الدول، إذ سجلت أعلى تكلفة ساعية لليد العاملة سنة 2011 في بلجيكا بمبلغ 39.3 أورو، تليها السويد بمبلغ 39.1 أورو فالدانيمارك بمبلغ 38.6 أورو، فرنسا بمبلغ 34.2 أورو، اللوكسمبورغ بمبلغ 33.7 أورو، وألمانيا بمبلغ 30.1 أورو.... الخ، وهذا ما يوضحه الجدول أدناه .

جدول رقم (1) : التكلفة الساعية لليد العاملة

البلد	السنة	2008	2009	2010	2011
بلجيكا		35.6	37.0	38.2	39.3
الدانمارك		35.4	36.5	37.6	38.6
ألمانيا		28.4	29.0	29.1	30.1
ارلندا		27.2	28.0	27.9	27.4
اليونان		16.5	17.6	17.5	-
اسبانيا		18.9	20.0	20.2	20.6
فرنسا		31.8	32.1	33.1	34.2
إيطاليا		24.5	25.6	26.1	26.8
لوكسمبورغ		30.8	32.0	32.7	33.7
البرتغال		11.5	11.9	12.0	12.1
السويد		33.8	31.7	36.0	39.1
النرويج		37.8	36.9	41.4	44.2

المصدر: www.epp.eurostat.ec.europa.eu, consulté le 08/02/2012

هذا وتمتاز الدول المتقدمة أيضا بارتفاع مستوى الدخل المتاح، نفقات الاستهلاك وارتفاع مستويات الادخار، ففي منطقة الأورو يقدر المتوسط الشهري للدخل المتاح سنة 2006 بمبلغ 467037.4 أورو، 487501.9 أورو، 503344.8 أورو، 501474.5 أورو، 507351.8 أورو، 519768.2 أورو سنة 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، أما الإنفاق الاستهلاكي النهائي الشهري فقدر متوسطه

بمبلغ 423398.5 أورو، 436780.0 أورو، 429615.4 أورو، 440923.7 أورو، 453223.9 أورو سنة 2007، 2008، 2009، 2010، 2011 على التوالي. ومن جانب آخر، يلاحظ أيضا انه خلال سنة 2007 قدر التكوين الإجمالي لرأس المال الثابت بنسبة 11.2 %، 10.5 % سنة 2008، 9.3 % سنة 2009، 9 % سنة 2010، 9.1 % سنة 2011، ويدل ذلك على الأهمية التي توليها أغلبية دول منطقة الأورو في تفضيل تكوين رأس المال الثابت على حساب الإنفاق الاستهلاكي النهائي خلافا للدول المتبقية.⁽¹⁾

ولعل من أهم المعطيات الإحصائية لهذه الدول هو ارتفاع الادخار الوطني الصافي، حيث قدرت سنة 2008 بنسبة 4.2 %، سنة 2009 بنسبة 15.2 %، سنة 2010 بنسبة 13.87 %، سنة 2011 بنسبة 3.62 %.⁽²⁾

وتمتاز الدول المتقدمة بانخفاض معدلات التضخم، إلا انه سجل سالبا في بعض الدول إذ قدر بنسبة - 1.7 %، - 0.2 %، - 0.9 %، - 0.7 %، - 0.4 % و- 1.4 % في كل من ايرلندا، اسبانيا، البرتغال، سويسرا، الولايات المتحدة الأمريكية واليابان على التوالي سنة 2009، ويدل ذلك على حالة الكساد في هذه الدول خلال تلك الفترة وهذا ما يوضحه جدول رقم (2) أدناه .

جدول رقم (2) : معدل التضخم السنوي %

البلد السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011
بلجيكا	2.3	1.8	4.5	0.0	2.3	3.5
الدانمارك	1.9	1.7	3.6	1.1	2.2	2.7
ألمانيا	1.8	2.3	2.8	0.2	1.2	2.5
ارلندا	2.7	2.9	3.1	1.7-	1.6-	1.2
اسبانيا	3.6	2.8	4.1	0.2-	2.0	3.1
فرنسا	1.9	1.6	3.2	0.1	1.7	2.3
ايطاليا	2.2	2.0	3.5	0.8	1.6	2.9
لوكسمبورغ	3.0	2.7	4.1	0.0	2.8	3.7
بولونيا	1.3	2.6	4.2	4.0	2.7	3.9
البرتغال	3.0	2.4	2.7	0.9-	1.4	3.6
سويسرا	1.0	0.8	2.3	0.7-	0.6	0.1
وم أ	3.2	2.8	3.8	0.4-	1.6	/
اليابان	0.3	0.0	1.4	1.4-	0.7-	/

المصدر: www.europa.eu,op-cit, consulté le 11/04/2012:

⁽¹⁾ ⁽²⁾ : www.insee.fr, consulté le 04/ 03/2012 .

لكن ما يلاحظ في دول منطقة الأورو ارتفاعه نوعا ما سنة 2008 مقارنة ببعض السنوات الأخرى، الأمر الذي أدى فيما بعد إلى ارتفاع الدخل المتاح نتيجة الحركة النشطة للنقابة العمالية محاولة منها للمحافظة على الدخل الحقيقي للأفراد. وبالتالي، ازدادت النفقات الاستهلاكية دون أن يؤثر ذلك تأثيرا بالغا على توجه الأفراد لتكوين رأس المال الثابت .

الفرع الثالث : الإنتاج الصناعي والتجارة الخارجية في الدول المتقدمة

أشار التقرير الصادر عن منظمة التنمية الصناعية التابعة للأمم المتحدة أن الإنتاج الصناعي العالمي زاد بنسبة 5.5% في الربع الثالث من سنة 2011 مقارنة مع نفس الفترة من سنة 2010. وبالرغم من هذه الزيادة الطفيفة، فإن النمو المستمر في الاقتصاديات الكبرى دل على أن وقوع المزيد من الانكماش العالمي في الإنتاج الصناعي بات غير متوقع، هذا وواصل النمو تسارعه في الدول النامية حيث زاد بنسبة 13% في الربع الثالث في الوقت الذي ارتفع فيه الإنتاج الصناعي في الدول المتقدمة بمعدل 3.3% ، إذ قدرت الزيادة في الصين بنسبة 14.5%، الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 4.1% وحققت اليابان نموا قدر بنسبة 4.3%، هذا وأشار التقرير إلى الأزمة المالية الأوروبية كان لها اثر محدود على الصناعة التحويلية، كما تحقق في الربع الثالث من سنة 2011 أداء جيد في الإنتاج الصناعي في ألمانيا، النمسا، السويد وجمهورية التشيك مع زيادة بلغت نسبتها 6.9%، 7.2%، 6.4% و 5.5% على التوالي، كما حققت فرنسا وبريطانيا نموا معتدلا بينما انخفض الإنتاج الصناعي في الربع الثالث في كل من إيطاليا، اليونان، البرتغال واسبانيا .⁽¹⁾

وبالرغم من كل ما يمكن أن يقال، فإن الدول المتقدمة تظل تلك الدول التي تفوق العالم صناعيا نتيجة توفيرها لعوامل من شأنها زيادة الإنتاج الصناعي وتنويعه وذلك بالعمل على تكوين مؤسسات ضخمة من جهة، وتشجيع البحث العلمي من جهة أخرى. كما أن توزيع السكان النشطين في المهن المدنية يتفاوت من قطاع إلى آخر إذ يلاحظ أن قطاع الفلاحة يعد اقل جاذبية للسكان النشطين، ونسبة مساهمة هذا القطاع في الناتج الداخلي الإجمالي تكون منخفضة دون 1%، إذ قدرت بفرنسا مثلا بنسبة 0.94% سنة 2007، 0.93% سنة 2008، 0.90% سنة 2009، 0.92% سنة 2010، أما القطاع الصناعي الذي يستهوي عدد اكبر من العمال النشطين، فإن مساهمته في الناتج الداخلي الإجمالي تعد متوسطة إذ قدرت بفرنسا بنسبة 29.18% سنة 2007، 28.87% سنة 2008، 26.15% سنة 2009 و 26.87% سنة 2010، وبالرغم من أنها متوسطة إلا أنها تعد مرتفعة جدا مقارنة بالدول الناشئة، أما قطاع الخدمات فيهيمن على اكبر عدد من العمال النشطين، وتكون مساهمته في الناتج الداخلي الإجمالي مرتفعة، إذ قدرت في فرنسا بنسبة 69.88% سنة 2007، 70.20% سنة 2008، 72.98% سنة 2009 و 72.21% سنة 2010 .⁽²⁾

(1): www.arabic.peopledaily.com.cn, consulté le 09/03/2012 .

(2): www.insee.fr, Op-cit, consulté le 04/03/2012.

تحتكر الدول المتقدمة أوفر نسبة من مجموع المبادلات العالمية أكثر من الثلاثي بالنسبة للصادرات والواردات وهي بذلك تسيطر على التجارة العالمية وتعد الولايات المتحدة أكبر مستورد للسلع وثالث أكبر دولة مصدرة. وتعتبر كل من كندا والصين، المكسيك، اليابان وألمانيا أكبر الشركاء التجاريين للولايات المتحدة وفي سنة 2007 كانت السيارات أكبر السلع الرائدة من حيث الاستيراد والتصدير، وقدر إجمالي صادرات الولايات المتحدة اتجاه دول الاتحاد الأوروبي بقيمة 395.2 مليار أورو، في حين قدرت وارداتها من نفس الدول بقيمة 320.1 مليار أورو سنة 2011 .

وحسب تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (2007) تعد فرنسا خامس أكبر مصدر للسلع المصنعة في العالم ورابع أكبر دولة مستوردة للسلع، وتزيد قيمة وارداتها قليلا من قيمة صادراتها، وتشكل المنتجات النفطية أهم وارداتها. أما أهم صادراتها فإنها تشمل المنتجات الكيماوية، الآلات، المعدات الكهربائية والسيارات، ويتم تبادل حوالي نصف تجارة فرنسا مع بلدان الاتحاد الأوروبي، السعودية، اليابان، سويسرا والولايات المتحدة الأمريكية. وقدرت قيمة الواردات بقيمة 157.6 مليار أورو، 322.1 مليار أورو، 506.6 مليار أورو، 153.4 مليار أورو في كل من استراليا، كندا، اليابان وروسيا على التوالي، في حين قدرت قيمة الصادرات لنفس السنة بقيمة 154.4 مليار أورو، 291.5 مليار أورو، 542.0 مليار أورو و 280.5 مليار أورو في كل من استراليا، كندا، اليابان وروسيا على التوالي،⁽¹⁾ وتؤكد هذه الأرقام مجددا ثقل حجم مبادلات البلدان المتقدمة في التجارة العالمية .

المبحث الثاني : خصائص أسواق المال في الدول المتقدمة .

تتواجد في الدول المتقدمة أسواق مالية متطورة، وإذا كانت تشترك مع الأسواق الناشئة في بعض النقاط، فإنها تختلف عنها في نقاط أخرى لما لكل منهما من خصائص تميزها. فالأسواق المالية بالدول المتقدمة تمتاز برسالة كبيرة، سيولة مرتفعة ودرجة تركيز كبيرة. وفي ظل زيادة التحرر المالي ظهر توجه هذه البورصات نحو الاتحاد، وفي هذا الإطار يوجد " نايسي يورونكست " .

تأسيسا على ما تقدم ولتوضيح خصائص الأسواق المالية بالدول المتقدمة، يتم تناولها ضمن المطالب الآتية:

- حجم السوق؛
- السيولة ودرجة التركيز ؛
- اتجاه البورصات نحو الاتحاد.

⁽¹⁾ www.onefd.edu.dz , consulté le 06/01/2012.

المطلب الأول : حجم السوق

يقاس حجم السوق بكل من رأس المال السوقي وعدد الشركات المسجلة بها .

الفرع الأول: رأس المال السوقي

يقاس حجم السوق المالية برسمتها السوقية وتنسم الأسواق المتقدمة بارتفاع رسمتها البورصية دلالة على ارتفاع مستوى نشاطها واتساع قاعدتها الاستثمارية، لأن ارتفاع رأس المال السوقي يعني زيادة الموارد وتنوع المخاطر من خلال زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق وزيادة عدد الشركات المدرجة فيها أو ارتفاع أسعار الأسهم أو كليهما، والجدول الموالي يبين تطور الرسملة السوقية لعدد من الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2009 .

الجدول رقم(3):تطور الرسملة البورصية لعدد من الأسواق بالدول المتقدمة (2000-2009)

الوحدة بالمليار \$

البورصات	2000	2002	2004	2006	2008	2009
نيويورك	11534.61	9015.27	12707.57	15421.16	9208.93	11837.79
لندن	2612.23	1856.19	2865.24	3794.31	1868.15	2796.44
طوكيو	3157.22	2069.29	3557.67	4614.06	3115.80	3306.08
استراليا	372.79	380.08	776.40	1295.85	683.87	1261.90
ايطاليا	768.36	477.07	789.56	1026.50	522.08	655.84
اسبانيا	504.22	461.55	940.67	1322.91	948.35	1434.54
سويسرا	792.31	547.02	826.04	1212.30	880.33	1064.68
لكسنبورغ	34.02	24.55	50.14	79.51	66.61	105.04

المصدر : World federation of Exchanges , www.world-exchanges.org, consulté le 06/04/2011 .

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ ارتفاع الرسملة البورصية في أغلبية الدول المتقدمة كما أنها تتباين من دولة لأخرى، إذ احتجزت الصدارة كل من بورصة نيويورك، لندن وطوكيو بقيم للرسملة البورصية تتراوح بين 1856.19 - 15421.16 مليار دولار خلال الفترة 2000-2009 ثم تتوالى بعد ذلك باقي الدول المتقدمة. ويلاحظ أيضا الارتفاع العام والمستمر في القيمة السوقية لأغلبية الأسواق بالدول المتقدمة مع فترتي تراجع حادتين. ففي سنة 2002، تراجعت رسملة أغلبية أسواق الدول المتقدمة إذ انخفضت بنسبة 21.84 % بنيويورك، 28.94% بلندن، 34.45% بطوكيو، 1.95% بأستراليا، 37.91% بإيطاليا، 8.46% باسبانيا و 30.95% بسويسرا.... الخ، ويرجع هذا الانخفاض لفترة الركود التي دخل فيها الاقتصاد الأمريكي بداية من سنة 2001 وما تلاها من أحداث 11 سبتمبر من نفس السنة والذي أدى إلى تراجع مؤشرات الاقتصاد

الأمريكي بصفة عامة ولم ترتفع القيمة السوقية لسوق نيويورك إلا بداية 2002، إذ قدرت بقيمة 9015.27 مليار دولار واستمرت بالارتفاع إلى أن بلغت أعلى قيمة لها 5650.83 مليار دولار سنة 2007. ويمكن الإشارة في هذا المقام، إلى أن انخفاض أداء الاقتصاد الأمريكي المترجم بتراجع القيمة السوقية ببورصاتها انعكس على أداء باقي بورصات الدول المتقدمة، وذلك نتيجة انتقال العدوى إلى أسواقها بفعل ترابط الأسواق المالية . وفي سنة 2008، تراجعت من جديد القيمة السوقية في أغلبية أسواق الدول المتقدمة، إذ قدرت نسبة الخسارة البورصية بنسبة 40.25 % بنيويورك، 50.76 % بلندن، 32.47 % بطوكيو، 37.59 % بأستراليا، 49.13 % إيطاليا، 28.31 % باسبانيا، و 27.38 % بسويسرا، ويرجع ذلك إلى أزمة الرهن العقاري التي أصابت الاقتصاد الأمريكي وآثارها على مختلف الأسواق المتقدمة والتي لحقت بها خسائر فادحة نتيجة انتقال العدوى إلى أسواقها .

وتمتاز بورصات الدول المتقدمة بارتفاع معدل الرسملة السوقية إذ قدرت سنة 2000 بلندن بنسبة 200.65 %، وتعتبر أكبر من معدل الرسملة السوقية لسوق نيويورك وطوكيو والتي بلغت 124.5 % و 145.33 % على التوالي خلال نفس السنة، وهذا ما يعكس نسبة إسهام السوق من خلال قيمته السوقية في الناتج المحلي الإجمالي لبريطانيا، كما تدل هذه النسب العالية على درجة السيولة المرتفعة التي يتمتع بها هذا السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، وقد وصل هذا المعدل لسنة 2008 إلى أدنى مستوى له بنسبة 70.61 % في أعقاب الأزمة المالية العالمية .

الفرع الثاني : عدد الشركات المسجلة

يوضح مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة مدى اتساع حجم السوق، وبالتالي كبر حجم الاستثمارات، والجدول الموالي يبين عدد الشركات المسجلة في عدد من أسواق الأوراق المالية بالدول المتقدمة.

جدول رقم (4) : عدد الشركات المسجلة في عدد من الأسواق بالدول المتقدمة

البورصات	2000	2002	2004	2006	2008	2009
نيويورك	2468	2366	2293	2280	3011	3164
لندن	2374	2824	2837	3256	3096	2782
طوكيو	2096	2153	2306	2416	2390	2335
أستراليا	1406	1421	1583	1829	2009	1966
اسبانيا	-	-	-	3378	3576	3472
إيطاليا	297	295	278	311	300	-
سويسرا	416	398	409	348	323	339
لوكسنبورغ	270	245	234	260	262	267

المصدر : World federation of Exchanges , www.world-exchanges.org, Op-cit, consulté

le 06/04/2011

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ ارتفاع عدد الشركات المسجلة في أغلبية الأسواق في الدول المتقدمة. كما أنهما تتباين من دولة لأخرى، إذ احتجزت الصدارة كل من بورصة نيويورك، لندن وطوكيو بقيم لعدد الشركات تتراوح بين 2096-3164 شركة خلال الفترة 2000-2009 ثم تتوالى بعد ذلك باقي الدول المتقدمة. ويمكن الرجوع إلى عدد الإدراجات الجديدة وعدد الشركات المشطبة خلال نفس السنة لمعرفة كفاءة هذه الأسواق من خلال حركية السوق وقدرته على إقصاء الشركات منخفضة الفعالية كمعاقبة لها وأدراج الشركات التي تتوفر على شروط الإدراج، وهذا ما يوضحه الجدول أدناه.

جدول رقم (5) : عدد الشركات المدرجة والمشطوبة سنويا في كل من سوق نيويورك، لندن وطوكيو.

الشركات المشطوبة					الشركات المدرجة					
2008	2007	2006	2005	2004	2008	2007	2006	2005	2004	البورصات
139	232	150	135	107	74	126	128	146	152	نيويورك
405	372	428	372	279	185	411	576	626	423	لندن
79	70	49	54	53	54	68	114	99	153	طوكيو

المصدر : World federation of Exchanges, www.world-exchanges.org, Op-cit, consulté le 06/04/ 2011.

يبين الجدول أعلاه حركية واسعة للبورصات من خلال عدد الشركات الجديدة المدرجة وعدد الشركات التي يتم شطبها بسبب ضعفها في السوق سنويا، دلالة على كفاءة الأسواق بالدول المتقدمة، فسوق نيويورك للأوراق المالية يقوم بدوره في مكافئة الشركات ذات الفعالية ومعاقبة الشركات الفاشلة، غير أن الملاحظة التي يمكن التركيز عليها في سوق نيويورك أن عملية الإدراج والشطب التي تتم في السنة لا تعكس بالضرورة التغير في عدد الشركات المدرجة من سنة إلى أخرى، وهذا راجع إلى الاندماجات الكثيرة التي تتم بين الشركات المدرجة أو إلى التكامل مع الأسواق الأخرى التي يسمح لشركات المدرجة فيها تداول أسهما في سوق نيويورك دون الحاجة إلى إعادة الإدراج من جديد، فمثلاً بين سنتي 2003 و2004 انخفضت عدد الشركات المدرجة من 2308 إلى 2293 أي بفارق 15 شركة، في حين أن عدد الشركات المدرجة حديثاً كان 152 مقابل شطب 107 شركات أي بإضافة 45 شركة سنة 2004. ومنه، فإن الانخفاض في عدد الشركات لم يكن راجع لعمليات الشطب فقط بل كان بسبب الاندماجات التي تتم بين الشركات المدرجة.

هذا، ويلاحظ أن حركة الإدراجات والشطب في بورصة لندن أعلى من الإدراجات والشطب في سوق نيويورك، مما يدل على أن بورصة لندن أكثر نشاط وشروط الإدراج فيها والشطب أسهل من سوق نيويورك. ومن خلال حركة الشطب والإدراج في سوق طوكيو للأوراق المالية يتبين لنا ارتفاع حجم الإدراجات الجديدة مقابل الشطب وخاصة قبل سنة 2007 وهذا راجع إلى الانتعاش الاقتصادي الذي شهدته اليابان قبل حدوث الأزمة المالية العالمية، والتي سجلت خلالها بورصة اليابان إدراجات أقل للشركات الجديدة في السوق وحركة إقصاء أكبر لشركات بسبب الخسائر التي سببتها الأزمة المالية.

المطلب الثاني : السيولة ودرجة التركيز

يتم من خلال هذا المطلب استكمال معايير تقدم ونضج السوق (السيولة ودرجة التركيز) بهدف التعرف أكثر على خصائص أسواق المال بالدول المتقدمة .

الفرع الأول : السيولة

يستخدم الباحثون تعبير السيولة للإشارة إلى القدرة على سهولة شراء وبيع الأوراق المالية، وسيولة أصل مالي تمنح للمستثمر إمكانية تبادل مجموعات كبيرة من هذا الأصل بدون تأثير كبير على السعر،⁽¹⁾ ويستخدم الاقتصاديين مقياسين لسيولة التداول في البورصة:⁽²⁾

1- قيمة التداول بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي

وتساوي مجموع الأسهم المتداولة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ومجموع قيمة الأوراق المتداولة تقيس التداول المنظم للأسهم باعتباره نسبة من الناتج القومي. وبالتالي، فإنه يكون انعكاسا إيجابيا للسيولة في الاقتصاد بوجه عام، ورغم أن رسملة السوق يمكن أن تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون محدودا. وما يلاحظ بالدول المتقدمة، ارتفاع معدل حجم التداول بالرغم من ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي إذ قدر سنة 2008 بنسبة 236.82% بنيويورك، 237.05% بلندن، 141.25% بطوكيو، 50.78% بأستراليا، 52.48% بإيطاليا، و78.26% بإسبانيا، وهذا يبين كبر حجم التداول إذ قدر مثلا سنة 2008 بقيمة 33638.93 مليار \$ بنيويورك، 6271.52 مليار \$ بلندن، 5607.32 مليار \$ بطوكيو، 2410.72 مليار \$ بإسبانيا، 1499.45 مليار \$ بإيطاليا، 1213.23 مليار \$ بأستراليا،⁽³⁾ وهذا يدل على كفاءة أسواق هذه الدول وارتفاع حجم السيولة بها .

جدول رقم (6) : تطور قيمة التداول بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي %

البورصات	2000	2002	2004	2006	2008
نيويورك	113.26	98.96	99.89	166.12	236.82
لندن	297.27	233.49	272.12	366.1	237.05
طوكيو	71.32	45.77	86.74	142.25	141.21
استراليا	25.09	30.01	27.04	43.28	50.78
إيطاليا	52.02	40.12	45.25	57.14	52.48
إسبانيا	35.18	45.85	56.58	63.01	78.26

- Idem, consulté le 06/04/2011 .

تم إعداده بالاعتماد على:

-Oecd economic outlook –sources and methods, www.oecd.org/eco/sources-and-methods, consulté le 15/03/11

(1): D-GRIMBERT ET AUTRE, Les marchés émergents, Paris, Septembre, 1995, p 73 .

(2): عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 210.

(3) World federation of exchanges, annual report and statistics, w.world-exchanges.org, Op-cit, consulté le 06/04/11.

2- معدل الدوران

يوضح مؤشر دوران السهم درجة سيولة السوق من حيث حجم عمليات البيع والشراء التي تجري على الأسهم، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة سيولتها يرتفع بها معدل الدوران، والجدول أدناه يبين معدل الدوران في عدد من أسواق الدول المتقدمة.

جدول رقم (7): معدل الدوران في عدد من أسواق الدول المتقدمة%

البورصات	2000	2002	2004	2006	2008	2009
نيويورك	95.88	114.36	91.42	141.29	365.28	150.23
لندن	174.51	215.56	180.40	199.55	335.70	-
طوكيو	73.33	75.59	90.45	126.19	179.96	112.14
أستراليا	60.75	77.71	67.44	78.43	177.40	61.07
إيطاليا	132.70	132.99	122.75	155.01	287.20	-
إسبانيا	89.24	141.52	127.92	146.17	254.20	82.33
سويسرا	80.61	109.63	95.86	115.19	170.44	66.66
لوكسنبورغ	4.88	1.99	1.27	0.32	2.86	0.26

المصدر : تم إعداده بالاعتماد على:

World federation of Exchanges ,www.world-exchanges.org_op-cit, consulté le06/04/2011.

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ ارتفاع معدل دوران الأسهم في أغلبية أسواق الدول المتقدمة، إذ قدرت سنة 2009 بنسبة 150.23% بنيويورك، 121.67% بلندن، 112.14% بطوكيو، 61.07% بأستراليا، 82.33% بإسبانيا و 66.66% بسويسرا دلالة على تميز هذه الأسواق بالسيولة والنشاط .

وما يجدر الإشارة إليه في هذا المقام، أنه بالرغم من تذبذب معدل الدوران بهذه الدول صعودا ونزولا إلا أنه يمكن تمييز الارتفاع الملحوظ سنتي 2002 و2008، ففي سنة 2002 ارتفع هذا المعدل بنسبة 18.48% بنيويورك، 41.05% بلندن، 2.25% بطوكيو، 16.96% بأستراليا، 0.29% بإيطاليا، 52.28% بإسبانيا و 29.02% بسويسرا، أما سنة 2008 فقدرت الزيادة بنسبة 223.99% بنيويورك، 136.15% بلندن، 53.77% بطوكيو، 8.97% بأستراليا، 132.19% بإيطاليا، 108.03% بإسبانيا، 55.25% بسويسرا. ويرجع السبب في ذلك، إلى أزمي 11 سبتمبر 2001 وأزمة الرهن العقاري 2008، واللذان أدتا إلى الانخفاض الكبير في القيمة السوقية بنسبة 21.84% بنيويورك، 28.94% بلندن، 34.45% بطوكيو، 1.95% بأستراليا، 37.91% بإيطاليا، 8.46% بإسبانيا و 30.95% بسويسرا سنة 2001، وبنسبة 40.25% بنيويورك، 50.76% بلندن، 32.47% بطوكيو، 37.59% بأستراليا، 49.13% بإيطاليا، 28.31% بإسبانيا و 27.38% بسويسرا سنة 2008.

الفرع الثاني: درجة التركيز

يمكن معرفة نسبة التركيز من خلال نسبة الرسملة السوقية والتداول لأكثر عشر شركات في السوق وكذا القيمة السوقية وحجم التداول لـ 5% من الشركات المدرجة في السوق، والجدول الموالي يبين درجة التركيز في عدد من أسواق الدول المتقدمة.

جدول رقم (8): درجة التركيز في عدد من أسواق الدول المتقدمة سنة 2011

تركز أكبر 10 شركات مدرجة		تركز 5% الشركات الأكبر في السوق		البورصات
نسبة الرسملة من رسملة السوق	نسبة التداول من تداولات السوق	عدد الشركات	نسبة الرسملة من رسملة السوق	
20.1	27.7	95	54.8	نيويورك
35.1	35.8	114	83.2	لندن
17.0	16.6	113	58.0	طوكيو
43.6	41.8	99	83.1	أستراليا
99.6	45.1	35	77.9	الدانمارك
64.4	67.6	13	69.8	سويسرا
95.0	91.4	1	42.1	لوكسمبورغ

المصدر : World federation of Exchanges , www.world-exchanges.org, Op-cit, consulté le 06/04/2011

ويلاحظ من الجدول أعلاه، وجود اختلاف في درجة التركيز في رأس المال السوقي مقبسا بنصيب أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال السوقي في أسواق الدول المتقدمة، إذ يلاحظ أن بورصة طوكيو هي الأقل تركيز من الأسواق المالية بهذه الدول فقد بلغت القيمة السوقية لأكثر عشر شركات مسجلة بها 17% وهي أقل من نسبة سوق نيويورك التي بلغت فيه 20.1% وأقل من نسبة بورصة لندن التي تجاوزت فيها النسبة 35%، فيما بلغت هذه النسبة 43.6% بأستراليا، 64.4% بسويسرا، 95% بلوكسمبورغ و99.6% بالدانمارك، ولكن بسبب العدد الكبير للشركات المسجلة في أسواق الدول المتقدمة بصفة عامة فإنه لا يمكن الاعتماد على نسبة أفضل عشر شركات فقط كمعيار لنسبة تركيز السوق. ولذلك، فقد تم الاعتماد على نسبة تركيز 5% من الشركات المدرجة، ووجد أنها تستحوذ على أكثر من نصف القيمة السوقية للشركات ككل في أغلبية هذه الدول، الأمر الذي يدل على الفارق الكبير بين رأس مال الشركات المسجلة.

أما من حيث التداول فقد بلغ حجم تداولات أكبر عشر شركات مسجلة بطوكيو 16.6% من حجم تداولات السوق، وبلغت هذه النسبة في سوق نيويورك 27,7% وفي بورصة لندن 35,8%، فيما بلغت هذه النسبة 83.1% بأستراليا، 45.1% بالدانمارك، 67.6% بسويسرا و91.4% بلوكسمبورغ. هذا، وتستحوذ

5% من أكثر الشركات نشاطاً في سوق نيويورك على 30,3% ، 64.0% بطوكيو و 87.4% بلندن، فيما بلغت هذه النسبة 87.2% بأستراليا، 84.3% بالدانمارك، 73.3% بسويسرا و 17.5% بلوكسمبورغ. وعلى العموم، يمكن القول أن درجة التركيز في هذه الأسواق مرتفعة جداً، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى خطر سيولة مرتفع وبالتالي التقليل من جاذبية هذه الأسواق.

المطلب الثالث : اتجاه البورصات نحو الاتحاد

عندما تقتصر عمليات السوق المالية على الأعوان الاقتصاديين المحليين، فهذا يعني الحديث عن الأسواق المالية المحلية في كل الاقتصاديات الصناعية ومعظم الاقتصاديات الناشئة لتلبية احتياجات التمويل الداخلي. غير أن هذا المفهوم لم يعد سائداً في العصر الحديث، حيث فتحت هذه الأسواق المحلية المجال لغير المحليين للاستثمار في أدائها المالية. كما سمحت بالأدوات المالية الأجنبية للتداول في أسواقها، من هنا جاء تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق مالية محلية وأسواق مالية دولية .

ويقصد بسوق المال الدولية تلك السوق التي يتم فيها التعامل على المستوى الدولي، وينتمي المستثمرون في هذه السوق إلى دول مختلفة، ويمكن أن تكون المنظمة الراغبة في تجميع رأس المال في الأسواق منتمية إلى أي دولة. ويمكن أن تكون أيضاً منظمة دولية، كما أن وسطاء السوق الدولية قد ينتمون إلى دول مختلفة يعملون على إدارة العمل في الأسواق، وتقديم مقترحات للشركات بشأن إصدارات الأسهم والسندات وبيعها إلى المستثمرين وإنشاء سوق ثانوية لتداول الأوراق المالية.⁽¹⁾ وبالتالي، فأسواق المال الدولية هي أسواق تنشأ فيها وتتم عمليات التداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة.⁽²⁾

وتجدر الإشارة إلى أن القوة التي تحكم تحركات رأس المال داخل السوق الوطنية هي نفسها تقريبا التي تحدد تحركات رأس المال داخل سوق رأس المال الدولية، لأنه يمكن اعتبار أسواق المال الدولية امتداداً للأسواق الوطنية، ورغم وجود أوجه تشابه عديدة بينها إلا أن هناك اختلافات جوهرية بينهما من أهمها:⁽³⁾

- اختلاف النظم السياسية الحاكمة والقوانين الموجودة من دولة لأخرى، لذا قد يواجه المتعاملون في سوق رأس المال الدولية ما يسمى بالمخاطر الدولية، وهي مخاطر تنتج عن طريق قيام المقترض بسن قوانين تجمد أصل القرض أو الفائدة عليه.

(1) : بريان كويل. نظرة عامة على الأسواق المالية، ترجمة دار الفاروق، القاهرة، ط2، 2007، ص26 .

(2) : شقير نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، عمان، 2009، ص 17.

(3) : عصام زعلابوي، تكامل السوق المالي الدولي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، مجلد10، عدد1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2002، ص (16) .

- أن أسواق المال الوطنية تتعامل بالعملة الوطنية للدولة - كقاعدة عامة- أما في أسواق رأس المال الدولية فأن التعامل فيها يكون بعملات متعددة، ويترتب على ذلك ما يمكن تسميته بمخاطر الصرف، أي مخاطر تنتج عن تغير سعر الصرف بين العملات خلال مدة الإقراض.

- على النقيض من أسواق المال المحلية، لا تعد أسواق المال الدولية أسواق مفتوحة لصغار المقترضين والمستثمرين، حيث يتم في الأسواق الدولية تجميع رأس المال من قبل الحكومات والمنظمات الدولية كالبنك الدولي والمنظمات الحكومية والبنوك والشركات غير المصرفية الكبرى.

- يخضع المشاركون في أسواق المال الدولية للقوانين والضوابط المحلية للدولة التي توجد بها هذه السوق ولكن لا تخضع السوق ككل لضوابط أية هيئة محلية أو حكومة فردية، وذلك لأنها تخضع لضوابط خاصة بها، توجد في أوروبا مثلا ضوابط مخصصة لسوق الأوراق المالية الدولية، ويتم تنظيم السوق بواسطة هيئة سوق الأوراق المالية الدولية التي يتشكل أعضاؤها من وسطاء السوق الرئيسيين.

و كنموذج لأسواق المال الدولية يوجد سوق اليورو دولار الذي تكون سنة 1957 للدلالة على تلك الديون المقومة بالدولار، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات، والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول، فهي منطقة مالية حرة تقع دائرة عملها خارج حدود الدولة، وإن كان وجودها الفعلي يقع في مركزين رئيسيين هما لندن ونيويورك، إذ كان في بادئ الأمر الأوروبيون واليابانيون وغيرهم يحتفظون بدولاراتهم في المصارف الأمريكية للاستفادة من مستويات أسعار الفائدة التي لا تتعدى 3% بالنسبة للودائع طويلة الأجل، ويعد الفارق الكبير بين سعر الفائدة المدينة والدائنة في الولايات المتحدة آنذاك، حافزا للمصارف الأوروبية لرفع مستويات أسعار الفائدة إلى 3.5% بهدف إغراء المدينين، الأمر الذي ساهم في اتساع سوق اليورو دولار.⁽¹⁾ هذا، ويعتبر الدولار الأمريكي عملة هامة نظرا لثبات قيمته نسبيا، مما يجعل السلطات النقدية في مختلف دول العالم حريصة على الاحتفاظ به ضمن احتياطياتها بغرض تسوية ديونها الدولية، إضافة للمركز القيادي للاقتصاد الأمريكي في التجارة العالمية الذي جعل من الدولار وسيلة دفع دولية تستخدمها البنوك التجارية،⁽²⁾ مما اوجد مرونة لعمليات سوق الدولار الأوروبي وأصبح المتعاملون في السوق لا يأخذون في الحسبان طبيعة السوق النقدية الوطنية التي تتصف بقلّة مرونتها وخضوعها لقوانين وقيود الدولة، إذ أن الدولارات الأوروبية تنتقل في إطار سوق عالمية حرة تسمح باستخدامها وتحويلها كما تتمتع بالاستقرار والثقة. وفي ظل زيادة التحرر المالي، ظهر توجه نحو اتحاد البورصات، وفي هذا الإطار يوجد "نايسي يورونكست" والتي تنقسم إلى ثلاث مجموعات هي :⁽³⁾

- نايسي يورونكست(US) والتي تضم أساسا بورصة نيويورك ونايسي آر كا وقدرت رسميتها بقيمة 11837793.3 مليون دولار سنة 2009.

⁽¹⁾ : هشام البساط، الأسواق المالية الدولية، دار المسيرة، عمان، 2000، ص (14) .

⁽²⁾ : محمد صالح القريشي، المالية الدولية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص(42) .

- نايبي يورونكست (EUROPE) وتضم بورصة أمستردام، بورصة بروكسل، بورصة اسبانيا وبورصة فرنسا وقدرت رسملتها الإجمالية بقيمة 1999967.0 مليون دولار في نهاية سنة 2009.
- نايبي لايفي ويمثل سوق نايبي يورونكست للمشتقات .

المبحث الثالث : أهم بورصات الدول المتقدمة

عند دراسة الأسواق المالية المحلية المتواجدة في البلدان المتقدمة، وجد أنها تتعامل كلها بأدوات مالية متشابهة في النوع والعدد، وتتطابق طبيعة المتعاملين فيها من مستثمرين ومضاربين وسماسرة. وتشابه التشريعات التنظيمية المتبعة فيها، مع بعض الاختلافات المتعلقة بالهيكل الاقتصادي للدولة أو التأثيرات التاريخية التي تميز بعض الأسواق عن غيرها من دولة إلى أخرى.

ومن أهم وأشهر الأسواق المالية في العالم هي الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان، وتعتبر السوق المالية الأمريكية الأكبر حجما والأكثر نشاطا على المستوى العالمي، ومن أبرز البورصات في هذه السوق بورصة نيويورك للأوراق المالية، وفي حين تعتبر بورصة لندن أهم المراكز المالية في أوروبا، وتحتل السوق المالية في طوكيو هرم الأسواق المالية النشطة في آسيا.

تأسيسا على ما سبق وللتعريف بهذه الأسواق، يتم تناولها ضمن المطالب الآتية:

- سوق نيويورك للأوراق المالية؛

- سوق لندن وباريس للأوراق المالية؛

- السوق المالية اليابانية.

المطلب الأول: سوق نيويورك للأوراق المالية

تحتل الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم، حيث تقدم أمريكا أكبر مجموعة من الخدمات المالية للمستثمرين والمقرضين في العالم، وتتميز أسواق المال الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة حيث يتم التعامل في أسواق المستقبلية والخيارات.

وتضم الولايات المتحدة الأمريكية 11 بورصة (سوق إقليمية للأوراق المالية) تتفاوت في حجمها ومدى تطورها، إلا أن هناك بورصتين وطنيتين أكثر نشاطا وتطورا هما بورصة نيويورك (سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE)، وبورصة أمريكا (السوق الأمريكية للأوراق المالية / American Stock Exchange / AMEX). وتعد بورصة نيويورك المركز الرئيسي في السوق المالية العالمية، فهي أكبر مركز مالي دولي في العالم تليها كل من بورصة طوكيو وبورصة لندن.

الفرع الأول: لمحة تاريخية عن سوق نيويورك للأوراق المالية⁽¹⁾

تعكس الأحداث التاريخية لسوق نيويورك للأوراق المالية التغييرات والتطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية. فلقد وجدت بورصة نيويورك كسوق للمزادات، حيث يقوم المشترون للأوراق المالية بالتنافس والمزايدة فيما بينهم. وكان يتم عقد المزادات في مناهاتن ثم انتقلت إلى دار القهوة سنة 1793 للتعامل ليس فقط في الأوراق المالية ولكن أيضا في التجارة وجارة السندات، ومع تطور الحياة الاقتصادية وتقدمها بدأت تظهر بنوك جديدة وشركات للتأمين والشحن والسفن وشركات البترول والسكك الحديدية مما أدى إلى زيادة الحاجة للإمداد برؤوس الأموال والسيولة، وقد توافقت هذا التوسع مع زيادة حاجة الولايات للتمويل والسيولة، حيث زاد عدد وحجم السندات المتاحة أمام المستثمرين .

في سنة 1817، وضع مجلس إدارة سوق نيويورك للأوراق المالية أول نظام لها حيث وضع قواعد ومعايير معينة للإدارة والسلوك ومتطلبات العضوية والانسحاب، في سنة 1863 أقرت البورصة اسمها الحالي. وفي سنة 1865، حصلت على المبنى الذي أصبح مقر إدارتها الرئيسي، واستمر آنذاك الاتجار في البورصة حيث استأجر السماسرة المشاركين حجرة في البورصة مما مكّنهم من الاتجار فيما بينهم وبين المزايدين، ثم اخذ السماسرة في الاتحاد في جانب من الغرفة للاتجار في أوراق مالية معينة، واتحد أعضاء كل الغرف وأصبحوا قادرين على البيع سنة 1867 .

في سنة 1920، تم تكوين شركة المقاصة للبورصة لتسوية المعاملات من الأعضاء ونظام الأوراق المالية مركزيا. وفي 1929، قررت الحكومة الأمريكية إدخال هيئة رقابة سميت بلجنة الأوراق المالية والبورصة لتمثيل السلطات العمومية، لها سلطة شبه قضائية وكان أول ظهور لها سنة 1933 بأمر من "روزفيلت" حيث عين أول رئيس لها "جوزيف كندي". وفي سنة 1999، أصبحت سوق نيويورك للأوراق المالية تضم 1366 مقعد يتم إدارتها بواسطة مجلس مديرين مكون من 10 أعضاء متخصصين، وتتم إدارة عمليات البورصة بواسطة رئيس مقيم ومجموعة من الموظفين وقد بلغ سعر المقعد في بورصة نيويورك 220000 دولار سنة 1981.

الفرع الثاني: هيئات رقابة وتنظيم بورصة نيويورك⁽²⁾

على أعقاب أزمة 1929، قام أخصائيون معينون من طرف رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بالبحث عن أسباب ونتائج الأزمة، وتم تقديم توصيات بالغة الأهمية تمثلت في إدخال إجراءات صارمة بشأن رقابة الأنشطة البورصية. وفي هذا الإطار، تم إدخال هيئة رقابة سميت بلجنة الأوراق المالية والبورصة سنة 1933 ومنحت لها الوظائف الآتية :

(1): عبد الحميد صديق عبد البر، النقود والبنوك وأسواق المال الدولية، كلية التجارة بالاسماعلية، 1999، صص 290-291 .

(2): مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص 60.

- تعريف معايير لتقييد المؤسسات .
- تصنيف المؤسسة المقيدة .
- تقنين إجراءات طلب الاكتتاب العام للاذخار .
- تحديد قواعد سير سوق رؤوس الأموال .
- نشر كل معلومة مفيدة للجمهور .
- مساعدة أصحاب القرار السياسي في الميادين الاقتصادية و المالية .
- منع العمليات التي من شأنها أن تغلط مجرى الأسعار بشكل اصطناعي .
- النظر إلى الشكاوي المقدمة من طرف المتدخلين .

وتتكون اللجنة من خمسة أعضاء يتم تعيينهم من طرف رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بالأخذ بعين الاعتبار المصدقية والسمعة التي يتمتعون بها في أوساط الأعمال، كما أن المحكمة العليا للولايات المتحدة الأمريكية تعطي لأعضاء اللجنة سلطات لاتخاذ القرارات غير قابلة للطعن إلا في حالة خطأ فادح .

ويسهر على تنظيم وسير بورصة وول ستريت أيضا مجلس حكام يتكون من 27 عضوا منتخب جملهم، ويمثلون كل القطاعات الصناعية والتجارية والمالية من مسيري مؤسسات، ممثلي صناديق التقاعد أوالتوظيف، أساتذة وغيرهم، وعلى رأسه رئيس يتم انتخابه لمدة سنة. وحتى يمكن الحصول على عضوية هذا المجلس، فانه يتعين على الراغب في ذلك أن يكون مجوزته مقعدا في البورصة، ذلك لان بورصة وول ستريت تعتبر جمعية تتكون من 1366 عضو وهو الرقم الذي تم ضبطه سنة 1853، بينما قد وصل هذا الرقم في آخر السنة 1989 إلى 1426 عضو والذي ينتمي اغلبهم إلى بيوت سمسرة، ويسهر هذا المجلس على تحديد برامج الأنشطة والسياسات البورصية، بينما يتولى المستخدمون ذو المستوى العالي مسؤولية انجاز هذه البرامج والسياسات. وبالنظر إلى أهمية عددهم، فان المستخدمين ببورصة نيويورك يراقبون جملة أنشطتها .

الفرع الثالث : شروط الدخول لبورصة وول ستريت وآليات التفاوض بها⁽¹⁾

- هناك جملة من الشروط التي ينبغي توافرها من أجل قبول ورقة مالية من طرف مجلس الحكام في قيد بورصة نيويورك من ذلك انه يتعين على المؤسسة أن تكون :
- قد حققت الأرباح خلال الثلاث سنوات الأخيرة مع حد أدنى مقداره 6.5 مليون دولار للثلاث سنوات أو 2.5 مليون دولار في السنة الأخيرة و 2 مليون دولار كحد أدنى للسنتين السابقتين .
 - أن تكون لها أصولا حقيقية تصل 18 مليون دولار .

(1) : منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، 2006، ص 42 .

- أن تضع بين يدي الجمهور عدد أسهم لا يقل حجمها عن 9 مليون دولار على الأقل 2000 مساهم بمقدار 100 سهم لكل واحد على الأقل .
- ملتزمة بنشر كل المعلومات المقيدة للجمهور خاصة الساهمين منهم وذلك بشكل منتظم .
- قبول تفويض السلطة.
- ويمكن اخذ القرار بعدم قيد المؤسسة في بورصة وول ستريت إذا لم تحترم إحدى القاعدتين الآتيتين :
- 1200 حامل أسهم لفائدة 100 سهم على الأقل .
- 600000 سهم في وسط الجمهور بقيمة 2.5 مليون دولار .

هذا وتحقق بورصة وول ستريت يوميا عمليات ضخمة أغلبها عاجلة وبدون استثناء، فان كافة المعاملات التي تجري ببورصة وول ستريت يتم نشرها بشكل مستمر، ومن خلال استعمال الإعلام الآلي، فان المعلومات تبلغ للمتعاملين في كل وقت من ذلك عدد الأوراق التي تم التفاوض عليها، بأي سعر، أسماء المشترين والبائعين .

ويتبع تنفيذ أي أمر المراحل الآتية :⁽¹⁾

عندما يعطي مستثمر أمرا لوكيل بالبيع أو الشراء، فان بيت السمسرة التي ينتمي إليها الوكيل تقوم عن طريق الهاتف أو التلغراف بإبلاغ الأمر إلى احد شركائها في البورصة والذي يتقدم إلى المقصورة أو السلة من اجل تنفيذ الأمر بالتفاوض مع وكلاء آخرين أو مختصين ويتم إبرام عقد كل المعاملات بناء على اتفاق شفوي. ومن ثم، فانه ينبغي التأكيد على أن عمليات التفاوض تتم على أساس الثقة المتبادلة بين مختلف المتعاملين، وتوجد بوول ستريت تسعيرة للسندات وتسعيرة للأسهم. ومن ثم، فان المعاملة المبرمة يتم طبعها على الشريط في بعض الثواني، وبعدها يتم التحضير لتسجيل وإرسال المعاملة في كل الشبكة المعلوماتية سواء بمكاتب نواب السمسرة بداخل البلاد أو خارجها. ومن ثم، يصير انجاز المعاملة مؤكدا وترسل بيت السمسرة المعنية رسالة للمشتري أو البائع .

وينبغي التأكيد على أن بورصة وول ستريت تعرف التصفية اليومية بخلاف بورصة كل من لندن وباريس اللتان تقومان بالتصفية مرتين في الشهر. وعليه، فانه يصير من الضروري على الوكلاء دفع مبالغ ضخمة حتى وإن لم يقدم لهم العميل الجزء البسيط ويتحتم عندئذ على الوكيل أن يقترض من البنك الذي يوفر له الأموال اللازمة بأسعار فائدة تتغير بشكل كبير. وللحصول على هذه الأموال، فان الوكيل يضع القيم المشتراة كرهن لدى البنك المقرض، ويحسن التنبيه كذلك إلى أن قائمة الأوراق المقيدة بالبورصة هي موزعة إلى مجموعات كثيرة على النحو الذي يسمح بالتفاوض على كل منها في أجنحة خاصة .

(1) : بريان كويل، مرجع سابق، 2007، ص 122 .

المطلب الثاني: سوق لندن وباريس للأوراق المالية

في هذا المطلب يتم التعريف ببورصة لندن باعتبارها أكفأ وأقوى البورصات العالمية في المجموعة، وكذا بورصة فرنسا باعتبارها أقل بورصات المجموعة كفاءة، وأما في تحول مستمر رغبة منها للحاق بتلك البورصات.

الفرع الأول: سوق لندن للأوراق المالية

1- سوق الإصدارات الجديدة⁽¹⁾

لا يوجد مقر محدد لسوق الإصدارات الجديدة، وهو حصيلة تعاون بين أطراف عدة هي كبار بنوك الأعمال، شركات التأمين ووكلاء البورصة. ويمكن التمييز بين إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية وإصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية، وكذلك إصدارات القيم الأجنبية.

1-1- إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية

تقوم الخزينة البريطانية وبنك انكلترا في هذا الإطار بطرح سندات للاكتتاب أما البنوك التجارية فتدخلها يكون لتسويق الإصدار أولالاكتتاب لحسابها الخاص. وفي غالبية الأحيان، تقوم مديرية الإصدار في بنك انكلترا بالاكتتاب بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تبيع هذا الجزء لاحقاً في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك، وهذا ما يخول للدولة - وعلى وجه شبه دائم - القيام بإصدارات لقروض عامة، وكانت إصدارات سندات الدولة تتم بمعدل عائد ثابت إلى أن أعلنت السلطات المختصة سنة 1977 عن إدخال سندات دولة متغيرة العائد. وفي ماي 1981، تم إصدار قرض حكومي (عام) مربوط بتطور أسعار التجزئة بقيمة مليار جنيه إسترليني. أما ميعاد استحقاقه، فكان سنة 1996، ووظفت الأوراق المالية بالمزاد وكانت مخصصة حصراً لبعض المكتتبين كصناديق التعاقد البريطانية وشركات التأمين، بعد ذلك أصدرت قروض جديدة أغلبها كانت لآجال طويلة وسمح فيها بالاكتتاب منذ مارس 1982 للمقيمين أو غير المقيمين. وفي عام 1984، مثلت القروض المرهونة بمؤشرات حوالي 9 % من إجمالي قروض الدولة المصدرة.

1-2- إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية وإصدارات القيم الأجنبية

عندما تقرر إحدى الشركات البريطانية إصدار أوراق مالية، فإنها تتوجه عادة إلى بيوت السمسرة التي تقوم بدور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين بالأوراق المالية، والأموال المطلوبة يمكن الحصول عليها أما عبر "إصدارات مباشرة موجهة للجمهور"، وإما عبر "عرض للبيع" يكتب به البنك بكامل الإصدار على أن يعيد توظيف هذا الأخير في السوق أو عبر التوظيف لدى المستثمرين المؤسساتيين. ويتركز دور بيوت السمسرة بشكل أساسي على تنظيم وتسويق الإصدار، ونادراً ما يتعدى ذلك لكي يتضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال.

(1) : وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص 42.

وبالنسبة للإصدارات الأجنبية، فحتى سنة 1914 كانت الإصدارات الأجنبية تشكل أكثر من نصف مجموع الإصدارات الحاصلة في لندن كقروض لحكومات أجنبية أو توظيفات صناعية. أما بعد 1940، فارتكزت التوظيفات أولاً على الإصدارات في الداخل التي شكلت ثلاثة أرباع التوظيفات الإجمالية. وقد أبقّت المملكة المتحدة على رقابة صارمة لأسعار الصرف بعد الحرب العالمية الثانية وجعلتها تستمر حتى عام 1979، هذه الرقابة حدثت من خروج رؤوس الأموال ومنعته أحياناً وجعلته أكثر كلفة.

2- بورصة لندن

يظهر تنظيم السوق، من حيث لجنة البورصة وأعضاؤها الذين يتوزعون بين السمسار وتجار الجملة وكذا عملياته التي تقع على الأوراق المالية الصادرة عن الدولة وعن مشروعات القطاع الخاص.

2-1- تنظيم السوق

أنشئت بورصة لندن سنة 1883، وتعتبر أنشط بورصة في أوروبا. ورغم أن التقلبات فيها أقل من بورصة نيويورك، إلا أنها تعادل جميع التقلبات في بورصات أوروبا مجتمعة، ويوجد على رأس البورصة مجلس للبورصة يضم 46 عضواً يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، ويتم انتخاب ثلث الأعضاء الجدد لهذا المجلس من قبل أعضائه السابقين. هذا، ويقوم المجلس بالمهام الآتية:⁽¹⁾

- مهام إدارية تتمثل في إدارة المجلس للبورصة، إذ أن هذا المجلس يتولى قبول أو فصل (الشطب) أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.

- مهام تقنية تتمثل في تسجيل القيم بغية تسعيرها وتحديد آلية العمليات.
- مهام قضائية تتمثل في فصل كل النزاعات.

وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين السماسرة ووسطاء الأوراق المالية؛ والسماسرة "Brokers" هم الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن ويقومون بعمليات على مختلف القيم. أما وسطاء الأوراق المالية "jobbers" فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص، ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار ويقتصر تعاملهم على السماسرة كما يقومون بتسعير القيم.

2-2- العمليات في إطار السوق⁽²⁾

يجري حالياً، تداول كافة الأوراق المالية في بورصة لندن، سواء كانت تلك القيم أوراقاً مالية صادرة عن الدولة أو أوراقاً مالية صادرة عن المشروعات الخاصة، وحتى تصبح الأوراق المالية الصادرة عن المشروعات

(1) : عبد الحميد صديق عبد البر، مرجع سابق، 1999، ص 317 .

(2) : وسام ملاك، مرجع سابق، 2003، ص 42 .

قابلة للتسعير يتوجب على هذه الأخيرة ملء العديد من الشروط التي يندرج ضمنها التقييد بحد أدنى من رأس المال.

الأوراق المتداولة في البورصة بمجملها اسمية باستثناء الأوراق المالية الصادرة عن الدولة حتى مارس 1977، أو الأوراق المالية الأجنبية المسعرة في لندن والتي يمكن أن تكون لحاملها.

ولا تجري العمليات بالمناداة ولا بباقي الأشكال الأخرى بل تحصل بالتراضي، كما يمكن أن تكون هذه العمليات فورية أو لأجل، حيث أن هناك مجموعة هامة من القيم لا يتم تداولها إلا فوراً تتضمن الأوراق المضمونة من قبل الدولة. أما باقي القيم فهي تتداول لأجل ولا يوجد حد أدنى معين من الأوراق يفرض تداوله، وهو عبارة عن سوق مضاربة، حيث يمكن أن تكون العمليات لأجل مغلقة أو مع إمكانية الخيار أي تضمن الحق بإمكانية إلغاء العملية عند الاستحقاق.

يتقرر التسجيل في التسعير الرسمي أو الشطب منه من قبل مجلس البورصة ويوضح التسعير الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قبل الوسيط الأساسي لكل الأوراق، والى جانب أسعار العمليات على الأوراق المالية غير المقبولة في التسعير الرسمي.

ومنذ عام 1972، انتقلت بورصة لندن إلى مقر جديد وتمت عصرنتها على صعيد واسع بإدخال نظام المعلوماتية (TALISMAN)* الذي بدأ العمل به سنة 1977 بدلاً من التدوين (القيود) الدفترية، وسمح لاحقاً بتوسيع استخدام أجهزة المعلوماتية المتطورة. وحقق مؤشر الفايينشال تايمز نمواً متواصلاً - مؤشر الأسعار في بورصة لندن - خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين، وأرجع المحللون ذلك إلى الوقائع الآتية: (1)

- جذبت بورصة لندن عدد كبير من رؤوس الأموال الأجنبية بسبب سياسة إلغاء تأمين عدد كبير من الشركات البريطانية بعد وصول مارغريت تاتشر إلى السلطة، حيث بدأت عملية الخصخصة في الاقتصاد البريطاني مع بداية عقد الثمانينيات.

- الإصلاحات الهيكلية لتلك السوق، التي وصفت بالانفجار الكبير "Big Bang" في النصف الثاني من عقد الثمانينيات 1986-10-27 والتي كانت عميقة وعنيفة، وفي هذا المجال أجرت حكومة مارغريت تاتشر في عام 1986 مجموعة من الإصلاحات الجذرية على بورصة لندن أطلق عليها "بيغ بانغ" أدت إلى تحرير مفاجئ للبورصة وأجازت المفاوضات على معدلات العمولة، كما سمحت للبنوك الأجنبية والشركات المالية أن يكون لها وسطاء بريطانيين في البورصة. وتمكنت بورصة لندن بفضل هذه الإصلاحات تجديد نفسها والعودة إلى مركز الريادة في الأسواق الأوروبية، كما حققت نجاحات كبيرة في مجال الأسهم الموثوقة مما مكنها من جذب الكثير من الاستثمارات الأوروبية، وأثرت بذلك على العديد من الأسواق العالمية.

* (Transfert Accounting logdgment for investor, stock management for jobbers)

(1) : فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص 116.

يصل عدد الأوراق المسجلة في بورصة لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا، منها 2000 سهم لشركات دولية أووروبية أخرى تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية، ويرجع ذلك إلى:

- خبرة طويلة في المعاملات الدولية .
- أهمية كبيرة للبورصات في التمويل.
- سوق مستقرة للعملات الأجنبية .
- دور فعال للوسطاء الماليين في تنشيط الاستثمارات .
- أدى تطبيق معدلات نمطية للتداول بالبورصات إلى زيادة حجم التداول وزيادة الثقة مما جعل البورصة من البورصات الرائدة في أوروبا.
- تخفيض الضرائب على أرباح الأوراق المالية.

2-3- السوق الموازية (الثانية)

بدأت السوق الموازية نشاطها في نوفمبر 1980، والتي تسمح للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم، بالحصول على رؤوس الأموال اللازمة، من أجل تدعيم هيكلها المالية وتحقيق تطورها، بشروط أخف للتسجيل من الشروط التي تخضع لها الشركات في السوق التقليدية الرسمية، حيث لا يوجد حد أدنى للرسملة البورصية. كما أن كلفة القبول فيه متدنية، إذ يتوجب فقط تقديم ثلاث ميزانيات سنوية، واثبات أن 10% على الأقل من الأسهم توجد بحوزة الجمهور، إلا أن أسهم هذه المشروعات ليست متداولة في بورصة لندن، وقد نجحت السوق الموازية، إذ ارتفع عدد الشركات المسعرة من إحدى عشرة شركة في عام 1980 إلى 210 شركة في عام 1984 لكي يتضاعف هذا العدد تقريبا في عام 2001.⁽¹⁾

الفرع الثاني : بورصة باريس⁽²⁾

في هذا الفرع تم التعريف ببورصة باريس من خلال النقاط أدناه:

1- لمحة تاريخية عن البورصة في فرنسا

كان الاقتصاد الفرنسي قبل منتصف الثمانينيات اقتصاد مديونية، حيث كانت الوساطة المالية تحتل مكان الصدارة في تمويل الاقتصاد عن طريق القروض، وهو الأمر الذي كان يدل على محدودية تمويل الاقتصاد من خلال سوق رؤوس الأموال حيث كانت نسبة تمويل التنمية الاقتصادية بواسطة سوق رؤوس الأموال سنة 1976 تقدر بـ 15% بينما كانت تمثل 49% في الولايات المتحدة الأمريكية، 42% بالمملكة المتحدة و32% باليابان .

(1) : فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص 24 .

(2) : محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص ص 262-266.

ويمكن إرجاع ضعف ومحدودية سوق رؤوس الأموال أساسا إلى النقاط الآتية :

- هيمنة الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد .
 - سوق رؤوس الأموال لم يجمع الشروط التقنية لاجتذاب المتعاملين النشطين(البنوك والمستثمرين المؤسسين).
 - التآكل النقدي لا يحفز العائلات على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية .
- وكانت تتشكل الساحة الفرنسية قبل شهر جانفي 1991 من بورصة باريس إضافة إلى ست بورصات جهوية هي بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانسي، ونانت. ومما يمكن ملاحظته أن نشاط البورصات الجهوية الفرنسية كان يتسم بالضآلة والمحدودية مقارنة ببورصة باريس. ففي تاريخ 31 ديسمبر 1990، كانت تمثل نسبة قيمة الرسملة البورصية لأسهم البورصات الجهوية على قيمة رسملة الأسهم ببورصة باريس 3.45% بينما كانت تمثل 4093% بالنسبة للسندات. وقد كانت نسبة المعاملات لكل من الأسواق الرسمية، الثانوية والموازية مقارنة ببورصة باريس تقدر بنسبة 2.18% و 14.63% و 22.68% على التوالي .
- وتجدر الإشارة إلى انه وبالنظر إلى الدور الهامشي الذي كانت تلعبه سوق رؤوس الأموال عامة وإلى الدور المحدود الذي تضطلع به البورصات الجهوية، فان السلطات الفرنسية ما فتئت تجري التصحيحات والتعديلات بغرض تحديث البورصة وعصرنتها وإعطائها الصبغة العالمية .

2- السلطات الوصية على بورصة باريس

وتتمثل أهم هذه السلطات فيما يلي :

2-1- لجنة عمليات البورصة

أنشأت بمقتضى أمر صادر بتاريخ 28 سبتمبر 1967، حيث جاءت على شاكلة لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد تدعمت هذه اللجنة بالقوانين التي أصدرت سنتي 1989 و1996، حيث تتكون من رئيس يتم تعيينه في مجلس الوزراء لفترة ست سنوات غير قابلة للتجديد وتسعة أعضاء آخرين لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ثلاثة ممثلين للسلطات القضائية(مجلس الدولة، مجلس المحاسبة، مجلس النقد، وممثل لبنك فرنسا، وممثل من مجلس أسواق رؤوس الأموال، وعضو من المجلس الوطني للمحاسبة، وثلاث شخصيات ذات تأهيل تعين على التوالي من طرف رئيس مجلس الشيوخ، ورئيس المجلس الوطني ورئيس المجلس الاقتصادي والاجتماعي والذين يتم اختيارهم على أساس كفاءتهم المالية والقانونية وكذا الخبرة في ميدان الدعوة العمومية للادخار .

وهذه اللجنة عبارة عن سلطة إدارية مستقلة لها استقلالها المالي وبها قرابة 230 موظف، كما انه بمقدورها توظيف من ترى فيهم الكفاءة المعرفية والقدرة على الإبداع سواء كانوا موظفين، قضاة، محامين، خبراء محاسبين، اقتصاديين ومن بين مهامها الأساسية :

- السهر على حماية الادخار الموجه استثماره نحو الأوراق المالية .
- الأكيد من الإعلام الجيد لكافة المستثمرين .

- الحرص على حسن سير أسواق الأوراق المالية، القيم المسجلة أو العقود الآجلة للتفاوض .
- ضبط الأسواق، تحقيق الشفافية، الأمن والمساواة .

2-2- مجلس أسواق رؤوس الأموال

وهو عبارة عن وصاية مهنية وقد تم تأسيس هذا المجلس بمقتضى القانون الصادر في 2 جويلية 1996 والخاص بتحديث الأنشطة المالية. وجاء هذا المجلس ليحل محل بورصات الأوراق المالية ومجلس السوق الآجلة واللدان كانا يمثلان الوصاية على سوق الأوراق المالية وكذا الأسواق الآجلة للأدوات المالية على التوالي . ويساعد هذا المجلس في مهام وصايته على أسواق الأوراق المالية كل من شركة البورصات الفرنسية وشركة السوق الجديدة التي تم إنشاؤها سنة 1995. أما تنظيم وسير سوق خيارات التفاوض لباريس فتتكفل به شركة المقاصة للأسواق الشرطية في حين أن وصاية السوق الآجلة الدولية لفرنسا تعود مباشرة لهذا المجلس .

2-3- وصاية السلطات النقدية والبنكية

بما أن احتكار شركة البورصة قد اختفى الأمر الذي أعطى الفرصة للتدخل المباشر للمؤسسات والهيئات المالية على الأسواق وهو الأمر الذي يبرر الدور الكبير المنتظر لعبه من قبل السلطات النقدية وتحديد لجنة هيئات الائتمان ومؤسسات الاستثمار التي بيدها سلطة منح الاعتماد لمؤسسات الاستثمار .

3- تجزئة بورصة باريس

وتتكون هذه البورصة من ثلاثة أصناف كبيرة من الأسواق هي :

3-1- الأسواق الباتة

وهي أسواق تكون العمليات التي تمت فيه باتة (قاطعة ونهائية) وقت إبرام عقد الشراء أو البيع ومن ثم فان المتعاملين لا يستطيعون الرجوع في مواقفهم⁽¹⁾، وتتكون هذه الأسواق من:

3-1-1- السوق الرسمية

والتي تنقسم بدورها إلى سوق عاجلة وأخرى للتسديد الشهري وتحتوي السوق العاجلة على قرابة 550 شركة فرنسية و150 شركة أجنبية تتعامل بالسندات، والسندات القابلة للتحويل، والأسهم، وحتى يتم قبولها يتعين على المؤسسة أن تجمع جملة من الشروط منها :

- طرح 25% من رأس المال الاجتماعي على الأقل في متناول الجمهور أو كمية من الأوراق تعادل 5 ملايين فرنك فرنسي كحد ادني .
- نشر الحسابات للسنوات الثلاث الأخيرة مع المصادقة على حسابات السنتين الأخيرتين.
- إعطاء الجمهور والسلطات معلومات اقتصادية ومالية صادقة وبشكل منتظم .

ويتبع قبول السندات على هذه السوق نفس القواعد كما أن طلب القبول ينظر إلى مجمل الأوراق لنفس الإصدار، حيث ينبغي أن يكون بمبلغ لا يقل على 100 مليون فرنك فرنسي. إلى جانب هذا، فان سوق

(1) : مصطفى كمال طه، مرجع سابق، 2009، ص 41 .

التسديد الشهري يضم حوالي 200 قيمة فرنسية و80 قيمة أجنبية مسجلة. وتكون شروط القبول هنا مماثلة لتلك الخاصة بالسوق العاجلة إضافة إلى اشتراط حجم مقبول وكافي للمبادلات على القيمة .

3-1-2- السوق الثانية

تم إنشاؤها سنة 1983، حيث تهتم بالمؤسسات ذات الحجم المتوسط والتي ترغب في التوسع، وتمثل شروط القبول أساسا فيما يلي :

- تقديم المؤسسة لحساباتها بعد إجراء الخبرة عليها مع تحقيقها لأرباح لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات .
 - تقدير الرسملة البورصية للمؤسسة بحوالي 10 ملايين فرنك فرنسي .
 - طرح في وسط الجمهور نسبة 10% من رأس مالها .
 - الالتزام بتوفير المعلومات الخاصة بالأنشطة والنتائج وذلك بشكل منتظم .
- يلاحظ أن إجراءات القبول بهذه السوق تعتبر بسيطة ومنخفضة التكاليف إذا ما قورنت بعملية قبول مؤسسة ما في السوق الرسمية .

-السوق الموازية

تم تأسيسها سنة 1962 وهي مفتوحة لكافة المؤسسات المساهمة غير المسجلة في قيد السوق الرسمية أوفي السوق الثانية وهي عبارة عن سوق ضعيفة التنظيم ، مرنة ومحدودة النشاط .

-السوق الجديدة

تم تأسيسها في 14 فيفري 1996، وكان القصد من ورائها إيجاد وسيلة لاستقطاب المؤسسات ضعيفة الرسملة بغية تنمية أنشطتها في ميدان التطوير والاختراع، ويتمحور تنظيم هذه السوق على ثلاث هيئات، الأولى شركة السوق الجديدة والتي تختص بتسيير وترقية هذه السوق، مجلس التوجيه والذي يهتم بتعبئة المتدخلين، وفي الأخير اللجنة الاستشارية والتي تنحصر مهمتها في البحث واختيار المؤسسات المرشحة .

وفي هذا السياق، فانه قد تم إنشاء بروكسل، في شهر سبتمبر 1996 الاتحاد الأوروبي لتجار الأوراق المالية للتسعير الآلي، وقد تم إنشاء هذا الاتحاد والسوق الجديدة بنفس التطلعات التي رافقت إنشاء النازداك في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يكون التخصص متعلقا بالمؤسسات المبدعة ذات النمو السريع بأوروبا.

-الأسواق الشرطية

يملك المشتري في أسواق الخيارات حق الأخذ أوعدم الأخذ بخياره. ومن ثم، فانه يستطيع عدم تنفيذ التزامه مقابل دفعه لمبالغ سبق الاتفاق عليها .

- أسواق العقود الآجلة

و يتفق فيها المتعاملون تبادل بعض مبالغ الأصول في تاريخ محدود وبسعر سبق الاتفاق عليه، وهذه التقنية تقترب كثيرا من تلك المعمول بها في بورصات السلع.⁽¹⁾ وتتكون هذه الأسواق في الأساس من السوق الآجلة

(1) : فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 19 .

الدولية بفرنسا والتي وجدت في ديسمبر 1987 والتي قد تم إنشاؤها في فيفري 1986 تحت اسم السوق الآجلة للأدوات المالية. وتتم هذه السوق عموماً بأصحاب الأسهم والسندات والذين يتعاملون فيها بغية توفير الحماية اللازمة ضد الأخطار التي قد تتعرض لها المحافظ المالية التي يجوزهم .

المطلب الثالث: السوق المالية اليابانية

تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم وأسواق السندات، وتم إنشاء أول بورصة في اليابان في طوكيو وأوزاكا عام 1878 وكانت السندات الحكومية الأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك. وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة (1868-1912) إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة. وفي عام 1949، قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصات طوكيو، أوزاكا ونايوا من أول البورصات اليابانية تطويراً أو تحديثاً عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر منافسة لبورصة نيويورك عام 1987. ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في 8 بورصات محلية وهي طوكيو- أوزاكا- نايوا- هيروشيما- نياجاتا- فوكوكا - كيوتو- سابورو، وتحقق طوكيو 87% من حجم التداول بالبورصات اليابانية، وبعد إصدار القانون الخاص بالأوراق المالية والعمليات الواقعة عليها سنة 1948، أعيد فتح البورصات سنة 1949 ضمن ثلاثة شروط:

- يجب أن تسجل جميع العمليات بالترتيب الذي حصلت عليه.
- يجب أن تُجمَع هذه العمليات في البورصة.
- تمنع العمليات لأجل.

الفرع الأول: سوق الأسهم⁽¹⁾

بعد الحرب العالمية الثانية، توجهت الشركات اليابانية إلى البنوك لسد احتياجاتها التمويلية لتمويل النمو السريع الحاصل، واعتماد المساهمون على تلقي أرباح أسهم بنسبة ثابتة على القيمة الاسمية تدفع كل ستة أشهر. وبقيت كذلك حتى سنة 1975 بالإضافة إلى ذلك، فإن الأرباح المترتبة عن بيع الأسهم لا تخضع للضريبة، واستناداً للقانون التجاري الياباني (المواد 199 و220) يمكن للشركة أن تصدر أسهماً عادية ممتازة، أودون القيمة الاسمية، لكنها لا تلعب أي دور يذكر في نشاط البورصة اليابانية.

تنوزع بورصة الأسهم في طوكيو ما بين الأقسام الآتية:

- القسم الأول، حيث تكون شروط القبول أكثر تعقيداً.
 - القسم الثاني، أنشئ في سنة 1961، أين تسعر الشركات الجديدة.
 - القسم الثالث، يتعلق بالأسهم الأجنبية.
- أما سوق خارج التسعير، فقد خسر الكثير من أهميته منذ إنشاء القسم الثاني، وحالياً هناك أكثر من مئة شركة تقوم بتبادل أسهمها في هذا السوق.

(1) : وسام ملاك، مرجع سابق، 2003، صص 75-78.

تتعدد أشكال العمليات البورصة، والشكل الأكثر شيوعاً هو ذلك الذي تستكمل فيه العملية بعد انقضاء ثلاثة أيام على العقد، ويسمح أيضاً بالقيام بعمليات مكشوفة إذا كان التنفيذ قابل للتأجيل فيما يتعلق بالعمليات الحاصلة بين بيوت الأوراق المالية والزبون المقدم للضمان.

والشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو هي الآتية:

- رأس المال يجب أن يبلغ 500 مليون ين (خارج طوكيو 1000 مليون ين) على الأقل، أو أن يكون موزعاً على أكثر من عشرة ملايين سهم (عشرون سهم خارج طوكيو).
- عدد المساهمين يجب أن يبلغ 2000 على الأقل.
- الأصول الصافية المموسة يجب أن تكون مساوية لمائتين على الأقل مقابل كل سهم (القيمة الإجمالية الدنيا 1.5 مليار ين) والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15 ين عن السنوات الثلاث الأخيرة، (20 ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة).
- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات وأن تتوفر على العديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

ما تجدر الإشارة إليه، أن بورصة الأسهم تعاني من التوجهين المتناقضين الآتين:

- تبرز ضآلة رأس المال في غالبية الشركات الأمر الذي يسهل في شرائها وهو الخطر الذي تعتبره الشركات اليابانية نظرياً، ويبدو للمستثمرين الأجانب على أنه خطر حقيقي. وللاحتراز من هذا الأخير يفترض وجود مستثمرين مستقرين لا يتأثرون بالعروض المغرية.
- يبدو سوق الأسهم بحد ذاته ضيقاً لأن غالبية الأسهم تميل لأن تبقى في محفظات أوراق مالية مؤسسية؛ وهذا ما يجعلها مدعاة للتقلب وعرضة للمضاربة.

الفرع الثاني: سوق السندات⁽¹⁾

تتوزع السندات في اليابان بين مجموعات ثلاث هي السندات الحكومية والسندات الخاصة وأخيراً السندات الأجنبية بالين. أما فيما يتعلق بتداول تلك السندات، فإنه لم تنشأ بورصة للسندات في كل من Tokyo، Osaka و Nagoya إلا اعتباراً من سنة 1969. أما حالياً، فإن 95% من العمليات على سندات تجري في السوق خارج التسعير، وهذه السندات المسعرة في البورصة تجذب المصارف المتمركزة في المدن على وجه الخصوص، لأنها قابلة للخصم في المصرف المركزي، أو يمكن أن تكون أيضاً موضع رهن مقابل السلف الممنوحة.

خلال العقدين اللذين أعقبا الحرب العالمية الثانية، كان الهدف من إصدارات السندات اليابانية يقتصر على تخصيص الموارد المالية المتوفرة للصناعات التي تتمتع بالأولوية من وجهة نظر واضعي السياسة الاقتصادية الحكومية، إما للإصدارات الجديدة، باستثناء تلك التي تقوم بها شركات إنتاج الطاقة الكهربائية وكذلك

(1) : وسام ملاك، مرجع سابق، 2003، ص 78 .

السندات المصرفية القابلة للخصم، فقد تم امتصاصها من قبل الأجهزة المالية، وكانت هذه الإصدارات تتمتع بالخصائص الآتية:

- شروط هذه الإصدارات كانت تتقرر عبر التفاوض بين الأجهزة المعنية.
- لم تكن توجد علاقة عملية بين سوق الإصدارات النشط وسوق العمليات الذي يتسم بالضعف الشديد، ولم تكن هناك علاقة إذا بين أسعار السندات القديمة وأسعار السندات الجديدة.
- كان يتحدد سوق العمليات، إلى حد بعيد، عبر وضعية السيولة القصيرة الأجل الخاصة بعد ضيق من المشترين (البنوك وبعض الشركات الأخرى)
- شراء سندات الدولة طويلة الأجل من قبل المصارف كان بهدف إعانة القطاع العام، حيث كان يدرك أن هذه السندات لن تظهر لاحقا في سوق العمليات، أي بمعنى آخر لن تكون موضوعا لعمليات لاحقة.
- ومن أهم خصائص البورصات اليابانية:⁽¹⁾
 - انخفاض المخاطر.
 - تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات.
 - اتجاه متزايد نحو تسجيل تداول الأوراق المالية الأجنبية.
 - استقرار التداول في البورصات اليابانية.
 - اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
 - زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة اليابانية.
 - انتشار الوعي الاستثماري.
 - اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
 - تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.
 - تدويل البورصات اليابانية.
 - الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.
 - تطوير أداء السوق الأولية والثانوية وأسواق السندات.
 - مكنته العمليات في البورصة بالحواشيب المتقدمة.
 - بناء شبكات معلومات لتداول الأوراق المالية .
 - وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
 - تحسين شروط الوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
 - الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

⁽¹⁾ : فريد النجار، مرجع سابق، 2009، ص 28 .

خلاصة الفصل الثاني

مما سبق ذكره، يمكن استخلاص الآتي :

- الدول المتقدمة هي دول قوية التصنيع، تمتاز بارتفاع الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع المستوى المعيشي لأغلبية مواطنيها، وهي تمثل ذلك الجزء من الاقتصاد العالمي الذي يفضل حرية انتقال السلع، رؤوس الأموال، الخدمات والأشخاص وتكون كل من السوق، السعر والديمقراطية مصطلحات رئيسية لهذه الدول والتي تعكس الأفكار الانكلوسكسونية .

-تمتاز مجتمعات الدول المتقدمة بمستوى عال من الرفاهية يترجم عموماً بارتفاع مستويات التعليم وأنظمة رعاية صحية جيدة تحتل المراتب الأولى عالمياً، كما تتميز بارتفاع الناتج الداخلي الإجمالي ونصيب كل فرد منه، وبحجم كبير من الإنتاج الصناعي يساهم بنسب وافرة من مجموع الإنتاج العالمي، كما تلعب دوراً محورياً في التجارة الخارجية .

-تمتاز الأسواق المالية بالدول المتقدمة برسالة كبيرة، سيولة مرتفعة ودرجة تركيز كبيرة. وفي ظل زيادة التحرر المالي ظهر توجه هذه البورصات نحو الاتحاد، وفي هذا الإطار يوجد " نايبي يورونكست " .

- من أهم الأسواق المالية بالدول المتقدمة هي الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان. وتعتبر السوق المالية الأمريكية الأكبر حجماً والأكثر نشاطاً على المستوى العالمي. ومن أبرز البورصات في هذا السوق بورصة نيويورك للأوراق المالية، في حين تعتبر بورصة لندن أهم المراكز المالية في أوروبا، وتحتل السوق المالية في طوكيو هرم الأسواق المالية النشطة في آسيا، ولكل منها هيكل تنظيمي خاص بها وقوانين تضبطها.

الفصل الثالث

أسواق المال واقتصاديات الدول الناشئة

الفصل الثالث: أسواق المال واقتصاديات الدول الناشئة

لم تظهر الأسواق المالية في الدول الناشئة كاستجابة فقط للطلب المحلي على رؤوس الأموال بل أيضا كنتيجة لرغبة من جانب المستثمرين لاستثمار أموالهم في الدول الناشئة. الأمر الذي، ترتب عليه زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي للاستثمار في تلك الأسواق، والتي كانت أحد العوامل الأساسية لنمو الأسواق المالية الناشئة، وترجع تلك الزيادة إلى عوامل داخلية تتعلق بالدول الناشئة مثل الإصلاح الاقتصادي الذي تم في العديد منها، وإلى عوامل خارجية مثل انخفاض أسعار الفائدة العالمية .

وعادة ما يهدف الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى الاستفادة من التنوع لتعظيم العائد من الاستثمار، نظرا لما لهذه الأسواق من خصائص تميزها، وإذا كان لهذه التدفقات النقدية من آثار إيجابية على اقتصاديات الدول الناشئة، فإنها تنطوي على آثار سلبية تتطلب إتباع بعض السياسات لمجابهتها، توضيح الفكرة يكون من خلال المباحث أدناه :

- ماهية الدول الناشئة؛
- خصائص الأسواق المالية الناشئة ؛
- أثر الأسواق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة .

المبحث الأول : ماهية الدول الناشئة

تعتبر الأسواق المالية الناشئة كقناة أصول مالية مستقلة، نمت نتيجة عوامل داخلية وخارجية، تتواجد في اقتصاديات ناشئة بمعدلات نمو مرتفعة وتضم الدول الصناعية الجديدة والدول التي تتطور في قطاعات أخرى غير الصناعية .

تأسس على ما تقدم، ولتوضيح الفكرة، يتم تناولها ضمن المطالب الآتية :

- اقتصاديات الدول الناشئة؛
- ماهية الأسواق المالية الناشئة؛
- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة .

المطلب الأول : اقتصاديات الدول الناشئة

الدول الناشئة هي دول بمعطيات اقتصادية معينة تميزها عن الدول المتقدمة والدول الأقل تقدماً وتضم الدول الصناعية الجديدة، والتي تعد إستراتيجيتها التنموية كنموذج لهذه الدول .

الفرع الأول : مفهوم الدول الناشئة⁽¹⁾

ترجم "Van Agtmael Antoine" عام 1981 مصطلح الدول الناشئة أو الاقتصاديات الناشئة بعبارة "Emerging Economics"، وذلك لوصف الاقتصاديات في مرحلة الخروج من التخلف والتي لها دخل متوسط ومعدلات نمو قوية كما أنها تنفتح على الاقتصاد العالمي وتعرف تحولات هيكلية ومنشآتية ذات أهمية .

وبصفة عامة أن الدول الناشئة هي الدول السائرة في طريق النمو والتي لا تنتمي للدول الأقل تقدماً، وهذا التعريف يقتصر أحياناً على الدول الصناعية الجديدة .

فمجموعة الدول الناشئة تعرف ارتفاع في الدخل/السكان وزيادة حصتها في الدخل العالمي، والتحول من نمط الإنتاج الزراعي إلى نمط الإنتاج الصناعي، كما تتميز بسرعة اندماجها في الاقتصاد العالمي من حيث زيادة نسبة الصادرات والواردات وفتح الأسواق المالية لرؤوس الأموال الأجنبية، فالدول الناشئة التي تمثل 37% من مجموع سكان العالم و30% من الإنتاج العالمي تمثل 19% من الصادرات العالمية، والدخل المتوسط لكل فرد بها كان يمثل 13% من الدخل المتوسط لكل فرد في الدول المتقدمة في سنوات الستينيات ليقدّر بحوالي 20% في نهاية القرن العشرين، أما مساهمة هذه الدول في التجارة العالمية للمنتوجات المصنعة

⁽¹⁾ www.arabac.com/demo/relinter/annmnd/paysemer.htm, Op-cit, consulté le 15/06/2010 .

- فقدت ب 3% سنة 1960 وارتفعت فيما بعد لتصل إلى 15%، هذا وتعد المنتجات الجلدية (جلد، أحذية، ألبسة) منتوجات مهيمنة في هذه الدول، ويضاف لكل ماسبق أن قيمة استثمارات هذه الدول في الخارج قدرت بقيمة 117 مليار دولار سنة 2005 ممثلة 17% من المجموع العالمي في مقابل 10% سنة 1982 .
- والدول الناشئة هي غير متجانسة على الإطلاق بمستويات تنمية مختلفة جدا، فالانضمام إلى هذه لمجموعة ليس ثابت، فالدولة التي تعد ناشئة اليوم تصبح متطورة غدا والعكس صحيح. هذا ويمكن الإشارة في هذا المقام، انه يمكن الاعتماد على العديد من المؤشرات للتمييز بين اقتصاديات دول العالم :
- الاعتماد على تطور السكان باستخدام مؤشر التنمية البشرية IDH .
 - الاعتماد على الإمكانيات الاقتصادية باستخدام مؤشرات مثل الناتج الداخلي الخام PIB .
 - الاعتماد على اختبار درجة اندماج الدول أو الاقتصاديات في العالم .

الفرع الثاني : التوزيع الجغرافي لاقتصاديات الدول الناشئة

- يمكن تجميع اقتصاديات الدول الناشئة بالاعتماد على PIB/السكان وتقسيمها جغرافيا كما يلي⁽¹⁾:
- أمريكا اللاتينية وتضم اقتصاديات المكسيك بقيمة 7830 \$ للفرد، اقتصاديات الأرجنتين بقيمة 6050 \$ للفرد، اقتصاديات البرازيل بقيمة 4710 \$ للفرد، اقتصاديات بوليفيا ب 1260 قيمة \$ للفرد.
 - الشرق الأوسط وإفريقيا وتضم اقتصاديات الكويت بقيمة 31640 \$ للفرد، اقتصاديات المملكة العربية السعودية بقيمة 15440 \$ للفرد، أفريقيا الجنوبية بقيمة 5930 \$ للفرد، اقتصاديات تونس بقيمة 2970 \$ للفرد، وأخيرا اقتصاديات مصر بقيمة 1580 \$ للفرد .
 - آسيا وتضم اقتصاديات سنغافورة بقيمة 32470 \$ للفرد، اقتصاديات كوريا الجنوبية بقيمة 19700 \$ للفرد، اقتصاديات التايوان بقيمة 17930 \$ للفرد، اقتصاديات ماليزيا بقيمة 5620 \$ للفرد، اقتصاديات تايلاندا بقيمة 3050 \$ للفرد، اقتصاديات الصين بقيمة 2360 \$ للفرد، اقتصاديات اندونيسيا بقيمة 1420 \$ للفرد، وأخيرا اقتصاديات الهند بقيمة 820 \$ للفرد .
 - أوروبا الشرقية وتضم اقتصاديات سلوفانيا بقيمة 21000 \$ للفرد، اقتصاديات هنغاريا بقيمة 11570 \$ للفرد، سلوفاكيا بقيمة 9610 \$ للفرد، اقتصاديات بولونيا بقيمة 8210 \$ للفرد، اقتصاديات تركيا بقيمة 8020 \$ للفرد، اقتصاديات روسيا بقيمة 5770 \$ للفرد، وأخيرا اقتصاديات ألبانيا بقيمة 2930 \$ للفرد .

⁽¹⁾D-GRIMBERT et AUTRE ,Op-cit, 1995, p 61 .

إذا كان مصطلح الناشئة يعني التدارك المتزايد لمستوى الحياة في الدول المتقدمة من طرف شعوب الدول الناشئة وإذا كان :

PIB لكل من الكويت، سنغافورة، كوريا الجنوبية، التايوان وسلوفانيا يمثل أكثر من 50% من PIB للمنطقة الأوروبية.

و PIB لكل من المكسيك، العربية السعودية، هنغاريا، سلوفاكيا، بولونيا وتركيا يمثل أكثر من 20% من PIB للمنطقة الأوروبية.

و PIB لكل من الأرجنتين، البرازيل، أفريقيا الجنوبية وتونس، ماليزيا، تايلاندا روسيا ألبانيا يمثل أكثر من 8% من PIB للمنطقة الأوروبية.

و PIB لكل من بولونيا، مصر، الصين، اندونيسيا والهند يمثل أكثر من 2% من PIB للمنطقة الأوروبية، فان الاختلاف بين الدول الناشئة والدول المتقدمة يبقى بحجم معتبر ومستويات النمو الاقتصادية المحققة لا يمكنها تغطية القصور الهيكلي لهذه الاقتصاديات .

الفرع الثالث : استراتيجيه التنمية لدول "NPIA" كنموذج للدول الناشئة⁽¹⁾

تعد الدول الصناعية الجديدة من بين الدول الناشئة ويقصد بها تلك الدول التي بدأت إنشاء صناعات مهمة منذ عام 1960 على خلاف بعض الدول الناشئة الأخرى التي لديها قطاع صناعي مهم أو تطور قطاعات أخرى غير الصناعية.⁽²⁾

وفي حقيقة الأمر، لا توجد قائمة رسمية للدول المصنعة الجديدة وإنما تم تجميع الاقتصاديات التي في إستراتيجيتها التنموية عرفت مرحلة صناعية سريعة في العشرين سنة الأخيرة على النحو الآتي:

-التنانين الأربعة "LES QUATRES DRAGONS" وهي كوريا الجنوبية، التايوان، سنغافورة، هونغ كونغ .

-صغار النمور "BEBES TIGRES" وهي ماليزيا، اندونيسيا، تايلندا، الفلبين.

- "LES JAGUARS" وهي المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، الشيلي، كولومبيا، فنزويلا .

إن إستراتيجية الدول الصناعية الجديدة الأسيوية "NPIA" متشابهة إلى حد ما، وتقوم على خمسة مبادئ أساسية هي :

-الإصلاح الزراعي حيث بداية التصنيع يبدأ بالإصلاحات الزراعية المهمة التي تمكن من إيجاد فئة متوسطة ضرورية لخلق طلب داخلي .

⁽¹⁾: Bulltin du FMI, Op-cit, 2005, P 158.

⁽²⁾: روبرت ريكوييرو، تراكم رأس المال والنمو والتغير الهيكلي، تقرير التجارة والتنمية، 2003، ص 12.

-التصنيع بترقية الصادرات ذلك أن هذه الدول تطور إستراتيجية التصنيع بإنتاج السلع الموجهة للتصدير أي تتوجه في المقام الأول للسوق العالمية.

-إعادة الاعتبار للفرع ذلك أنه لإحداث تنمية، فان ترقية التصدير يجب أن يكون مرتبط بإستراتيجية إعادة الاعتبار للفرع، وتعني الاستثمار في القطاعات الصاعدة وتنويع الإنتاج الوطني في نشاطات ذات قيمة مضافة مرتفعة (الالكترونية في الدول الآسيوية).

-التدخل الفعال للدولة إذ أن نموذج التنمية يعتمد على خليط الليبرالية والتدخل المباشر والفعال للدولة التي تعمل على ترقية البنى التحتية للصناعة، وتضع مقاييس حمائية، وتختار القطاعات التي تعتبر ذات أولوية للصناعة.

-تعميم التعليم من خلال انتهاج سياسة تعليم فعالة تؤدي لرفع معدل التعليم، ومن ثم تكوين يد عاملة مؤهلة ضرورية للصناعة .

ومن نتائج هذه الإستراتيجية ما يلي:

-اقتصاديات منفتحة جدا حيث تمثل الصادرات حوالي 30% PNB للدول الصناعية الجديدة، الأمر الذي يبرهن مدى انفتاح اقتصاديات هذه الدول وارتباطها بالخارج، كما أن أغلبية التدفقات تكون في شكل استثمارات تنجز من قبل شركات متعددة الجنسيات .

- دول قريبة أكثر فأكثر للتنمية خلال 25 سنة الأخيرة، فان الدخل بالنسبة للسكان للدول الصناعية الجديدة أصبح تقريبا مضروبا في أربعة بزيادة تقدر ب5% في المتوسط سنويا، فكوريا الجنوبية حصلت على معدل نمو سنوي أكبر من 8% خلال نفس الفترة، هذه المعدلات المتزايدة ترجمت بمجهودات كبيرة متعلقة بالتنمية، (كتحسين المستوى المعيشي، تحقيق المساواة الاجتماعية، رفع مستوى التعليم، خفض حصة الزراعة في PIB لفائدة الصناعة والخدمات وخفض نسبة البطالة....)، لكن معدلات النمو لا تكون دائما متساوية للتنمية وتوزيع الثروة يجب أن يتم بطريقة صحيحة وعادلة، وكوريا الجنوبية تعد مثال على ذلك لكن هذا لايعني بالضرورة حالة كل الدول الصناعية الجديدة.

المطلب الثاني : ماهية الأسواق المالية الناشئة

يهدف هذا المطلب لتوضيح ماهية الأسواق المالية الناشئة والتي تمثل فئة أصول مختلفة، فالبلدان التي تتوفر على أسواق ناشئة ستتطور لتدرج مستقبلا ضمن قائمة الأسواق المتطورة، أما الأسواق الناشئة فقد لا يكون لها أثر اليوم، كما أن اختلاف هذه الأخيرة من بلد لآخر استنادا لبعض معايير التصنيف أمكن من تقسيمها لعدة مجموعات .

الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية الناشئة

لقد كان أول استخدام للفظ "الأسواق الناشئة" للإشارة إلى أسواق الأوراق المالية بواسطة خبراء مؤسسة التمويل الدولية في دراستهم لنمو الأسواق المالية في الدول الناشئة في العالم. واستنادا لبعض المعايير الكمية والكيفية والجغرافية والاقتصادية للتصنيف، فصفة الناشئة "EMERGENT" تصور فكرة أن الاقتصاد هو في مرحلة انطلاق يتمتع بقوة كامنة للنمو، وهذا يستلزم أن فرص تحقيق الأرباح من المؤسسات والمردودية من الاستثمارات ستكون أكثر أهمية من تلك الموجودة في الاقتصادات المتطورة، أما كلمة "السوق"، فيشير إلى أنه يجب أن يتمتع بهيكل لبورصة متطورة بما فيه الكفاية، للسماح للأعوان بالاستمرار، وبالتالي فالأسواق الصغيرة جدا التي تتميز بغياب نشاط حقيقي للبورصة هي مستثناة من التصنيف، ويطلق مصطلح البلدان الناشئة عن كل بلد يقل فيه نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام عن 10000 دولار. ومن جهة أخرى كذلك، يمكن القول أن البلدان الناشئة هي كل الدول خارج نطاق مجموعة الخمسة عشرة أو مجموعة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE⁽¹⁾، إلا أن إدراج أسواق بعض الدول الأفريقية والأوروبية كبولونيا، وجمهورية التشيك ضمن قائمة الأسواق الناشئة لدليل على قصور هذه المعايير في التصنيف فاستنادا إلى مؤسسة التمويل الدولية فقد قامت بتصنيف الأسواق الناشئة طبقا للمناطق على النحو التالي:⁽²⁾

- أمريكا اللاتينية: الأرجنتين، البرازيل، شيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو، فنزويلا .
- شرق آسيا: الصين الشعبية، كوريا الجنوبية، الفلبين، تايوان .
- جنوب آسيا: الهند، إندونيسيا، ماليزيا، باكستان، سيريلانكا، تركيا .
- أفريقيا: جنوب أفريقيا، نيجيريا، زيمبابوي .
- الشرق الأوسط: الأردن، إسرائيل .

ويمكن تعريف الأسواق الناشئة استنادا لمؤسسة التمويل الدولية بأكثر من طريقة، فمن ناحية يعني لفظ "ناشئة" أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث وأن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم والنشاط ولا يوحى ببوادر أي تغيير. ومن جهة أخرى، يمكن أن يعني لفظ سوق ناشئ لسوق أوراق مالية في أي اقتصاد نام لصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاتها، ويرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية ويأتي بعد نمو الاقتصاد المعني، ويحتفظ خبراء

⁽¹⁾: E-TCHEMENEI, Marchés émergents, in Y-SIMON, encyclopedie des marchés financiers, Economica, Paris, 1997, p 913 .

⁽²⁾: D-GRIMBERT et AUTRE, Op-cit, 1995, p 61 .

مؤسسة التمويل الدولية بالمفهوم الأول. وبذلك، يمكن أن يطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ " سوق ناشئة " إذا انطبق عليها على الأقل أحد المعيارين المواليين:⁽¹⁾

- إذا تواجدت هذه السوق في اقتصاد نام .
 - إذا كانت السوق ذاتها بصدد نمو (IFC1997) .
- وقد مرت كل سوق بمرحلة " السوق الناشئة " في بداية تطورها، ففي بداية هذا القرن كانت السوق الأمريكية تعتبر سوقا ناشئة، بينما اعتبرت السوق اليابانية كذلك في الستينيات وحتى بداية السبعينيات وقد بلغ عدد الأسواق المالية الناشئة المدرجة في مؤشر " IFCG composite index " والخاص بمؤسسة التمويل الدولية 32 سوقا بانتهاء عام 1998 ، منها عشر أسواق في شرق وجنوب آسيا وسبع أسواق في أمريكا اللاتينية وخمسة عشرة سوقا في أفريقيا وأوروبا والشرق الأوسط .

الفرع الثاني : تصنيفات الأسواق المالية الناشئة

يترجم عادة التباين الموجود فيما بين أسواق الأوراق المالية الناشئة من دولة ناشئة لأخرى، باختلاف عدد الشركات المسجلة، وعدد الشركات الجديدة والقيمة السوقية للأسهم، والقدرة على تجميع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية. ويرجع هذا التباين في أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى الاختلاف في مقومات البيئة الاقتصادية والتمويلية في الدول الناشئة، والتي تتمثل أهم مكوناتها فيما يلي:⁽²⁾

- دور وحجم القطاع الخاص .
 - قدرة المستثمرون الأجانب على الوصول للسوق .
 - دور مصادر التمويل البديلة .
 - الوضع المؤسسي والإشراف والإفصاح والترتيبات القائمة .
 - الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الاستثمار المحلي والأجنبي .
- ولأغراض التوضيح، تقسم الأسواق الناشئة تبعا لخصائصها إلى أربع مجموعات بينها قدر من التداخل، ويمكن الإشارة إلى أن هذه الأسواق ستزداد نضجا بمرور الوقت وتنتقل إلى المجموعات الأكثر تطورا، ويتم عرضها فيما يلي :

1- الأسواق الناشئة والتي في حالة ركود

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور والتي تتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة (أو المسعرة) وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار " volatility " مع ارتفاع درجة التركيز، وانخفاض السيولة وضعف إطارها المؤسسي، وتبدأ الأسواق في

⁽¹⁾هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة ، العدد58، بنك الكويت الصناعي، 1999، ص23.

⁽²⁾ : عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، قطر، 2003، ص ص 106-107.

كسب ثقة المستثمرين المحليين وتصبح أكثر قبولا كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية وكثيرا ما تكون بديلا للسندات الحكومية وتشمل هذه المجموعة أسواقا عديدة في أفريقيا (كوت ديفوار، زيمبابوي) وفي أوروبا الوسطى والشرقية وفي دول الاتحاد السوفياتي سابقا (أوكرانيا)، وبعض الدول الاشتراكية في آسيا، وتتميز أغلبية هذه الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها، وبمردود ضعيف للاقتصاد، وتدفع حد ضعيف لرؤوس الأموال الدولية، كما أن الأسواق المالية فيها مازالت في مرحلة الإنشاء.

2- الأسواق الناشئة بالمعنى الحرفي

تتميز الأسواق في هذه المجموعة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح. ونظرا لأن أسواق الأسهم الآن اكتسبت قدرا من المصدقية، فإن الضغط الخارجي من أجل زيادة فرصة الوصول إلى تلك السوق والضغط في الداخل من أجل الحصول على التمويل بسعر منخفض، أدى إلى تخفيض حدة الضوابط المفروضة على سوق المال الداخلية، مع ازدياد سيولة السوق بدأ المستثمرون الدوليون يدركون مميزات التنوع الناشئة عن الاستثمار في هذه الأسواق. ومع ذلك، تبقى صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة بالرغم من تزايد الاعتماد عليها كمصدر للتمويل، وقد دخلت أسواق الأسهم في الصين وكولومبيا والهند وباكستان وبيرو والفلبين كلها في هذه المرحلة.

3- الأسواق الناشئة الأكثر تقدما

وتتميز اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها أسواق هذه المجموعة بمعدل تضخم منخفض، استقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات، وتكون العائدات السوقية أقل تقلبا وتحديث زيادة سريعة في نشاط التداول وفي حجم الأسهم المصدرة، ويزداد حجم التعامل بصورة ملموسة، وتنخفض معه علاوة المخاطر للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية وتعتبر أسواق الأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة، كما هو الحال في هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان (الصينية).

المطلب الثالث: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

استقراء إحصاءات حركة الاستثمارات الخاصة أو غير الرسمية غير المباشرة (الاستثمار في الأوراق المالية) يبين أنها قد زادت من 1,4 مليار دولار إلى 9,5 مليارات دولار خلال الفترة 1986-1996، أي أنها تضاعفت 65 مرة خلال عشر سنوات. وتمثل الاستثمارات الخاصة بالنسبة إلى إجمالي التدفقات إلى الأسواق المالية الناشئة نحو 32,1% خلال الفترة نفسها مقارنة بمسئوها عام 1986، حيث لم تزد تلك النسبة عن 2,2% من إجمالي الاستثمارات الدولية ولم تأت الزيادة في تلك التدفقات الاستثمارية للدول النامية ارتجالا،

بل جاءت نتيجة لحدوث عدد من المتغيرات الدولية، وكذلك إتباع هذه الدول لمجموعة من السياسات التي جذبت انتباه المستثمرين الدوليين ودفعهم إلى توجيه رؤوس أموالهم لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية. وترجع أسباب النمو في الأسواق المالية في الدول الناشئة وزيادة قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية بمعدلات كبيرة إلى نوعين من العوامل نستعرضها فيما يستقبل .

الفرع الأول : العوامل الداخلية

وترجع هذه العوامل إلى السياسات التي اتبعتها كثير من الدول الناشئة، وأدت إلى تنمية أسواقها المالية وجذب الاستثمارات إليها، فوجود تلك العوامل يفسر توجيه المستثمرين لاستثماراتهم إلى عدد من الدول النامية دون الأخرى، وتشمل هذه العوامل على ما يلي (1):

- برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها كثير من الدول الناشئة، وأهم هذه البرامج برامج الخصخصة، التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية. وساهمت هذه العملية في زيادة رسملة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة توفر الأسهم وتعميق أسواق المال المحلية الذي يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية. وفي الدول الناشئة، تم منذ سنة 1980 وحتى سنة 1992 تخصيص أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام، وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم عام 1992 .
- يرتكز هذا العامل على إصلاح القطاع المالي حيث يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق الناشئة، والمتمثل في قيام بعض الدول النامية بالتخلي عن الائتمان الموجه، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات .
- فضلا عن تنظيم قواعد الإفصاح المالي والتسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق ورفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية .
- تحرير أسعار الصرف وأسعار الفائدة في كثير من الدول النامية، مما أدى إلى استقرار أسعار الصرف الذي يعد عنصرا مهما من عناصر جذب الاستثمار .
- خفض العجز في الموازنة العامة للدولة، وخفض معدلات التضخم، الأمر الذي كان له كثير من الآثار الإيجابية على الاقتصاد الكلي .
- اتباع الدول النامية لعمليات المقايضة، وهي تعني (مقايضة الدين بأسهم) بمعنى تحويل ديونها إلى أسهم وبيعها في أسواق الأسهم، فلقد تم تحويل المليارات من الدولارات من الديون في الدول النامية إلى أسهم هذه الدول، مما يسمح بالمزيد من تدفقات الاستثمارات المالية لأسواقها .

(1) : خالد سعد زغلول، العولمة والأسواق المالية الناشئة، مجلة الحقوق، العدد 1، الكويت، 2002، ص ص 13-15.

- يقلل وجود أسواق أوراق مالية ناشئة من فرصة هروب الأموال للخارج وخاصة تلك التي تخرج نظرا لعدم وجود أسواق مالية محلية تعطى بدائل استثمارية متعددة، إذ بلغ حجم رؤوس الأموال الهاربة من أمريكا الجنوبية حوالي 151 مليار دولار خلال الفترة 1973-1985. ومن ثم، فإن توافر مثل هذه البدائل في الأسواق الناشئة، مع ارتفاع العائد بها يترتب عليه ليس فقط عودة جزء من الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة مرة أخرى بل تقليل فرصة هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج .
- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض من الدول النامية مثل كوريا وتايلاندا، والتي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة، حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواق تلك الدول. هذا، ويعتقد بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول سنة 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية، نظرا لأن التحول إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة يعتبر ضروريا في ظل معدلات النمو العالية التي تسجله من زيادة حصتها إلى نحو 50% من الاقتصاد العالمي بحلول سنة 2040، مقابل نحو 25% حاليا الأمر الذي يجعل إمكانية تحقيق الأرباح الكبيرة في تلك الأسواق في المستقبل فرصة مؤكدة.⁽¹⁾

الفرع الثاني : العوامل الخارجية

- إضافة للعوامل الداخلية نجد العوامل الخارجية التي كان لها أثر في تشجيع رأس المال الأجنبي على الانتقال إلى هذه الأسواق، وتتمثل أهم هذه العوامل فيما يلي :⁽²⁾
- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة من 9,8% في أبريل 1989 إلى 2,9% في نوفمبر 1992. وقد كان هذا الانخفاض حافزا قويا للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق الناشئة المرتفعة العائد، ولانخفاض أسعار الفائدة أثرتين هامتين فهي تقلل من الحافز لدى المستثمرين لإبقاء أموالهم الاستثمارية داخل بلدهم ما يسميه GOLDESTAIN (1995) مسلك استبدال الأصول، كما تعمل على تحسين الجدارة الائتمانية للبلد المدين من خلال إنقاص القيمة الحالية المخصصة مدفوعات خدمة الدين المقبلة على الديون المدومة .
 - تباطؤ النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية المتقدمة، وانعكس ذلك على نمو الناتج المحلي الإجمالي .
 - تسهيل الدول المتقدمة دخول مصدري الأوراق المالية من الدول النامية لأسواقها من خلال إتباع تدابير من شأنها تخفيض كلفة المعاملات في أسواق الأوراق المالية فيها، ومن ثم تشجيع إصدار الأوراق المالية فيها لتلبية احتياجات الدول النامية .

(1) : عمر صقر، مرجع سابق، 2003. ص118.

(2) : خالد سعد زغلول، مرجع سابق، 2002. ص40.

- ارتفاع معدلات السيولة النقدية عالميا نتيجة للنمو السريع في سوق العملات المختلفة، وزيادة حجم الأموال المتوافرة لدى الدول المصدرة للبتروول، مما أدى إلى توسيع حجم السيولة المتاحة للاستثمارات الدولية .
- ولقد أدى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى المساهمة في تحسين كفاءتها، وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، وقد ساعد ذلك على نقل التكنولوجيا المتقدمة للأسواق الناشئة، وبالتالي يمكن للمستثمر الأجنبي الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق .

المبحث الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة

تتواجد بالدول الناشئة أسواق مالية تتميز برسملة صغيرة، سيولة منخفضة ودرجة تركيز كبيرة، كما أن لها أهمية كبيرة في تنويع محفظة المستثمر الأجنبي. بما يضمن له تعظيم العائد، وبالرجوع للنظرية المالية فإنه في المقابل يتعرض لجملة من المخاطر كالمخاطر الناجمة من عدم القدرة على الحصول على المعلومات، أو عدم توفر القدر اللازم من السيولة ومخاطر سعر الصرف والمخاطر السياسية .

تأسيسا على ما تقدم ولتوضيح خصائص الأسواق المالية الناشئة، يتم تناولها ضمن المطالب الآتية:

- معايير تقدم ونضج السوق ؛
- منافع الاستثمار في الأسواق الناشئة ؛
- مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة .

المطلب الأول : معايير تقدم ونضج السوق

تم الاتفاق بين الاقتصاديين على مجموعة من المعايير تقدر على أساسها درجة تقدم ونضج السوق، يذكر منها حجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركيز .

الفرع الأول : حجم السوق

كما وسبق الإشارة إليه فإن حجم السوق المالية يقاس برسملتها السوقية، وتتسم الأسواق الناشئة بشكل عام بصغر حجم رسملتها وهذا ما يظهره الجدول رقم(09)، إذ تراوحت رسملة هذه الأسواق بين 25.26مليار دولار بالفليين إلى 2711.31 مليار دولار بهونغ كونغ خلال الفترة 2000-2010 .

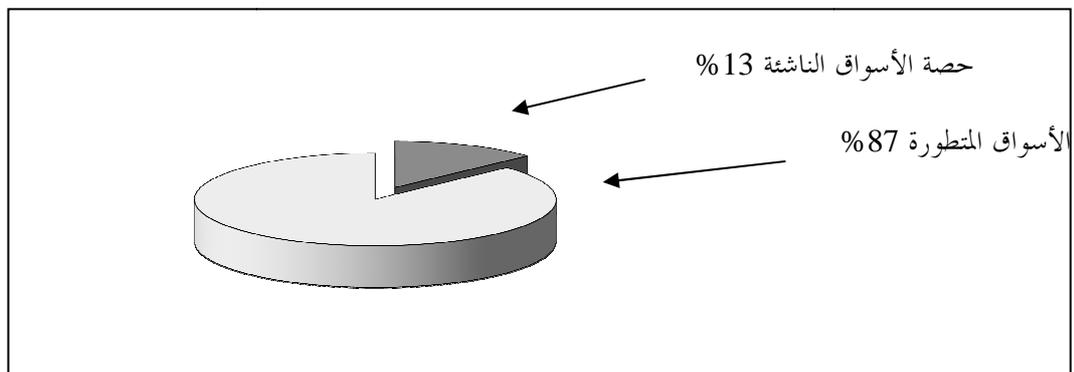
جدول رقم(09): تطور الرسمة البورصية لعدد من الأسواق بالدول الناشئة خلال الفترة 2000-2010

البورصات	2000	2002	2004	2004	2006	2008	2010
كولومبيا	-	-	25.22	56.20	87.71	140.51	208.50
المكسيك	125.20	103.94	171.94	348.34	234.05	352.04	454.34
ماليزيا	113.15	122.89	181.62	235.58	189.23	289.21	408.68
تاوان	247.59	261.31	441.43	594.65	356.71	658.99	818.49
هونغ كونغ	623.39	463.05	861.46	1714.59	1328.76	2305.14	2711.31
أندونيسيا	26.81	30.06	73.25	138.88	98.76	214.94	360.38
الهند	-	112.45	363.27	774.11	600.28	1224.80	1596.62
تايلندا	29.21	45.40	115.39	140.16	103.12	176.95	277.73
الفلبين	25.26	18.19	28.60	68.26	52.03	86.34	157.32
سنغفورة	115.12	101.55	217.61	384.28	264.97	481.24	647.22

المصدر: World federation of Exchanges , www.world-exchanges.org, Op-cit, consulté le 06/04/2011

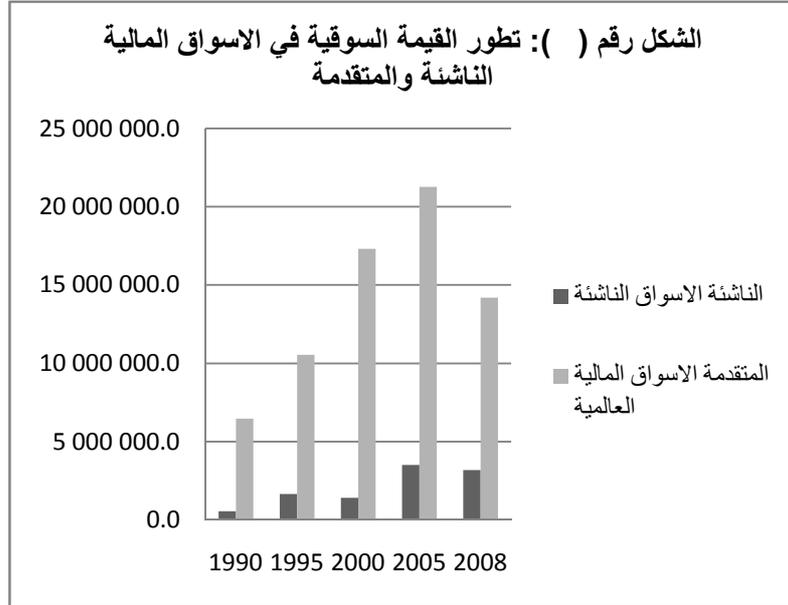
وارتفعت الرسمة البورصية للأسواق الناشئة من 1600 مليار دولار في نهاية 1994 إلى أكثر من 1980 مليار دولار نهاية 1995، ويعني ذلك أن نسبة تلك الرسمة من الرسمة العالمية تقدر بـ 13% خلال نفس الفترة، لتتخفض بعد ذلك مسجلة نسبة 11% سنة 1996 ثم 9.47% سنة 1997، ويدل ذلك على الذعر الذي أصاب المستثمرين نتيجة للخسائر التي لحقت بهم من جراء الأزمات المالية في تلك الفترة .

الشكل رقم (2) : حصة الأسواق الناشئة من الرسمة البورصية العالمية لسنة 1994 .



Source : Idem, P 11 .

وبنهاية الأزمة توالى ارتفاع تلك النسبة لتقدر بنسبة 11.76% سنة 2000، 15.90% سنة 2005 و17.64% سنة 2008، وهذا ما يبينه الشكل رقم (3) أدناه



المصدر: World federation of Exchanges, www.world-exchanges.org, Op-cit, consulté le 06/04/2011:

وينبغي التنبيه أن حجم الرسمة ليس معيارا مطردا يمكن تطبيقه على جميع البورصات الناشئة، ذلك لأن بلدا كهونغ كونغ وتايوان قد وصلتا سنة 2010 إلى 2711.31 مليار دولار، و818.490 مليار دولار على التوالي بالرغم من حجمهما الصغير مقارنة ببعض الدول المتقدمة كإيطاليا، والتي لم تصل إلى مثل هذه الرساميل، لذا فقد تم الاعتماد على معدل الرسمة بقسمة إجمالي الرسمة البورصية لكافة الأسهم المقيدة في بورصة معينة على الناتج المحلي الإجمالي للبلد التي بها نفس البورصة، كمحاولة لتخطي مشكلات التحليل من خلال المتغيرات المالية المطلقة المشار إليها في النقطة السابقة .

وقد بلغت هذه النسبة في الأسواق المتقدمة مثل أمريكا، اليابان، وبريطانيا 130.78% في المتوسط سنة 2007 في حين بلغ في الأسواق الناشئة في المتوسط 55.92%، وتدل هذه الأرقام على أن الأسواق الناشئة مازال أمامها طريق طويل في سبيل الوصول إلى درجة نمو مقارنة بالدول المتقدمة، في حين أن دولة كالشيلي وتايلاندا حققت ارتفاعا في نسبة الرسمة إلى الناتج المحلي الإجمالي من 43% إلى ما يزيد عن 80% خلال عشر سنوات بينما استغرق الأمر في الولايات المتحدة ما يزيد على تمانين عاما لتحقيق معدل مماثل.

الفرع الثاني : السيولة

كما وسبق الإشارة إليه، فإن سيولة السوق تعني القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة وتشجع على الاستثمار وتزيد من حجم الادخار، وتقاس من خلال مؤشرين:

1- نسبة إجمالي القيمة المتداولة إلى الناتج الإجمالي

تمتاز الدول الناشئة عموماً بانخفاض الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالدول المتقدمة، إلا أن معدل حجم التداول بها يكون منخفضاً، إذ قدر سنة 2008 بنسبة 44% بالبرازيل، 2% بالأرجنتين، 21% بالشيلي، 5% بالبيرو، 10% بالمكسيك، 37% بماليزيا، 15% باندونيسيا و7% بالفلبين، وهذا يبين قلة حجم التداول بأسواق هذه الدول إذ قدر مثلاً سنة 2008 بقيمة 110.47 مليار دولار بالمكسيك، 93.55 مليار دولار بماليزيا، 109.43 مليار دولار باندونيسيا، 17.08 مليار دولار بالفلبين، وهذا يدل على قلة كفاءة أسواق هذه الدول وانخفاض حجم السيولة بها .

وما يجب الإشارة إليه، أن هناك بعض الأسواق التي ترفع إلى حالة الاستثناء نظراً لارتفاع درجة السيولة بها، إذ قدر معدل حجم التداول بسنغفورة مثلاً 93% و54% بتايلاندا، وهذا يفوق بكثير معدلات حجم التداول المسجلة في الدول المتقدمة كأستراليا وإيطاليا وإسبانيا، ويرجع ذلك لارتفاع حجم التداول بها إذ قدر بقيمة 259.88 مليار دولار بسنغفورة، و115.98 مليار دولار بتايلاندا، 1629.78 مليار دولار بهونغ كونغ.

2- معدل الدوران

يساوي قيمة إجمالي الأسهم المتداولة مقسوماً على رسملة السوق، ومعدل الدوران يستكمل مقياس رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، فمن الممكن أن يكون هناك سوق صغيرة ولكنها نشطة إذا كانت رسملتها السوقية صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع، وتتميز الأسواق الناشئة باختلاف معدلات الدوران وبالتالي باختلاف درجة النشاط فعلى سبيل المثال، لم يكن هناك تداول كبير في أسهم رأس المال في البرازيل بالقياس إلى حجم الاقتصاد، لكن معدل الدوران كان مرتفعاً، انعكاساً لكون البورصة صغيرة ولكنها نشيطة، وفي مقابل ذلك لدى اندونيسيا حجم رسملة ونسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي مرتفع ولكن كان معدل الدوران فيها أقل من المتوسط، وتشير البيانات إلى أن كثيراً من الأسواق الناشئة هي أقل سيولة بكثير عن الأسواق المتقدمة، ويرجع ذلك إلى أنه في كثير من هذه الأسواق قد تكون هناك حصة كبيرة من الأسهم المسجلة غير متداولة في الواقع لأنها مملوكة للحكومة أو العائلات .

وثمة العديد من الإجراءات تتخذ للرفع من سيولة الأسواق الناشئة، أهمها في (1):

- زيادة رسملة السوق عن طريق الخصخصة أي الرجوع للتمويل عن طريق رؤوس الأموال الخاصة .

(1) :D-GRIMBERT et autres, Op-cit, 1995 , P73 .

- تنظيم وتطوير المستثمرين التأسيسيين كمؤسسات التأمين، منظمات الضمان الاجتماعي وغيرهم، يعملون على تنشيط السوق الثانوي، ورفع سيولة الأوراق المالية وتنقص من التقلبات السعرية .

الفرع الثالث : درجة التركيز (concentration)

لقياس درجة تركيز السوق، يتم حساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، ويتم تلخيص إسقاط هذه المعطيات على عدد من الأسواق الناشئة في الجدول الموالي :

جدول رقم (10) : درجة التركيز في عدد من أسواق الدول الناشئة سنة 2011 .

تركز أكبر عشر شركات مدرجة		البورصات
نسبة الرسملة من رسملة السوق	نسبة التداول من تداولات السوق	
62.1	65.9	المكسيك
36.5	37.1	ماليزيا
30.5	37.3	هونغ كونغ
44.8	44.3	أندونيسيا
27.6	31.4	الهند
43.8	41.2	الفلبين
28.6	25.7	سنغفورة
25.7	37.1	تايوان
38.8	47.2	تايلندا

المصدر : World federation of Exchanges, www.world-exchanges.org, Op-cit, consulté le 06/04/2011

ويلاحظ من الجدول أعلاه، وجود درجة كبيرة من التركيز في رأس المال السوقي مقيسا بنصيب أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة، إذ يوجد بعض المؤسسات تسيطر على أغلب السوق، ففي طوكيو توجد عشرة شركات كبيرة تمثل 17% من الرسملة الإجمالية، هذه النسبة ترتفع إلى 65.9% في السوق المكسيكية، و47.2% في السوق التايلندية و44.3% في السوق الاندونيسية، هذا التركيز من شأنه أن يؤدي إلى خطر سيولة مرتفع وبالتالي التقليل من جاذبية هذه الأسواق .

وتقل درجة التركيز من حيث قيمة التداول قليلا عنها بالنسبة إلى رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة إلا أنها تبقى مرتفعة، فما زالت توجد في هذه الأسواق كثير من الشركات العائلية أو الحكومية المغلقة، فيبلغ متوسط نصيب أكبر عشر شركات في قيمة التداول بالنسبة إلى الأسواق الناشئة 37.6% سنة 2011.

المطلب الثاني : منافع الاستثمار في الأسواق الناشئة

تتيح الأسواق الناشئة للمستثمرين من الدول المتقدمة إمكانية تحقيق عائدات أعلى وتنوع أكبر مما يتاح لهم في أسواقهم الداخلية أو الأسواق المتطورة .

الفرع الأول : تعظيم العائد

يرجع الاهتمام بالاستثمار في أسواق المال الناشئة بكون هذه الأسواق توفر فرص استثمارية هائلة للمستثمرين نتيجة لمعدلات النمو الهائلة التي تشهدها، إلا أنها بالمقابل تمتاز بمخاطر كبيرة، ويمكن وضع الملاحظات الآتية (١):

- تتميز هذه الأسواق بدرجة خطورة مرتفعة تتراوح بين 25% إلى 90% في مقابل 15% إلى 25% في أسواق المال في الدول المتقدمة، بل إن درجة الخطورة ترتفع إلى مستويات غير مسبقة عند قياسها بالعملة المحلية (بدلا من الدولار الأمريكي)، بسبب مستويات التضخم الهائلة (مثل حالة الأرجنتين على سبيل المثال) .

- تحقق هذه الأسواق عائد مرتفع بالمقارنة بالمتوسط العالمي، حتى أن مؤشر مؤسسة التمويل العالمية للأسواق الناشئة يسبق المؤشر العالمي بحوالي 2,3% سنويا .

وتوزيع العوائد في الأسواق المالية الناشئة لا يتخذ الشكل الطبيعي، فظهور السوق الناشئة قد يصحبها في البداية ارتفاع شديد في العوائد، مما يدفع بالمستثمرين نحو السوق، وذلك توقعاً منهم لمزيد من العوائد، إلا أنهم عادة ما يصابوا بخيبة الأمل، لأن الأسواق الناشئة لا تمر بمراحل النمو الطبيعية اللازمة للتحويل إلى أسواق متقدمة، وإنما قد تتردد فجأة إلى مراحلها الأولى بل وقد تختفي. وبالإضافة إلى ما سبق، فإن ارتفاع العوائد التاريخية قد يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية، إلا أن مجرد دخول هذه الأموال إلى الأسواق الناشئة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار مرة أخرى، بسبب انخفاض السيولة وأيضاً بسبب ما يعرف بروح القطيع، والتي تدفع المستثمر المحلي إلى إتباع خطوات المستثمرين الأجانب.

وتتميز أسواق المال الناشئة بتقلبات عنيفة في أسعار أوراقها المالية، ولا يمكن اعتبارها كعقبات للاستثمار لكن كخصائص مرتبطة بالأسواق الناشئة وذلك رجوعاً للنظرية المالية، والتي تنص على أنه كلما ارتفعت أخطار السوق كلما ارتفعت العوائد فيه .

(١) : محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص ص 4055-409.

جدول رقم (11) : مقارنة تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة .

الأسواق	عدد الأشهر	التقلبات (%)
الأرجنتين	60	68,07
البرازيل	60	81,68
الصين	24	45,36
إندونيسيا	51	35,09
باكستان	45	41,01
بولونيا	24	99,56
تركيا	60	64,02
فنزويلا	59	69,74
زيمبابوي	18	42,50
المؤشرات الإقليمية	-	-
مؤشر IFCI	60	25,85
أمريكا اللاتينية	60	29,31
آسيا	60	24,21
أوروبا , الشرق الأوسط , آسيا	60	36,78
الأسواق المتقدمة	-	-
الولايات المتحدة الأمريكية	60	12,41
أوروبا , أستراليا , الشرق الأقصى	60	18,81

المصدر : World federation of Exchanges, www.world-exchanges.org, Op-cit, consulté le 06/04/2011

تمثل المعطيات متوسط سنوي للتقلبات الشهرية لمدة خمسة سنوات وأكثر حتى 2007/12/31، ويوضح الجدول رقم (11)، أن نسبة تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة هي جد مرتفعة، مما يوحي بارتفاع الأخطار فيها، وتحرك رؤوس الأموال في ظل ضعف رسملة هذه الأسواق وضعف سيولتها، دفع بأسعار الأصول المالية للاتجاه دائما نحو التذبذب بالانخفاض والارتفاع مما يرفع من نسب الأخطار فيها، وقد ترجع هذه التقلبات لحساسية هذه الأسواق للأزمات الاقتصادية لهذه البلدان ولعوامل خارجية أخرى كإنخفاض أسعار المواد الأولية، الأزمات البترولية، عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، وعدم الشفافية الكافية لهذه الأسواق، والتقلب من هذا المنطلق ليس خطرا في حد ذاته لكن نتيجة لجملة من الأخطار الأخرى .

الفرع الثاني : التنوع

يحتل تنوع المخاطر أهمية خاصة بالنسبة إلى المستثمرين في المحافظ، فيعتبر التنوع من العناصر الرئيسية في إستراتيجية الاستثمار الدولي، إذ أن تنوع الأصول بين الدول وعلى العديد من الأوراق المالية يؤدي إلى إنقاص التقلبات وبالتالي إنقاص المخاطرة، من دون الحد من إمكانيات الكسب، وقد أوضح بعض الاقتصاديين أنه بينما تضاءلت منافع التنوع بين الأوراق المالية وفي الدول المتقدمة إلى حد ما نتيجة لزيادة التكامل والاعتماد المتبادل بين هذه الأسواق، فإن التنوع في أوراق الأسواق الناشئة أمامه الفرصة لتحقيق أداء أفضل، فالميزة الرئيسية للاستثمار في الأسواق الناشئة هي درجة الارتباط الضعيف بينها وبين الأسواق المتقدمة، مما يعطي للأسواق الناشئة ميزة نسبية كبيرة حيث أن بعض المعاملات تقترب من الصفر وبعضها سالب. ولكن على الجانب الآخر، يلاحظ أن بعض الدول الناشئة الأكثر انفتاحا على العالم المتقدم (مثل ماليزيا والبرتغال) تكون لها علاقات ارتباط مرتفعة نسبيا بالمؤشر العالمي⁽¹⁾.

أخيرا يمكن القول بأن أسواق المال الناشئة تمثل بالنسبة للمستثمر الأجنبي فرصة جيدة لتحقيق مزايا التنوع، وذلك على الرغم من الخصائص الفريدة التي تتميز بها. لذلك، فإن الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في مجال الاستثمار في أسواق المال العالمية يعتبر دورا رئيسيا، طالما أنها لم تصل بعد إلى مرحلة التكامل التام مع السوق العالمية .

المطلب الثالث : مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة

هناك مخاطر كثيرة تميز الأسواق الناشئة عن غيرها من الأسواق العالمية للأسهم، وتعد مصادر هذه المخاطر مشتركة في كل أنواع الاستثمارات الخارجية، إلا أن هناك مخاطر أخرى تنفرد بها الأسواق الناشئة أو تكون واضحة فيها بدرجة أكبر .

الفرع الأول : خروج رأس المال⁽²⁾

مازالت الاقتصاديات الناشئة، رغم انفتاحها أمام الاستثمارات الأجنبية، تضع قيودا شديدة على دخول وخروج رأس المال الأجنبي، أو تفرض قيودا على حركة النقد الأجنبي مما يجعل من المتعذر تحويل الأموال إلى داخل البلد، والأهم من ذلك إلى خارجه، وعلى الرغم من أن القيود على الاستثمار الأجنبي قد تناقصت في كثير من الأسواق، مازال عدد كبير من الدول يحتفظ ببعض الضوابط، والتي تتراوح بين تحديد النسبة التي يمكن أن يحوزها المستثمر الأجنبي في شركة ما، إلى فرض ضرائب مرتفعة تحد من إمكانية إعادة تحويل الأموال إلى البلد الأصلي، ولا سيما في الاستثمارات قصيرة الأجل ، مثل ضريبة " توين " "

(1) : محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، 2004، ص 407 .

(2) : هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، 1999، ص ص 32-33 .

“ TAXE-TOBIN والتي تمثل اقتطاع مالي بنسبة تتراوح بين 0,05 و 1% من عمليات الصرف (١)، وتجعل بعض الدول من السهل نسبيا دخول الأموال إليها بينما من الصعب إعادة أرباح الاستثمار إلى بلد المستثمر، فيكون إخراج رأس المال أحيانا خاضعا للموافقة الحكومية، ولتوفير العملات الأجنبية، أو لإجراءات تسجيل مطولة، وفي بعض الحالات لا يجوز خروج رأس المال إلا بعد مضي فترة معينة من الاستثمار المبدئي، وقد بدأ اتجاه في الأسواق الناشئة بوجه عام لخفض الحواجز المفروضة على الاستثمار في الأسواق المالية، باعتبار أن ذلك وسيلة لاجتذاب المستثمرين وتحرير الأسواق.

الفرع الثاني : المعلومات والتكاليف الإدارية

يشمل الخطر العملي عدد من العقبات التي تعترض المستثمرين كـنقص شفافية المعلومات، حماية غير كافية لحقوق المساهمين والمستثمرين وأخيرا غياب الحماية أثناء عمليات التسوية - التسليم وحفظ الأصول المالية ، فقليلة هي الدول التي تطبق التعليمات المتعلقة بحفظ الأصول كترقية المؤمن المركزي، احترام التعليمات المسهلة لعمليات حفظ الأصول، وتحديد أيام القيمة (DATES DE VALEUR) (*) في بلدان أمريكا اللاتينية تتراوح بين g+2 إلى g+5، بينما تحدد هذه المدة في آسيا بين بضعة أيام إلى شهر، فقد تتجاوز في السبوت مثلا في بعض الأحيان ثلاثة أسابيع .
وتعد تكاليف الاستثمار مرتفعة نسبيا في الأسواق الناشئة، ويعد ذلك انعكاسا للتكاليف العالية للحصول على المعلومات وتداول الأوراق المالية في الدول النامية، إلى جانب ارتفاع عمولات السماسرة ورسوم الحفظ في الأسواق الناشئة عنها في الدول المتقدمة، إلى جانب الضريبة التي تفرضها بعض البلدان كنسبة من إجمالي قيمة التعاملات. بالإضافة إلى ذلك، فإن عدم تطبيق المعايير المحاسبية، واشتراطات الإفصاح، والقواعد التنظيمية يمكن أن تحدث ما يسميه بعض المستثمرين " المخاطر الإدارية "، والمستثمرون في الأسواق الناشئة يعتمدون بدرجة أقل من الأسواق المتقدمة على البيانات المنشورة عن الشركات التي يستثمرون فيها. بالإضافة إلى ذلك، فإن ضالة النشاط كثيرا ما تؤدي إلى ارتفاع تكاليف التداول في السوق (٢).

(١): ARMAND GROLIER , Le retour de la taxe tobin ? , in problème économique n 2595 , 16 décembre 1998 , p 30 .

(٢): D-GREMBERT et autres, Op-cit, 1995, P 77 .

(*) : تمثل المدة بين تواريخ التفاوض والتسوية .

الفرع الثالث : مخاطر أخرى¹

بالإضافة لمخاطر العملات يتعرض المستثمر إلى جملة من المخاطر منها المخاطر السياسية ومخاطر السيولة .

1- المخاطر السياسية

تنشأ المخاطر السياسية للمستثمرين من الشعور بعدم الاستقرار السياسي الذي قد ينتج من حدوث ثورة أو انقلاب عسكري أو من أن الحكومة في كثير من الأسواق الناشئة تمارس دوراً مؤثراً في حركة الاقتصاد بوجه عام وفي أسواق رأس المال بوجه خاص، مما ينتج عنه احتمال اتخاذ الحكومة لإجراءات معاكسة تؤثر في الأداء، وبتنوع الاستثمار عن طريق حيازة محفظة مكونة من أوراق في مختلف البلدان، يمكن التقليل من المخاطر السياسية .

2- مخاطر السيولة

أما السيولة في الأسواق الناشئة تعد أقل منها في الأسواق المتقدمة، وكما ذكر من قبل فإن نسبة كبيرة من الأسهم المسجلة في البورصة ربما لا تكون في الواقع متاحة أو معروضة للتداول لأنها مملوكة للحكومة أو البنوك أو العائلات، ويعني انخفاض حجم التداول في الأسواق الناشئة أن المستثمرين قد لا يتمكنون من البيع أو الشراء بسعر عادل حينما يريدون، وعلى ذلك فقد يضطر المستثمر إلى دفع علاوة كبيرة حتى يتمكن من شراء الأسهم، كما أن المستثمرين الذين يرغبون في الخروج من السوق يتعرضون أيضاً لضغط سعري .

المبحث الثالث: أثر الأسواق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة

تتميز أسواق الأوراق المالية العالمية بالاتجاه نحو المزيد من الاندماج والتحرير والتكامل، حيث تتدفق مبالغ ضخمة من رأس المال عبر الحدود، للاستفادة من مزايا تنوع المخاطر، وقد نمت هذه الزيادة في التدفقات عبر الحدود نتيجة لزيادة تحرير الأسواق المالية المحلية وفتح الأسواق أمام الأجانب بعد إزالة القيود على رأس المال وغيرها من العوامل التي كانت تحول دون سهولة المعاملات. بالإضافة إلى ذلك، فقد استفادت هذه الأسواق من التحسين في السياسات الداخلية وزيادة النمو الاقتصادي للدول الناشئة، ولذلك فقد تميزت هذه التدفقات الخاصة بالتحول من القروض التجارية إلى مصادر خاصة أخرى في شكل زيادة في الاستثمار المباشر والاستثمار بالمحفظات، إلا أن هذه التدفقات الرأسمالية الضخمة أثبتت أنها سلاح ذو

¹ رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد الثاني، 2000، ص ص 47-49 .

حدين. ولذلك، فإن منافع أسواق الأوراق المالية يجب أن توازن في مقابل التكاليف والمخاطر في تلك الأسواق .

تأسيسا على ما تقدم ولتوضيح الفكرة، يتم تناولها ضمن المطالب أدناه :

- الآثار الإيجابية؛
- الآثار السلبية؛
- السياسات المتبعة لمعالجة الآثار السلبية .

المطلب الأول : الآثار الإيجابية

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية، حيث تنقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني عجزا. ومن ثم، تشكل سوق الأوراق المالية إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، من خلال حياة الأفراد والشركات لما يصدر في هذا السوق من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، وتقوم أسواق الأوراق المالية بدفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال ما يلي :

الفرع الأول : دورها في زيادة الادخار والسيولة⁽¹⁾

يؤثر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار، وذلك بتوفير مجموعة كبيرة من الأصول المالية كفيلا بتشجيع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار الذي يعبء التمويل أنشطة الاستثمار الإنتاجي .

وقد تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال توفيرها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ويتم ذلك في السوق الأولية إذ يمثل فيها عرض الأوراق المالية الطلب على الاستثمار، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشأة مستمرة في ممارسة نشاطها. ومن هذا المنطلق، تدخل السوق الثانوية لتوفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حيث يتمكنون من بيع ما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى نقود، كما أن سوق التداول يلعب دورا هاما بالنسبة إلى الوحدات عند تسعير أوراقها المالية الجديدة .

يؤكد " سناي" من خلال تحليل شامل أهمية الإصدارات الجديدة من أسهم رأس المال في الفترة 1980-1990 بالنسبة إلى أكبر 100 مؤسسة صناعية في عشر من البلدان النامية، وقد وجد أنه في 5 دول

⁽¹⁾:P.OLIVIER, Op-cit, 2000, P16.

(كوريا، ماليزيا، المكسيك، تركيا، زيمبابوي) يمول إصدار أسهم رأس المال الجديد أكثر من 40% من النمو في الأصول الصافية، في حين كانت النسبة 25% في كل من البرازيل والأردن، وعلى الرغم من أن البيانات المحاسبية التي بنيت عليها هذه النتائج ربما تبلغ في نسبة التمويل بأسهم رأس المال، إلا أن هذه الأرقام تزيد كثيرا على الأرقام الخاصة بمنشآت البلدان الصناعية، ويفسر "سناي" ذلك بأن أحد أسباب هذا التفضيل كان التكاليف الأقل لرأس المال السهمي خلال تلك الفترة بالمقارنة بتكاليف الإقراض لرأس المال التي كانت قد ارتفعت في دول شتى مما دفع الحكومات إلى تشجيع التوسع في أسواق المال، ويرى "كليستر" أن أسواق الأوراق المالية ربما تقوم بدور أكبر من الدول النامية، حيث تتطلب الخصوصية وزيادة دور القطاع الخاص طلبا أكبر على التمويل بأسهم رأس المال .

الفرع الثاني : آثار إيجابية أخرى⁽¹⁾

ويعزى دور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، إلا أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية. وبناء عليه، فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق، هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع لتحقيق بهذا حصيلة كبيرة للإصدار، ويعمل بذلك الهيكل المالي المتطور على تخفيض تكلفة الاقتراض، ويقلل من تقلبات أسعار الفائدة، كذلك يشجع سوق الأوراق المالية على زيادة معدل الادخار، ويجعله أكثر جاذبية ويتيح تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة تبعا لذلك، ومع اندماج الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي، فمن المتوقع أن تنخفض تكلفة رأس المال، وقد ترتب على تزايد استخدام الشركات الأرجنتينية لأسواق رأس المال الدولية انخفاض علاوات أسعار الفائدة بالنسبة لمقرضيه، وتذهب معظم تدفقات المحافظ المالية حاليا إلى المقترضين من القطاع الخاص، الذين يخضعون لانضباط السوق، ومن ثم فانه من الأرجح أن تنجح الأموال إلى من لديهم القدرة على زيادة الاستثمار الأمر الذي يرفع معدلات النمو والأرباح. ومن ثم، فإن سوق الأوراق المالية التي تمارس وظيفتها على نحو جيد لا بد أن تنتهي إلى حشد وتعبئة الموارد وتخصيصها بصورة أفضل .

ومع ذلك يذكر "كليستر" أنه مازال ليس واضحا حتى الآن ما إذا كانت البورصات تزيد من التعبئة الإجمالية للموارد المحلية، أم أنها مجرد وسيلة أخرى لتوجيه نفس القدر من الموارد، وعلى مستوى الاقتصاد الكلي تؤدي أسواق رأس المال دور الموجه للمدخرات الأجنبية وتساعد البلدان على تجنب الاعتماد المفرط على الاقتراض الذي يعرضها لزيادة مدفوعات خدمة الدين عندما ترتفع أسعار الفائدة الدولية، ورأس المال الأجنبي يمكن أن يكون له دور مفيد في التعجيل بالمنافسة المحلية، وبذلك يؤدي إلى مكاسب ديناميكية .

(1) : عمر صقر، مرجع سابق، 2003، ص ص 124-125.

وهناك اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتدفقات رأس المال مثل القروض، عبر مراحل الدورة الاقتصادية، حيث يساعد الاقتراض من البنوك على تفاقم الدورة نظراً لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب وخسائر معينة لذلك فالمستثمر الخاص يحجم عن البيع أو (الشراء) في أوقات الانخفاض أو (الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم) حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلتطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية

وتقوم أسواق الأوراق المالية بدور هام يكمن في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم " DEPT EQUITY SWAP "، كما تعد هذه الأسواق المكان المهيئ للقيام بعملية الخصخصة .

المطلب الثاني : الآثار السلبية

يتم عرض فيما يلي الآثار السلبية التي تترتب على النمو في أسواق الأوراق المالية الناشئة على اقتصاديات هذه الدول النامية، ويوجد عدد من العناصر التي تؤدي إلى ارتفاع نواحي عدم الثبات وزيادة الآثار السلبية للتدفقات الرأسمالية :

- كثير من المشكلات المرتبطة باختيار الأسواق تدور حول تناسق البيانات وانتظامها .
- الطبيعة الخاصة للتدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية، والتي عادة ما تكون قصيرة الأجل وتتسم بالمضاربة .
- ويؤدي التحرير المالي إلى التفاعل بين سوقين يتصفان بشدة عدم الثبات وهما سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي، ويمكن أن تؤدي هذه العلاقة، وفي ظل الأزمات الداخلية والخارجية، إلى حلقة متصلة من تداول المعلومات غير الصحيحة بل إلى عدم ثبات أكبر .

ويؤثر هذا بدوره على عدد من المتغيرات الاقتصادية الهامة الأخرى مثل الاستثمارات والصادرات والواردات والاستهلاك .

الفرع الأول : المشاكل المرتبطة بالاستثمار في المحفظة

نشأ المخاوف من أن تؤدي التدفقات الخاصة بالاستثمار في المحفظة إلى الأضرار باستقرار الاقتصاد الكلي وبالرغم من أن التدفقات الدائمة يمكن أن تخلق مشكلات للملائمة، فإن التدفقات غير المستمرة يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الاقتصاد المحلي عند وصولها وكذلك عند خروجها .

وقد بدا في أوائل التسعينيات أن هناك مشكلة تتعلق بالحصول على قدر من رؤوس الأموال (أكثر من اللازم)، وقد نشأ هذا القلق من زيادة تدفق رؤوس الأموال على البلدان النامية بسبب تأثيره على

الاقتصاد الكلي وآثاره الأخرى في البلد المتلقي، وبالإضافة إلى أن تدفقات رؤوس الأموال يمكن أن تمثل مشكلة إذا كانت قصيرة الأجل وشديدة التقلب .

ويمكن تقسيم المشكلات المرتبطة باستمرارية تدفق الاستثمارات في المحفظة كما يلي: (1)

1- حالة خروج رؤوس الأموال

ويعني احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قرارا مفاجئا بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه، وهذا الاحتمال بتغير اتجاه التدفق شبيه بحالة القروض المصرفية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة)، ويمكن أن تكون بالغة الضرر من حيث إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما، ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال إلى :

1-1 - حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة (HOT MONEY)

وهذا النوع من التدفقات التي تسمى أيضا الأموال الساخنة يكون الدافع إلى اجتذابه عادة إما لوجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات تؤدي إلى فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية، وتحاول السلطات الاقتصادية في كثير من البلدان النامية عدم تشجيع الأموال الساخنة إما بمحاولة إزالة العيوب التي تشجعها ابتداء، أو عن طريق السيطرة على الآثار الجاذبية لتدفق رؤوس الأموال بشتى أشكال التدخلات الحكومية .

1-2 - حالة خروج رؤوس الأموال بسبب صدمة سلبية " NEGATIVE SHOCK "

فإذا حدثت صدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع، أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو التغيير في الضرائب التي تؤثر على العائد من هذه التدفقات .

وفي كلتا الحالتين سيكون رد فعل المستثمر هو بيع حيازاته من الأوراق المحلية وما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة، وبشترى بعائدها عملة أجنبية مما يؤدي إلى ضغوط على سعر العملة المحلية، وقد يؤدي اعتمادا على نظام سعر الصرف إما إلى ارتفاع سعر الفائدة المحلية أو انخفاض في سعر العملة المحلية أو كليهما .

- ففي ظل نظام سعر الصرف الموعوم سيحدث الانخفاض الفعلي في سعر العملة المحلية وتنخفض أسعار الأوراق المالية، وفي ظل الإحلال الكامل يبقى سعر الفائدة على حاله .
- أما في حالة نظام أسعار الصرف الثابتة وبافتراض الإحلال الكامل بين الأصول الأجنبية والمحلية، فيترتب على الصدمة السالبة انخفاض أسعار الأسهم المحلية، وللحفاظ على سعر العملة المحلية من الانخفاض الناتج عن تدفق رأس المال للخارج، تتدخل السلطات المحلية في سوق الصرف الأجنبي لشراء

(1) : هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية، العدد 62، بنك الكويت الصناعي، سبتمبر

عملتها، مما يترتب عليه انخفاض حجم احتياطياتها الدولية كمكون من مكونات القاعدة النقدية ومن ثم يتقلص عرض النقود وترتفع أسعار الفائدة المحلية، مؤدية بذلك لزيادة تكلفة التمويل، فيقل الاستثمار.

- أما إذا كانت الأصول المحلية والأجنبية بدائل غير كاملة ففي ظل نظام أسعار الصرف المعمومة فإن الارتفاع في سعر الصرف والفائدة، يصبح أقل أما في حالة أسعار الصرف الثابتة، فسيترتب على الصدمة السالبة ارتفاع أقل في سعر الفائدة المحلية عن الوضع في ظل الإحلال الكامل بين الأصول المالية المحلية والأجنبية، وتصبح تلك التقلبات في الأسعار مصدرا خطيرا لعدم التأكد، مما يعوق الاستثمار الأجنبي والمحلي، وتزداد المشكلات مع زيادة التقلبات في أسعار الفائدة والصرف .

2- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار بالمحفظات

من الآثار المترتبة على الزيادة في تدفق رؤوس الأموال أن الحجم الأكبر من رؤوس الأموال التي تفتد إلى البلد من خلال أسواق رأس المال المحلية، تؤدي إلى التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة في الطلب على السلع المحلية، وما قد يتبع ذلك من تسارع في معدلات التضخم، وتبعاً لنظام سعر الصرف إما حدوث ارتفاع في سعر العملة (في حالة سعر الصرف الموعوم) أو انخفاض في أسعار الفائدة (في حالة سعر الصرف الثابت) أو كليهما، وارتفاع سعر العملة الحقيقي يؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً .

وكل هذه التحركات في الأسعار يمكن أن تكون مصدراً هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين (الأجانب والمحليين) من الاستثمار، ويمكن في الوقت ذاته أن تضر بالاقتصاد في مجموعه إذا كانت التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف واسعة للغاية، وتحدث الخسارة في الاقتصاد بكامله بسبب عمليات الإفلاس والتأثير الهستيري عندما ترتفع أسعار الفائدة و/أو يرتفع سعر الصرف .

الفرع الثاني : ظواهر تحد من كفاءة النظام المالي

بعد استعراض المشاكل الخاصة باستمرارية تدفقات رؤوس الأموال، يتم عرض فيما يلي بعض الظواهر التي تحد من كفاءة النظام المالي في الأسواق المالية العالمية بصفة عامة، وتظهر بصورة أكثر عمقا في كثير من الأسواق الناشئة، ومن أهم هذه المشاكل: (1)

1 - عدم تجانس المعلومات "ASYMMETRIC INFORMATION"

يقصد بها التوزيع غير المتساوي للمعلومات بين طرفي إحدى المعاملات، ويترتب على عدم تجانس المعلومات اختلاف الأسعار عن القيمة الحقيقية وخلق مشاكل تؤدي إلى زعزعة السوق، أما في اقتصاديات

(1) : قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب بالبلدة، 2005، ص ص 56-59 .

الأسواق الناشئة فإن مستوى المعلومات يتسم بالفقر الشديد، إلا أنه مع توفر قواعد الإفصاح التي تفرضها السلطات التنظيمية فمن المتوقع أن تقل حدة هذه المشاكل، وينتج عن ظاهرة عدم توفر المعلومات مشكلتان أساسيتان هما الاختيار العكسي والمخاطر المعنوية، وتعتبر هذه المشاكل مضاف إليها محاولة تحقيق المكاسب من دون دفع التكاليف، من العقبات المهمة في طريق وجود سوق مالية تؤدي وظائفها بطريقة مناسبة .

1-1- الاختيار العكسي "ADVERSE SELECTION"

وهي مشكلة من مشاكل عدم تجانس المعلومات تنشأ قبل إتمام المعاملة، وذلك عندما يكون أصحاب المخاطر الكبيرة في الائتمان هم أكثر الأشخاص سعياً للحصول على القرض .

1-2- الخطر المعنوي "MORAL HAZARD"

تنشأ المخاطر المعنوية للدائنين حين تتأثر قرارات القطاع الخاص للإقراض بتوقع أن يقدم المجتمع الرسمي المساعدة إذا تعرضت الحكومة المدينة لأي أزمة،⁽¹⁾ ومن طرق الحد من الخطر المعنوي اتخاذ قرارات متكررة تحد من الاعتقاد بأن التدخلات هي القاعدة وأن الامتناع عنها هو الاستثناء _ بأن يتم مثلاً الحد من حجم و مجال شبكات الأمان _ وينبغي أن يكون الهدف العام هو زيادة مشاركة مؤسسات القطاع الخاص في منع حدوث المشكلات النظامية، ليس فقط من خلال إدارة المخاطر الخاصة لحماية أنفسهم، لكن أيضاً من خلال إدراك أكبر بأن إجراءاتها لها تداعيات نظامية وأنها أيضاً تتأثر بالمشكلات النظامية التي يخلفها الآخرون، ومع افتراض أنه من غير المحتمل الحد من مجال شبكات الأمان المالية الرسمية بسرعة أو بصورة كلية، فإن القدرة على المراقبة والإشراف على النظم المالية الحديثة تظل حاسمة، فاليقظة والمرونة ضروريان للاستعداد لمواجهة المشكلات المالية المقبلة، والتي ستأخذ دون شك أشكالاً مختلفة عن تلك التي تمت مواجهتها في الماضي.⁽²⁾

وعلى الرغم من انتشار القائلين بوجهة النظر بأن الأزمات الآسيوية قد تم تضخيم أثرها بسبب الخطر المعنوي، إلا أنه يوجد القليل من الدلائل على مدى تأثيرها في هيكل التدفقات المالية، فلا توجد أدلة على أن تدفقات رؤوس الأموال إلى دول آسيا كانت مبنية على فرض أن الجهات الدولية ستحتاج للتدخل باقتراح برامج لكفالة المستثمر الأجنبي، لكن على أن هذه الدول كانت تعتبر في نظر هؤلاء المستثمرين " نمورا " ستستمر في أدائها الاقتصادي القوي .

2- مشكلة السعي إلى الاستفادة دون دفع التكاليف "FREE RIDER PROBLEM"

تحدث الاستفادة بدون دفع التكاليف عندما يقوم الأشخاص الذين لا ينفقون مواردهم على جمع المعلومات بالاستفادة من المعلومات التي يقوم الآخرون بجمعها، ولهذا المشكلة أهميتها الخاصة في أسواق

(1) : جابريل ليبورث وجير نيسند، التغلب على الأزمات وتوفيق أوضاع القطاع، التمويل والتنمية، 2001، ص 55 .

(2) : جاري ج وآخرون، إدارة التمويل العالمي والمخاطر، التمويل والتنمية، ديسمبر 1999، ص 41 .

الأوراق المالية، فإذا حصل بعض المستثمرين على معلومات، فإن مستثمرين آخرين لم يدفعوا للحصول على تلك المعلومات ربما يتمكنون من الشراء جنبا إلى جنب مع المستثمرين الذين حصلوا على المعلومات، ومن شأن ذلك التحبيط من الحافز على السعي للحصول على المعلومات .

3- أثر العدوى "CONTAGION"

يقصد بأثر العدوى انتشار (تدفق) الأزمات عبر البلدان، ويظهر بذلك أثر العدوى عندما ينتشر فقد الثقة في بنية النظام المالي، مما يترتب عليه زيادة انتشار التصفيات و زيادة الضغوط من أجل البيع، وتزداد حدة سحب العملات، ويختلف الاقتصاديون فيما إذا كانت آثار العدوى ترجع إلى سلوك المستثمر الدولي أم أنها ترجع إلى أسباب أكثر ارتباطا بالأساسيات الاقتصادية .

لقد أصبحت رساميل أسواق أمريكا اللاتينية متكاملة فيما بينها ومع بقية العالم، ونتيجة لذلك فإن أزمة خارجية كالأزمة المكسيكية من شأنها أن تنتشر في بلدان أخرى، فالارتباط الكبير بين أسعار الأصول الأرجنتينية والمكسيكية، جعلت الأرجنتين تتأثر بأسعار الأصول بالمكسيك.⁽¹⁾ وكل هذا يؤكد أن انتشار الأزمة يتعلق بالنمو في الروابط المالية بين الأسواق الناشئة في دول المنطقة .

4- مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال)

بافتتاح السوق المالية المحلية أمام المستثمرين الأجانب، انفتحت قنوات إضافية لغسيل الأموال القذرة MONEY LOUENDY، والمقصود بالغسيل هنا، هو محاولة إخفاء المصدر غير القانوني الذي تحققت في إطاره عمليات بناء وتراكم الثروات، وظهرت مؤخرا شركات استثمارية تساعد هؤلاء المجرمين على غسيل أموالهم نظير عمولات معينة، وإذا تمت عملية الغسيل بنجاح، فإنه ربما يصبح من الصعوبة بمكان تتبع المصدر الإجرامي لهذه الأموال، وطبقا للتقدير الذي نشرته جريدة الفينانشل تايمز FINANCIAL TIMES في عددها الصادر في 18 أكتوبر 1994، اتضح أنه وفقا للتقديرات الحديثة للمسؤولين في المملكة المتحدة والولايات المتحدة وصل مبلغ الأموال التي يتم غسيلها سنويا في النظام المالي في أنحاء العالم إلى حوالي 500 مليار دولار، وهو ما يعادل 2% من الناتج المحلي العالمي، وأصبحت البلدان النامية ملاذا لكميات كبيرة من هذه الأموال نتيجة إجراءات إلغاء الرقابة على الصرف، وقوانين تشجيع جذب رؤوس الأموال الأجنبية، كما أن ضغوط الحاجة إلى النقد الأجنبي لزيادة حجم الاحتياطات الدولية وبغية رفع أعباء الديون الخارجية وتمويل احتياجات التجارة الخارجية، فإن كثيرا من حكومات هذه البلاد أصبحت تغض النظر عن مصدر الأموال القذرة وسمحت باندماجها في السوق المالية المحلية ، متجاهلة بذلك الأثر السلبي الذي ستركه على الاقتصاد.

(1) : SHANTAY AMAN-DEVARAJAN et autres , The world bank Economists' Forum, Washington, Volume 1, 1999, p 6 .

المطلب الثالث : السياسات المتبعة لمواجهة الآثار السلبية

لقد حاولت الكثير من البلدان معالجة مشكلة الانعكاس السليبي لتدفقات رؤوس الأموال ولكن السياسات التي اتبعتها اختلفت تبعا لاختلاف الظروف التي أدت إليها، فالتدفقات في رؤوس الأموال قد تكون راجعة إما إلى عدم اتساق السياسات في السوق المحلية أو إلى ظروف خارجية نتيجة انخفاض أسعار الفائدة العالمية وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية.

الفرع الأول : الأساليب المباشرة من القيود على تدفق رؤوس الأموال

ففي حالة ما إذا كان الدافع لتدفق رؤوس الأموال ظروفا خارجية في صورة انخفاض أسعار الفائدة العالمية، فيتوقف حجم تأثير هذا الانخفاض لأسعار الفائدة الحقيقية في الخارج على الطلب الكلي الداخلي، وعلى ما إذا كان هذا الانخفاض مؤقتا أو دائما، فإذا كان الانخفاض مؤقتا في أسعار الفائدة، فإنه قد لا يصحبه أي تدفق وبالتالي لا يرتبط بزيادة الاضطراب في الاقتصاد الكلي، أما إذا كان الانخفاض دائما، فيكون الخيار هو محاولة الحد في حجم التدفقات الصافية، وتستطيع السلطات أن تحاول الحد من التدفقات عن طريق فرض قيود على تدفق رؤوس الأموال أو ضريبة على المبالغ الواردة مثل ضريبة تكافؤ سعر الفائدة INTEREST EQUALIZATION TAX، فهذه الضريبة تؤدي إلى انخفاض العائد الذي يحصل عليه الأجانب من الاستثمارات في الأصول المالية المحلية وتزيد بالتالي من تكلفة الاستثمار لديهم، ويشير LEE عام 1997 إلى ضرورة فرض الضرائب أكثر ارتفاعا على المعاملات الاستثمارية قصيرة الأجل⁽¹⁾.

ومن السياسات المطروحة أيضا لتقليل مخاطر التدفق العكسي لرأس المال من الأسواق الناشئة إلى الخارج، تحديد مقدار رأس المال الذي يسمح للمستثمر بتصديره ثانية من الدولة خلال فترة زمنية محددة، وعلى الرغم من أن هذه السياسة يمكن أن تقوم بدور مؤثر في تقليل الآثار السلبية المحتملة للتدفق المفاجئ لرأس المال للخارج، إلا أنه يمكنها أيضا بالدرجة الأولى أن تقلل من مقدار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتحد من المنافع الاقتصادية للوصول إلى التمويل الأجنبي، والسياسة البديلة هي السماح للمقيمين بالاستثمار في كافة الأصول الأجنبية، دون قيود الأمر الذي ينتج عنه أمرين مختلفين:⁽²⁾

- تصور المستثمر الأجنبي انخفاض درجة المخاطر، ومن ثم زيادة تدفق رأس المال إليها .
- تنويع الأصول المحلية دوليا بصورة أفضل، ومن ثم تخفض خطورة الصدمة السالبة، وبشكل عام من المحتمل أن تقلل تلك السياسة من احتمالات التدفق العكسي لرأس المال .

والإجراءات المباشرة لا يمكن أن تنجح إلا في الأجل القصير لأن من الصعوبة بمكان أن توجد وسائل للحد من تدفقات رؤوس الأموال في الأجل الطويل .

⁽¹⁾ : قاسم شاوش المياء، مرجع سابق، 2005، ص 107 .

⁽²⁾ : رمزي زكي، مرجع سابق، 2000، ص 62 .

الفرع الثاني : الأساليب غير المباشرة (1)

إن زيادة قدرة الاقتصاد المحلي على التكيف مع الصدمات الخارجية، يمثل أحد الأهداف للسياسة النقدية والمالية، ويترتب على زيادة قدرة الاقتصاد على التكيف انخفاض رغبة المستثمر الأجنبي في تحويل أمواله للخارج عندما تحدث صدمة خارجية سلبية. ولذلك، فإن مرونة السياسة المالية تصبح مطلبا ضروريا لكي يتم الحفاظ على التوازن ففي حالة التدفقات الراجعة إلى عدم الاتساق في السياسات مثلا فستحاول البلدان أن تزيل هذا التشوه المتسبب في تدفق رؤوس الأموال كارتفاع سعر الفائدة المحلية، والنتائج عن سياسة نقدية متشددة مصحوبة بسياسة مالية توسعية، ويكون على الحكومة تغيير مزيج السياسات نحو سياسة مالية أكثر تقيدا وسياسة نقدية أقل تقييدا عن طريق خفض أسعار الفائدة المحلية إلى مستوى أقرب إلى سعر الفائدة العالمية .

كما توجد هناك أدوات أخرى تساعد على بناء اقتصاد مقاوم للصدمات تتمثل إحداها في توخي الحذر عند تخصيص الموارد في بعض الاستخدامات المحددة، فمثلا يساعد توجيه المدخرات الخاصة للاستثمار في أنشطة محددة، مثل توجيه مدخرات صناديق المعاشات للاستثمار في سندات البنك المركزي أو أصول أجنبية على تعقيم التوسع النقدي الذي ينتج عن تدفق رأس المال المفاجئ للداخل. ومن ثم، فإن التدفق الحاد لرأس المال للخارج يخفض بشدة كمية النقود المحلية، والتي يمكن تعويضها بتوجيه المستثمرين المحليين ذو الطابع المؤسسي للتخلي عن حيازتهم لسندات البنك المركزي .

وقد تلجأ بعض الدول إلى سياسة التصحيح المالي واتباع سياسة مالية تقييدية لمواجهة الزيادة في الطلب الكلي الناتج عن تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل ويتفق معظم الاقتصاديين على فاعلية السياسة المالية في التخفيف من أثر ارتفاع قيمة العملة ومالها من أثر إيجابي أيضا في رفع معدل الادخار العام، كما قد تلجأ بعض الدول إلى التحرك نحو نظام سعر الصرف الموعوم أو توسيع النطاق الذي يتحرك فيه سعر الصرف مما يؤدي إلى زيادة مخاطر سعر الصرف التي يواجهها المشاركون في السوق، وبالتالي تقل الرغبة في إدخال تدفقات قصيرة الأجل بغرض المضاربة .

ويتضح مما سبق ذكره، أنه على الرغم من اختلاف الظروف التي تواجه كل دولة واختلاف السياسات المتبعة لمواجهة الصدمات الخارجية والمتمثلة في الخروج المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال، ويتفق أغلب الاقتصاديين على أن هذه التدفقات في الاستثمارات من الخارج تؤدي إلى المساهمة في النمو الاقتصادي إذا كانت مستمرة وحسن استغلالها، أما إذا كانت غير مستمرة وتهدف إلى المضاربة والربح السريع، فإن مواجهة هذا النوع من الاستثمارات لا تتوقف فقط على وضع قيود على حركة رؤوس

(1) : : أحمد بوراس، مرجع سابق، 2002، ص 27 .

الأموال بقدر ما يعتمد على وجود السياسات الاقتصادية المرنة التي تعمل على التخفيف من حدة هذه التقلبات والصدمات .

وأخيرا يمكن القول، أنه بالرغم من نتج عن تحرير الأسواق المالية للدولة المتلقية والدول المصدرة لرأس المال من تزايد في تكامل الدول النامية مع النظام المالي الدولي، حيث عمدت كثير من الدول النامية على إلغاء القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري، كما تخلت عن الرقابة على التدفقات المالية عبر الحدود، خاصة الرقابة على التدفقات الأجنبية، وقد سجل مع نهاية عام 1992 قيام 35 دولة نامية بتحرير حساب رأس المال بالكامل. هذا، ويشير التقرير الاستراتيجي العربي أن ثمة ثلاثة شروط أساسية لنجاح أي تحرير اقتصادي أو اندماج اقتصادي، والتي من دونها من الممكن أن ينجح التحرير المالي في المدى القصير لكنه سيرتبط بالفساد والإجبار الاجتماعي وعلى المدى الطويل يمكن أن يتسبب ذلك في كوارث مالية واقتصادية على غرار ما جرى في بعض دول شرق وجنوب شرق آسيا والبرازيل وهي: (1)

الشفافية، ويقصد بها هنا الإتاحة الكاملة والمتزامنة للمعلومات الاقتصادية للجميع وعلى قدم المساواة والوضوح التام والمعلن لكل عقود الأعمال العامة وللمعايير التي تطبق على الجميع بشكل عادل والتي يتم بمقتضاها الفوز بهذه العقود وأيضا لمعايير الحصول على أي أصل أو خدمة أو وظيفة عامة .

المساءلة، ويقصد بها إخضاع كل الأعمال والسياسات الاقتصادية العامة للمساءلة من قبل السلطة التشريعية والقضائية وحتى من المواطنين وذلك كآلية للرقابة الشعبية على السلطة التنفيذية لمنع تفشي الفساد واستغلال النفوذ فيها .

المقبولية الاجتماعية، وتعني وجود توافق اجتماعي في أوساط النخبة والجماهير على السواء كضمان للتفاعل الاجتماعي الإيجابي مع عملية التحرير الاقتصادي .

(1) : خالد سعد زغلول، مرجع سابق، 2002، ص 15 .

خلاصة الفصل الثالث

مما سبق ذكره، يمكن استخلاص الآتي :

- يقصد بالدول الناشئة أو الاقتصاديات الناشئة تلك الاقتصاديات التي تكون في مرحلة الخروج من التخلف، والتي لها دخل متوسط ومعدلات نمو مرتفعة، كما أنها تفتتح على الاقتصاد العالمي وتعرف تحولات هيكلية ومنشآتية ذات أهمية .
- يمكن أن أطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ " سوق ناشئ " إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين المواليين إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام أو إذا كان السوق ذاته بصدد نمو، ونمت هذه الأسواق نتيجة عوامل داخلية (برامج الإصلاح الاقتصادي المنتهجة من طرف هذه الدول) وعوامل الخارجية (انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية) .
- تتميز الأسواق المالية الناشئة بجملة من الخصائص :صغر حجم رسملتها، انخفاض سيولة أوراقها، وجود درجة كبيرة من التركيز في رأس مالها السوقي، ارتفاع عوائدها وارتفاع تقلبات الأسعار بها، كما ينطوي الاستثمار فيها على مخاطر إعادة رأس المال إلى بلده الأصلي، صعوبة الحصول على المعلومات، ارتفاع التكاليف الإدارية، المخاطر السياسية ومخاطر السيولة .
- للأسواق المالية أثر مزدوج على اقتصاديات الدول الناشئة فمن جهة هي تعمل على زيادة الادخار، السيولة والتخصيص الكفاء للموارد، ومن جهة أخرى فهي تنطوي على مشاكل مرتبطة بالاستثمار بالمحفظة في حالة زيادة دخول وخروج رؤوس الأموال، بالإضافة إلى ظواهر تقلص من كفاءة النظام المالي كعدم تجانس المعلومات، مشكلة السعي إلى الاستفادة دون دفع التكاليف، أثر العدوى ومخاطر دخول الأموال القذرة، وثمة بعض الأساليب المباشرة وغير المباشرة تتخذ لمجابهة هذه الآثار السلبية .

الفصل الرابع

تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة
والمقدمة بأسواق المال

الفصل الرابع: تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة بأسواق المال

يبدو أن الدور المحوري للنظام المالي في التنمية يكون أكثر وضوحا عندما يحدث انهيار أو ما يعرف بالأزمة. فتمويل التنمية عن طريق الاقتراض الخارجي من البنوك التجارية في السبعينيات بالبلدان الناشئة، أسفر عن أزمة مديونية حلها كان بالتحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال وذلك باقتراح من صندوق النقد الدولي، إلا أن الأزمات المالية التي هزت هذه الأسواق أكدت حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال. هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فارتفاع تكلفة الوساطة المالية في منتصف السبعينات بالدول المتقدمة أدى إلى اعتمادها على اللاوساطة المالية في تمويل اقتصادياتها، إلا أن أسواقها المالية لم تسلم هي الأخرى من أزمات مالية أكدت من جديد حدود تمويل اقتصاديات دول العالم بأسواق المال ووضعت دروسا تحول دون نشوئها مستقبلا، توضيح الفكرة يكون من خلال المباحث أدناه:

- تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال؛

- تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال؛

- الدروس المستفادة من الأزمات المالية .

المبحث الأول : تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال

واجهت البلدان الناشئة في السبعينيات ضرورات تحديث الهياكل الأساسية لخدمة المشروعات الخاصة والعامّة الجديدة، ومع قلة الموارد التقليدية لتمويل الإنفاق العام، ومع تزايد عجز ميزان المدفوعات، فضلت هذه البلدان اللجوء للتمويل الخارجي، الأمر الذي أوقعها في أزمة مديونية كانت نقطة بداية لإصلاح أنظمتها المالية ظهرت على أثرها أسواق مالية في هذه الدول، أصبحت قبلة لتدفق رؤوس أموال أجنبية كانت سببا في وقوع أزمات مالية كشفت عن خطورة تمويل التنمية باستثمارات المحافظ، واضعة بذلك حدودا للتمويل عن طريق الأسواق المالية في هذه الدول، ويمكن توضيح الفكرة من خلال المطالب الآتية:

- تطور تمويل اقتصاديات الدول الناشئة ؛
- حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال .

المطلب الأول : تطور تمويل اقتصاديات الدول الناشئة

خيار الإسراع بالتنمية عن طريق التمويل الخارجي في الدول الناشئة أوقعها في أزمة مديونية وحلها اقتضى اللجوء إلى السوق الثانوية للدين أو تطبيق خطة بريدي، وتطبيق مشروطيات صندوق النقد الدولي التي اقتضت التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال بإنشاء الأسواق المالية، إلا أن سيطرة منتوجات الدين لازالت نافذة المفعول .

الفرع الأول : أزمة المديونية

كانت السوق الأوروبية للدولار والتي ندوة مقفولة لم تفتح أبوابها لمستقرضي البلدان الاشتراكية والبلدان النامية إلا بعد سنة 1982. وفي السابق، لم تتمكن من اللجوء إليها إلا بعض البلدان المحظوظة من طرف الرأسمالية الأمريكية، كالبرازيل والمكسيك. ومنذ سنة 1995، أصبحت أرصدة البلدان العربية المنتجة للبترو-أوالبترو - دولارات أهم مصدر تمويل لهذه السوق اثر الارتفاعات المتوالية في أسعار النفط منذ أواخر 1973 (1).

واستخدمت بذلك المديونية الخارجية كآلية أساسية لنقل أعباء الأزمة إلى مجموع البلدان النامية. ومن البداية، استخدمت إعادة تدويل الفوائض النفطية كآلية هامة من آليات تشغيل الرأسمالية المعاصرة. ومن ثم، استخدمت المديونية الخارجية كضرورة لاستمرار المصارف التجارية في قبول الودائع المتضخمة المتدفقة من

(1) : ضياء مجيد، العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص ص 106-109.

البلدان النفطية، وتوفير القروض لتمويل مشتريات البلدان النامية من منتجات العالم الصناعي، مما ساعد على تخفيف وطأة الركود بداخله .

في السبعينيات، واجهت البلدان النامية ضرورة تحديث الهياكل الأساسية لخدمة المشروعات الخاصة والعامه الجديدة، ومع قلة الموارد التقليدية لتمويل الإنفاق العام، ومع تزايد عجز ميزان المدفوعات نتيجة ضعف التصدير وتزايد الاستيراد، فضلت أغليبتها الإسراع بالتنمية عن طريق التمويل الخارجي. ومن ثم، لجأت إلى القروض الخارجية. وكان هناك وهم أن القروض سوف ترد بالدولار، وأن التضخم يخفض من قيمة الدولار، فكان الاعتقاد سائدا برد الديون بدولار رخيص، غير أن ارتفاع أسعار الفائدة وارتفاع أسعار صرف الدولار، وإعادة جدولة الديون بأسعار فائدة أعلى قد عمل كله على زيادة حجم الديون. فتمت نموا خياليا، فمقارنة حجم تطور المديونية الخارجية مع تكاليف خدمة هذه الديون بالنسبة للدول النامية، يتضح أن هذه الأخيرة أصبحت تقتض لتسديد المستحق من ديونها السابقة (أقساط وفوائد)، وبذلك فقدت عملية الاقتراض الخارجي أهم أهدافها وهو الحصول على موارد مالية إضافية لتمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث ارتفعت قيمة المديونية من 166,7 مليار دولار عام 1970 إلى 658,2 مليار دولار عام 1980. كما ارتفعت خدمة الدين من 14,3 مليار دولار عام 1975 إلى 99,5 مليار دولار عام 1980.⁽¹⁾

كما عملت البلدان النامية على إقامة عدد كبير من مشروعات الصناعة التركيبية بهدف التصدير، إلا أن زيادة الإنتاج أصبحت تتطلب زيادة في الاستراد دون أن تصحب ذلك زيادة التصدير. وقد تعرضت هذه الصناعات لحالة تقرب من شبه التوقف الكامل خلال أزمات النقد الأجنبي التي واجهتها بعض الأقطار المدينة في عقدي السبعينيات والثمانينيات.⁽²⁾

وفي أواخر السبعينيات ومطلع الثمانينيات، ومع بطئ هبوط أسعار النفط، بدأ النظام المالي العالمي يتردد في توفير التمويل اللازم للبلدان النامية التي صارت مكبله بالديون الخارجية بعد أن ظلت القروض المصرفية الدولية تنمو بمعدل سنوي بلغ في المتوسط 25% طول الفترة من 1973 إلى 1981. فقد صارت خدمة الدين عندئذ في عام 1981 ثقيلة تمثل 60% من حصيلة الصادرات في كل من المكسيك والبرازيل، فقد تدهورت أوضاع البلدان الناشئة، ومع اندلاع أزمة الديون عام 1982 أخذت الدول الدائنة تمارس كافة الضغوط الممكنة على البلدان المدينة، فخفضت كافة أنواع التدفقات المالية إليها من معونات اقتصادية وقروض مصرفية واستثمارات

⁽¹⁾ مجدي محمود شهاب، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1998، ص 18.

⁽²⁾ : مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص 338.

مباشرة. وتدخّل الصندوق وفرض على الدول النامية القيام ببرامج إعادة الهيكلة وتمثلت حلول الصندوق في الآتي: ⁽¹⁾

- إتباع سياسة تقشفية لتخفيض العجز الداخلي والخارجي، وجعل سعر الصرف واقعيًا، وكان على الدول المدينة تخفيض قيمة عملاتها .
- التخلي عن القطاع العام وبيعه إلى القطاع الخاص .
- إيقاف حركة الإقراض وإيجاد البديل المتمثل في فتح أبواب الاقتصاد الوطني أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، وذلك من خلال إنشاء الأسواق الناشئة .

الفرع الثاني : تنظيم سوق الدين

لقد واجهت الدول السائرة في طريق النمو عبئًا حقيقيًا لدين لم يكن بمقدورها تحمله أي أزمة في المقدرة على الدفع وليس مشكلة سيولة قصيرة الأجل، مما جعلها تلجأ للسوق الثانوي للدين أو تطبيق خطة بريدي "BRADY" .

1- تطور السوق الثانوي للدين ⁽²⁾

في سنوات الثمانينيات أوضحت أزمة المديونية للدول السائرة في طريق النمو حدود ارتفاع سعر القروض، فتحول النظام المالي الدولي من أزمة سيولة المحددة بعدم المقدرة على سداد خدمة الدين إلى مواجهة خطر أزمة ملاءة طويلة وعميقة .

وتمثل الحل المقترح سنة 1985 في مخطط باكر^(*)، واكتفى هذا المخطط بمنح تواريخ استحقاق جديدة للبلدان التي تقوم بإصلاحات اقتصادية، بهدف تشجيعها على هذا الاتجاه، لكن دون تغيير قيمة القروض وهذا الحل لا يأخذ بعين الاعتبار رغبة البنوك في التخلص من الحقوق الموقوفة على الدول السائرة في طريق النمو، ويكون أمام البنوك طريقتان لتطهير ميزانيتها :

- تمرير مؤونات للحقوق المشكوك فيها .
- الرجوع للسوق الثانوي للحقوق .

وظهرت السوق الثانوية للحقوق بين 1982-1984، بظهور الحوادث الأولى للدفع، لتلبية رغبة البنوك لموازنة مخاطرتهم ومحافظتهم بتبادل الحقوق بينهم، والتبادل يتم طرف بطرف بتخفيضات مختلفة حسب احتمال التعويض المقدر من طرف العاملين. وتعتبر بذلك السوق كاشفة لإدراك المخاطر المرتبطة بهذه الحقوق من

⁽¹⁾: ضياء مجيد، مرجع سابق، 2004، صص 110-111 .

⁽²⁾ : DAVID GRIMBERT et autre, Op-cit, 1995, P 46 .

^(*) : مخطط باسم سكرتارية أمريكية للخزينة .

طرف البنوك، فزيادة التخفيض هو دليل على نقص القيمة الحقيقية لهذه الحقوق ورفعها يدل على تقدير سلبى للخطر المدفوع .

يبقى تحديد السعر في السوق معقد بكونه يرتبط بالتقدير من طرف المتعاملين انطلاقاً من عوامل مختلفة، إذ تعكس القيمة السوقية للورقة الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، ومقدار الخصم من القيمة التعاقدية للدين عند تحويله إلى ورقة مالية بالإضافة إلى مستويات أسعار الفائدة على هذه الورقة .

2- خطة بريدي " BRADY "

ترتكز خطة " BRADY " المقترحة في مارس 1989 على إستراتيجية جديدة للدين تمثلت في استبدال الحقوق مقابل أصول جديدة بقيمة أوعائد أقل ارتفاعاً، وتعد بنوك الدول المتقدمة المستفيد الأول من هذه الإستراتيجية.

وتعتمد البنوك على ثلاث طرق للتعامل مع الدين، تتمثل فيما يلي: (1)

1-2- عمليات الاستبدال مقابل الدفع

ويتم بموجب هذه العمليات قيام الدولة بشراء ديونها بسعر أقل من قيمته الاسمية .

2-2- عمليات توريق الدين

وتتمثل تقنية توريق الدين في عملية تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية وتعتبر أحد التقنيات التي تستخدم كأسلوب لمواجهة أزمة الدين ومحاوله تخفيض الرصيد القائم للدين الخارجى للدول ثقيلة المديونية. وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج (BRADY)، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وسجلت نسبة توريق الدين من 8% إلى 32% في الفترة (1980-1993). (2)

2-3- تقنية تحويل الدين إلى أسهم مشاركة : تعتبر أداة جديدة بديلة للتمويل في السوق المالية الدولية، يسمح من خلالها للمستثمرين المقيمين والأجانب شراء التزامات الدول المدينة بالعملية الأجنبية بخصم في الخارج، بحيث يمكن بعد ذلك الحصول على مقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملية المحلية في مجالات إنتاجية وخدمية يتفق عليها، وكذلك قيام البنوك التجارية الأجنبية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات في هذه الدول، حيث وافق البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في أغسطس 1987 على السماح للبنوك التجارية الأمريكية بالاشتراك بديونها بنسبة 100% (بعد أن كانت 20%) في رأس مال مؤسسات اقتصادية في أكثر من 33 دولة مدينة من الدول النامية .

(1) : DAVID GRIMBERT et autre ,Op-cit,1995 , P 43 .

(2) :عادل رزق، إلقاء الضوء على التمويل العقاري والتوريق، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد السادس عشر، العقد الثاني، 2008، ص38.

وتنطوي عملية تحويل حقوق الدين إلى أسهم مشاركة على فائدة مضاعفة للدول المدينة بكونها تعمل على تدننه الدين من جهة، وجذب المستثمرين الأجانب من جهة أخرى ليساهموا في تمويل الاقتصاد المحلي ولترميم مستقبلي لمقدرة البلد على الدفع، وبذلك يمكن القول أن تطور أشكال تدننه وتجديد الدين مهدت لجذب المستثمرين لمحفظة الأسواق الناشئة. وهكذا تكون خطة (BRADY) قد غيرت مركب المديونية للبلدان السائرة في طريق النمو أين تتواجد الأسواق الناشئة، حيث تجاوزت المديونية 1800 مليار دولار سنة 1995، ويمثل الدين الخاص ما نسبته 56% من مجموع الدين وإلى جانب سندات " BRADY " توجد الإصدارات الأوربية التي تكون على شكل أدوات دين قابلة للتجديد في الأجل القصير على عكس سندات بريدي التي لها تواريخ استحقاق طويلة الأجل، إلا أن هذه الأخيرة تعد أكثر جاذبية نظرا لسيولتها.⁽¹⁾

الفرع الثالث : التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال

يعد كل من التمويل المباشر وغير المباشر شبكتين ضرورتين في سيورة التمويل الاقتصادي، إلا أنه يوجد في اقتصاديات العالم طغيان إحدى الشبكتين على الأخرى، مما أدى لتصنيف الاقتصاد إلى صنفين:⁽²⁾

- اقتصاد السوق المالية هو اقتصاد يقع فيه التوازن بين الحاجة والقدرة على التمويل بشكل مباشر بين الوحدات غير المالية في السوق المالية .
- اقتصاد الاستدانة هو اقتصاد يكون فيه القرض الطريق الرئيسي لتمويل النشاط الإنتاجي، فهو يعتمد على التمويل الخارجي غير المباشر.

وتشهد أغلبية البلدان السائرة في طريق النمو التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال .

1- تحرك اللاوساطة

خلال سنوات الثمانينات تم تفضيل استثمارات المحفظة على طرق التمويل المعتمد عليها خلال 1970 كالقروض البنكية، ويجب الإشارة إلى أن تدفقات رؤوس الأموال التي تأخذ شكل قروض مشاركة وعلى عكس القروض البنكية، فانه لا يترتب عليها ديون، وليس لها تاريخ استحقاق محدد (أسهم)، ولا معدل فائدة متحرك، كما أن الاستثمار فيها يؤمن أكبر قدر من السيولة، مما يجعلها أكثر ملاءمة للبلدان السائرة في طريق النمو .

أنقص انخفاض عوائد المواد الأولية موارد الحكومة، فأندونيسيا مثلا واجهت انخفاضاً حاداً في عوائد البترول، مما جعل الحكومة الأندونيسية تعجز عن سداد الاحتياجات التمويلية للمؤسسات، التي كانت تمول عن طريق البنوك الوطنية أو بعض صناديق التقاعد، لكن هذه الأخيرة برنامج خصوصية واسعة النطاق، الأمر

(1) : DAVID GRIMBERT et autre , Op-cit, 1995, P 43 .

(2) : فريدة بخراز يعدل، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2002، ص 33 .

الذي دفع المؤسسات للبحث على مصادر أخرى للتمويل ويتم ذلك بالرجوع لرؤوس الأموال عن طريق إصدار الأسهم والسندات .

اكتسب التوجه نحو الخصوصية اهتمام معظم بلدان العالم، ويتوقع أن يكتسب هذا التوجه المزيد من الأهمية في السنوات القادمة خاصة بعد الإصلاحات الاقتصادية الكبيرة التي طالت بلدان أوروبا الشرقية والاتحاد السوفياتي السابق، والبلدان النامية ذات التوجه الاشتراكي سابقا، (١) ولا يمكن الحديث عن نجاح الخصوصية دون إنشاء سوق رأس مال قوية بكونها المكان المهيأ للقيام بهذه العملية .

2- سيطرة منتوجات الدين في الأسواق المالية الناشئة

انطلاقاً من تطور تركيبة رأس المال للمؤسسات، فإن الأسواق الناشئة تعمل بكل تأكيد على جمع رؤوس الأموال الضرورية لتمويل تطور المؤسسات، ويعد الظهور المتزايد لمنتوجات الأسواق من أسهم وسندات وأدوات مهجنة واحدة من التحولات المهمة التي طرأت في مجال الأسواق الناشئة. وبالرغم من التطور الموجه من طرف رؤوس الأموال الخاصة في تمويل الاقتصاد، فإن دراسة سوق منتوجات الدين للدول الناشئة تبقى ضرورية لسببين: (٢)

- تمثل هذه المنتوجات ما نسبته 70% من مجموع المبالغ المستثمرة في الأسواق الناشئة، وكانت استناداً للترتيب الزمني أوائل الوسائل التي وضعت تحت التصرف للمستثمرين، على الأقل خلال فترة سنوات الثمانينيات .
- منتوجات الدين والحقوق المتشابهة يمثلون إشارات إجمالية لخطر دول السوق الناشئة، بكون تسعيرة هذه المنتوجات تقدم في كل مرة تطور الخطر السياسي، ومدىونية السياسات الحكومية المكون الأساسي لبلد .
- يرتبط مفهوم الخطر الأعظمي (عدم المقدرة على الدفع) بمعطيات ماكرو-اقتصادية مثل مستوى احتياطات الصرف، معدل احتياطات على الواردات، أرصدة الميزانية، لكن في الواقع يعد معدل النمو الاقتصادي للبلد العنصر الأول المعتمد عليه. ومفهوم خطر الدفع يقع من طرف الدولة المقترضة، وترجم الكوارث المرتبطة به بطرق مختلفة كالتأخر في دفع الفوائد أو قيمة الأصل وحتى عدم دفع قيمة الأصل. كما يمكن أن تكون أحيانا هذه الأحداث مجمعة، والتأخر في الدفع يمكن أن يتحول لعدم المقدرة على الدفع. ويمكن عندئذ أن يتوصل الطرفين (المقرض والمقترض) إلى إتفاق على ترتيبات ودية كتنشيت الدين أو إنقاص في معدل الفائدة (إعادة هيكله الدين) .

(١) : صلاح الدين حسن السيسى، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غربية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص 134 .

(٢) : DAVID GRIMBERT et autre, Op-cit, P 45 .

وأخيرا يجب الاحتفاظ في الأذهان أن سوق الدين هي سوق خاصة (spécifique) من منطلق أنها تقوم على أصول مالية يرتبط بها خطرا عظيما (عدم المقدرة على الدفع) .

المطلب الثاني : حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال

تتميز أسواق الأسهم بالدول الناشئة بخصائص تميزها عن الأسواق المتقدمة إذ تعتبر كطبقة أصول مستقلة بذاتها، الأمر الذي يجعلها قبلة لتدفقات رؤوس أموال كفيلة بتلبية الاحتياجات التمويلية لهذه الدول، إلا أن الأزمات المالية التي هزت الأسواق المالية الناشئة في التسعينيات أظهرت الدور غير الواضح الذي يمكن أن تلعبه تدفقات رؤوس الأموال على الاقتصاديات الناشئة، ومن ثم حدود التمويل باللاوساطة.

الفرع الأول : أزمة المكسيك والأرجنتين (1994-1995)

في أمريكا اللاتينية، ظهرت أول أزمة مالية في منتصف التسعينيات ما بين 1994-1995 في المكسيك، وكانت من نتائجها أن أثرت على الأرجنتين، حيث يتم فيما يلي تقديم عرضا موجزا لأزمة كل من المكسيك والأرجنتين .

1-الأزمة المكسيكية

عرف الاقتصاد المكسيكي قبل الأزمة معدلات نمو مرتفعة نتجت عن تغير هيكلية واستقرار الاقتصاد الكلي، حيث كانت هذه المؤشرات بمثابة خط الانطلاق لتدفقات رؤوس الأموال الضخمة، إذ بلغ التدفق على المكسيك في النصف الأول من التسعينيات (1990-1994) ، 104 مليار دولار وهو ما يمثل 20% من رؤوس الأموال التي انتقلت إلى الاقتصاديات المصنعة حديثا،⁽¹⁾ مؤدية بذلك إلى تزايد احتياطات الصرف الأجنبية في المكسيك، بلغت نسبتها 6,3 مليار دولار في نهاية 1989، و25,1 مليار دولار في نهاية سنة 1993، واستمرت احتياطات الصرف الأجنبية في الارتفاع إلى غاية بداية 1994.⁽²⁾

وتباين أسعار الفائدة المطبقة في المكسيك عن تلك المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية أدت برجال الأعمال الأمريكيين بالاقتراض من بلدهم والتوجه للاستثمار بالمكسيك، وأسفرت هذه العملية على ارتفاع أسعار الأسهم أربع مرات في غضون 2 إلى 3 سنوات وسيطر بذلك الأمريكيون على 50% من سوق الأوراق المالية المكسيكية وحوالي 25% من الدين الحكومي قصير الأجل، وتمثل الأموال المستثمرة في الاقتصاد الحقيقي

(1) : غلبرسو أورتيز مارتينيز، ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 6 ، جوان 1998، ص 06 .

(2) : Rapport world economic and financial swveys , international capital markets , and polley , 1995, p 53.

المنتج ما نسبته 25% محصورة في الشركات متعددة الجنسيات، أما النسبة الباقية فقد سخرت للمضاربات في عمليات الأسواق المالية (1).

وعندما ارتفعت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة، وحدثت اضطرابات سياسية حادة نجمت عن الانتخابات العامة في المكسيك 1994 من جهة أخرى، انخفضت تدفقات رأس المال الوافدة إلى المكسيك على نحو أدنى إلى تزايد مخاطر التهديد بتخفيض قيمة العملة وتدني معدلات النمو، واستجاب البنك المركزي المكسيكي لضغوط الانتخابات العامة فتوسع في منح الائتمان المحلي، واستمر في محاولات تثبيت سعر الصرف بعدما شهدت العملة المحلية انخفاضا كبيرا ثم سمح بتعويمها بعد ذلك (2).

وبعد تخفيض قيمة العملة مباشرة، فقد أدرك كل من الدائنين المحليين والأجانب أنه يجب على الحكومة القيام بتسديد ديون قصيرة الأجل تقدر بحوالي 28 مليار دولار خلال شهور قليلة قادمة في الوقت الذي لا تمتلك فيه من احتياطات النقد الأجنبي أكثر من 6 مليار دولار، وفجأة وجدت المكسيك نفسها عاجزة عن اقتراض أموال جديدة لخدمة هذه الديون. لقد كانت الحكومة قادرة على الوفاء بالدين، ولكن تعوزها السيولة اللازمة لذلك، فهي كانت قادرة على الوفاء بالدين نظرا لأن هذا الدين البالغ قيمته 28 مليار دولار، لم يكن يمثل سوى 10% من الناتج المحلي الإجمالي للمكسيك وكانت الميزانية الحكومية متوازنة تقريبا (3).

وهكذا دفع بالحكومة المكسيكية إلى حافة التوقف عن تسديد الديون في بداية عام 1995، ولم ينقذها من هذا المصير إلا قيام الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي بترتيب قرض دولي قدره 40 مليار دولار للمكسيك مناصفة بينهما، واستخدمت حكومة المكسيك القرض في دفع ديونها، وأصبحت قادرة على خدمة مدفوعات القرض الجديد وذلك ابتداء من عام 1996 (4).

2- الأزمة الأرجنتينية

لقد جاءت الأزمة الأرجنتينية في أعقاب أزمة المكسيك، فعلى الرغم من الأداء الاقتصادي القوي للأرجنتين في عام 1994 وبداية عام 1995، إلا أن القلق كان يساور المستثمرين المحليين والأجانب بشأن استقرار سعر الصرف، وبدءوا في سحب أموالهم من البنوك على أثر الانهيار الذي حدث في المكسيك، متأثرين كذلك بظروف عدم الاستقرار المتوقعة في الانتخابات العامة بالأرجنتين في مايو 1995، وتحولت طلبات سحب الأموال من البنوك إلى حالة من الذعر الشديد التي يتنافس فيها المودعون على سحب أموالهم،

(1) : عبد الحي زلوم، نذر العولة، دار الفارس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 1999، ص 238 .

(2) : أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، دار النيل للطباعة والنشر، الإسكندرية، ط2، 2005، ص 35 .

(3) : نفس المرجع أعلاه، ص 35-36.

(4) : غليرسو أورتييز مارتينيز، مرجع سابق، 1998، ص ص 8-9.

فقد كان هناك ما يشبه الفرار الجماعي للمودعين والدائنين من البنوك التجارية الأرجنتينية، وتعرضت البنوك من ثم إلى نقص في السيولة وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها (1).

واستطاعت الأرجنتين أن تهرب من شبح الانهيار عن طريق قرض دولي رتبه لها صندوق النقد الدولي قدره 7 مليار دولار وقرض إضافي قدمه لها البنك الدولي قدره 500 مليون دولار خصص لإعانة المنشآت المالية (2).

وهكذا، تعرضت الأرجنتين بدورها إلى أزمة مالية في عام 1995 أثرت على الاقتصاد الكلي فيها طوال ذلك العام. ولم تفق منها إلا في عامي 1997، 1996 فقد انهار معدل نمو الناتج المحلي فيها من نحو 8% عام 1994 إلى سالب 4% عام 1995، وذلك قبل أن يرتفع مرة أخرى إلى 4% عام 1996 ثم إلى 8% عام 1997 (3). وعلى اثر انخفاض قيمة البيزو انخفضت رسملة السوق المالية الأرجنتينية بحوالي 17%، وأسعار السندات بحوالي 12%، ابتداء من الربع الأخير من عام 1994، وتشهد مزيدا من الانهيار طوال عام 1995، وذلك قبل أن تبدأ في الصعود 1996، وتواصل ارتفاعها عام 1997 (4)، ولم تبدأ تدفقات رأس المال الوافدة في استعادة نشاطها وتتحول إلى تدفقات داخلية إلا بعد تحسن الأوضاع في عامي 1996، 1997.

الفرع الثاني : أزمة الأسواق المالية الآسيوية 1997-1998

عرفت دول جنوب شرق آسيا في العشرية الأخيرة قبل الأزمة نموا هائلا ومتواصلا، وأصبحت الحركة الاقتصادية بما تجلب اهتمام المستثمرين المحليين والأجانب، حيث شهدت كل من إندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية وماليزيا خلال العقود الثلاثة الأخيرة استقرارا على مستوى الاقتصاد الكلي، ارتفاع معدلات الادخار والاستثمار والتصدير، انخفاض معدلات التضخم ... ونتيجة لهذه الميزات الاقتصادية الجيدة ومعدلات النمو المرتفعة، اعتبر كثير من المحللين أن هذا النمو الاقتصادي سوف يؤدي إلى توسع كبير في الأسواق الآسيوية، والذي سينعكس إيجابا على الطلب العالمي بالزيادة بأكثر من النصف في العشرية الأولى من القرن الواحد والعشرين. لكن الأزمة التي ألمت بالمنطقة في 1997-1998 أخلطت كل هذه التقديرات المستقبلية وركنتها عرض الحائط .

شهدت الأزمة المالية الآسيوية فصلها الافتتاحية في جويلية 1997، والذي تمثل في انهيار شديد في عملات تلك الدول أمام الدولار الأمريكي والعملات الأخرى، نتيجة لعمليات المضاربة على سعر العملة، وتدني الأرباح في سوق الأسهم، مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع أسعار الفائدة بهدف وقف صرف العملات

(1)، (3): أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، 2005، ص ص 35-36.

(2): SHANTAYANAN – DEVARAJAN and others , Op-cit, 1999, P10.

(4): Idem, P7.

الوطنية إلى عملات أجنبية خاصة الدولار الأمريكي، ومحاولة تشجيع المستثمرين في الداخل والخارج الحائزين للدولار الأمريكي على ترحيل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية.⁽¹⁾

وكانت بواذر الأزمة من تايلاندا في جويلية 1997، عندما قام تجار العملة في عاصمتها " بانكوك " بالمضاربة على خفض سعر الباهت التايلندي، وذلك بعرض كميات كبيرة منه للبيع، حيث شكل هذا الإجراء ضغوطا شديدة نحو خفض قيمة العملة التايلندية. وبعدها تآكل احتياطي النقد الأجنبي بقيمة 87 مليار دولار لهذه الدولة، لجأت إلى التخفيض الرسمي لعملتها، حيث انخفضت قيمة الباهت بنسبة 39% أمام الدولار الأمريكي، مما أنتج تراجعاً في أسعار الأسهم العادية وأسعار البورصة بنسب 75%، 50% على التوالي، أدى إلى انسحاب المستثمرين الأجانب من سوق الأوراق المالية التايلندية. كما يوضحه الشكل رقم (4)، ومما زاد في سوء الوضعية وعنفها أن بنوكها كانت تعاني من مشاكل عديدة مثل انكشاف القروض الممنوحة بالدولار الأمريكي، حيث أنها مضمونة بأصول محلية.⁽²⁾

ومن تايلاندا والتي تعتبر من أضعف اقتصاديات دول المنطقة، انتقلت عدوى الأزمة إلى أسواق ماليزيا وأدت إلى انخفاض " الرنجت " الماليزي بنسبة 17,8% بحلول 15 سبتمبر 1997 مقارنة بنهاية ديسمبر 1996، نتيجة تنشيط عمليات المضاربين ببعض المساندة الخارجية في بورصة " كوالا لامبور " ومن ثم التأثير السلبي على الاقتصاد الماليزي كله. وتلت ماليزيا بعد ذلك دول أخرى بالحوار، حيث انخفضت " الروبية الإندونيسية " بنسبة 24,6% وحتى العملات القوية مثل عملات سنغافورة، هونغ كونغ وكوريا الجنوبية تأثرت ولكن ليست بنفس الدرجة، حيث انخفضت بنسبة 8,2% و 5% و 9% على التوالي .

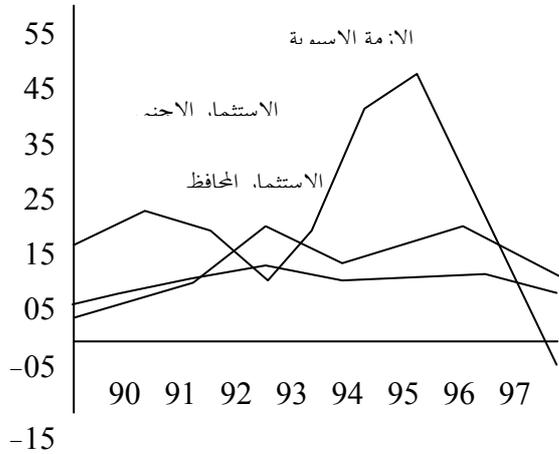
وهكذا، تميزت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا بعدد من الخصائص الفارقة، فالأزمة قد ضربت أسرع الاقتصاديات نمواً في العالم كله، إذ لا يستطيع أحد أن ينكر النجاح الكبير الذي حققته هذه البلدان في مجال النمو الاقتصادي خلال العقدين الماضيين. وكانت الأزمة كذلك أعنف أزمة مالية تضرب الأسواق الناشئة منذ أزمة مديونية البلدان المتخلفة في عام 1982. وتمخضت الأزمة نتيجة لذلك، عن تحريك أكبر عملية مساندة مالية تشهدها الأسواق المالية الناشئة، وتميزت الأزمة أخيراً بأنها كانت أقل الأزمات المالية توقعا، والتي كان من نتائجها أن انخفضت القوة الشرائية للأكثرية العظمى من الشعوب، فانخفضت (بمقياس الدولار) بنسبة 82% في إندونيسيا و 43% في تايلاندا و 34% في ماليزيا.⁽³⁾

(1) : عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية الإسكندرية، 2001، ص 280 .

(2) : إيهاب الشلي، دور الأسواق المالية وصندوق النقد الدولي في تكوين أزمة آسيا المالية، أخبار النفط والصناعة، السنة الثلاثون، العدد 341 ، فبراير 1999، ص 28 .

(3) : عبد الحي زلوم، مرجع سابق، 1999، ص 249 .

الشكل رقم (4) : موجات و تكوين تدفقات رؤوس الأموال قبل الأزمة الآسيوية



المصدر : دونالدج وآخرون، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998، ص 29 .

الفرع الثالث : الأزمة المالية الروسية والبرازيلية (1998-1999)

امتدت الأزمة المالية التي انفجرت في دول جنوب شرق آسيا في 1997 إلى مناطق أخرى من العالم، حيث اتسعت في القارة الآسيوية حتى شملت روسيا ووصلت إلى الجزء الغربي من الكرة الأرضية كأمریکا اللاتينية حتى ضمت البرازيل .

1- الأزمة المالية الروسية 1998

منذ سنة 1992، باشرت روسيا إصلاحات اقتصادية بمساعدة صندوق النقد الدولي، والتي كان من نتائجها أن استقر الروبل، وانخفض التضخم مسجلا تطورا إيجابيا في سنة 1997، ليقدربحوالي 7,4% في الخمس أشهر الأولى لسنة 1998 .

وقبل حدوث الأزمة، كانت روسيا تعاني من انخفاض الناتج الداخلي الخام، حيث كان يمثل حوالي 5,1% من الناتج العالمي سنة 1997. ونصيب جد ضئيل من التجارة الدولية 0,9% من الناتج الداخلي الخام، بالإضافة إلى ظهور احتناقات كبيرة بفعل المديونية الخارجية وعجز كبير في الميزانية قدر بحوالي 6,9% من الناتج الوطني الخام. وذلك منذ سنة 1996، ظهر نتيجة انخفاض الأسعار العالمية للسلع (المواد الأولية والبترول) بنسبة 40% في المتوسط اثر تراجع مشتريات الدول الآسيوية في أعقاب الأزمة الآسيوية.⁽¹⁾

(1)- STANLEY FISHER , La crise financière. état des lieux, In problèmes économiques, N° 2595, 16 décembre 1998, pp 27-28

-RANCOIS LENGLET , Les crises russe et chinoise , In problèmes économiques n °2585 , 30 Septembre 1998, pp 23-24.

ونتج عن هذه الاضطرابات توقيع برنامج الاستقرار مع صندوق النقد الدولي في جويلية بمبلغ 22 مليار دولار. يتم بموجبه إعادة هيكلة الديون والسماح لحاملي سندات GKO (*) بتحويلها لسندات طويلة الأجل مقدرة بالدولار. وتوقف هذا البرنامج في بداية أوت وبالتالي عرف النظام المالي تدهورا ساهم في ظهور الذعر والاضطراب في أنظمة الصرف، وتسريع القرارات المعلن عنها في 17 أوت حيث أعلن البنك المركزي والسلطات الروسية بتأخير دفع الفوائد لمدة 90 يوم على الديون الخارجية، وكذا توسيع تقلبات الروبل بالنسبة للدولار.

وأحدثت قرارات 17 أوت صدمة مالية تجاوزت باتساعها انخيار هونغ كونغ في أكتوبر 1997، وشوهد في تلك الفترة عودة تدفقات رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة نحو الأسواق المتقدمة، وعرفت جميع البورصات انخفاضا قويا لعدة أسابيع وامتدت إلى معدلات السندات في الاقتصاد العالمي باستثناء أسواق الدين العمومي للدولة المتقدمة.⁽¹⁾

2- الأزمة البرازيلية (1999)

تميز الاقتصاد البرازيلي بالنمو المرتفع في الفترة (1950-1980)، كما تميز بتضخم مرتفع وسجل في تلك الفترة عدم استقرار الاقتصاد الكلي وانفجار المشاكل الأولى في أكتوبر 1997 بجنوب شرق آسيا وفي روسيا عام 1998، دفع بالأسواق الدولية لإعادة النظر في زيادة الخطر بالبلدان الناشئة فيما يخص العجز وفي عدم قدرة السلطات البرازيلية على تفادي هذا الخطر الذي ظهر في الميزانية والميزان الجاري.

وفي الفترة الأولى، عمدت السلطات البرازيلية إلى تثبيت الريال بالدولار. كما قامت بوضع قيود والحد من الخروج القومي أو الكثيف لرؤوس الأموال، وأعلنت عن تطبيق مخطط تطهير المالية العمومية وكانت مبادرة ناجحة ولكن لم تدم لفترة طويلة. وسارعت إلى وضع إجراءات تمثلت في رفع معدلات الفائدة وأعلنت عن تدابير صارمة في الميزانية، وكانت التدابير غير كافية، حيث استمرت رؤوس الأموال في التدفق نحو الخارج، مما استدعى من المسؤولين البرازيليين اللجوء إلى صندوق النقد الدولي ليتمكنوا بذلك من الحصول على مبلغ مالي قدره 5,41 مليار دولار خصص لدعم ميزان المدفوعات.⁽²⁾

(*) : سندات الخزينة قصيرة الأجل .

(1) Crise russe , in économie internationale, N°76, 1998, p 08.

(2): MACKEL FREDIRIC, Les grand crise des années quatre-vingt dix, In problèmes économiques,

N° 2669 juin 2000, p 08 .

وفي جانفي 1999، اتخذت البرازيل القرار بالتخلي عن نظام الصرف المرتبط بالدولار، بتخفيض قيمة الريال ب 40%، وكانت من نتائجها أن زرع الشكوك في نفوس المستثمرين وأصبح بذلك الانشغال الوحيد بالنسبة للبرازيل هو التخوف من عودة تضخم قوي وأزمة عميقة متبوعة بخروج رؤوس الأموال⁽¹⁾. وبعد الانخفاض الذي سجله الريال، بعد استقالة رئيس البنك المركزي البرازيلي وإعلان الحكومة البرازيلية تأخير دفع الديون المستحقة، قرر البنك المركزي في 15 جانفي 1999، ترك عملة الريال عائمة لارتباطها بسرعة خروج رؤوس الأموال، كما قام أيضا برفع معدلات الفائدة مؤقتا⁽²⁾. وبالرغم من الإجراءات المتخذة من طرف السلطات البرازيلية للتخفيف من الآثار السلبية للأزمة المالية، إلا أن سياسة التقشف المتبعة أثرت سلبا على التشغيل وعلى النمو الاقتصادي بالتبعية، مما اضطر السلطات العمومية القيام بخصوصية بعض المؤسسات العمومية.

المبحث الثاني : تطور وحدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال

التمويل بنظام الوساطة المالية في الدول المتقدمة كان سائدا إلى وقت قريب، حيث لعبت البنوك والمؤسسات المختصة في منح القروض دورا حيا و أساسيا في تمويل المؤسسة والاقتصاد بصفة عامة، واستمر هذا النوع من التمويل حتى منتصف السبعينيات في الولايات المتحدة الأمريكية وإلى أوائل الثمانينيات في بقية الدول الأوروبية، ليم بعدها الاعتماد على التمويل باللاوساطة المالية والذي عرف حدودا في الفترة الأخيرة، تأسيسا على ما تقدم ولتوضيح الفكرة، يتم تناولها ضمن المطالب الآتية:

- تطور تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة ؛
- حدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال .

المطلب الأول : تطور تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة

على الرغم من المزايا التي حظيت بها الديون باعتبارها مصدرا من مصادر التمويل، فهي لا تخلو من العيوب لاسيما عندما يكون العائد على الاستثمارات اقل من تكلفة القروض فعندئذ تنخفض أرباح المساهمين ويزيد احتمال تدخل الدائنين في تسيير المؤسسة، حيث أصبحت تكلفة الوساطة المالية في حد ذاتها ترتفع من سنة لأخرى مكلفة البنوك والمؤسسات الخاصة أموالا طائلة، فتكلفت الوساطة بالنسبة للبنوك والمؤسسات الوسيطة الفرنسية مثلا ارتفعت من 2,5% من مجموع رؤوس الأموال المستعملة في الوساطة سنة 1972 إلى 6,5% سنة 1981. هذه التكاليف بينت أكثر أهمية التمويل برؤوس أموال خاصة والاعتماد عليها في تنفيذ السياسات الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة حيث يعترف العديد من الاقتصاديين باتجاه المسؤولين عن

⁽¹⁾ :F.CEPIL, L'économie mondiale, édition la découverte ,paris, 1999, p38.

⁽²⁾ : صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الاضطرابات المالية والاقتصاد العالمي، أكتوبر 1998، ص.8.

المؤسسات في الدول المتقدمة لإعطاء الأولوية لرفع رأس المال على حساب عمليات إصدار القروض خلال عشرية الثمانينيات.

التخلي التدريجي عن الوساطة المالية في الدول المتقدمة هو نتيجة زيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات، التي أصبحت لا تلجأ كثيرا للبنوك لتمويل نشاطاتها عن طريق القروض. وعليه، عرفت اللاوساطة المالية بأنها تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية، وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصادية. وبذلك، أصبحت عملية التمويل تتم دون وساطة، فالعلاقة تغيرت وأصبحت بين طرفين وليس ثلاثة أي انتقلت من العلاقة غير مباشرة إلى علاقة مباشرة لكن بصورة حديثة .

وقد شهدت عشرية الثمانينيات تراجع حجم التمويل بالوساطة لصالح التمويل المباشر. والجدول الموالي يبين تطور نسبة اللاوساطة المالية في فرنسا للفترة ما بين 1981-1986 :

جدول رقم (12): تطور نسبة اللاوساطة المالية في فرنسا خلال الفترة 1981-1986

السنة	1981	1982	1983	1984	1985	1986
نسبة اللاوساطة المالية	%22	%23	%29	%36	%38	%61
نسبة الوساطة المالية	%78	%77	%71	%64	%62	%39

المصدر : www.asmp.fr, consulté le 05/10/2009

يبين الجدول أعلاه زيادة نسبة اللاوساطة في تمويل الاقتصاد، كما تؤكد العديد من الدراسات نفس

الظاهرة في أمريكا واليابان وبريطانيا على الخصوص. وهذا يقود إلى تسجيل عدة ملاحظات :

- تخصص دور البنوك في الحياة الاقتصادية بعد أن قل نصيبها في تمويل المؤسسات لصالح الأسواق المالية، أدى ذلك إلى تنويع نشاط البنك الذي لم يبق منحصرًا في الوظيفة التقليدية، إذ أصبح يقدم خدمات عديدة ومتنوعة فرضتها تلك التحولات مثلًا أصبح يقدم الاستشارات للمستثمرين .

- تتعلق بتمويل الاقتصاد عن طريق الأوراق المالية، لقد عرفت هذه الظاهرة بأنها تحويل مبالغ من القروض التابعة لمؤسسات متخصصة إلى أدوات مالية يمكن تداولها بين المستثمرين .

ومما سبق ذكره، يمكن استخلاص أن التمويل في نظام الوساطة المالية كان سائد إلى وقت قريب، حيث لعبت البنوك والمؤسسات المختصة في منح القروض دورًا حياديًا وأساسيًا في تمويل المؤسسة والاقتصاد بصفة عامة، واعتبر النظام البنكي آنذاك أساسًا لقيام أي اقتصاد لما توصل إليه من تقنيات زادتها التطورات

التكنولوجية والإعلامية فعالة ومرونة، واستمر هذا النوع من التمويل حتى منتصف السبعينيات في الولايات المتحدة الأمريكية وإلى أوائل الثمانينيات في بقية الدول الأوروبية، وتحت ضغط التكاليف المرتفعة تحولت أغلبية الدول من الاعتماد على التمويل بالوساطة المالية إلى التمويل باللاوساطة المالية .

المطلب الثاني: حدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال

استمر الاعتماد على النظام البنكي في تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة لفترة طويلة، وتحت ضغط التكاليف المرتفعة تحولت أغلبية هذه الدول للاعتماد على أسواق المال في تمويل اقتصادياتها، مما جعلها تتعرض لأزمات مالية عنيفة، أكدت من جديد حدود التمويل باللاوساطة المالية .

الفرع الأول : الأزمة الأمريكية 2001⁽¹⁾

شهدت الولايات المتحدة الأمريكية اعنف هجوم في تاريخها يوم 11 سبتمبر 2001، والذي أطلق عليه الثلاثاء الأسود، وأدى ذلك إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية حتى يوم الأحد 16 سبتمبر 2001، وذلك لأول مرة منذ اغتيال الرئيس كينيدي في عام 1963 .

فقد قام البنك الاحتياطي الفيدرالي بخفض سعر الفائدة في يوم 17 سبتمبر بمقدار 50 نقطة أساس من 5,3% إلى 3% في محاولة للحد من التأثير السلبي للأزمة الحالية، والتي تزيد من احتمالات دخول الاقتصاد حالة من الكساد إلى جانب الحد من هبوط أسعار الأوراق المالية عند بدء عمل البورصات الأمريكية، كما قام عدد من البنوك المركزية بتخفيض أسعار الفائدة لدعم الدولار الأمريكي وتجنب دخول العالم في مرحلة من الكساد، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بتخفيض أسعار الفائدة كذلك في يوم 18 سبتمبر بمقدار 50 نقطة أساس من 4,25% إلى 3,75% مما يعد أكبر خفض يقوم به البنك خلال عام 2001، كذلك قام البنك المركزي الإنجليزي بتخفيض أسعار الفائدة بربع في المائة لتسجل 4,75% بدلا من 5% وذلك فضلا عن البنوك المركزية لبعض الدول التي خفضت أسعار الفائدة مثل اليابان وهونغ كونغ والتايبان والكويت، وتعد تلك هي المرة الأولى التي تشهد فيها أسواق المال العالمية تناسقا وتزامنا في السياسة النقدية للبنوك المركزية الرئيسية منذ حرب الخليج في عام 1991. وعلى الرغم من ذلك، كان تأثير خفض سعر الفائدة على أداء بورصة نيويورك ضعيفا، حيث سجلت مؤشرات البورصة الأمريكية تدهورا كثيرا عقب افتتاح أسواق المال الأمريكية مرة أخرى، وبلغت معظم المؤشرات أدنى مستويات لها منذ ثلاث سنوات، وقد شهد مؤشر داو جونز يوم 17 سبتمبر انخفاضا بنسبة 7% حيث انخفض المؤشر من 9605,5 نقطة يوم 10 سبتمبر ليبلغ 8920,7 نقطة يوم 17 سبتمبر، وقد بلغ المؤشر أدنى مستوى له منذ شهر ديسمبر 1998. كما بلغ مؤشر

(1) : عبد الحكيم مصطفى الشراقوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 153-154.

نازداك أدنى مستوى له منذ ثلاث سنوات، وقد حقق مؤشر نازداك انخفاضا بنسبة 6.8 % من 1695،3 نقطة في يوم 10 سبتمبر ليبلغ 1579 نقطة في يوم 17 سبتمبر، وقد حققت أسهم شركات الطيران وقطاعات التأمين والإعلام أكبر خسائر .

كان للتراجع الاقتصادي الملاحظ في أغلبية الدول الصناعية على اثر الأزمة، والذي بدأ في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2001، تأثير مهم على الدول الناشئة، وهذا ما يبينه الجدول أدناه :

جدول رقم (13): تطور معدلات النمو في الدول المتقدمة والدول الناشئة (2000-2002)

2002	2001	2000	
1,5%	1,2%	1,4%	الولايات المتحدة الأمريكية
1,3%	1%	3,8%	الدول المتقدمة
3,1%	2,7%	5,5%	الدول الناشئة

المصدر: www.asmp.fr, Op-cit, consulté le 05/10/2009

يلاحظ من خلال هذا الجدول أن معدلات النمو في الدول الناشئة – والتي تختلف في حد ذاتها باختلاف المناطق – انخفضت إلى نصفها في 2001 مقارنة بسنة 2000 لترتفع مجددا في سنة 2002، أما معدلات النمو في الولايات المتحدة فانخفضت من 1,4% سنة 2000 إلى 1,2% سنة 2001 لترتفع سنة 2002 إلى 1,5%. كما لوحظ انخفاض معدلات النمو في الدول المتقدمة من 5,5% سنة 2000 إلى 2,7% سنة 2001 لترتفع سنة 2002 إلى 3,1% .

تعد كل من نمو التجارة العالمية وزيادة التكامل المالي العالمي عوامل ساعدت على انتشار الأزمة، فالتراجع الاقتصادي في الدول الصناعية قلل من الطلب على صادرات الدول الناشئة، نتيجة الارتباط القوي الموجب بين حجم صادرات الدول الناشئة والدورة الاقتصادية لدول المجموعة السبع .

الفرع الثاني : أزمة الرهن العقاري 2008

عرفت الولايات المتحدة الأمريكية ثاني أزمة لها في 2008 بعد أزمة 11 سبتمبر 2001، أثرت بشدها على أغلبية دول العالم .

1- فرضيات تفسير أزمة الرهن العقاري

حسب آراء الخبراء الاقتصاديين يمكن التمييز بين فرضيتين لتفسير أزمة الرهن العقاري :

1-1-1- فرضية الهشاشة المالية⁽¹⁾: استنادا لفرضية الهشاشة المالية " لهايمن مينسكي"، يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المقترضين الذين يساهمون في تراكم الديون المعسرة: مقترضو التحوط،^(*) مقترضو المضاربة،^(**) مقترضو المقامرة،^(***) وجوهر فرضية الهشاشة المالية انه خلال فترات الرخاء الطويلة تتزع الاقتصاديات الرأسمالية إلى التحول من هيكل تمويلي تسيدته نزعة التحوط إلى هيكل تمويلي تغلب عليه نزعات المضاربة والمقامرة. ففي سنوات الرخاء، تحقق المشروعات الناجحة المزيد من الأرباح بزيادة مستوى ديونها - وكلما استدان أكثر حققت أرباحا أكثر - وهذا الربح يجذب مشروعات أخرى للدخول في حمى زيادة الديون. وطالما استمر الاقتصاد في الصعود، تكون الصحة المالية للمقترضين جيدة، فتزداد رغبة المقترضين في الإقراض، وبمرور الوقت يتجه الدين وخدمته للصعود، وعند هذه المرحلة تبدأ مؤشرات الهبوط الاقتصادي في الظهور.

وهناك بعد آخر لفرضية الهشاشة المالية، وهو أنه في سنوات الرخاء تنشط البنوك والوسطاء الآخرون في ابتكار أنواع الأصول التي يمتلكونها والالتزامات التي يصدرونها، أي أنه في سنوات الرخاء يسعى تجار الديون كما يسميهم "مينسكي" إلى إغراء المستثمرين لشراء الدين من خلال أدوات بالغة التعقيد، وبفضل السباق المحموم لتحقيق المزيد من الأرباح، يندفع المتعاملون في الأسواق المالية إلى وضع أموالهم في استثمارات قليلة الجدوى - مثل الأدوات المدعومة بقروض الرهن العقاري الثانوي، وهذا ما يعرف باقتصاد الكازينو، أي المجتمع الذي يكون فيه جمع المال من خلال الأدوات المالية، أكثر أهمية من الأرباح المتولدة من إنتاج السلع والخدمات - يعني سيادة التزعة الطفيلية .

و بمجرد تغير الأحوال الاقتصادية، ينكشف الوضع الحقيقي للكثير من المقترضين. وهنا تنفجر الفقاعة وتبدأ أولى حلقات سلسلة الأزمة فيقلل المقرضون إقراضهم، مما يؤدي بالمقترضين إلى الإفلاس بسبب عجزهم عن الحصول على ديون جديدة لسداد الديون القائمة، وعندئذ تظهر الأزمة المالية .

1-2-2- فرضية العيب البنوي في النظام المالي الدولي⁽²⁾: لقد أصبحنا اليوم إزاء معطى جديد هو

ازدياد التعامل في المشتقات بواسطة مؤسسات عملاقة ومركبة، في أسواق مغتربة بصورة متزايدة، وفي أسواق غير منتظمة بصورة متنامية. هذا معناه ببساطة شديدة أن هناك كيانات ضخمة أصبحت قادرة على توفير

(1) :جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية، ندوة غير منشورة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي، نوفمبر 2009.

(2) : - نفس المرجع أعلاه .

-صلاح الدين حسن السيسى، الأسواق المالية، دار الفكر العربي، الإسكندرية، 2009، ص303.

(*) : مقترضو التحوط يقترضون بنية سداد التزامات الدين من التدفقات النقدية على استثمارات أخرى .

(**) : مقترضو المضاربة، يقترضون اعتقادا منهم انه يمكنهم سداد الفوائد فقط مع لجوئهم باستمرار إلى تجديد أصل الدين .

(***) : مقترضو المقامرة، يقترضون توقعاً لارتفاع قيمة أصولهم لسداد الدين أو الحصول على دين جديد، ولكن ليس لديهم موارد كافية لسداد

القروض الأصلي .

سيولة وأن هذه السيولة تتم بمعدلات لا يمكن التهوين من شأنها أو الاستهانة بها، وأنها لا تخضع لرقابة من جانب أي طرف حتى الآن، وهذا هو العيب النيوي في النظام المالي الدولي الراهن الذي ساهم في حدوث الأزمات المالية .

2- معالم أزمة الرهن العقاري⁽¹⁾

نشأت مشكلة الرهن العقاري من سياسة نقدية محكمة، تعاونت فيها البنوك المركزية مع المؤسسات المالية العالمية الضخمة لفرض هيمنة مالية كاملة على حركة واتجاهات وحجم السيولة النقدية العالمية، وقد أدار هذه السياسة لحد كبير محافظ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي -ألن جرينسبان - عندما رفع سعر الفائدة تدريجياً حتى قفز إلى 6% في افريل عام 2000 ، بحجة السيطرة على معدل التضخم بالاقتصاد الأمريكي، لكن الهدف كان استقطاب المدخرات الأجنبية للاستثمار في السندات الأمريكية، وقد تحقق له ذلك بتراكم ضخ من هذه المدخرات بلغ نحو 4000 مليار دولار أمريكي، وللاحتفاظ بهذه المدخرات لكي تستثمر بالقطاعات الاقتصادية الأمريكية المختلفة، بدأ "جرينسبان " في خفض مستمر لمعدل الفائدة حتى بلغ 1 % في يوليو 2003، واستمر على ذلك سنة كاملة حتى يونيو 2004، مما أدى إلى انخفاض مستمر لسعر الدولار الأمريكي. وأصبح سحب هذه المدخرات من الاقتصاد الأمريكي مستحيلاً مما ضاعف الاستفادة منها لصالح الاقتصاد الأمريكي. أما البنك المركزي الأوروبي، فقد خفض سعر الفائدة في بداية 2001 من 4,5 % تدريجياً إلى 3 % في يونيو 2003، واستمر على ذلك المعدل لمدة سنتين. أما بنك إنجلترا المركزي، فبدأ بخفض سعر الفائدة من 6% عام 2000 إلى 3,5 % في ديسمبر 2003، هذا مما يفيد بوجود تنسيق متكامل هادف وموحد بين الأجهزة المالية العالمية .

بدأت مشكلة الرهن العقاري العالمية تظهر على الساحة العالمية بانخفاض أسعار الفائدة العالمية، حيث اندفعت المؤسسات المالية العالمية بشراسة بوضع تسهيلات ائتمانية ميسرة للغاية لجميع فئات المجتمع الأمريكي، لشراء عقارات بالتقسيط المريح بأسعار فائدة تتغير بتغير الوضع الاقتصادي وبدون ضمانات مالية سوى ملكية العقار، وتبين بعد ذلك أن أكثر من 50 % من الذين حصلوا على هذه القروض لم يستخدموها في أغراضها، فالقروض العقارية بفوائد متدنية أوجدت سوقاً نشطة للعقارات وزادت في طلبها، مما رفع قيمة العقارات وحوّلها إلى أصول مرهونة قابلة لإضافة ديون أخرى بهدف تحقيق رفاة الأسر المالكة للعقارات .

ومع توسع الإقراض العقاري بجانب الإقراض لشراء الأثاث والسيارات وغيرها، لجأت البنوك إلى إصدار سندات في مقابل قروضها العقارية وبيع هذه السندات إلى مستثمرين عالميين مقابل فوائد، وقام هؤلاء المستثمرين ببيع هذه السندات مرة أخرى أو رهنها لدى صناديق استثمار أو تحولت لشراء مزيد من السندات العقارية، في حين أن السندات ذاتها ناتجة أيضاً من قروض عقارية أو قروض للسلع المعمرة. وبالإضافة إلى

(1) - صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سابق، 2009، ص 285-286 .

- احمد جلال، الأزمة المالية، ندوة غير منشورة، جمعية الاقتصاد السياسي، نوفمبر 2009.

ذلك، فإن البنوك منحت عملائها قروضا بحيث تنحصر عملية السداد في السنوات الثلاث الأولى على تسديد الفوائد المستحقة فقط على القرض، ومع ارتفاع معدلات الفائدة المتحركة عجز معظم المقترضين عن سداد أصل القرض والغرامات المالية المترتبة على عدم السداد مما فاقم من حدوث المشكلة.

وعندما أوجبت الأنظمة التأمين على السندات العقارية تحملت شركات التأمين الكبرى عبء هذه السندات، والأمور كلها كانت مرتبطة بحال المقترض الأساسي ومدى قدرته المالية للوفاء بالمستحقات، وعندما عجز عن السداد، زاد عبء الدين عليه، و تحولت كذلك السندات إلى عبء وصارت سندات رديئة، تسببت باختيار المصارف المقرضة لحاجتها إلى السيولة، وأصابت صناديق التحوط والمستثمرين بخسائر امتدت لتضرب شركات التأمين على السندات العقارية .

المبحث الثالث : الدروس المستفادة من الأزمات المالية

تضمنت أكثر الأزمات المالية تدميرا، انعكاسا حادا ومفاجئا في رأس المال أحدث دمارا في بلدان الأسواق الناشئة التي ضربتها، وتواتر نشوب هذه الأزمات أسفر على العديد من الأسباب تم حصرها في نظام خاص، يعتمد عليه لدق ناقوس خطر اقتراب الأزمات المالية إضافة لبعض الدروس المستفادة الأخرى.

تأسيسا على ما تقدم ولتوضيح الفكرة، يتم تناولها ضمن المطالب الآتية:

- مؤشرات الحيطة والحذر من الأزمات المالية ؛
- استقلالية جهات التنظيم المالي وإدارة الأزمة ؛
- أزمة الرهن العقاري أزمة نظام .

المطلب الأول : مؤشرات الحيطة والحذر من الأزمات المالية

رصد سلامة القطاع المالي، ي فترض وجود مؤشرات صالحة للكشف عن سلامة واستقرار الأنظمة المالية، ولؤشرات الحيطة والحذر هذه أهمية بالغة، بكونها مبنية على مقاييس موضوعية للسلامة المالية . وسيتم في هذا المطلب تناول أهم هذه المؤشرات .

الفرع الأول : مؤشرات اقتراب الأزمات المالية

تمثلت مؤشرات اقتراب الأزمات المالية المقترحة من طرف البنك الدولي فيما يلي (1):

1- ارتفاع كبير في سعر الصرف الحقيقي

مرت بعض الدول التي واجهت انعكاسات كبيرة في التدفقات الرأسمالية في 1995 مثل الأرجنتين وهنغاريا والمكسيك، بارتفاع كبير وطويل الأجل في سعر الصرف الحقيقي في النصف الأول من التسعينيات،

(1) : أوي دادوش وميلان براهميهات، توقع انعكاس تدفقات رأس المال، التمويل والتنمية، ديسمبر 1995، ص 3 .

نتيجة للتدفقات الرأسمالية التي جذبتها العوائد الضخمة عقب الإصلاح الاقتصادي الشامل، ولكن رفع سعر الصرف الحقيقي لفترات طويلة، والذي قد يهدد القدرة على المنافسة الخارجية، ويعرض بذلك القطاع الخارجي للضغوط، قد يتيح مناخا من فقدان الثقة المترتب على ذلك، من قبل المستثمرين الأجانب .

2- تراجع معدلات الادخار الخاص

يمكن أن يحدث من حيث المبدأ، بعض التراجع في معدلات الادخار الخاص نتيجة للزيادة المتوقعة في الدخل الدائم على اثر نجاح الإصلاحات، أو نتيجة لتوقع انخفاض الضرائب بعد خفض الإنفاق الحكومي، وقد رأى عدد من الباحثين أن حدوث زيادة قوية مبدئية في الاستهلاك، هي نتيجة معتادة لبرنامج التثبيت الاقتصادي التي تعتمد على أسعار الصرف الاسمية، مما يكون انعكاسا للتراجع في أسعار الفائدة، والذي غالبا ما يكون أثرا أوليا لهذه البرامج، إذ عرفت نسبة الاستهلاك الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي في المكسيك زيادة بمعدل 5 نقط مئوية في الفترة 90-93 مقارنة بالفترة 85-89، وكانت زيادة نصيب الاستهلاك خلال نفس الفترة 9 نقاط مئوية في المتوسط في كل من الأرجنتين، هنغاريا، بيرو وبولندا. هذا، وتشير الدلائل إلى أن أكثرية البلدان نجحا في الإصلاح، مثل اقتصاديات شرق آسيا والشيلي، شهدت زيادة في معدلات الادخار الخاص حتى عندما كانت تلك المعدلات عالية جدا في بدايتها .

3- استثمار غير كاف في قطاعات السلع الداخلة في التجارة

بقدر ما تجتذب الكفاءة المتزايدة تدفقات رأس المال، يمكن توقع توجيه قدر كبير من الاستثمار الأجنبي والمحلي إلى قطاع السلع الداخلة في التجارة، بما يعكس تحسن القدرة على المنافسة الخارجية، ولكن إذا كانت التدفقات الرأسمالية تمويل زيادة الاستهلاك، فيمكن توقع أن تجد هذه التدفقات طريقها في الأغلب إلى قطاع السلع غير الداخلة في التجارة، حيث تكون الأسعار النسبية والربحية قد ارتفعت إلى أعلى نتيجة لزيادة الطلب الداخلي، وتشير البيانات أن قطاع الخدمات مثلا قد زادت نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي في البلدان التي شهدت زيادة مرتفعة في سعر العملة، إذ تجاوز النمو الحقيقي في هذا القطاع في الفترة 1990-1992 في نصف البلدان التي ارتفع فيها كثيرا سعر العملة الحقيقي، النمو في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1،4 في المائة سنويا، كما عرفت هذه البلدان معدل نمو أضعف في الاستثمارات بالقياس إلى البلدان التي زادت أسعار عملتها الحقيقية زيادة محدودة .

4- نمو أقل في الصادرات

إدراج بلد ما ضمن البلدان عالية المخاطر، تجعل المستثمرين يطالبون بعوائد عالية على نحو يعوض ذلك، ويصبح النمو السريع في الصادرات أكثر أهمية لاستمرار التدفقات الرأسمالية لهذا البلد، وكما هو متوقع، فإن نمو الصادرات في بداية التسعينيات أظهر علاقة عكسية شبه تامة مع زيادة سعر الصرف الحقيقي، تبلغ 7 في المائة في المتوسط في نصف الدول ذات الزيادة الأعلى في سعر العملة الحقيقي، ولكنه أظهر معدلا قدره 12 في المائة في النصف الأقل ارتفاعا في سعر العملة .

5- زيادة الاعتماد على التدفقات قصيرة الأجل

يعد الاقتراض قصير الأجل مناسباً للحاجات قصيرة الأجل، مثل تمويل التجارة والمخزون ورأس المال العامل، ولكنه لا يناسب المشروعات طويلة الأجل، وزيادة الاعتماد على التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل، قد تكون علامة على الإجهاد، فعلى الرغم من أن المقترض يفضل التمويل طويل الأجل، فإن المقترضين أو المستثمرين المباشرين قد يتراخون في الاستجابة لذلك خوفاً من المخاطر المتوقعة، وتعتبر التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل التي تتجاوز مستواها العادي مؤشراً منذراً بوقوع الأزمة.⁽¹⁾

6- التعرض الشديد لمخاطر العملة

تعمل برامج التثبيت الاقتصادي التي تستخدم سعر الصرف كركيزة اسمية على تقديم حافزاً قوياً لدى المؤسسات المحلية للاقتراض بالعملة الأجنبية بأسعار فائدة منخفضة، ولقيام المستثمرين الأجانب ومؤسسات الوساطة المالية المحلية بمنح قروض بالعملة المحلية بأسعار فائدة مرتفعة مع تحملهم مخاطر العملة، فإن هيكل استرداد القروض يميل إلى أن يصبح قصيراً حيث يحاول كل من المقرضين والمقترضين التقليل من خسائر العملة، خاصة بعدم وجود الأسواق الآجلة، ويضع هذا السلوك عقبات قوية أمام تخفيض سعر العملة، حتى في الوقت الذي تكون فيه الحاجة واضحة إليه، فتعرض العملة للمخاطرة، لا يشكل إشارة مبكرة للأزمة بقدر ما يشير إلى الاضطراب الذي سيجري على ذلك.

7- تشديد القيود المالية في الدول الصناعية

قد تؤثر التدفقات الرأسمالية إلى الدول النامية سلباً بالتقشف النقدي في الدول الصناعية، مخلفة زيادة حادة في أسعار الفائدة، نتيجة الجاذبية النسبية لأصول البلدان النامية، ويصحبه في النهاية نقص في الطلب الكلي في الدول الصناعية، ونمو أبطأ في صادرات الدول النامية، وتشهد الدول ذات الديون الضخمة تدهوراً كبيراً في مؤشرات الجدارة الائتمانية، وقد ساعد هذا السيناريو على إبراز أزمة الديون في الثمانينيات، ولكن ارتفاع أسعار الفائدة في 1994 يتفق تماماً مع هذا النمط، فارتفاع الأسعار كان معتدلاً مقارنة بأسعار الثمانينيات، كما عوض أثره على الجدارة الائتمانية الانتعاش العالمي، والنمو الكبير في التجارة الدولية.

الفرع الثاني : مؤشرات الحيطة الجزئية والكلية

تحدث الأزمات المالية عندما تكون المؤسسات المالية ضعيفة ومهددة بصدمات الاقتصاد الكلي، وتشتمل بذلك مؤشرات الحيطة الكلية كلا من مؤشرات الحيطة الجزئية المجمعة على سلامة المؤسسات المالية كل على حدى، ومتغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي، وهذا ما يظهره الجدول رقم (15) أدناه.

(1) : صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الأزمات المالية (الأسباب والمؤشرات)، ماي 1998، ص113.

1- مؤشرات الحيطة الجزئية

من الأطر الشائعة للاستخدام لتحليل سلامة المؤسسات فرادى إطار " كاملز " (*)، والذي يبحث في ستة جوانب حيوية للمؤسسة المالية هي: (1)

- رأس المال

كفاية رأس المال هي التي تحدد في النهاية إلى أي مدى تستطيع المؤسسة المالية التغلب على الصدمات في ميزانيتها (**).

- الأصول

تكون ملائمة المؤسسات المالية في العادة في خطر عندما تضعف أصولها، لذلك من المهم رصد المؤشرات الدالة على نوعية أصولها من حيث زيادة تعرضها لمخاطر معينة، والاتجاهات بالنسبة للقروض المعدومة وسلامة وربحية المقترضين من البنوك _ خاصة قطاع الشركات _ .

- الإدارة

الإدارة السليمة عنصر أساسي في أداء البنوك ولكن من الصعب قياسها، وهي أساسا عنصر نوعي يطبق على المؤسسات فرادى، إلا أن عدة مؤشرات يمكن أن تصلح معا _ مثل مقاييس الكفاءة _ كمؤشر على سلامة الإدارة .

- الإيرادات

المؤسسة المالية غير المربحة بشكل مزمن تتعرض لخطر الإعسار، وإذا ما قورنت بالمؤشرات الأخرى، فإن تفسير الاتجاهات في الربحية قد يكون أكثر صعوبة _ فعلى سبيل المثال، الربحية العالية بشكل غير عادي يمكن أن تعكس مخاطرة مفرطة .

- السيولة

المؤسسات المالية ذات الملاءة في البداية يمكن أن تدفع نحو الإغلاق بسبب الإدارة السيئة للسيولة على المدى القصير، ويجب أن تغطي المؤشرات موارد التمويل وتضع يدها على عدم التوافق في تواريخ الاستحقاق .

- الحساسية لمخاطر السوق

تشترك البنوك بشكل متزايد في عمليات متنوعة وكلها تتعرض لمخاطر السوق، وخاصة في تحديد سعر الفائدة و تنفيذ صفقات العملة الأجنبية، وفي البلدان التي تسمح للبنوك بالتجارة في أسواق الأوراق المالية أو في تبادل السلع، تكون هناك ضرورة أيضا لرصد مؤشرات مخاطر أسعار الأسهم والسلع .

(1) : بول هيلبرز وآخرون، مؤشرات الحيطة الكلية أدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، التمويل والتنمية، سبتمبر 2004، ص 52-53 .

(*) : " كاملز " هي كلمة مؤلفة من الحروف الست الأولى باللغة الإنجليزية للعناصر الداخلة في التقييم .

(**) : لذا من المفيد تتبع معدلات كفاية رأس المال التي تأخذ في حسابها أهم المخاطر المالية كالصرف الأجنبي، والائتمان، و مخاطر سعر الفائدة .

2- مؤشرات الاقتصاد الكلي

يتوقف عمل النظام المالي على النشاط الاقتصادي الكلي، وتتأثر المؤسسات المالية بدرجة كبيرة بالتغيرات في الاقتصاد الكلي. لذلك، فإن تقييم السلامة المالية يتم بالاستناد إلى مؤشرات الحيطة الكلية، وهي عبارة عن متغيرات كمية، ولكن تقييم سلامة النظام المالي يتطلب أيضا القدرة على الجمع بين تحليل مؤشرات الحيطة الكلية والأحكام المبنية على معرفة مدى كفاءة الأطر المؤسسية والتنظيمية. هذا، وتستخدم دراسات الحيطة الكلية أنواعا مختلفة من تقنيات اختبار الضغوط لقياس قدرة الأنظمة المالية على التكيف مع الصدمات.

وبشكل أعم، ونظرا لأهمية كل مؤشر والتي تختلف من بلد لآخر، فإن مؤشرات الحيطة الكلية ينبغي ألا تستخدم بطريقة ميكانيكية، ويجب أن يستند التقييم إلى مجموعة شاملة من المؤشرات، مع مراعاة البنيان الكلي والوضع الاقتصادي للبلد ونظامه المالي. وسيكون من الصعب الإحاطة بالواقع المعقد للأسواق المالية في مؤشر مركب حول سلامة النظام المالي، ويجب رصد مؤشرات الحيطة الكلية ليس فقط لتقييم سلامة النظام المصرفي بل أيضا لتقييم سلامة المؤسسات المالية غير المصرفية وأسواق الأوراق المالية، وتطرح هذه المؤشرات عدة صعوبات إحصائية منها: ⁽¹⁾

- تأتي منفعة هذه المؤشرات من خلال مقارنتها بين الدول، لكن غياب أو تنوع المعايير الإحصائية والمحاسبية يطرح مشاكل عديدة مما يقلل من فائدة المؤشرات .
- تنعكس عدم مصداقية المعلومات المتعلقة بالأصول أو المصلحة سلبا على مصداقية المؤشرات في حد ذاتها.
- اختلاف الحسابات الموحدة على النطاق الوطني في مقابل الحسابات على النطاق العالمي .
- تمثل المشتقات المالية والمراكز خارج الميزانية مشكلات كبيرة بشكل خاص عند تقييم حالة المؤسسات المالية .

⁽¹⁾ : بول هيلبرز وآخرون، مرجع سابق، 2004، ص 54 .

جدول رقم(14): مؤشرات الحیطة الكلية والجزئية

مؤشرات الاقتصاد الكلي	مجموع مؤشرات الحیطة الجزئية	
النمو الاقتصادي مجموع معدلات النمو . تدهور القطاعات . ميزان المدفوعات عجز الحساب الجاري . كفاية الاحتياطي من النقد الأجنبي . الدين الخارجي (بما في ذلك هيكل الاستحقاق) . معدل التبادل التجاري . تكوين و استحقاق تدفقات رأس المال . التضخم عدم استقرار التضخم . أسعار الفائدة و الصرف التقلب في أسعار الفائدة و الصرف . مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلية . قابلية سعر الصرف للاستمرار . ضمانات سعر الصرف . ازدهار الإقراض و سعر الأصول نوبات ازدهار الإقراض . نوبات ازدهار أسعار الأصول . آثار العدوى العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية . الآثار الجانبية للتجارة . عوامل أخرى الإقراض و الاستثمار الموجه . لجوء الحكومة للنظام المصرفي . التزامات متأخرة السداد في الاقتصاد .	السيولة قروض البنك المركزي للمؤسسات المالية . الودائع بالنسبة للإجمالي النقدي . تجزئة معدلات التعامل بين البنوك . نسبة القروض إلى الودائع . هيكل استحقاق الأصول . تدابير لسيولة السوق الثانوية . الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق مخاطر الصرف الأجنبي . مخاطر سعر الفائدة . مخاطر سعر الأسهم . مخاطر سعر السلع . مؤشرات خاصة بالسوق أسعار السوق للأدوات المالية . مؤشرات على العوائد المفرطة . تصنيف الائتمان . هوامش العائد السيادي .	كفاية رأس المال مجموع معدلات رأس المال . التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال . نوعية الأصول : مؤسسة الإقراض تركيز الائتمان القطاعي . الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية . القروض و المخصصات . القروض لهيئات القطاع العام . وضع المخاطر الخاصة بالأصول . الإقراض المرتبط بها . معدلات المديونية . حالة الإقراض نسبة الديون إلى رأس المال . ربحية الشركات . مؤشرات أخرى لظروف الشركات . مديونية القطاع العائلي . سلامة الإدارة معدلات الإنفاق . الإيرادات بالنسبة لكل موظف . النمو في عدد المؤسسات المالية . الإيرادات و الربحية عائد الأصول . عائد الأسهم . نسبة الدخل و الإنفاق . مؤشرات الربحية الهيكلية .

المصدر : بول هيلبرز وآخرون، مرجع سابق، 2004، ص 54 .

المطلب الثاني : استقلالية جهات التنظيم المالي وإدارة الأزمة

لا يكون النظام المالي قويا إلا بقدر قوة ممارساته في مجال التنظيم والإدارة، والسلامة المالية لمؤسساته، وكفاءة البنية الأساسية لأسواقه. كما أن إرساء دعائم حسن التنظيم والإدارة وتطبيقها هو مسؤولية يشترك فيها المشرفون على السوق والمشاركون فيه، وتلعب الوكالات التنظيمية دورا هاما ورئيسيا في إرساء دعائم، ومراقبة تنفيذ ممارسات التنظيم والإدارة السليمة. ويعتبر وضع ترتيبات كافية للاستقلال أمرا حاسما لتقليل احتمالات التدخل السياسي في عملية الإشراف، والتي أدت إلى تعميق وفداحة كافة الأزمات المالية التي حدثت في العقد الماضي، وإذا كانت هناك مؤشرات يعتمد عليها لدق ناقوس خطر اقتراب الأزمات المالية، فثمة تقنيات للتعامل معها .

الفرع الأول : ضرورة تفعيل استقلال جهات التنظيم المالي

منح الاستقلال لوكالات التنظيم المالي له أهميته لكثير من الأسباب، فوجود هيئة تنظيم مستقلة يمكن أن تضمن تطبيق قواعد اللعبة التنظيمية بشكل متنسق وموضوعي على مر الزمن. وإذا ما أدرك رجال المصارف مقدما أنه سيجري إغلاق البنوك المعسرة، فإن سلوكياتهم ستكون أكثر حذرا، وهو ما يؤدي إلى التقليل من احتمالات نشوب أزمة مصرفية كبرى، والاستقلال يكون في أربع نواحي⁽¹⁾:

1- الاستقلال التنظيمي

يعني أن الوكالات ينبغي أن تتمتع بدرجة ملاءمة من الاستقلال في وضع تنظيمات تحوطية، في نطاق الإطار القانوني الأكثر اتساعا. أما المشرفون الذين يمكنهم تحديد التنظيمات فهم في وضع أفضل للاستجابة بسرعة ومرونة للحاجات المتغيرة في الأسواق الدولية. كما أن المشرفين أيضا سيكون لديهم دافع أكبر لتنفيذ وإنفاذ التنظيمات إذا ما كانوا أكثر انغماسا في عملية وضع القواعد ذاتها .

2- الاستقلال الإشرافي

ضروري في إنفاذ القواعد، وفرض الجزاءات، وإدارة الأزمات، ولكي يكون فعالا يجب أن يكون الإشراف غير ظاهر إلى حد كبير، إلا أن عدم ظهوره هذا في حد ذاته تجعل الإشراف معرضا لمخاطر التدخل من جانب كل من السياسيين والكيانات الخاضعة للإشراف، ولحماية نزاهة المشرفين، يجب أن يحظوا بحماية قانونية في أثناء مزاولتهم لمسؤولياتهم، كما أن دفع مرتبات ملاءمة يساعد الوكالات على جذب الموظفين الأكفاء والاحتفاظ بهم. كما ينبغي أن يمنح المشرفون السلطة الوحيدة لمنح وسحب التراخيص نظرا لأنهم يتمتعون برؤية أفضل لتكوين القطاعات التي يشرفون عليها .

(1) : أود بييرس وآخرون، ضرورة استقلال جهات التنظيم المالي، التمويل والتنمية، ديسمبر 2002، ص 23 .

3- الاستقلال المؤسسي

يجب أن تضمنه ترتيبات واضحة لتعيين وفصل كبار الموظفين، وتحديد هيكل التنظيم والإدارة في الوكالة، وأدوار ومسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة، والشفافية في عملية اتخاذ القرار .

4- استقلال الموازنة

مطلوب حتى تكون لدى الوكالة حرية تقرير تعيين الموظفين وتدريبهم، وما تحتاجه لدفع مكافآتهم، واستقلال الموازنة عادة أكثر رسوخا في البلدان التي يشكل فيها المشرفون جزءا من البنك المركزي بسبب استقلالية موازنته، ويقوم كثير من البلدان بفرض إتاحة تمويل عملية التنظيم، وهو ما يمكن أن يدعم الاستقلال الذاتي عن طريق تحرير القائمين بالتنظيم من الرقابة الحكومية المباشرة على الموازنة .

واستقلالية الوكالات التنظيمية لا يعني انعدام الرقابة السياسية تماما، وتزداد المخاوف عند التدخل في عمليات المؤسسات المالية أو سحب التراخيص، بكون هذه الوكالات تمارس السلطة القسرية للدولة ضد المواطنين الخواص، ومن ثم يكون من الضروري الخضوع للمساءلة، والشفافية، والتزاهة والتي تعتبر أمورا حاسمة لمنع إساءة استغلال تلك السلطات بعيدة المدى .

وهناك بعض النواحي في عملية الإشراف على القطاع المالي التي تجعل من الصعب ضمان الخضوع للمساءلة _ بما في ذلك الحاجة إلى السرية، وصعوبة قياس مدى تحقيق المشرفين للأهداف الموكلة إليهم _ على ضوء الأهداف، والتحديد الواضح للعلاقات مع الفروع التنفيذية والتشريعية والقضائية في الحكومة، وكذا إجراءات تعيين وفصل كبار الموظفين وآليات الإلغاء، وقواعد الخضوع للمساءلة عن الموازنة وقواعد دعم الشفافية .

الفرع الثاني : تقنيات التعامل مع الأزمات بطريقة أكثر فعالية

ولكن حتى مع تحسن تقنيات توقي الأزمات، فإن الأزمات سوف تنشب، وحين يحدث ذلك فإنه يتعين على راسمي السياسات التحرك بسرعة للحيلولة دون تعمق هذه الأزمات، ويمكن لنهج الميزانية أن يساعد راسمي السياسات على تقويم بعض الخيارات الصعبة بطبيعتها يذكر منها: ⁽¹⁾

- يمكن للحكومة أن تبيع احتياطات الصرف الأجنبي لمساعدة البنوك والشركات لحماية أنفسها من مخاطر الصرف الأجنبي في محاولة لمنع حدوث أزمة في القطاع الخاص، ولكنها بذلك تخاطر بأن ينتهي بها الأمر إلى احتياطات غير كافية لتغطية ديونها من العملة الأجنبية قصيرة الأجل، وحتى لو كانت الميزانية الحكومية قوية بما فيه الكفاية لجعل نشوب أزمة أمرا غير مرجح، فإنه يتعين عليها توخي الحذر في الحد من فسح المجال لتوقعات يمكن أن تشجع الشركات الخاصة على تحمل المزيد من الديون بالعملة الأجنبية، وأفضل

(1) : كريستيان كيلر وآخرون، أهمية بيانات الميزانية في تحاشي الأزمات، التمويل والتنمية، ديسمبر 2002، ص ص 17-18 .

نهج للتصدي لمعظم المشكلات المالية الخاصة هو السماح للمقترضين والدائنين بالتفاوض حول خطة عمل أو ترك الأمور لمحاكم الإفلاس .

- وقد يتعين على الحكومة أيضا أن تختار بين رفع أسعار الفائدة لوقف تدفقات رأس المال إلى الخارج ووقف انخفاض قيمة العملة والحفاظ على ثبات أسعار الفائدة لكي لا تضعف النشاط الاقتصادي .
- يتدخل صندوق النقد الدولي عموما بتوفير الاحتياطات الضرورية لمساعدة بلد ما التغلب على أزمة تنجم من عدم توافق آجال الاستحقاق، وأن يساعد في تجنب الحاجة لإصدار النقود، واحتمال وجود توقف يزعزع الاستقرار عن سداد المدفوعات وإعادة هيكلة الدين، وينبغي أن تقترن هذه المساعدة بجهود يبذلها البلد لمساعدة نفسه، مثل السماح بتعويم سعر الصرف لخفض أوجه عدم التوازن في الحساب الجاري أو ضغط المصرفيات لخفض احتياجات التمويل هذا من جهة، من جهة أخرى، وإذا واجه البلد أزمة في القدرة على الدفع وليس مشكلة سيولة قصيرة الأجل، فالأمر يتطلب مشاركة الدائنين من القطاع الخاص في تحمل عبء إعادة الهيكلة عن طريق الحد من مطالباتهم بالسداد أو حتى الموافقة على تخفيض القيمة الحقيقية لمطالباتهم ويسفر هذا الوضع عن مشكلة العمل الجماعي (*) مؤديا بذلك إلى إطالة العملية، ولمساعدة البلدان على مواجهة هذه المشاكل في مراحلها المبكرة، يسعى صندوق النقد الدولي إلى وضع إطار أكثر نظاما وشفافية لإعادة هيكلة الديون السيادية، ويقوم بدراسة منهجين متكاملين يدعم كل منهما الآخر: (1)

- العمل بالمواد الخاصة بالعمل الجماعي (**).

- إنشاء أساس قانوني للعمل الجماعي بين الدائنين يحترم أسبقية المطالبات الممتازة .

المطلب الثالث: أزمة الرهن العقاري أزمة نظام

أثارت أزمة الرهن العقاري التي انفجرت على نطاق واسع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وامتدت آثارها إلى الكثير من الدول الناشئة، التشكيك في النظام الرأسمالي والبحث عن البدائل المقترحة لإصلاح النظام المالي العالمي .

الفرع الأول : علاقة أزمة الرهن العقاري بالنظام الرأسمالي الليبرالي .

توضيح هذه العلاقة يكون من خلال النقاط أدناه :

(1) : اينوتو لوكونجا، الخروج بسلام من العاصفة، التمويل والتنمية، ديسمبر 2002 ، ص ص 20-21.

(*) : تسابق الدائنين للحصول على مستحقاتهم .

(**) : يقصد بها السندات المصدرة وفقا للقانون الإنجليزي، والتي بموجبها يجب على جميع حملة السندات أن يوافقوا على أي تعديل في شروط

1- أزمة الرهن العقاري وأسس النظام الرأسمالي: وهنا يتعين التفرقة بين أمرين⁽¹⁾

1-1- جميع المؤيدين للنظام الرأسمالي على اختلاف مدارسهم واتجاهاتهم ومنذ أن تشكل هذا النظام - على يد التجاريين في القرن السابع عشر - يرون أن السوق وجهاز الثمن فضلا عن زيادة القطاع الخاص تمثل أسس النظام الرأسمالي، ويذكر البعض أن الأزمات المالية العالمية السابقة عام 1929، 1936، 1987، 1997، كانت أزمات غير مسبوقه واستطاعت الرأسمالية تجاوزها بل وتجاوز الركود المترتب عليها،⁽²⁾ فالأزمات المالية الدورية وعلاجها جزء أساسي من طبيعة الرأسمالية لأنها توجد ما يكفي من الآليات والقدرات ما يجعلها تتعامل مع هذه الأزمات بكفاءة وسرعة أكبر.

1-2- علاقة السوق بالدولة

يقوم النظام الرأسمالي على عدم تدخل الدولة، فحرية العرض والطلب وإطلاق فاعلية جهاز الثمن كفيلة بان تحقق أفضل النتائج للنشاط الاقتصادي، فعندما اجتازت الأزمة المالية دول جنوب شرق آسيا عام 1997، تعرضت دول النمور الآسيوية لحملات انتقاد شديدة لان حكومتها كانت عائقا أمام ترك أسواقها المالية لآليات السوق الحرة، أحد الشروط الواجب الالتزام بها للحاق بقطار العولمة السريع، ثم مضى عقد من الزمان قبل أن ينقلب الحال، حيث عرفت الولايات المتحدة الأمريكية أزمة مالية كارثية لاتقل في حدتها وقسوتها هجمات 11 سبتمبر 2001، وعصفت بمصارفها وبورصاتها وشركاتها وامتد أثرها السيئ ليشمل دول أوروبا وآسيا، وتأتي المفارقة من أن الولايات المتحدة الأمريكية ودول الغرب لم يجدوا مخرجاً من هذه الأزمة المالية المتوحشة، سوى فعل ما انتقدوه قبل نحو عشر سنوات حيث سارعت لتأميم المصارف وشركات التأمين وغيرها، واتخاذ إجراءات حول زيادة دور الدولة وتدخلها في النشاط المالي والاقتصادي، ولو أن احد العلماء أعلن قبل ذلك ضرورة العودة للتأميم في مواجهة أزمة الرهن العقاري لوصف بالجنون عند الحد الأقصى، أو أنهم بالاشتراكية عند الحد الأدنى.

2- أزمة الرهن العقاري والمشتقات المالية

من مظاهر العولمة المالية المشتقات المالية وهي ببساطة عقود بيع موضوعها سلعة أو سهم أو سند. ولكن ترتب حقا أو التزاما بدفع أحد طرفيها للآخر الفرق في أسعار سلعة أو سهم بين وقت التعاقد ووقت التصفية. والى جانب ذلك، تم تضخيم الأسواق المالية بالمضاربات قصيرة الأجل من خلال الشراء بالهامش، أي أن يشتري شخص بدون أن يدفع ويتولى السمسار العملية بقرض بفائدة⁽³⁾ والبيع على المكشوف، بمعنى أن يبيع شخص دون أن يملك، أيضا من خلال اقتراض الأسهم من السمسار، ومن العجيب أن الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا قررتا وقف التعامل بهذه الأساليب لدورها الواضح في حدوث الأزمة .

⁽¹⁾ : صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سابق، 2009، ص ص288-291.

⁽²⁾ : خلاف، الأزمة المالية: جذورها وتأثيرها على مصر، جمعية الاقتصاد السياسي، ندوة غير منشورة، نوفمبر 2009.

⁽³⁾ : فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 19 .

3- أزمة الرهن العقاري وتحرير رؤوس الأموال: من الضروري في هذا المقام التأكيد على أن الدفاع عن تحرير حركة رؤوس الأموال كافة إنما يصدر عن المنطلقات الإيديولوجية للفكر النيوليبرالي بزعماء صندوق النقد الدولي، إلا أنه لا يوجد أساس علمي للدفع في اتجاه تحرير المعاملات الرأسمالية، فمعلوم أن المعاملات المالية تتميز بعدم تماثل المعلومات، والتي يترتب عليها ثلاث مشكلات خطيرة هي مشكلة الخطر المعنوي، الاختيار السيئ وسلوك القطيع. أضف إلى هذا أؤكد، أن تحرير المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات يضع الإدارة الاقتصادية الكلية في مأزق المعضلة الثلاثية، ويعني أن تحرير المعاملات الرأسمالية يفرض على البلد التضحية إما باستقرار سعر الصرف أو باستقلال السياسة النقدية. وبناء عليه، فإن التحرير المالي لا يحقق أفضل النتائج بالنسبة لرفاهية المجتمع.⁽¹⁾

الفرع الثاني : البدائل المقترحة لإصلاح النظام المالي العالمي

يحتاج النظام المالي العالمي الحالي إلى إعادة بناء لكي يتواءم مع التطورات الحديثة التي طرأت على المؤسسة والآليات والممارسات المالية في ظل العولمة، التي أخذت تهدد النظام المالي العالمي في أساسياته، وتندرج بأزمة شاملة وعميقة لمجمل الاقتصاد العالمي على النحو الذي حدث في أزمة الرهن العقاري، والتي رافقها اعتراف متزايد بأن القواعد التنظيمية المالية الحالية ليست على مستوى تحديات العولمة، إذ يكون من الضروري إنشاء مؤسسات دولية جديدة لتدير النظام المالي العالمي بدلا من تلك المؤسسات القائمة الآن، فصندوق النقد الدولي يعتبر مثل البنك المركزي في أي دولة، إلا أن أمواله ليست كافية لمواجهة أزمات حقيقية عند بعض الدول، كما أن التمثيل في هذه المؤسسات الدولية للغني والفقير والمتوسط غير موجود، الأمر الذي يجعل من الضروري إعادة النظر في الإطار المؤسسي الذي يحكم العالم.⁽²⁾

أكدت أزمة الرهن العقاري عدم صلاحية الفكر الرأسمالي القائم على حرية السوق وعدم تدخل الدولة، وأن الوسيلة لعلاج هذه الأزمة. كما هو حادث فعلا، تستند إلى ضرورة تدخل الدولة لتنظيم وضبط السوق بهدف زيادة فاعلية السوق القائم على أساس من المنافسة والشفافية، وتشجيع القطاع الخاص الخلاق المبتكر الملتزم بقوانين الدولة وأهدافها الاجتماعية، وتأكيد توزيع العائد بين عناصر الإنتاج المختلفة، بما يحقق العدالة الاجتماعية بمعناها الواسع، كما أن الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا قررتا وقف التعامل بالمشتقات المالية لدورها الواضح في حدوث الأزمة⁽³⁾، وكل هذا يركي الفكر الاقتصادي الإسلامي .

(1) : جوده عبد الخالق، مرجع سابق، 2009.

(2) : احمد جلال، مرجع سابق، 2009.

(3) : صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سابق، 2009، ص 302.

خلاصة الفصل الرابع

مما سبق ذكره، يمكن استخلاص الآتي :

- أوضحت أزمة المديونية للدول السائرة في طريق النمو في الثمانينات حدود ارتفاع سعر القروض، حيث تحول النظام المالي الدولي من أزمة سيولة محددة بعدم المقدرة على سداد خدمة الدين، إلى مواجهة خطر أزمة ملاءة طويلة وعميقة، استدعى حلها تطبيق مخطط باكر في 1985 ثم خطة "بريدي" في 1989، و التي كانت من بين تقنياتها تقنية تحويل الدين إلى أسهم مشاركة، مما أيد كثيرا مسعى صندوق النقد الدولي بإنشاء أسواق مالية في الدول الناشئة. أما الدول المتقدمة، فاعتمدت على نظام التمويل بالوساطة المالية لفترة طويلة وتحت ضغط التكاليف المرتفعة تحولت لنظام التمويل باللاوساطة المالية .
- تعرف الأزمات المالية بأفها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، وشملت الأزمات المالية الحديثة في التسعينيات معظم الدول الناشئة، كالمكسيك 1994 والارجنتين 1995، دول جنوب شرق آسيا 1997، الأزمة الروسية 1998، والأزمة البرازيلية 1999، وأظهرت كل هذه الأزمات حدود التمويل باللاوساطة المالية في الدول الناشئة، هذا ولم تسلم الدول المتقدمة من هذه الأزمات إذ تعرضت لأزمة مالية في عام 2001، إضافة لأزمة الرهن العقاري مؤكدة بذلك من جديد على حدود التمويل باللاوساطة المالية في الدول المتقدمة .
- أسفر تواتر نشوب الأزمات المالية في الدول الناشئة على مسببات متشابهة، تم اتخاذها كمؤشرات لدق ناقوس خطر اقتراب الأزمات المالية، وتجاوزها باقتراح بعض التوجهات للتعامل مع الأزمات حين نشوبها، أما أزمة الرهن العقاري فشككت في النظام المالي العالمي .

الفصل الخامس

دراسة تطبيقية لبورصة الأوراق المالية بالجزائر

الفصل الخامس: دراسة تطبيقية لبورصة الأوراق المالية بالجزائر

خيار الجزائر بانتهاج النظام الاشتراكي بعد الاستقلال أدى إلى محو كل العوامل والثقافات والأسس التي يمكن أن يقوم عليها النظام الاقتصادي الحر، أين تتوفر كل الظروف الملائمة لإقامة نشاط الأسواق المالية، غير أنه سرعان ما انجر عن النظام المتبع اختلالات كبيرة على المستوى الكلي والجزئي للاقتصاد، الشيء الذي أدى إلى ظهور حاجة ماسة لإجراء إصلاحات اقتصادية، مهدت لإنشاء سوق مالية تضمن تأمين القنوات اللازمة لانتقال رؤوس الأموال من الأعوان ذات الفائض إلى الأعوان ذات العجز .

والإقبال على مثل هذه العملية بالجزائر مسألة غير سهلة، فبالرغم من أخذ القرار بإنشائها سنة 1990، فإنها لم يبدأ التعامل فيها إلا سنة 1999 وبصفة غير فعالة، إذ ظل أداءها دون مستوى أداء البورصات العالمية وحتى الناشئة منها، ويرجع ذلك للعديد من المصاعب التي اعترضت مسارها، توضيح الفكرة يكون من خلال المباحث أدناه :

- الإصلاحات الاقتصادية بالجزائر ؛
- تنظيم وسير العمل ببورصة الأوراق المالية بالجزائر ؛
- واقع البورصة وآفاقها .

المبحث الأول : الإصلاحات الاقتصادية وإنشاء بورصة الجزائر

تتمثل الآثار السلبية التي تركتها إستراتيجية تمويل التنمية في النظام الاشتراكي على الصعيد المالي والاقتصادي في التضخم الكبير، المقلق والمعزى أساسا إلى ضعف مردودية رأسمال في معظم قطاعات النشاط الاقتصادي، والممولة عن طريق الإنشاء النقدي، وعن طريق الخزينة، وقد شرعت الجزائر سنة 1988، في تنفيذ إصلاحات اقتصادية هيكلية، وذلك بتحرير الأسعار، التخفيض التدريجي للمساعدات، وإصدار القانون المتعلق بالنقد والقرض، إلا أن هذه الإصلاحات كشفت عن نقائص وعجز أجهزة التنظيم الحالية، لا سيما المنظومة المصرفية، وبهذا ينبغي على الدولة أن تسرع في إصلاح النظام المالي بما يتماشى مع إصلاح المؤسسات الاقتصادية بغية الحصول على موارد لسوق مالية (البورصة) كفيلة لتغطية التمويلات طويلة المدى، وضمانا للمساهمة الفعالة للمنظومة المصرفية في التمويل متوسط وقصير الأجل، توضيح الفكرة يكون من خلال المطالب الآتية :

- الاصطلاحات الاقتصادية ؛
- إصلاحات النظام المصرفي ؛
- إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر .

المطلب الأول : الإصلاحات الاقتصادية

منذ مطلع الثمانينيات طفت على السطح أفكار تتجه نحو النية في إحداث تغييرات على المستوى الكلي للاقتصاد الجزائري، وذلك نتيجة لتعبئة رؤوس أموال ضخمة دون تحقيق مردودية، حيث يتم توضيح من خلال هذا المطلب العناصر الأساسية لبرنامج التصحيح الهيكلي، إصلاح القطاع العمومي وواقع الخوصصة في الجزائر.

الفرع الأول : العناصر الأساسية لبرنامج التصحيح الهيكلي

لجأت السلطات الجزائرية إلى إبرام اتفاقات مع الهيئات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي)، وذلك من أجل جدولة ديونها. وتنطوي هذه الاتفاقيات على تعهد الجزائر بالالتزام بتطبيق مجموعة من التدابير، وتتعلق بتدابير ذات طابع نقدي، جبائي، تجاري وتدابير متعلقة بالميزانية والحد من التدخل المباشر للدولة في النشاطات الاقتصادية .

وتتجسد هذه التدابير من خلال برنامجين هما :

1- برنامج الاستقرار والتثبيت من أفريل 1994 إلى مارس 1995

في بداية 1994، كانت الوضعية الاقتصادية قد تدهورت كما أن الاختلالات الاقتصادية الكلية قد كثرت بسبب الهبوط المزمع والدائم لأسعار البترول، كما أن إلزامية ضغط الواردات والالتزام بضمان خدمة

كل الديون الخارجية التي أوصلت نسبة خدمة الدين إلى 86%، وإلى غلق إمكانية الاستفادة من التمويل الخارجي. وأمام هذا المأزق، لم تجد السلطات الجزائرية بدأ من إعداد برنامج كامل لتصحيح هيكلتي والذي تلقى دعم صندوق النقد الدولي في 1994/05/27 وكان يمثل قرضا بمبلغ 731,52 مليون من حقوق السحب الخاصة مقسما إلى 457,2 مليون بعنوان اتفاق تأكيد و274,32 مليون بعنوان تسهيل التمويل التعويضي والتمويل الطوارئ⁽¹⁾.

1-1- برنامج الاستقرار حيث انطوى هذا البرنامج على النقاط الآتية :⁽²⁾

- تخفيض قيمة الدينار .
- تحرير التجارة الخارجية .
- تحرير الأسعار الداخلية .
- تحسين عائد الشبكات الاجتماعية من خلال تقديم مساعدات من طرف الدولة إلى الفئات المحرومة .
- تطبيق سياسة ميزانية صارمة .
- تطهير الاقتصاد وتعميق الاصطلاحات الهيكلية .

1-2- نتائج برنامج الاستقرار

- لقد تم تسجيل نتائج إيجابية بعد سنة من تطبيق البرنامج، وكانت كما يلي :⁽³⁾
- لقد سمح بدأ تنفيذ برنامج الاستقرار الاقتصادي بتوقيف عملية التدهور الاقتصادي بحيث تم احتواء الركود، وسجل الناتج المحلي الخام (PIB) نموا بنسبة (+ 3,8 %) في سنة 1995 مقابل انخفاض محدد بنسبة (- 0,9 %) سنة 1994، بينما كان في سنة 1993 يقدر بنسبة (- 2,1 %) .
 - احتواء التضخم النقدي من خلال التطور المحقق في مجال الميزانية والنقد، فبلغت نسبة التضخم معدلا سنويا بنسبة 29 % في سنة 1994، كما تم احتواء نمو الكتلة النقدية، وانخفض نموها من 21,6 % سنة 1993 إلى 15,3 % سنة 1994 .
 - ارتفاع أسعار المواد الغذائية والطاقوية المدعمة وتحرير أسعار سلع أخرى .
 - تخفيض عجز الميزانية العمومية من (- 9,1 %) من الناتج المحلي الخام سنة 1993 إلى 4,4 % سنة 1994، وذلك من جراء التسيير الصارم للأموال العمومية .
 - القيام بتطهير مالي للمؤسسات العمومية .
 - تحسين ميزان المدفوعات الذي سمح بزيادة الاحتياطي من العملة الصعبة بمقدار 2,64 مليار دولار سنة 1994 مقابل 1,5 مليار دولار سنة 1993 .

⁽¹⁾ : محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص 343 .

⁽²⁾ : L-ABDELALIM , Op-cit, 1998, P 34 .

⁽³⁾ : عبد المجيد بوزيدي، تسعينات الاقتصاد الجزائري، موفم للنشر، الجزائر، 1995، ص 40 .

- إنشاء صندوق التأمين على البطالة من أجل التخفيف من الآثار السلبية الاجتماعية للإصلاحات الاقتصادية الجارية آنذاك، ورصدت الدولة لهذا الصندوق 17,5 مليار دينار .

2 - برنامج التعديل متوسط المدى (جوان 1995 - ماي 1998)⁽¹⁾

وبعد انقضاء اتفاق التأكيد لعام 1994 والذي كان لسنة واحدة فقط، جاء اتفاق قرض موسع يمتد على فترة تقدر بثلاث سنوات وبمبلغ 1169,38 مليون (وحدة سحب خاصة) وذلك بتاريخ 22 ماي 1995 .

2-1- أهداف برنامج التعديل متوسط المدى وتمثلت أهداف هذا البرنامج فيما يلي :

- تحقيق معدل نمو مرتفع على النحو الذي يمكن معه امتصاص الزيادة في اليد العاملة والحد من البطالة .
- تحقيق الاستقرار السريع للتضخم في مستوى ضعيف يقترب من ذلك الملاحظ في الدول الصناعية .
- إطفاء وتخفيف الآثار المؤقتة للتصحيح الهيكلي على الفئات الأكثر حرمانا في المجتمع .
- الرجوع إلى ميزان مدفوعات مرضي مع المحافظة على مستوى مقبول من احتياطات الصرف .

2-2- الإجراءات المتخذة لتحقيق أهداف برنامج التعديل متوسط المدى

كان يهدف برنامج التعديل متوسط المدى إلى متابعة تنفيذ إجراءات الاستقرار والتكفل بالمشاكل الهيكلية القطاعية للنظام الإنتاجي والمتمثلة فيما يلي:⁽²⁾

- تم وضع تشريع جديد يتعلق برفع احتكار الأنشطة الإنتاجية، وكان يهدف إلى تنظيم سوق المنافسة وتحرير الأسعار، واستمر بذلك تقليص دعم الدولة لأسعار المنتجات الغذائية والمنتجات الطاقوية إلى غاية رفع الدعم عنها نهائيا سنة 1996 .
- وفيما يخص السياسة النقدية عرفت منعرجا حاسما، حيث في سنة 1996 تم تحرير سعر الفائدة، وأصبحت قروض إعادة التمويل وبيع سندات الخزينة في السوق النقدية تتم بالمزايدة .
- منح استقلالية للبنوك في توزيع القروض وإعادة جدولة الديون قصيرة المدى للمؤسسات وتحويلها إلى ديون متوسطة الأجل.
- تم تخفيض سعر الصرف من أجل تضخيم المداحيل من العملة الصعبة وتقليص الصادرات والطلب على العملة الصعبة ويصبح بذلك سعر الصرف محددًا حسب قوى العرض والطلب، كما أن قابلية تحويل الدينار بالنسبة إلى مجموع الخدمات قد تطور بشكل محسوس ابتداء من سنة 1995 .
- زيادة الضغط الجبائي وتخفيض نفقات التجهيز وتلاشي دعم الأسعار والتحكم في الكتلة الأجرية عن طريق توقيف التوظيف في الوظيف العمومي وتجميد الأجور. وكل هذه الإجراءات تهدف إلى تخفيض العجز الميزاني .

(1) : محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص 344 .

(2) : H.BENISSAD , L'ajustement structurel : l'expérience du Maghreb , Opu, Alger, 1999, p P 64-65 .

الفرع الثاني : إصلاح القطاع العمومي

لقد عملت الجزائر على إرساء قطاع عمومي يتطلع لأحداث تنمية اقتصادية تحت إشراف الدولة وبأشكال قانونية منظمة، تهدف لإقامة قاعدة صناعية تتطلع إلى بعث التنمية الاقتصادية في الجزائر. هذه الأهداف كانت بمثابة اختيار اعتمده السلطة الجزائرية آنذاك مفاده أن بعث التنمية يجب أن يؤسس من خلال عملية التصنيع، لكن المعطيات الاقتصادية في بداية الثمانينيات أفرزت وضعية اقتصادية صعبة تميزت بعدم مردودية الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية (خارج المحروقات) وهي التناقض بين حجم الاستثمارات الموجهة لمختلف القطاعات الاقتصادية خارج المحروقات ومعدل النمو .

على ضوء هذه المعطيات، عرفت المؤسسات العمومية أول محاولة لإعادة هيكلتها بين الفترة 1980-1984، ذلك أن كل التقارير التنموية التي أعدت قبل هذه الفترة تشير إلى التوجه في تنفيذ إصلاح المؤسسات العمومية الاقتصادية، بإخضاعها لإعادة الهيكلة، وقد كان ذلك عند بداية المخطط الخماسي الأول (1980-1984)، حيث عينت اللجنة الوطنية المكلفة بإعادة تنظيم المؤسسة الاقتصادية والتي حددت توجيهات تنفذ من خلالها إعادة الهيكلة، وفشل هذه الأخيرة (عملية إعادة الهيكلة) أكدته الصدمة النفطية والتي جعلت المؤسسات العمومية في وضعية مالية صعبة، لتكون نقطة بداية إصلاحات مدعمة بقوانين صادق عليها المجلس الوطني، وتمثلت في القانونين الآتيين: (1)

- قانون 01-88 والمتعلق بالجانب التوجيهي للمؤسسات العمومية وقانون 02-88 والمتعلق بالإجراءات الخاصة بالإصلاحات الاقتصادية، يعني حرية تصرف المؤسسات العمومية الاقتصادية بكل مسؤولية في السوق الوطنية والخارجية. ذلك أنه ابتداء من سنة 1988، أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتميز بالاستقلالية من خلال اعتبارها شركة مساهمة متخلصة في ذلك من كل وصاية إدارية حتى يمكنها تحقيق المبادرة .

أكدت النتائج التي يمكن استخلاصها من التحولات التي مست القطاع العام، أن إجراءات إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية تميزت بطابعها المالي، الذي لم يلازم المسار الإنتاجي، حيث ان هذه المؤسسات بقيت تفقد حصتها السوقية فضلا على أنها عجزت حتى على تعويض الموارد المالية التي استفادت منها، الأمر الذي أفقد منتجاتها ميزتها التنافسية. كما عرف القطاع الصناعي العمومي تسريحا للعمال وفقدان 5848 منصب شغل ممثلا بنسبة 3% من مجموع عمال القطاع، وهذا اثر انتقال العدد من 206671 أجير سنة 1999 إلى 200823 عامل نهاية 2000. (2)

(1) : مسعود كسري، تطور المؤسسات العمومية في الجزائر، رسالة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير تخصص علوم اقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جوان 1999، ص 127.

(2) : الخبر: الأربعاء 11-04-2001، تقرير صادر عن وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة عام 2001، العدد 3199، ص 2.

الفرع الثالث : الخوصصة في الجزائر

تتمثل عملية الخوصصة في قيام الدولة بتحويل ملكية المؤسسات، جزئيا أو كلياً، إلى القطاع الخاص، وذلك ضمن إطار شامل وهو تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي، بهدف زيادة إنتاجية المؤسسات المراد تخصيصها. ولم تكن الخوصصة الخيار الوحيد للاقتصاد الجزائري، إلا عندما أصبحت المؤسسات العمومية تعيش اختلالاً هيكلياً ومالياً لا تقوى الخزينة العمومية على تغطيته، وذلك نتيجة انخفاض معدلات النمو في القطاعات الصناعية، ولا يعد هذا السبب الوحيد إذ يمكن ذكر باقي الأسباب فيما يلي⁽¹⁾:

- انهيار أسعار المحروقات أثر سلباً على المؤسسات العمومية، كون تمويلها مرتبط أساساً بإيرادات المحروقات.
- ارتباط الاقتصاد الجزائري بالدولار في تقييم المداخل المتأتية من المحروقات وصادرات سلع أخرى جعل الوضعية غير مستقرة نتيجة لعدم استقرار هذه العملية في الأسواق العالمية .
- استفحال المديونية مما جعل الحلول الممكنة بالغة التعقيد .

وفي ظل تعدد أساليب وآليات تطبيق الخصخصة من بيع مباشر، بيع الأصول، تأجير الأصول وعقود الإدارة وبكون الأسلوب الأمثل لإجراء تخصيص المشروعات العامة يتمثل في تخصيص الإدارة وليس بنقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، فإن الجزائر ترفض طريقة البيع المباشر الذي أدى إلى رفض العرض الذي قدمه وزير المساهمات للدولة والمتعلق بخوصصة 1989 مؤسسة عمومية طبقاً للمرسوم التنفيذي رقم 195/98 المؤرخ في 07 جوان 1998.⁽²⁾

يتطلب تحريك الخوصصة استثمار أجنبي غير مباشر (استثمار في الأوراق المالية)، إلا أن الجزائر تجد صعوبة للوصول إلى أسواق رأسمال والأسواق المالية الدولية لأنها مصنفة في الدرجة السابعة، ضمن الدول ذات المخاطر العالية هذا من جهة. ومن جهة أخرى، فإن الحكومة الجزائرية غير مستعدة لمسح ديون المؤسسات العمومية المقدرة حالياً بقيمة 500 مليار دينار بعد أن أنفقت 800 مليار في عمليات التطهير المالي بغرض خوصصتها، مما جعل الخوصصة في الجزائر تقتصر على بعض المحاولات اليائسة التي شملت بيع بعض الوحدات والتنازل لصالح العمال لبعض المؤسسات العمومية المحلية والدخول إلى البورصة لثلاث مؤسسات وهي الرياض سطيف، مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي .

المطلب الثاني : إصلاحات النظام المصرفي

عمدت الجزائر على القيام بإصلاحات مصرفية، يتم تناولها كما يلي :

⁽¹⁾ : صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، 2003، ص 137 .

⁽²⁾ : الخبر، 29 أوت 2000 ، العدد 2952 .

الفرع الأول : الإصلاحات الأساسية قبل سنة 1990 م

وفي هذه المرحلة مر الجهاز المصرفي بثلاث مراحل :

1- مرحلة التأسيس (1962-1970) فبعد الاستقلال، انتهجت الجزائر النموذج المخطط للتنمية الاقتصادية ولذا كانت هذه المرحلة مرحلة تأميم المؤسسات المالية والنقدية الأجنبية الموجودة في الجزائر،⁽¹⁾ إذ تقرر إنشاء الهيكل الآتية:⁽²⁾

البنك المركزي الجزائري الذي أنشأ هذا البنك في جانفي 1963 على شكل مؤسسة عمومية وطنية، تتمتع بالشخصية المعنوية، والاستقلال المالي، وحل محل بنك الجزائر، واحتفظ بجميع المهام التي يضطلع بها البنك المركزي).

وإذا كانت سنة 1963، تعد سنة شروع البنك المركزي الجزائري في نشاطه فان البنوك الأجنبية قد تابعت ممارسة نشاطاتها، إلى حين تأميمها بين سنة 1966 و 1967، إذ غير النظام المالي الموروث عن الاستعمار تغييرا جذريا ليتكون بذلك من البنك الجزائري للتنمية أنشئ بتاريخ 7 ماي 1963، البنك الوطني الجزائري 13 جوان 1966، القرض الشعبي الجزائري 29 ديسمبر 1966، وبنك الجزائر الخارجي في أكتوبر 1967، ويتميز تدخل هذه البنوك بنوع من التخصص .

2- مرحلة الإصلاحات ما بين سنتي 1970-1990⁽³⁾

ونظرا للعجز الكبير الذي أحدثته المؤسسات العمومية التي كانت تعاني اختلالا في بنيتها منذ البداية، فان مواصلة عملية التمويل تطلبت اللجوء المتزايد إلى سلفات من البنك المركزي الجزائري، وإلى الاستدانة الخارجية، وفي الحقيقة لم تكن موجودة أية رقابة فعلية في استعمال القروض الممنوحة إلى المؤسسات حديثة النشأة. وتميزت المرحلة بنقص القروض الموجهة لمؤسسات الدولة، وتوفر البنوك التجارية على مبالغ معتبرة من السيولة غير المستثمرة، وقد جعل ذلك من الضرورة القصوى القيام بإصلاح جذري في الفترة (70-71) في كفاءات التمويل من جهة. وعلى مستوى شبكات التمويل، بحيث تتدخل المنظومة المصرفية لمراقبة استعمال القروض من جهة أخرى، وكان ذلك الإصلاح يسعى إلى تحقيق ثلاثة أهداف هي تعميم القروض، لا مركزية تمويل الاستثمارات، ومركزية الموارد، وكان لتطبيق هذا الإصلاح انعكاسات خطيرة أدت إلى الإلغاء الفعلي للاستقلالية المالية للمؤسسات، ونقل الإجراءات الإدارية (نظام الرخص)، ونفاذ خزينة المؤسسات العمومية مما جعل تسييرها صعبا .

وفي سنة 1973، تم رد الاعتبار لمبدأ التمويل الذاتي، غير أنه أقتصر على الاستثمارات الخاصة بالتجديد، وابتداء من سنة 1976 أصبح يستخدم لتمويل استثمارات النمو والتوسع على حد سواء .

⁽¹⁾ : فريدة بخراز يعدل، مرجع سابق، 2002، ص 70 .

⁽²⁾ : محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1996، ص ص125-132.

⁽³⁾ : المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، إشكالية إصلاح المنظومة المصرفية، الدورة العامة 16، نوفمبر 2000، ص 15 .

ومنذ سنة 1974، فإن عملية إعادة تركيز تمويل المؤسسات من طرف الخزينة واللجوء إلى القروض الخارجية من جراء الانتعاش البترولي لسنة 1973، قد أضعفا دور البنوك باستثناء البنك الجزائري للتنمية الذي كان يقدم قروضا طويلة المدى إلى القطاع الصناعي .

وفي إطار إعادة هيكلة المنظومة المصرفية، تم إنشاء بنك الفلاحة والتنمية الريفية في مارس 1982، وبنك التنمية المحلية في أبريل 1985، ويعكس ذلك الأهمية المخصصة للفلاحة والقدرات الاقتصادية الجهوية والمحلية في إطار التوجهات الجديدة .

وتمط التخطيط الذي كان سائدا في تلك الفترة، جعل البنوك لا تقوم إلا بدور سلمي في الوساطة المالية، وما زاد الأمر سوءا هو أسعار الفائدة الزهيدة التي دفعت الأعوان الاقتصادية لاختيار الحلول البديلة، وانعكاسات هذا النظام تمثلت في التوسع المفرط بالنسبة لمستوى الأموال المتوفرة في السوق الذي كان من الممكن أن تترتب عنه نسبة تضخم عالية، لولا وجود الجهاز المركزي لتخصيص الموارد، وتحديد الأسعار بشكل إداري ومركز .

ولوضع حد لهذه الظاهرة، شرع في إصلاح مالي منذ عام 1986، وتعاقب إصدار عدة قوانين بهدف تنظيم سير المنظومة المصرفية، والتي تمثلت في :⁽¹⁾
القانون المتعلق بنظام البنوك والقرض،^(*) والقوانين المتعلقة بتوجيه المؤسسات العمومية،^(**) وأخيرا القانون المتعلق بالنقد والقرض.^(***)

الفرع الثاني : الاصطلاحات الأساسية بعد سنة 1990⁽²⁾

لقد تم سن القانون المتعلق بالنقد والقرض عام 1990 ليكون جهازا تشريعا لدعم الإصلاحات الاقتصادية التي شرعت فيها السلطات العمومية في 1988. وبمقتضى أحكام هذا القانون كلف البنك الجزائر بإعداد الإجراءات التطبيقية والتي تخص الترخيص (رخصة الاعتماد)، ونظام المحاسبة الذي على البنوك إنشاؤه ووسائل الدفع وأخيرا القواعد الاحترازية.

وتم بموجب القانون 90-10 تكليف هيئة عينت خصيصا لتقوم بمراقبة حسن تطبيق القوانين والأنظمة التي تخضع لها البنوك والمؤسسات المالية وبالمعاقبة على النقائص التي يتم ملاحظتها، وقد منح مجلس النقد والقرض

(1) : محمود حميدات، مرجع سابق، 1996، ص 137 .

(2) : المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، مرجع سابق، 2000، ص ص 23-26

(*) : شرع في الإصلاحات المالية ابتداء من المصادفة على القانون 86-21 المؤرخ في 19 أوت 1986 و المتعلق بنظام البنوك والقرض .

(**) : أنظر القانون 88-01 المتضمن توجيه المؤسسات العمومية .

(***) : نقصد هنا القانون 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 90 والمتعلق بالنقد والقرض .

الاعتماد للبنك الوطني الجزائري سنة 1995، القرض الشعبي الجزائري سنة 1997، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط سنة 1998، أما الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي فقد تم اعتماده أيضا في سنة 1996،(*) ويضاف لما سبق أن أغلبية البنوك العمومية لا تستوفي الشروط المحددة من طرف بنك الجزائر فيما يخص القواعد الاحترازية، التي تسمح لها بالحصول على الاعتماد، وهذا يعني أن وجودها يعتبر وجودا فعليا وغير قانوني، بموجب القانون المتعلق بالنقد والقرض.

هذا وباعتبار أن جميع المؤسسات البنكية الجزائرية كانت مملوكة للقطاع العام، فإن الشراكة الأجنبية اقتضت فقط على المساهمة في بنك البركة وفتح مكاتب تمثيلية لبعض المؤسسات المصرفية العربية، علما أن مجلس النقد والقرض وفي ظل الانفتاح على الشراكة والاستثمار الأجنبي، أعطى تراخيص لخمسة بنوك تجارية وثلاثة بنوك أجنبية (سيبي بنك، المؤسسة المصرفية العربية، سوسينية جنرال فرنسي) ومؤسستين ماليتين، وشركتين للتأجير وشركتي تأمين، وفي أبريل 1990 صدر قانون التمويل الإضافي الذي منح الشركاء والأفراد حيازة حسابات بالعملة الأجنبية.⁽¹⁾ وبناء عليه، فإن البنوك في ظل التوجهات الجديدة مضطرة للبحث عن الربحية والمردودية وتكوين أموال ذاتية كافية لرسملة تحترم معايير السلامة والحذر إلى نسبة الملاءة العالمية،⁽²⁾ ويتم الإشارة في هذا المقام إلى أن أغلبية المؤسسات المصرفية الخاصة تم إنشاؤها بامتثال القاعدة التي تنص على ضرورة توفير رأسمال أدنى قيمته 500 مليون دج، ويعد هذا المبلغ جد ضئيل، مما قد يثير مشاكل مالية خطيرة بالنسبة لهذه المؤسسات. وفي الوقت الذي يشهد العالم تكتلات كبيرة للبنوك، فانه من غير المعقول الحديث عن بنك يقدر رأس ماله بقيمة 500 مليون دينار .

ويبقى مع كل هذا حجم البنوك الخاصة دون مستوى ضمان مساهمة فعالة في تمويل الاستثمارات، رغم ما قد تقدمه من خدمات تفوق مستوى تلك المقدمة من طرف المؤسسات المصرفية العمومية .
والوضعية النقدية تظهر أنه بالنسبة لسنة 1999، ارتفعت القروض الموجهة إلى الاقتصاد بنسبة أكثر من 30% مقارنة بسنة 1998 (966,3 مليار دج مقابل 731 مليار دج)، وأن هذا الازدهار الكبير هو الذي شكل أهم مصدر لنمو الكتلة النقدية التي ارتفعت من 1285,5 مليار دج في سنة 1998 إلى 1468,4 مليار دج في سنة 1999، ومع هذا يبقى التمويل دون مستوى إشباع الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصادية والمخرج من ذلك هو التنسيق بين كل من الوسائل المالية الموجهة للاستثمار العمومي وموارد السوق المالية النشيطة لتغطية الحاجات طويلة المدى ومساهمة المنظومة المصرفية في التمويل متوسط وقصير الأجل .

(*) : تم اعتماد هذا الصندوق بما تتعارض مع إحدى مواد القانون 90-10 القاضي بأنه على البنوك أن يكون لها القانون الأساسي لشركات الأسهم .

(1) : تقرير صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998، ص 14 .

(2) : مجلة الاقتصاد والأعمال، الصدمة الإيجابية، عدد خاص بالجزائر، نوفمبر 1999، ص 69.

المطلب الثالث : إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر

سوق رأس المال في الجزائر مدعوة للمساهمة في إستراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد باعتبارها أداة من أدوات انفتاح الاقتصاد الوطني. وترجم هذه الإستراتيجية إرادة السلطات العمومية في تعزيز نتائج التعديل الهيكلي على مستوى الاقتصاديات الكلية التي بدأها الجزائر خلال الفترة (1994-1998)⁽¹⁾. وقد أثبت الواقع أن البورصة في الجزائر جاءت نتيجة متطلبات أودوافع ومرت أثناء إنشائها بالعديد من المراحل .

الفرع الأول : دوافع إنشاء بورصة الجزائر

لقد ظهرت الحاجة الماسة لإنشاء السوق المالية التي تشكل وسيلة لتكملة وتنويع مصادر التمويل، خاصة في المرحلة الانتقالية التي يعيشها الاقتصاد الجزائري. ويرتكز قيام مثل هذه السوق بالجزائر على عدة دوافع، يذكر من بينها:⁽²⁾

- تأمين مصدر تمويل غير تضخمي للاستثمارات، يضمن التعبئة المباشرة للادخار الضروري لتمويل الاقتصاد الوطني، والمساهمة بذلك في تخفيف عبء المديونية والعجز الميزاني .
- ضمان تنظيم سيولة الادخار المستثمر طويل المدى باعتبار أن السوق وسيلة لتنويع وسائل التوظيف بالنسبة لحاملي رؤوس الأموال، مما يسمح بتعبئة الادخار، بما يضمن التمويل الفعال للاقتصاد الوطني .
- المساهمة في تحريك الثقافة التسييرية، والتركيبات الصناعية والتجارية، بهدف تقوية الكفاية الاقتصادية .
- إتاحة مصادر تمويل جديدة للمؤسسات الاقتصادية لتغطية قصور الجهاز المصرفي أيضا للخرينة العمومية، وبالتالي تحديث طرق تسيير الديون العامة .
- تشكل البورصة إطار مجسدا لانفتاح رأس مال المؤسسات العمومية على المساهمات الخاصة .
- السماح للاقتصاد الوطني للاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة .
- إيجاد الشركاء والحلفاء الاستراتيجيين الذين يساعدون هذه المؤسسات باعتبارهم مساهمين، وبالتالي تحقيق الالتزامات والتقديرات المحددة .

الفرع الثاني : مراحل إنشاء بورصة الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه سنة 1987 ودخل حيز التطبيق سنة 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل يتم ذكرها فيما يلي :

⁽¹⁾: Société de gestion de la bourse des valeurs, Ouverture de la bourse, S.g.b.v.publication, no2,1998,P1.

⁽²⁾: Mise en place du Marché financier, Media Bank n° 30 , juillet 1997 , pp 14-15.

1- مرحلة التقريرية (1990-1992)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر سنة 1990، وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط .

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى. وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " وبتاريخ 09 نوفمبر 1990، فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة،⁽¹⁾ ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة .

ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقمي والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها .

ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية .

وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد .

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون رقم 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم والأوراق المالية. ففيما يخص شركات الأسهم، فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي

(1): شمعون شمعون، مرجع سابق، 1999، ص 80.

للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى (1):

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار .
- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار .

وبهذا، أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص الأوراق المالية فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من الأوراق المالية تتمثل في أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب .

واتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار ادخار أوراق مالية جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للأوراق المالية بالجزائر .

في إطار هذا المضمون، فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي(2):
الأوراق المالية هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا ماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها .
إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالية .

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة الأوراق المالية فتتمثل في الهيئتين الآتيتين (3):

- لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية (COSOB) وهي تشكل سلطة سوق الأوراق المالية .
- شركة تسيير القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، ولا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للأوراق المالية، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة بعد اعتمادهم من طرف اللجنة (4).

(1) : الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي، المادة من القانون 08-93 المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، العدد 27 الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .

(2) : الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي، المادة 715 مكرر 30 من القانون 08-93 المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .

(3) : الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي، المادة 3 من القانون 10-93 المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

(4) : الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي، المادة 5 من القانون 10-93 المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

3- مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة الأوراق المالية حيث :

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة .
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .
- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في فيفري 1996،⁽¹⁾ إلى جانب شركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.
- ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين، وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالية .
- وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول ورقة مالية بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998 متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولية للسوق المالية، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي ي دشّن سوق للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية .⁽²⁾
- وثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة وهي:⁽³⁾

- شركة أليانس للتأمين .
- مجمع صيدال.
- فندق الأوراسي .

المبحث الثاني : تنظيم وسير العمل ببورصة الأوراق المالية بالجزائر

تظهر تجليات تنظيم وسير العمل ببورصة القيم المنقولة بالجزائر، من خلال إبراز ما تم إنجازه فعلا، بغية تنظيم وسير هذه المؤسسة المالية عن طريق ما تم تحضيره، وإقامته من هيئات رقابة، وتنظيم ووساطة في ظل

⁽¹⁾: COSOP, Guide de la bourse et des opérations boursiers, La bourse d`alger, Collection guides plus,1996, p 06.

⁽²⁾ : لمين ل - سوناطراك تطرح 115 ألف سند للاكتتاب ابتداء من جانفي، جريدة المساء، الثلاثاء، 1997/12/30 .

⁽³⁾: LICCAL , La lettre d`information, la chambre Algérienne de commerce et d`industrie , décembre 2001 , n °122.

تشريعات وتنظيمات تهدف لتمهيد الطريق أمام مختلف التعاملات في البورصة، والتي تتميز بشروط وإجراءات لإدخال القيم المنقولة بها، والتفاوض عليها .

- تأسيسا على ما تقدم ولتوضيح الفكرة، يتم تناولها ضمن المطالب أدناه :
- الهيئات المنظمة للبورصة والمتدخلون فيها ؛
- شروط وإجراءات الدخول في البورصة ؛
- التفاوض على الأوراق المالية في بورصة الجزائر .

المطلب الأول : الهيئات المنظمة للبورصة والمتدخلون فيها

لقد تم تبيان، بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر، ممثلة فيما يلي :

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ؛
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ؛
- المؤتمن المركزي على السندات .

الفرع الأول : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة الأوراق المالية، وتمت إقامتها الفعلية في فيفري 1996، وتعتبر اللجنة منشأة تتمتع باستقلاليتها الإدارية والمالية، ولها مهمة تنظيم ورقابة سوق الأوراق المالية بالسهر على⁽¹⁾ :

- حماية المستثمرين في الأوراق المالية .
- السير الحسن لسوق الأوراق المالية وشفافيتها .

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق الأوراق المالية، وبسن تقنيات تتعلق أساسا بما يلي⁽²⁾ :

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة .
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم .
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم .
- الشروط و القواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته .

⁽¹⁾: COSOB, Op-cit, 1996, p 06.

⁽²⁾ : الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي، المادة 15 من القانون 04-03 المتعلق ببورصة القيم المتداولة المعدل والمتمم ، الجريدة الرسمية، العدد 11 بتاريخ 19 فيفري 2003 ، ص 24 .

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات .
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات .

تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي لمدة أربع

سنوات، وتبعا للتوزيع الآتي (1):

- قاض يقترحه وزير العدل .
 - عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية .
 - أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي .
 - عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة .
 - عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين .
- الرئيس يعين لمدة أربع سنوات بقرار تنفيذي متخذ من طرف مجلس الحكومة، وباقتراح من وزير المالية، أما الأعضاء غير الدائمين فيعينون بموافقة وزير المالية، ولمدة أربع سنوات .
- تتوفر للجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من :
- رئيس لجنة تنظيم ومراقبة البورصة .
 - عضوان منتخبان من بين أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .
 - قاضيان يعينهما وزير العدل .

الفرع الثاني : شركة إدارة بورصة القيم المنقولة (2)

مؤسسة وحدث لتمنح للاقتصاد الجزائري بورصة تعكس مكانها وبعدها الجهوي والدولي، فمنذ إنشائها بتاريخ 25-10-1997، وهي تعكف على وضع الترتيبات العملية والتقنيات الضرورية للتعاملات على الأوراق المالية بغرض :

- السماح للمؤسسات العمومية والخاصة التي تكتسب شكل شركات أسهم بفتح رأسمالها على العالم الخارجي .
- التمكن من تقييم أصول هذه المؤسسات .
- تأمين التمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العمومي .
- تنظيم السوق والحرص على شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء في العمليات البورصية .

(1) : الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي، المادة 13 من القانون 04-03 المتعلق ببورصة القيم المتداولة المعدل والمتمم،

الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003، ص 23 .

(2) : SAMIR DEGAICHIA , Lical , mars 2002 , n° 132 .

وتكتسي هذه الشركة شكل شركة ذات أسهم حيث يتم إنشاؤها وتسييرها طبقا للإجراءات المتضمنة في النص القانوني 1-88 جانفي 1988 والمتعلقة بالشركات ذات الأسهم .

تشكل رأسمال هذه الشركة في مرحلة أولى بمساهمة صناديق المساهمة الثمانية، حيث حدد في بادئ الأمر بثلاث مائة وعشرين ألف دينار جزائري، لترتفع في شهر فيفري 1992 إلى تسعة ملايين وثلاث مائة وعشرين ألف دينار جزائري، وتم تغيير اسم الشركة إلى شركة إدارة بورصة القيم .

ونظرا للتأخير الذي شهده إنشاء بورصة الجزائر، فقد وصفت هذه الشركة بالشبه منحلّة، ولم يتم إعادة إنشاؤها إلا في 25 ماي 1997 حيث أصبحت عملية، ورفع رأسمالها إلى أربعة وعشرين مليون دينار جزائري مقسم على خمسة وسطاء في عمليات البورصة، حيث لا يمكن لأي وسيط أن يتحصل على اعتماده إلا بعد الاكتتاب بجزء من رأسمال شركة إدارة بورصة الأوراق المالية. وفي حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة، تتم زيادة رأسمال الشركة بالحصة المقدمة من طرف هذا الأخير. أما في الحالة العكسية (حالة انسحاب وسيط ما) فيعاد شراء حصة بحصص متساوية من طرف الوسطاء والمساهمين الآخرين للشركة .

وتحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تضطلع الشركة بجملة من المهام تتمثل فيما يلي :

1- تسهيل العمليات ما بين الوسطاء ويتم ذلك عن طريق

- تطبيق النظام العام في شكل نشرات، ومقررات تعرض للتصديق من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .
 - وضع وتطبيق نظام للتحكيم وفض النزاعات .
 - التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها .
- وتلزم الشركة في هذا الإطار إشعار لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بأي إخلال أو مخالفة لقواعد السوق، أو عدم اتفاق بين متدخلين أو أكثر، أو أي شذوذ آخر يمس بسلامة السوق .

2- ترقية التعامل بالأوراق المالية

- وذلك بتطوير سوق الأوراق المالية والتعريف بها للجمهور المتعاملين كمؤسسة أهل بالثقة، وفي هذا السياق تهتم شركة إدارة بورصة الأوراق المالية بما يلي :
- التنظيم العملي لإدخال الأوراق المالية إلى البورصة .
 - التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها .
 - تسجيل مفاوضات الوسطاء في العمليات البورصية .
 - تنظيم عمليات المقاصة للأوراق المالية .
 - تسيير نظام تفاوض الأسعار وتحديدتها .
 - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة .
 - إصدار النشرة الرسمية لجدول التسعيرة .

وتخضع القوانين الأساسية للشركة، نظامها الداخلي، وكذا التعديلات الاحتمالية إلى تأشيرة مسبقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، أما من ناحية المداخل فمثلها مثل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تحصل على مداخلها، من جراء عمولات تتلقاها من العمليات التي تجري في البورصة، حيث تحدد قواعد هذه العمولات وفقا لللائحة تصدرها اللجنة .

الفرع الثالث : المؤتمن المركزي على السندات

المؤتمن المركزي على السندات عبارة عن هيئة تأسست بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وهي شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها المقدر بخمسة وستين مليون دينار، من مساهمات مؤسسية وهم:

- البنك الخارجي الجزائري .
- القرض الشعبي الجزائري .
- القرض الوطني الجزائري .
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية .
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط .
- مجمع صيدال .
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي .

وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما، ويخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات .

وتتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات في الآتي (1):

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين .
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر .
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها .
- الترقيم القانوني للسندات .
- نشر معلومات متعلقة بالسوق .
- وتمارس أنشطة المؤتمن المركزي على السندات المذكورة، تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

(1) : : الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي، المادة 11 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، العدد 11 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003، ص 22 .

الفرع الرابع : المتدخلون في بورصة الجزائر

تجري جميع العمليات في بورصة الأوراق المالية عن طريق ممارسة البورصة الذين يشكلون الوسطاء الرسميون بين من يلجئون علنا للادخار والمستثمرين المحتملين. ولا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء معتمدين لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أم شركات ذات أسهم أنشأت خصيصا لهذا الغرض. ورغم أن القوانين والمراسيم التشريعية المتعلقة بالوسطاء في العمليات البورصية كانت جاهزة منذ نهاية سنة 1993، إلا أن الوجود الفعلي لهؤلاء لم يتجسد على أرض الواقع إلا في بداية 1997، حيث أسندت هذه المهمة في بادئ الأمر للبنوك وشركات التأمين، إذ منحت لهم اعتمادات بصفة انتقالية لفترة خمس سنوات ابتداء من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ بتاريخ 1993-05-23 شريطة أن تثبت هذه المؤسسات وجود بداخلها قسم مستقل يحقق ويضمن الفصل بين نشاط الوساطة والأنشطة الأخرى. وبعد انقضاء مدة الخمس سنوات سحبت الاعتمادات المقدمة للبنوك، وكونت بالمقابل شركات أسهم تعمل خصيصا لهذا الغرض، إلا أن ملكية هذه الشركات ترجع أساسا إلى الهيئات سالفة الذكر نظرا لعدم إمكانية الاستغناء عن خدماتها، وشبكتها في هذا المجال خاصة في المرحلة الابتدائية، وقد حددت حصة كل بنك أو شركة تأمين في رأسمال الشركات المعينة بثلاث ملايين دينار جزائري .

وفي هذه الفترة حصلت خمس شركات على اعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة أنشطة الوسطاء في العمليات البورصية وتمثلت في :⁽¹⁾

- شركة الراشد المالي ممثلة من طرف كل من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف المشكلة أساسا من طرف البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، والشركة الجزائرية للتأمين.
- مؤسسة توظيف القيم المنقولة، والتي تشارك فيها كل من البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية، والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.
- يونين بنك وهو يعتبر الوسيط الوحيد ذو رأسمال خاص ويقدر بحوالي مليون دينار جزائري .

وتمارس مهام هذه الشركات تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتدرجها ضمن المحاور

الآتية :⁽²⁾

- تداول الأوراق المالية لحساب زبائنها .
- تسيير محفظة الأوراق المالية بموجب عقد توكيل .

⁽¹⁾ : SAMIR DEGAICHIA , Op-cit, 2002, p10.

⁽²⁾ : COSOB , Op-cit, 1996, Pp 29-34.

- تداول الأوراق المالية لحسابها الخاص .
 - توظيف الأوراق المالية لحساب الشركات المصدرة .
- وبهذا يشكل الوسطاء في العمليات البورصية _ انطلاقا مما سبق ذكره _ أحد الركائز، والمتدخلين الأساسيين على مستوى السوق المالية، فتأسيس شركات الوساطة هذه سواء كانت عامة أو خاصة، يعتبر عاملا أساسيا لنجاح وديناميكية بورصة الجزائر، إلا أنه مؤخرا تم تسجيل انسحاب بعضهم، ليحدد عدد الوسطاء حاليا بوسيطين فقط هما الراشد المالي و (SPDM) .
- أخيرا واستنادا للأنشطة التي يمكن أن يزاولها الوسطاء يمكن تقسيمهم إلى صنفين (1):
- الوسيط ذو النشاط الكامل .
 - الوسيط ذو النشاط المحدود .
- إلى جانب الوسطاء يوجد هيئات أخرى متدخلة بالبورصة :
- الشركات الحاصلة على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لإصدار أوراق مالية وعرضها على الجمهور .
 - وزارة المالية إذ يتدخل وزير المالية لتعيين رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمصادقة على النظام العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .
 - بنك الجزائر إذ يلعب دورا أساسيا في السياسة النقدية، وفي مراقبة النظام المصرفي والمالي فيتدخل في مسار معالجة المعاملات على الأوراق المالية وذلك لأن كل الوسطاء يستعملون حسابات شركاتهم الأم المفتوحة لدى بنك الجزائر لتبادل الأموال المتعلقة بتداول الأوراق المالية .
 - جمعية الوسطاء في عمليات البورصة، والتي لم يتم إنشاؤها بعد، وتتكفل بتمثيل المصالح الجماعية لمهنة الوساطة .
 - صندوق الضمان الذي يتكون من مجموع الوسطاء، ويسير من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك ضمانا لمسؤولياتهم اتجاه زبائنهم، وبمол الصندوق من الاشتراكات الإلزامية للوسطاء ونواتج العقوبات المفروضة على المخالفين للوائح والقوانين البورصية .

المطلب الثاني : شروط وإجراءات الدخول إلى البورصة

نظرا لما توفره البورصة من تمويل بأقل تكلفة، ومن إشهار مجاني للمؤسسة، فإنها تعد قبلة لأغلبية المؤسسات التي تعاني من عجز مالي، مما يستوقف السلطات الوصية على السوق لوضع شروط للدخول لحماية منها للمدخرين وضمانا للسير الحسن للبورصة .

(1) : منشورات شركة إدارة بورصة القيم، خطواتك الأولى في البورصة، 1996، ص 02 .

الفرع الأول : شروط الدخول إلى البورصة

ينبغي على الشركة الراغبة في تسجيل أوراقها المالية ضمن جدول أسعار بورصة الجزائر أن تتوفر فيها جملة من الشروط، بعضها عامة وأخرى خاصة حسب طبيعة الورقة المالية المصدرة .

1- الشروط ذات الطابع العام

و تتمثل فيما يلي :⁽¹⁾

- أن تكون الشركة المصدرة شركة ذات أسهم بحكم المادة 30 من القانون رقم 97-03 الصادر بتاريخ 18 نوفمبر 1997 .
- نشر البيانات المالية المصادق عليها للنشاطات الثلاثة السابقة على الأقل بحكم المادة 31 من قانون 97-03 .
- أن تكون قد حققت أرباحا في النشاط السابق لطلب القبول بحكم المادة 34 من القانون 97-03 .
- إثبات وجود نظام داخلي لتدقيق الحسابات وضمن عمليات نقل الملكية بحكم المادة 6 من القانون 97-03 .
- القيام بطلب القبول للورقة المالية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتعيين وسيط في عمليات البورصة يكلف بمتابعة عملية الإدخال في البورصة بحكم المادة 16 و 17 من القانون 97-03 .
- التعهد بإعلام الجمهور بكل معلومة من شأنها أن تؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة بحكم المادة 24، 28، 35 و 41 من القانون 97-03 والقانون رقم 2000-02 الصادر بتاريخ 20 جانفي 2000 .
- تقديم تقرير تقييم الأصول قام به عضو برتبة خبير محاسب جزائري آخر غير المفوض لحساب الشركة بحكم المادة 32 من القانون 97-03 .

2- الشروط الخاصة حسب طبيعة الورقة

تنقسم هذه الشروط استنادا لطبيعة الورقة فيما إذا كانت أسهم أو سندات. وعلى ذكر هذه الأخيرة، فإنه يمكن لأي شركة ذات أسهم أن تسجل سنداتها بنظام التسعيرة المعمول به بشركة إدارة بورصة الأوراق المالية، شريطة أن تتوفر فيها الشروط الآتية ذكرها :⁽²⁾

- أن لا تقل قيمة السندات التي تطلب الشركة تسجيلها بالبورصة عن 100 مليون دج .
- أن تكون هذه السندات موزعة بين 100 حامل على الأقل .
- الأصول المالية للقرض المصدرة من قبل الدولة، لا تقيد لا بالحد الأدنى، ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المالكين .⁽³⁾

أما فيما يتعلق بالأسهم فإنها لا تخرج عن نطاق الثلاثة شروط الآتية :⁽⁴⁾

- أن يكون لديها رأسمال محرر لا يقل عن 100 مليون دج، وذلك استنادا للمادة 33 و 34 من القانون 97-03 .

⁽¹⁾ : S.G.B.V, Guide pratique de l'introduction en bourse , Enep rouiba – Alger, 1998, Pp 7 -22 .

⁽²⁾ : منشورات شركة إدارة بورصة القيم، الأوراق المالية المسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، 1996، ص 3 .

⁽³⁾ : COSOB , Op-cit, 1996, P 23 .

⁽⁴⁾ : S.G.B.V , Op-cit, 1998, pp 29-34 .

- أن تنشر بين عموم المستثمرين أسهما تمثل ما لا يقل عن 20% من رأسمالها الاجتماعي على أبعد تقدير يوم الإدخال، وذلك استنادا للمادة 43 من القانون 03-97 .
- الأسهم المنشورة يجب أن تكون موزعة بين عدد يعادل أو يفوق 300 مساهم على أبعد تقدير يوم الإدخال بحكم المادة 44 من القانون 03-97 .

الفرع الثاني : إجراءات الدخول

بمجرد أخذ القرار بالدخول إلى البورصة، تكون المؤسسة المعنية خلية داخلية تكلف بمتابعة العمليات التمهيدية لتهيئة المؤسسة لهذا الحدث. هذه التحضيرات تتم بالتنسيق بين المؤسسة ومستشاريها خاصة الوسيط في عمليات البورصة المرافق. وتتمثل أهم مراحل الإدخال فيما يلي (1) :

1- اختيار الوسيط المرافق

المؤسسة ملزمة بتعيين وسيط في عمليات البورصة يسمى بالوسيط المرافق الذي يكلف باستشارة ومساعدة ومرافقة المؤسسة خلال العملية، وحتى الدخول في التسعيرة .

2- التقييم الاقتصادي للمؤسسة

تقييم المؤسسة اقتصاديا من طرف خبير محاسبي يعين من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويهدف هذا التقييم للمساعدة على تثبيت سعر التنازل عن الأصول (سعر الإصدار، سعر العرض)، ومن هذا المنطلق وبغرض التقييم الاقتصادي لمؤسسة صيدال، فقد أمضى عقد مع مكاتب ARTHUR-ANDERSEN ومكتب CIEF، وأنهت الأعمال مع نهاية جويلية 1998. (2)

3- إقامة وثيقة معلومات و إعلان مطبوع

1-3 إقامة وثيقة معلومات

تحتوي وثيقة المعلومات على عناصر تقييم كافية تمكن المستثمرين باتخاذ قرارهم للاكتتاب عن دراية بكل ما يتعلق بالمؤسسة المرسله وبالعملية الملقاة. وتقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بالتأثير على وثيقة المعلومات، هذه الأخيرة التي تحتوي على العناصر الآتية :

- معلومات تخص العملية ويعد قبول شركة إدارة بورصة الأوراق المالية ضروري في حالة ما إذا كانت العملية عبارة عن العرض العمومي للبيع، وهذا فيما يتعلق بتجزئة العرض وطريقة توزيع الأصول .
- معلومات تخص المؤسسة وتعلق أساسا بنشاطها، حالتها المالية، هيئاتها الإدارية، تطوراتها الراهنة، وأبعادها المستقبلية، وشهادة الأشخاص الذين يؤكدون مصداقية وثيقة المعلومات .

(1) : - S.G.B.V , Op-cit, 1998 , pp 8-12 .

- COSOB , Op-cit, 1996, Pp10-12 .

(2) : L'actuel , Introduction du groupe , Sidal a la bourse des valeurs d'alger , N° 33 , Juin 1998 , P 35 .

3-2- الإعلان المطبوع

هو عبارة عن وثيقة ثانوية للمعلومات تكون من طرف المؤسسة، وتلخص معلومات وجهته، وتوجه للجمهور العريض .

إن طبيعة ومحتوى المعلومات التي يجب أن تظهر بالضرورة داخل هذه الوثائق، محددة بالقانون رقم 03-97 الصادر بتاريخ 18 نوفمبر 1997 .

4- طلب القبول

يرفق طلب القبول بملف مكون من وثائق ذات طبيعة قانونية، اقتصادية، مالية ومحاسبية كالنظام القانوني للمؤسسة المعدل، مشروع وثيقة المعلومات، الميزانية الختامية وجدول حسابات النتائج، أيضا تقرير التقييم الاقتصادي للمؤسسة .

بعد الانتهاء من تكوين الملف يوضع تحت تصرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بغية الحصول على قرار القبول، وبعد المعالجة تقوم اللجنة بتبيان قرارها للمؤسسة المرشحة في أجل لا يتعدى الشهرين .

5- إقامة العقود والاتفاقيات

قد يستدعي الإدخال في البورصة تدخل عناصر أخرى كالبنوك والوسطاء، وبهذا يكون من الضروري تواجد عقود واتفاقيات لتحديد واجبات كل طرف، وذلك حسب طبيعة العملية كاتفاقيات الإصدار بين المصدر والبنك، عقد السيولة بين المؤسسة والوسطاء في عمليات البورصة .

وبمجرد الحصول على قرار القبول، تصبح المؤسسة ملزمة على انتهاج إستراتيجية اتصال فعالة تساهم في إنجاح عملية الاكتتاب، وذلك باستخدام طرق اتصال ملائمة لنوعية المستثمرين المقصودين، كما يمكن للمؤسسة الاتصال بمصالح المؤسسات اتصال مختصة .

في حالة إتمام العملية بنجاح أي طرح 20% من رأسمال المؤسسة على الأقل على 300 مساهم، وبمجرد الحصول على النتائج من طرف البنك أو من طرف البورصة، تصدر المؤسسة شهادات أسهم تقدم لرئيس البنك _ المكلف بالإصدار _ أو إلى الوسيط في عملية البورصة، الذين توكل لهما مهمة نقلهما للمساهمين .

وتقوم شركة إدارة البورصة والشركة المصدرة برفقة الوسيط المكلف بالعملية بتحديد إجراء الدخول، وينشر في الجريدة الرسمية للتسعيرة إشعار يتضمن كل المعلومات المتعلقة بالعملية .

وتجدر الإشارة إلى أن النظام الخاص ببورصة الجزائر يقبل الأخذ بأحد ثلاثة إجراءات لإدخال الأوراق المالية من قبل اللجنة في التسعيرة الرسمية للتفاوض وهي إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت والإجراء العادي .

الفرع الثالث : تكاليف إدخال الأوراق المالية للبورصة

عادة ما ينجم عن عملية إدخال الأوراق المالية للبورصة العديد من التكاليف، منها تكاليف مباشرة تتعلق بمصاريف إدارية ومصاريف أخرى مرتبطة بالإدخال وتكاليف غير مباشرة ناجمة عن إنقاص قيمة الأوراق المالية عند الإدخال بغرض جذب المستثمرين. وهناك من يصنف هذه المصاريف إلى ثلاثة أنواع مصاريف سابقة لعملية الإدخال، مصاريف ناجمة خلال عملية الإدخال، ومصاريف لاحقة لعملية الإدخال، ويتم بذلك تلخيص هذه التكاليف في النقاط الآتية :⁽¹⁾

- تكاليف تأشيرة وثيقة المعلومات .
- أجهز الوسطاء الماليين تبعا للعقد .
- تكاليف الاستشارة والمرافقة المقدمة للمؤسسة طيلة فترة الإدخال .
- التكاليف القانونية والإدارية (تغيير التنظيم القانوني، التسجيل والإشهار القانوني) .
- تكاليف الاتصال والتسويق .
- تكاليف تسجيل الأصل في التسعيرة .
- معدل عمولة قبول الأوراق المالية للتفاوض في البورصة حددت من قبل شركة إدارة البورصة بحوالي 0,05% من القيمة الاسمية المقبولة ومبلغ هذه العمولة لا يمكن أن يتجاوز 1000000 دج .
- تكاليف نشر الأصول .
- تكاليف تنقل المسيرين خلال فترة عملية الإدخال .

المطلب الثالث : التفاوض على الأوراق المالية في بورصة الجزائر

يقصد بنظام التفاوض مجموع الطرق المطبقة لمعالجة أوامر البورصة من خلال قواعد تطبق بهدف تحديد السعر انطلاقا من أوامر الشراء والبيع، على أن يضمن النظام المعتمد السير المنتظم والشفاف للتعاملات بما يضمن سيولة السوق .

الفرع الأول : نظام التفاوض

يقصر تداول الأوراق المالية المسعرة بالبورصة على الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتعد بذلك المقصورة المكان المحدد قانونا لمواجهة أوامر العملاء. كما يمكن للوسطاء القيام بتعيين أعضاء من مستخدميهم يكلفون بالقيام تحت مسؤوليتهم بعمليات التداول على أن يكونوا مسجلين لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

تعتبر بورصة الجزائر سوقا ممركة مسيرة عن طريق الأوامر، ويتم التفاوض على كل الأوامر المدخلة في سوق رسمية موحدة، حدد إطارها الزمني من قبل شركة إدارة بورصة الأوراق المالية في كل يوم اثنين، وتتم

⁽¹⁾ : S.G.B.V, Op-cit, 1998 , P 06 .

إدارة هذه العمليات البورصية من طرف ممثل لشركة إدارة بورصة الأوراق المالية، وتتم عملية التفاوض وفقا للمراحل الآتية⁽¹⁾:

1- افتتاح الجلسة

يقوم الوسطاء في عمليات البورصة بحضور جلسات المفاوضات فيحولون أوامرهم للشراء أو البيع المسجلة في سجل الأوامر (الطريقة التقليدية) أو يقومون بتسجيلها من أماكن عملهم في أطراف الحاسوب (الطرق الآلية)، وبعد التحقق من مدى مطابقة الأوامر للقواعد المحددة من طرف شركة إدارة بورصة الأوراق المالية، فإنه يتم قبول الأوامر، وتعد لاغية كل استقبالات أو تغييرات في الأوامر بعد انتهاء هذه المرحلة .

2- تحديد السعر

طريقة التسعير المعمول بها في البورصة الجزائرية هي طريقة التسعير الثابت بالمناداة أو الصندوق إذ يطبق سعر موحد لحمل الصفقات المبرمة لكل قيمة متداولة خلال جلسة معينة للتفاوض في البورصة. ويضمن السعر المطبق تعظيم حجم المبادلات تبعا لمكونات الأوامر المقدمة من طرف الوسطاء وتنتظر في هذا المقام لمؤشرات تعليمات السعر، والتي تتمثل فيما يلي :

قبل بدأ جلسة البورصة تقوم شركة إدارة البورصة بوضع سعر مرجعي لكل ورقة مالية متداولة، يتخذ كأساس لتحديد سعر الجلسة، وعادة ما يتمثل في سعر آخر تسعيرة مسجل في التسعيرة الرسمية قبل الجلسة الحالية .

- الانحراف الأعلى للسعر المسموح به يحدد من طرف شركة إدارة البورصة تبعا لطبيعة الورقة كما يلي:
- بالنسبة للأسهم، فإن الانحرافات العليا للسعر تكون في حدود 5% بالنسبة للسعر المرجعي، أي السعر المرجعي زائد أو ناقص خمسة بالمائة .
- بالنسبة لسندات الدين فإن الانحراف الأعلى للسعر يكون في حدود الواحد بالمائة بالنسبة للسعر المرجعي .

3- خطوة التسعير

المجال الأدنى بين مستويين للسعر يحدد بقيمة خمسة دينار جزائري بالنسبة للأسهم و 0,1% من القيمة الاسمية لسندات الدين .

أما فيما يتعلق بكميات التداول فتتمثل الكميات المنتظمة فيما يلي :

- حصة منتظمة للأسهم تساوي خمسون ورقة .
- حصة منتظمة لسندات الدين تساوي مائة ألف دينار جزائري، وكل حصة لا تناسب هذه الكمية تسمى حصة غير منتظمة .
- وتتم جميع الصفقات بالسعر المحدد والوحيد .

⁽¹⁾ : Société de gestion de la bourse des valeurs , La négociation en bourse, Publication n°3, 1998, pp 27-30.

4- توثيق الصفقات

يتلقى الوسطاء في عمليات البورصة ملخص لأوامرهم مرفقة بوثائق الصفقات _ بمعدل وثيقة لكل صفقة _ هذه الأخيرة التي يتم على أساسها التسوية فيما بعد .

5- القيام بالصفقات بالجملة

الصفقات بالجملة تحظى بمعاملة خاصة، إذ تنفذ في آخر الجلسة وبالسعر الثابت، ويسمح بانحراف مجاله $\pm 1\%$.

6- اختتام جلسة التفاوض

وتتم في هذه المرحلة الأعمال الآتية :

- إعلان النتائج .
 - إرجاع سجلات الأوامر للوسيط في عمليات البورصة مرفقة بوثائق الصفقات .
 - نشر المعلومات بطرق مختلفة كالتقارير عن الصفقات، ملخص التداول والنشرة الرسمية للتسعير .
- بالنظر لمعطيات السوق، فان شركة إدارة بورصة الأوراق المالية تستطيع إيقاف التفاوض ولفترة محددة على أصل معين، في حالة ما إذا لاحظت أن معلومات مهمة تخص الأصل لم تفش للمستثمرين أو في حالة إتاحة معلومات لفئة دون أخرى .

الفرع الثاني : أوامر البورصة

يتجه جمهور المتعاملين عادة عند شراء أو بيع الأوراق المالية إلى الوسيط في العمليات البورصية الذي يعمل على تنفيذ أوامرهم وفقا لأحسن ظروف السوق حسب السعر المحدد اثر التقاء أوامر الشراء والبيع، ويجب أن تكون الأوامر كتابية حتى ولو كانت هاتفية فلا بد وأن يتم تأكيدها كتابيا. ويتضمن الأمر إلزاميا البيانات الآتية :⁽¹⁾

- صفة العملية (شراء أو بيع) .
- تعيين القيمة وخصائصها .
- عدد الأوراق المراد شرائها أو بيعها .
- نوع الأمر (سعر التنفيذ) .
- مدة الصلاحية .
- تحديد نوع الأمر زبون أو غير زبون .

ويمكن الإشارة في هذا الصدد إلى أن الأوامر في البورصة الجزائرية تم تصنيفها استنادا للسعر، ومدة الصلاحية كما يلي :

(1) : منشورات شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، أوامر البورصة، 1996، ص ص 2-3 .

1- الأوامر المتعلقة بالأجوبة الجزئية

عادة ما يمكن تنفيذ الأوامر بصفة جزئية إذا لم يتحقق تنفيذها الكلي، وهذا على عكس الأوامر التي ترفق بإشارة " الكل أو اللاشيء "، والتي لا يمكن الاستجابة لها جزئيا أي تنفيذ الأمر كله أو تركه كله .

2- الأوامر التي تتضمن شروط بخصوص السعر

استنادا لهذه الصفة يمكن تمييز ما يلي :

1-2- الأمر بسعر السوق

يتم تنفيذ هذا الأمر بالسعر الناجم عن مقابلة أوامر السراء والبيع على مستوى السوق ولا يتضمن هذا الأمر أية إشارة بخصوص السعر .

2-2- الأمر لأفضل سعر

هذا النوع من الأوامر لا يحتوي بدوره على أي تحديد فيما يخص السعر، أي لا يحدد المشتري سعر أقصى، كما لا يحدد البائع سعر أدنى، وإنما يترك تقدير السعر للوسيط ومجريات التفاوض، ويتم تنفيذ هذا الأمر بسهولة في حالة التسعير الثابت (*).

2-3- الأمر بسعر محدد

وهنا يحدد الزبون السعر الأقصى الذي يمكن على أساسه شراء الأوراق أو السعر الأدنى الذي يتم على أساسه بيع الأوراق المالية .

3- الأوامر الخاصة بمدة الصلاحية ويمكن تمييز ما يلي :

- الأمر ليومه وهو الأمر الذي لا تزيد مدة صلاحيته عن اليوم الموالي لإرساله. (**)

- الأمر لمدة محددة وهنا تحدد مدة معينة لصلاحية الأمر لا تزيد عن الثلاثين يوم .

- الأمر للتنفيذ وهو أمر لا يتضمن أي حد لصلاحيته .

ويمكن أن يقدم الأمر إلى البورصة في شكل جملة في حالة حجم الأوراق المراد حيازتها أو بيعها تتجاوز

حدا معيناً، والحد المحدد من طرف النظام الداخلي لبورصة الجزائر هو: ⁽¹⁾

- حجم يفوق 500 ورقة بالنسبة للأسهم .

- قيمة تفوق 3000000 دج بالنسبة لسندات الدين .

وأوامر الجملة تعتبر أوامر يوم، وتجري في آخر الجلسة بآخر سعر محقق للأسهم أو سندات الدين بزيادة

أو نقصان 1% .

⁽¹⁾ Société de gestion de la bourse des valeurs, La négociation en bourse , Op-cit, 1998 , p 34

(*) : في حالة عدم وجود أية إشارة بخصوص السعر يعتبر الأمر كأمر بأفضل سعر .

(**) : في حالة عدم وجود معلومات بخصوص مدة الصلاحية يعد الأمر ليومه .

ويتم إرسال أي أمر من الأوامر سابقة الذكر إلى الوسيط الذي يقوم بتسجيله في سجل الأوامر، وتقديمه فيما بعد إلى السوق للتنفيذ. وبإمكان الوسيط تعديل أو إلغاء الأمر المدرج لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص طالما أن مسار العرض على جدول الأسعار لم ينطلق بعد .

بعد تنفيذ الأوامر يلقي على عاتق الوسيط مسؤولية إعلام زبائنه في أقرب الآجال، ثم تأكيد تنفيذ العملية عن طريق إرسال ما يسمى بإشعار التنفيذ خلال اليومين المواليين لتاريخ إنجاز الأمر⁽¹⁾، ويحتوي الإشعار على المعلومات الآتية :

- نوعية وعدد الأوراق الخاضعة للعملية المعنية .
- سعر الوحدة والمبلغ الإجمالي للعملية .
- العمولات والمصاريف الأخرى .
- المبلغ الصافي .
- تاريخ العملية وتاريخ التسديد والتسليم .

وبالرغم من أن الأمر يعتبر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في العمليات البورصية كتابيا أو شفويا تقتضي بشراء أو بيع عدد معين من الأوراق المالية، إلا أنه في حالة الجزائر ولكون البورصة في مرحلتها الابتدائية فلا يمكن للوسيط أن يتقبل إلا الأوامر الكتابية وبسعر محدد وليومه. كما أنه لا مجال للعمليات على المكشوف، ويستند هذا الاختيار إلى بساطة العمل في هذا المجال. وبغرض تجنب كل التباس أو خلط بين الأوامر المصدرة في سوق جديدة .

الفرع الثالث : طريقة تسعير الأوراق المالية ببورصة الجزائر⁽²⁾

وكما تم الإشارة إليه سابقا، فإن الطريقة المعتمدة من طرف شركة إدارة بورصة الأوراق المالية بالجزائر لتسعير الأوراق المالية هي تلك للتثبيت بالصندوق، وتسفر هذه الطريقة على تحديد سعر يكون محل تطبيق لجميع المعاملات المتعلقة بكل ورقة مالية أثناء جلسة معينة للتداول .

ولا يمكن تطبيق طريقة التسعير هذه في الحالات الآتية :

- مستوى الأمر المعلن أقل من 50 وحدة .
- حجم أمر الشراء بالسعر الأفضل أكبر من الحجم الكلي لأوامر البيع .
- حجم أمر البيع بالسعر الأفضل أكبر من الحجم الكلي لأوامر الشراء .
- عدم احترام الانحراف الأعلى بين الأسعار .

⁽¹⁾ : منشورات شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، 1996، ص4.

⁽²⁾ : Société de gestion de la bourse des valeurs , La négociation en bourse , Op-cit, 1998, p 36

- الأسعار المحددة الأعلى لأوامر الشراء أقل من الأسعار المحددة الأدنى لأوامر البيع .
و تطبيق هذه الطريقة في التسعير يقتضي تنفيذ الأوامر بالأولوية كما يلي :
 - تحضى بالأولوية أوامر الزبون عن أوامر غير الزبون .
 - تنفيذ الأوامر بأفضل سعر بالأولوية حسب السعر الناتج عن التسعير الثابت .
 - تمنح الأولوية للأوامر بسعر محدد كآلاتي :
- من جهة الشراء في حالة أوامر الشراء بالسعر المحدد يكون الحد أكبر تماما من سعر التثبيت، وتنفيذ الأوامر يكون بترتيب تنازلي من الحد الأكثر ارتفاعا نحو الأكثر انخفاضاً .
- من جهة البيع في حالة أوامر البيع بالسعر المحدد يكون الحد أقل تماما من سعر التثبيت، وتنفيذ الأوامر بترتيب تصاعدي من الحد الأدنى إلى الحد الأكثر ارتفاعاً .
- وأخيرا فأن الأوامر التي لا تحمل أية إشارة خاصة تمتاز بأولوية التنفيذ على أوامر (الكل أو اللاشيء)، ولتوضيح طريقة التسعير بالسعر الثابت أتطرق للمثال الموالي :

الجدول رقم (15) : مقابلة مجموعة أوامر الزبائن - دفتر التسعير - السعر المرجعي : 588 دج

المعاملات الممكنة			سجل الأوامر					
			بيع			شراء		
السعر الثابت	الحجم	السعر	السعر (و.ن)	حجم التراكم	الحجم الكلي للأوراق المالية	السعر (و.ن)	حجم التراكم	الحجم الكلي للأوراق المالية
	---	---	بالأحسن	175	175	بالأحسن	325	325
	175	588	588	175	---	598	350	25
	225	590	590	225	50	597	450	100
	300	592	592	300	75	595	525	75
	425	593	593	425	125	594	675	150
	500	594	594	500	75	593	775	---
	525	595	595	550	50	552	900	255
	450	597	597	675	125	590	975	75

القراءة المدققة للجدول أعلاه تكون كما يلي :

- أوامر الشراء 325 ورقة مالية بالأحسن، 25 ورقة مالية بسعر محدد يساوي 528 (و.ن) و 100 ورقة بسعر 597 (و.ن)... الخ .
 - أوامر بيع 175 ورقة مالية بالأحسن، 50 ورقة بسعر محدد 590 (و.ن)... الخ .
- وتمت إقامة الجدول أعلاه نتيجة لمقابلة تراكم أوامر الشراء والبيع والذي يمثل دفتر تسعير الأوراق المالية.
- يلاحظ أن السعر الذي يعظم الحجم المتبادل هو 595(و.ن)، وهذا السعر يحترم الانحراف المسموح به، وبالتالي يمثل مستوى السعر الثابت الذي تنفذ به الأوامر التالية :
- كل أوامر الشراء والبيع بالأحسن .
 - أوامر البيع المحددة بسعر 590، 593، 594 .
 - أوامر الشراء المحددة بسعر 598، 597، 595 (و.ن) .
- طريقة التسعير المتبعة أسفرت على النتيجة الموالية :
- السعر الثابت يساوي 595 (و،ن) والكمية المتبادلة هي 525 ورقة مالية .

المبحث الثالث: واقع البورصة وآفاقها

باشرت بورصة الجزائر ممارسة نشاطها بعد جهود تكلفت بالنجاح، في إطار تنفيذ برنامج التصحيح الهيكلي، وكانت أول عملية في السوق المالية تتعلق بإصدار أربعة أنواع من الأوراق المالية، وللبورصة الجزائرية خصائصها من حيث الرسمة وحجم التداول ومستوى الكفاءة، كما يمكن الإشارة في هذا المقام إلى العوائق التي اعترضت مسار البورصة، الأمر الذي يؤدي لاقتراح بعض المقترحات لضمان سيرورة البورصة وترقيتها، توضيح الفكرة يكون من خلال المطالب الآتية :

- الشركات المقيدة في البورصة ؛
- خصائص البورصة الجزائرية ؛
- معوقات بورصة الجزائر وآفاقها .

المطلب الأول : الشركات المقيدة في البورصة

شهدت سوق الإصدارات الأولية ببورصة الجزائر طرح مجموعة من الأسهم، السندات والسندات المماثلة للخرينة للاكتتاب، يتم ذكرها فيما يستقبل .

الفرع الأول : أسهم الشركات المقيدة في البورصة

يتم حاليا تداول ثلاثة أسهم في بورصة الجزائر تتمثل فيما يلي :

1- سهم مجمع صيدال

يرجع تاريخ إنشاء مجمع صيدال إلى سنة 1998 على اثر إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال، ويتوفر على رأسمال اجتماعي قدره 25000000000 دج مقسم على 10000000 سهم بقيمة اسمية وحدوية 250 دج، إذ يمتلك هذا المجمع من المؤهلات ما يجعله رائدا في مجال الصناعة الصيدلانية، وتنفيذا لبرنامج الخوصصة المسطر من طرف الحكومة، ثم اتخاذ قرار بفتح رأسمال المجمع بنسبة 20% أي ما يعادل 2000000 سهم للجمهور عن طريق الدخول للبورصة من خلال إجراء العرض العام للبيع وذلك انطلاقا من 15 فيفري 1999 إلى غاية 18 مارس 1999، بسعر وحدوي يساوي 800 دج، وتمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين تحت إشراف الوسيط المالي الشركة العامة المالية.⁽¹⁾

وما يتم الإشارة إليه في هذا المقام، هو تباين عدد الأسهم المكتتب فيها من طرف الأشخاص الطبيعيين عبر مختلف ولايات الوطن، إذ تظهر ولاية الجزائر في المرتبة الأولى بعدد من الأسهم قدره 479186 سهم. أما المرتبة الثانية، فاحتلتها عنابة بعدد 134639 سهم، معلنة عن تفاوت قدره 344547 سهم، ثم تلتها في المرتبة الثالثة قسنطينة بعدد من الأسهم قدره 108971 سهم. وتالت فيما بعد باقي الولايات بحصص مختلفة تراوحت ما بين 94989 إلى 17022 سهم،⁽²⁾ ويدل هذا التباين على تناقص الثقافة البورصية لدى الأشخاص كلما ابتعدنا عن العاصمة.

2- سهم فندق الأوراسي

تم إنشاء فندق الأوراسي سنة 1975، وصنف بدرجة خمس نجوم، وأوكلت مهمة تسييره إلى شركة سوناتور SOUNATOUR إلى غاية 1977، ليصبح بعدها تابعا لشركة أتلور ATLOUR، وكلف الديوان الوطني للملتقيات والمؤتمرات ONCC بمهمة تسييره وذلك في سنة 1979، ليخضع هذا الفندق بعدها لإعادة هيكلة عضوية عام 1983، أين أضفي عليه طابع مؤسسة اشتراكية. وفي سنة 1991، تحول إلى مؤسسة اقتصادية، شكلها القانوني شركة بالأسهم رأس مالها الاجتماعي 400 مليون دينار مقسم إلى 400 سهم مملوكة من طرف هيئات مختلفة. وبمقتضى المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات. وتنفيذا لبرنامج الخوصصة وبهدف تنشيط بورصة الجزائر، تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20%، من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي

⁽¹⁾ : Marché primaire , Analyse de l'opv , Groupe saidal, Sgbv , 1997 , P 1 .

⁽²⁾ : Bulltin de la cosob n1 , 1998,p 48.

1200000 سهم وذلك انطلاقا من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999، وقدر السعر الوحدوي للسهم بقيمة 400 دج، وتمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الرشاد المالي⁽¹⁾. وما يتم الإشارة إليه في هذا المقام، هو تباين عدد الأسهم المكتتب فيها من طرف الأشخاص الطبيعيين عبر مختلف ولايات الوطن، إذ تظهر ولاية الجزائر في المرتبة الأولى بعدد من الأسهم قدره 495286 سهم، أما المرتبة الثانية فاحتلتها وهران بعدد 78336، معلنة عن تفاوت قدره 41695 سهم، ثم تلتها في المرتبة الثالثة قسنطينة بعدد من الأسهم قدره 72693 سهم، وتتالت فيما بعد باقي الولايات بحصص مختلفة تراوحت ما بين 53282 إلى 13945 سهم، ويؤكد هذا التباين من جديد تناقص الثقافة البورصية لدى الأشخاص كلما تم الابتعاد عن العاصمة⁽²⁾.

3- سهم أليانس للتأمين

أليانس للتأمين هي شركة تأمين اعتمدها وزارة المالية بموجب قرار مؤرخ في 30 جويلية 2005، وتم نشره في الجريدة الرسمية، العدد الصادر في 11 ديسمبر 2005. ويتمثل الغرض التجاري لهذه الشركة في ممارسة عمليات التأمين على الحوادث والأمراض، والأضرار التي تلحق بالملكيات والمسؤولية المدنية على السيارات والحياة وغيرها⁽³⁾.

وتعتبر شركة أليانس أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى البورصة لرفع رأسمالها عن طريق الطلب العلني على الادخار بطرح 1804511 سهم للاكتتاب بسعر وحدوي قدره 830 دج، إذ تم تحديد فترة الاكتتاب انطلاقا من 02 نوفمبر 2010 إلى غاية 01 ديسمبر 2010 وأعفيت الأرباح وفوائض القيمة المترتبة عن بيع أسهم شركة التأمين كليا من الضريبة على الدخل والضريبة على أرباح الشركات إلى غاية 31 ديسمبر 2013، وتمت العملية تحت إشراف الوسيط المالي القرض الشعبي الجزائري⁽⁴⁾.

ويتباين عدد الأسهم المكتتب فيها من طرف الأشخاص الطبيعيين عبر مختلف ولايات الوطن، إذ تظهر ولاية الجزائر في المرتبة الأولى بعدد من الأسهم قدر 771200 سهم، أما المرتبة الثانية، فاحتلتها وهران بعدد 115433 سهم معلنة عن تفاوت قدره 655767 سهم، ثم تلتها في المرتبة الثالثة تلمسان بعدد من الأسهم قدره 102911 سهم، وتتالت فيما بعد باقي الولايات بحصص مختلفة تراوحت ما بين 98788 إلى 142 سهم⁽⁵⁾، ويؤكد هذا التباين من جديد تناقص الثقافة البورصية لدى الأشخاص كلما تم الابتعاد عن العاصمة .

⁽¹⁾ :Marché primaire , Analyse de l'opv egh .el aurassi, Sgbv, 1997, P 05 .

⁽²⁾ : Idem ,P05.

⁽³⁾ : www.fxnewstoday.ae , consulté le 06/12/2011 .

⁽⁴⁾ : www.sgbv.dz , consulté le 06/12/2011 .

⁽⁵⁾ : www.cosob.org , consulté le 06/12/2011.

الفرع الثاني : سندات الشركات المقيدة في البورصة

تعتبر سوق السندات مصدرا مهما لتمويل المشاريع كآلية بديلة للخرزينة و للبنوك العمومية. فزيادة على الجانب غير التضخمي لتمويل المشاريع، فان المتعاملين مصدري القروض السندية يستفيدون من تكلفتها المنخفضة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى إضافة للوفورات الضريبية التي يمكن تحقيقها على اعتبار ان الأعباء المالية تخصم من النتيجة قبل احتساب الضريبة، هذا ما دفع ببعض المؤسسات الجزائرية للدخول إلى السوق المالية بطرح القروض السندية المبينة أدناه:

1-سند الخطوط الجوية الجزائرية

شركة الطيران الوطنية للجزائر شركة ذات أسهم برأسمالية إجماعي يقدر بقيمة 43000.000.000.00 دج، يقع مقرها الرئيسي بالجزائر العاصمة، وتعد إحدى شركات الطيران الكبرى في أفريقيا، تحمل سنويا أكثر من 3.5 مليون مسافر. يتكون أسطولها أساسا من طائرات بوينغ وايرباص منها 17 طائرة بوينغ 737، 5 طائرات بوينغ 737 - 600 و 10 طائرات بوينغ 737 - 800، وحدد رقم أعمالها بقيمة 58.1 مليار دج سنة 2009 بزيادة قدرها 7 % مقارنة بسنة 2008 و ربح صافي قدره 4 مليار دج .⁽¹⁾

وفي هذا الإطار ولتوسيع النشاط، قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية باللجوء للسوق المالية لتغطية احتياجاتها التمويلية. ومن هذا المنطلق، منحت اللجنة تأشيرة على المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف الشركة بتاريخ 02 نوفمبر 2004 والمتعلق بقرض سندي بمبلغ 14.18 مليار دج بسعر فائدة اسمي سنوي تصاعدي مدته ستة سنوات، وقدر السعر الاسمي للسند بقيمة 10000 دج وحدد تاريخ الاستحقاق يوم 01 ديسمبر 2010، وقد تم تسويق الإصدار بمساعدة كل من BNA , BEA , CPA , BADR, BDL .⁽²⁾

2-سند سونلغاز

الشركة الوطنية للكهرباء والغاز(سونلغاز) هي شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي يقدر بقيمة 150.000.000.000 دج، أنشأت سنة 1969 استبدالاً للشركة السابقة للكهرباء والغاز في الجزائر والتي حضيت باحتكار مجال توزيع وبيع الغاز الطبيعي في الجزائر وكذلك بالنسبة لإنتاج وتوزيع واستيراد وتصدير الكهرباء. وفي سنة 2002، حولها المرسوم الرئاسي رقم 02-195 إلى شركة ذات أسهم تملكها الدولة كليا إذ أصبحت تسمى سونلغاز.⁽³⁾

وفي إطار سياسة التمويل الرامية إلى تلبية الحاجات لبرنامج واسع من الاستثمارات في إنتاج الكهرباء ونقلها، أصبح مجمع سونلغاز مصدرا منتظما في سوق السندات بطرحه قرضا بتاريخ 22 ماي 2005 للجمهور العريض بمبلغ 15 مليار دج بسعر فائدة سنوية تصاعدية مدته ست سنوات. وبتاريخ 01

⁽¹⁾ :Marché primaire, Analyse de l'opv egh .el aurassi , Op-cit, 1997, P 05 .

⁽²⁾ : www.algerieclearing.dz, consulté le 15/01/2012 .

⁽³⁾ : www.sgbv.dz, Op-cit, consulté le 06/12/2011 .

جوان، 2008، منحت اللجنة تأشيرة على المذكورة الإعلامية الثانية المسلمة من طرف المجمع والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ 30 مليار دج بسعر فائدة سنوي تصاعدي مدته ست سنوات.⁽¹⁾

3- سند اتصالات الجزائر

اتصالات الجزائر مؤسسة عمومية ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر بقيمة 150.000.000.000 دج، تنشط في سوق خدمات الاتصالات السلكية واللاسلكية بالجزائر أنشئت بتاريخ 01 مارس 2001 بقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة.⁽²⁾

وفي إطار تعزيز وتنويع نشاطاتها، قامت اتصالات الجزائر بوضع خطة محكمة من أجل إضافة فروع مختصة لها تسير التطورات الحاصلة في مجال الاتصالات السلكية واللاسلكية أين تم إضافة فرع مختص في الهاتف النقال وفرع آخر مختص في الاتصالات الفضائية مما أدى إلى تحولها إلى مجمع يسير فروعها المتمثلة فيما يلي:⁽³⁾

- اتصالات الجزائر للهاتف النقال "موبليس" مؤسسة ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر بقيمة 100.000.000 دج مختصة في الهاتف النقال .
- اتصالات الجزائر الفضائية "ATS" مؤسسة ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر بقيمة 100.000.000 دج مختصة في شبكة الساتل.

وفي هذا الإطار ولتوسيع النشاط قامت مؤسسة اتصالات الجزائر باللجوء للسوق المالية لتغطية احتياجاتها المالية بمساعدة البنك الوطني الجزائري "BNA". ومن هذا المنطلق، منحت اللجنة تأشيرة على المذكورة الإعلامية المسلمة من طرف المؤسسة بتاريخ 17 أكتوبر 2006 والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ 25 مليار دج بسعر فائدة اسمي تصاعدي مدته خمس سنوات، وقدر السعر الاسمي للسند بقيمة 10000 دج، وحدد تاريخ الاستحقاق بتاريخ 17 أكتوبر 2011.⁽⁴⁾

4- سند دحلي

مؤسسة دحلي هي مؤسسة ذات أسهم يعود تاريخ إنشاؤها إلى 9 أكتوبر 1996 بعد إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية المشتركة "سحلي" التي أنشأت في 24 ماي 1988 بين "LEX-ONAFEX" و"DAEWOO"، مؤسسة دحلي امتلكت في سبتمبر 2001 من طرف مؤسسة التأمين وإعادة التأمين الخاصة بالاشتراك مع أربعة مؤسسات وشخصين، لتصبح اليوم مؤسسة جزائرية برأسمال اجتماعي يقدر بقيمة 20882040000.00 دج تنشط في القطاع السياحي خاصة الفنادق. من بين مشاريع مؤسسة دحلي مجمع "الجزائر المدينة" مجمع حضري يتربع على 75 هكتار مشيد باهى هندسة معمارية يعطي

⁽¹⁾ :www.algerieclearing.dz, Op-cit, consulté le 15/01/2012.

⁽²⁾ :www.sgbv.dz, Op-cit, consulté le 06/12/2011.

⁽³⁾ :www.Algerietelecom.dz, consulté le 06/12/2011 .

⁽⁴⁾ :www.algerieclearing.dz, Op-cit, consulté le 15/01/2012 .

للجهة الشرقية للعاصمة واجهة للسياحة والاستحمام والترقية يتضمن حضيرة، مسبح، مرافق مائية، شقق فندقية وميناء ترفيهي،⁽¹⁾ وبتاريخ 11 جانفي 2009 ومواجهة الاحتياجات المالية للمشروع، قررت الشركة الدخول للسوق المالية بقرض سندي قدره 8.3 مليار دج مدته سبع سنوات، محاط بضمانات فعلية تتكون من رهن عقاري بفندق الهلتون وبرج مركز أعمال الجزائر بقيمة من الدرجة الثانية تغطي 176% من القيمة الاسمية للإصدار. وتضاف إلى هذه الضمانات، نسب الفائدة المرفقة للسندات على مدى السنوات السبع الجديدة بالاهتمام تتراوح نسبتها من 4% للسنة الأولى إلى 6.75% للعام السابع والأخير. هذا وحددت القيمة الاسمية للسند بقيمة 10000 دج، وتم تسويق الإصدار بواسطة نقابة مكونة من البنوك الآتية: CNEP , CPA , BNA, BEA, BADR , BDL .⁽²⁾

الفرع الثالث : السندات المماثلة للخزينة

الخزينة العمومية هي وحدة مالية مكلفة بتنفيذ ميزانية الدولة، فهي تقوم بجمع الإيرادات وضح المصروفات. وفي حالة ما إذا قامت الدولة بوضع خطط تنموية طموحة، سترتب على ذلك عجز في الموازنة يتطلب إما لجوء الخزينة العمومية للبنك المركزي لطلب تسيقات ذو آثار تضخمية، أو اللجوء للسوق المالية بطرح سندات مماثلة للحكومة للاكتتاب العام لتعبئة الادخارات المكتترة لدى الأفراد وتوجيهها لسد العجز لتنشيط سوق السندات في السوق المالية. وفي هذا الإطار، تم طرح 22 سند بقيم اسمية مختلفة وبمعدلات فائدة جديدة بالاهتمام ولفترات تتراوح بين خمس إلى خمسة عشرة سنة، وهذا ما يوضحه الجدول رقم (16) أدناه .

جدول رقم (16): الخطوط المسجلة (السندات الحكومية) .

رقم البورصة	سعر الإدماج	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق	القيمة	القسيمة
0100613	112.32	2003-06-18	2013-06-19	3945	5.75
0100114	108.44	2004-01-07	2014-01-08	5000	5
0100615	104.56	2005-06-24	2015-06-24	10500	4.5
0100516	103.96	2006-05-25	2016-05-25	13000	4.5
0100117	104.25	2007-01-17	2017-01-18	16201	4.5
0100318	113.64	2008-03-12	2018-03-14	1999	4.5
0100219	100.19	2009-02-18	2019-02-20	28900	3.5
0100320	109.68	2010-03-17	2020-03-18	14999	3.5

⁽¹⁾ : www.djazair.com, consulté le 06/12/2010 .

⁽²⁾ : www.algerieclearing.dz, Op-cit, consulté le 15/01/2012 .

3.5	5000	2021-05-05	2011-05-04	11.56	0100521
5	27000	2021-07-12	2006-07-12	105.59	0150721
5	16000	2022-01-17	2007-01-17	105.32	0150122
5	6000	2023-01-16	2008-01-16	110.66	0120123
3.75	1000	2023-12-11	2008-12-11	121.75	0151223
3.75	15000	2024-03-18	2009-03-18	106.86	0150324
3.75	19900	2025-04-07	2010-04-07	109.60	0150425
3.75	5000	2026-06-01	2011-06-05	115.62	0150626
4	9500	2013-02-24	2006-02-22	104.03	0070217
4	10260	2014-01-26	2007-01-24	103.15	0070114
4	6000	2015-01-04	2008-01-02	104.44	0070115
3	27000	2016-01-24	2009-01-21	107.82	0070116
3	15000	2017-03-05	2010-03-03	108.24	0070317
3	5000	2018-04-08	2011-04-06	106.82	0070418

المصدر: .: www.sgbv.dz, [Op-cit](#), consulté le 06/12/2011

المطلب الثاني : خصائص البورصة الجزائرية

تتعدد المعايير المعتمدة لتقييم البورصة واقتصرت الدراسة على بعض منها، تدرج من خلالها البورصة الجزائرية بهدف تقييم أدائها .

الفرع الأول : الرسمة البورصية

الرسمة البورصية هي مجموع جداءات أسعار الأسهم بعدد الأسهم المكونة لرأس المال، ويشار لها بالعلاقة التالية :

$$\text{الرسمة البورصية} = (\text{سعر السهم} \times \text{عدد أسهم الأصل}) .$$

حيث : n عدد الأسهم .

إن أهم ما يجلب الانتباه في البورصات العربية هو صغر رسمتها، إذ قدرت هذه الأخيرة سنة 2011 مثلا بأعداد متفاوتة من بلد لآخر، حجزت الصدارة للبورصة السعودية بقيمة 33879141 مليون دولار، ثم تلتها بورصة الدوحة بقيمة 12843921 مليون دولار ثم تالتت البورصات العربية الأخرى بقيم تتراوح بين 10092795 مليون دولار و 152970 مليون دولار، أما البورصة الجزائرية فاحتلت المرتبة الأخيرة بقيمة

136.00 مليون دولار (أنظر الجدول رقم 17). ويرجع ذلك لحداثة نشأتها إذ تعد سنة 1999 سنة الانطلاق الفعلية للبورصة الجزائرية.

جدول رقم (17): الرسملة البورصية لعدد من الأسواق المالية العربية سنة 2011.

البورصات	البحرين	الكويت	مسقط	تونس	السعودية	مصر	الجزائر
القيمة السوقية مليون \$	1651332	10092795	6443524	964779	33879141	4867923	136.00

المصدر : www.amf.org.ae, consulté le 03/01/2012

وتم بعد ذلك إدخال فندق الأوراسي للتسعيرة في الفصل الأول لسنة 2000 مسجلا بذلك ارتفاعا في الرسملة البورصية لبورصة الجزائر بما نسبته 14% لتبلغ بذلك قيمة 291,24 مليون دولار. كان هذا أمر يدعو للتفاؤل لم يدم طويلا، إذ أن الانخفاض المستمر لأسعار الثلاثة أنواع للأسهم المكونة للتسعيرة من جهة وعدم إدراج أوراق مالية جديدة للتسعيرة من جهة أخرى، ساهمت في انخفاض بنسبة 48,38% من الرسملة البورصية سنة 2004. وبخروج مؤسسة الرياض سطيف من البورصة الجزائرية قدرت الرسملة البورصية بقيمة 97.00 مليون دولار سنة 2007 لترتفع مجددا نهاية سنة 2010 لتقدر بقيمة 136.00 مليون دولار، نتيجة دخول شركة أليانس للتأمين للبورصة، وهذا ما يوضحه الجدول رقم (18) أدناه .

جدول رقم (18): تطور رسملة بورصة الجزائر

الوحدة : مليون \$

الرسملة	2007	2008	2009	2010	2011
الجزائر	97.00	92.00	91.00	106.00	136.00

المصدر : www.sgbv.dz, Op-cit, consulté le 06/12/2011

الفرع الثاني : حجم التداول وعدد الشركات المدرجة

يعبر كل من حجم التداول وعدد الشركات المسجلة في البورصة عن حركة البورصة، ويدل ارتفاع حجم التداول عن حركة وسيولة الأصول المالية .

1- حجم التداول

إن أهم ما يجلب الانتباه هو صغر حجم التداول بالدول العربية مقارنة بالدول المتقدمة، إذ قدرت هذه الأخيرة سنة 2011 بقيمة متفاوتة من بلد لآخر، حيث حجزت الصدارة للبورصة السعودية بقيمة 11296213 مليون دولار، ثم تلتها البورصة المصرية بقيمة 5439868 مليون دولار معلنة عن تفاوت قدره 5856345 مليون دولار ثم تالتت البورصات العربية الأخرى بقيم تتراوح بين 1290463 مليون دولار و9940 مليون دولار. أما البورصة الجزائرية، فاحتلت المرتبة الأخيرة بقيمة 321222985 مليون دينار جزائري، ويرجع ذلك لقلّة عدد الشركات المدرجة بها ⁽¹⁾.

وما يجلب الانتباه في هذا المقام، هو تذبذب حجم التداول ببورصة الجزائر من سنة إلى أخرى تماشيا مع أسعار الأوراق المالية المتداولة، وهذا ما يوضحه الجدول رقم (19) أدناه .

جدول رقم (19) : حجم التداول في البورصة الجزائرية .

الوحدة : مليون دج

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
حجم التداول دج	149391910	960417115	1218511505	896650625	670069575	321222985

المصدر : www.sgbv.dz, Op-cit, consulté le 06/12/2011

2- عدد الشركات المدرجة في البورصة

يوضح مؤشر عدد الشركات المسجلة مدى اتساع حجم السوق، وبالرغم من أن أغلب أسواق رؤوس الأموال في الدول العربية تتميز بالصغر نظرا لكون عدد الشركات المسجلة فيها قليلة، إلا أنها تختلف من بلد لآخر إذ تحتل الأردن المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات المدرجة تليها الكويت، ثم مصر فالسعودية على التوالي. وما يجلب الانتباه في هذا المقام، هو تزايد عدد الشركات المدرجة خلال الفترة 2007-2011 في أغلب الدول العربية المبينة في الجدول رقم(20). ويرجع ذلك أساسا إلى سياسات الإصلاح الاقتصادي

⁽¹⁾ : www.amf.org.ae, Op-cit, consulté le 03/01/2012.

المنتهجة في هذه الدول. أما البورصة الجزائرية، فتحتل المرتبة الأخيرة بعدد قدره 5 شركات سنة 2007 بخروج شركة الرياض سطيف من البورصة ودخول كل من شركة الخطوط الجوية الجزائرية، مؤسسة سونلغاز ومؤسسة اتصالات الجزائر بطرح قروض سنديّة وبيع متفاوطة، وفي سنتي 2009-2010 أصبح عدد الشركات المدرجة 7 بدخول مؤسستي دحلي وأليانس للتأمين على التوالي. أما سنة 2011، فتعد تاريخ استحقاق قرضي شركة سونلغاز واتصالات الجزائر ليقصر عدد الشركات المدرجة بالبورصة على 5 شركات فقط. وهذا ما جعل البورصة الجزائرية تفتقر للكفاءة التقنية لعدم إمكانية التنويع وحال دون إمكانية دراسة تشتت الرسملة البورصية .

جدول رقم (20): عدد الشركات المدرجة في عدد من الأسواق المالية العربية .

البلد / السنة	2007	2008	2009	2010	2011
أبو ظبي	64	65	67	64	67
عمان	245	262	272	277	247
البحرين	51	51	49	49	49
السعودية	111	126	135	146	150
الكويت	196	204	205	214	216
الدار البيضاء	73	77	73	75	76
الجزائر	5	5	6	7	5
تونس	51	50	52	56	57
دبي	55	65	67	65	62
الخرطوم	52	52	53	53	56
فلسطين	35	37	39	40	46
مسقط	125	122	120	119	130
قطر	40	43	44	43	42
بيروت	15	13	11	26	25
مصر	435	373	306	212	214

www.amf.org.ae, Op-cit, consulté le 03/01/2012.

الفرع الثالث : كفاءة السوق

لا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق على النحو الذي يسمح بتأدية الخدمات المطلوبة منها بصورة جيدة ومرضية ولن تحدث حيوية وحركة في المجتمع الذي أسست به إلا بتوافر جملة من الدعائم والشروط التي ينبغي أن تحقق هي الأخرى الكفاءة المطلوبة، وتمثل هذه المرتكزات أساسا في الجوانب المتعلقة بالكفاءة التنظيمية والتقنية والإعلامية .

وتتوفر البورصة الجزائرية على كفاءة تنظيمية عالية، إذ لها إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بها يحدد صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على إدارتها. فبموجب القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003، تم تنظيم مهنة الوساطة كما تم بموجبه تعيين الجهات الوصية على السوق وتحديد مهامها بما يضمن السير الحسن والفعال للبورصة .

أما فيما يتعلق بالكفاءة التقنية للسوق، فإنه يوجد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة واستبعدت العمليات الآجلة تجنبا لكل التباس أو تعقيد، وتحدد مدة إنهاء الصفقات دوليا كأقصى أجل بيوم+3 أيام بعد إجراء الصفقة. أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر هو يوم +30 يوم، وكان هذا بعيد عن كل طموح لذا تم إنشاء المؤتمن المركزي على السندات بغرض تقليص المدة وأصبح عمليا انطلاقا من جوان 2004 .

يتوقف اتخاذ أي قرار استثماري في الأوراق المالية على توفر معلومات مالية ومحاسبية تسمح باتخاذ القرار المناسب، من خلال إجراء عملية المقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة على ضوء النتائج المالية والمحاسبية. ومن جهة أخرى، تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد كفاءة الأسواق المالية، حيث أن أسعار الأوراق المالية المعروضة تعتبر انعكاسا للمعلومات المتداولة في السوق .

وبالنسبة إلى بورصة الجزائر، فإن النظام المعلوماتي المتاح لا يمكن المستثمر من الحصول على المعلومات اللازمة وبالنوعية المناسبة لإجراء تحليلاته. فينبغي عليه انتظار التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيمة في البورصة لكي يتسنى له الحصول على معلومات عامة وسطحية. كما أنه لا توجد هناك هيئات ومجالات متخصصة في ميدان المال والأعمال تعنى بتحليل هذه المعلومات المنشورة، الشيء الذي يزيد من تعقيد عملية اتخاذ القرار الاستثماري .

وكل ما سبق ذكره، يؤكد حقيقة مفادها أن البورصة تتوفر على كفاءة تنظيمية، وما ينقصها هي بعض مرتكزات الكفاءة التقنية والإعلامية .

ويعد دور البورصة الجزائرية في تمويل الاقتصاد دورا محتشما تبيانه يكون بمقارنة الرسملة بالناتج الداخلي الخام ممثلة بنسبة 6.84% وهي نسبة تشير إلى عدم وجود ثقافة بورصية متأصلة في سلوك المستثمرين بالجزائر، ولا يمكن تنمية هذه النسبة إلا بإدخال أصول مالية جديدة إلى البورصة وتنمية الثقافة البورصية لدى العامة .

المطلب الثالث : معوقات بورصة الجزائر وآفاقها

تواجه البورصة الجزائرية جملة من العوائق تحول دون تحقيق الأهداف المنوطة بها، بكونها تعمل في ظل محيط يحمل في طياته جملة من العوامل تكبح نشاطها، تستدعي الوقوف لإعطاء رؤية استشرافية كفيلة باستئصالها .

الفرع الأول : معوقات البورصة الجزائرية

و تمثلت أساسا فيما يلي :

1-المعوقات المتعلقة بالبورصة

تتمثل المعوقات المتعلقة بالبورصة فيما يلي :

1-1 عدم تنوع الأوراق المالية

يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة، إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية. والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر، ولا يتحمل بذلك المستثمر إلا المخاطر التي لا يمكن تفاديها .

أما البورصة الجزائرية، فهي حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه، وهو الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

2-1 عدم فعالية نظام المعلومات

يقوم الاقتصاد بالدرجة الأولى على طبيعة وتوفر مجموعة من المعلومات، تعد ضرورية بكونها تسمح للأعوان الاقتصاديين باتخاذ القرارات المناسبة فيما يخص اختيار المجال الأحسن، الأوقات المناسبة، التكنولوجيا الملائمة وغيرها من العوامل التي تسمح بتخفيض التكلفة ورفع المردودية. وما يعاب على هذه المعلومات احتمالها الخطأ، ويقصد بذلك تلك التي تقوم على أساس إشاعات عبر الشركة المعلوماتية غير الرسمية تشوه وتعرقل السير العادي للأسواق .

تعد أسواق الأوراق المالية أحد أنواع الأسواق التي يتطلب قيامها تواجد نظام معلوماتي فعال يضمن كفاءتها، إذ يمكن المتعاملين بها من التنبؤ بالتغيرات المستقبلية، تحديد الاستراتيجيات الكفأة للتوظيف، وكذا اتخاذ قرارات الشراء أو البيع حسب الوضعية مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس لحد ما القيمة الحقيقية لها .

ويتم الإشارة في هذا المقام إلى أن المعلومات التي تنشر الشؤون الداخلية للمنشآت المقيدة بالبورصة تلعب دورا هاما في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها، ففي ظل غياب هذه المعلومات يطالب صانع السوق بهامش ربح كبير بغرض حماية نفسه في مواجهة مستثمرين لديهم معلومات لا تتاح له . وما يجلب الانتباه في معظم البلدان النامية عموما وفي الجزائر خصوصا هو النقص الكبير على مستوى النظام المعلوماتي والذي لم يلعب بتاتا الدور المنوط له، إذ تقتصر المعلومات على التقارير السنوية التي تصدرها الشركات المقيدة بالبورصة، ويعد هذا غير كاف لاتخاذ قرارات استثمارية ناجحة، وما زاد الأمر سوءا هو نقص الوسائل الإعلامية كالجرائد والمجلات المتخصصة إضافة للبيروقراطية واحتكار المعلومات مما يجعل البورصة الجزائرية تفتقر للكفاءة الإعلامية .

2- معوقات تتعلق بالحيط

وتتمثل أساسا في عوائق سياسية، اقتصادية، اجتماعية، ثقافية ودينية .

1-2 معوقات المحيط السياسي

يشكل المحيط السياسي أحد أهم العوامل الضرورية الواجب توفرها لإنشاء فعالية وسيرورة بورصة الأوراق المالية، حيث يبحث المستثمر أو المتعامل في هذه السوق عادة على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار الأمني، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الانقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها . وعاشت الجزائر في عشرية التسعينيات مرحلة سياسية متدهورة نوعا ما تتميز بعدم الاستقرار الأمني، مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية التي تقرر إنشائها منذ سنة 1990، لكنها لم تبدأ إلا مؤخرا وبصفة غير فعالة. لهذا فعلى السلطات الجزائرية وبعد استدباب الأمن من جديد وبدأت الجزائر تسترجع مكائنها على الساحة الدولية، أن تنص بعض القوانين المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية في سوق رؤوس الأموال الجزائرية .

2-2 معوقات المحيط الاقتصادي

1-2-2 معدلات الفائدة

تعد أسعار الفائدة إحدى الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد حيث يستخدمها البنك المركزي في التأثير على عرض النقود. وتساهم أسعار الفائدة المرتفعة في تشجيع الادخار، إلا أنها في نفس الوقت تؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار. وبالتالي، فإن تحرك أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضاً يتحدد بناء على الحجم المطلوب من القروض مقارنة بحجم المعروض من المدخرات، وتميل أسعار الأسهم والسندات إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل. وما تجب ملاحظته، أن ارتفاع أسعار الفائدة يخفض من القيمة الحقيقية للأصول العينية، ومن ثم يؤدي إلى تخفيض الاستهلاك وزيادة الادخار لتعويض قيمة الأصول، كذلك يؤدي اتساع هامش أسعار الفائدة الراجع إلى تواضع مستوى الكفاءة في أداء خدمة الوساطة أو

احتكار الأقلية، إلى انخفاض العائد على الادخار وارتفاع تكلفة الاستثمار وبالتالي ينتج عن ذلك انخفاض في حجم كل من الادخار والاستثمار.

2-2-2 معدل التضخم

عند اتخاذ المستثمر لقراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ذلك بكون العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة .

ويرتبط التضخم ارتباطا وثيقا بنشاط وفعالية السوق المالية، إذ يؤثر ارتفاع معدل التضخم سلبيا على حجم العمليات البورصية، حيث يولي المتعامل الاقتصادي في مثل هذه الظروف اهتمامه الأكبر إلى التكاليف والأسعار الباهضة للسلع والخدمات ولن يفكر بتاتا في الادخار أو التوظيف في الأوراق المالية. ولقد شوه في بداية التسعينيات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية .

2-2-3 ضعف الثقافة التسييرية في المؤسسات الجزائرية

بالرغم من كونها المتدخل الأساسي في البورصة، إلا أن المؤسسات الجزائرية تطورت في محيط أين لم يكن لروح التسيير أو التسويق أية ضرورة للوجود. لهذا، فإن مسيري المؤسسات العمومية الجزائرية لم ينشغلوا يوما بالأخطار التي تهدد كيان المؤسسات مثل ما هو الحال بالنسبة للبلدان ذات الاقتصاديات المتقدمة، حيث كانت معظم المؤسسات الجزائرية تعمل في وضعية احتكار. وبالتالي، غياب أي شكل من أشكال المنافسة على مستوى السوق، مما أدى إلى خنق كل المبادرات التنافسية أو الإبداعية، أما فيما يخص القطاع الخاص فلم يشغل مكانة كبيرة على الساحة الاقتصادية. ونظرا لمستوى الطلب الذي كان يفوق وبشكل هائل مستوى العرض، فإن كل منتجات هذا القطاع كانت تصرف بصفة أوتوماتيكية وسهلة دون الاحتياج للجوء إلى تقنيات التسيير أو التسويق. وبالتالي، فإن النظام الاقتصادي والمالي الذي سارعت عليه الجزائر منذ استقلالها إلى نهاية الثمانينات وضع المؤسسات الجزائرية في محيط خال من كل الأخطار المتعلقة بالمنافسة، ضعف المردودية، الإفلاس أو التصفية.

وفي الوقت الحالي ورغم المعطيات الاقتصادية الجديدة، فإن القطاع العام لا يزال يهيمن على الساحة الاقتصادية بما يحمله من سلبيات ونقائص في التسيير وعدم الكفاءة، وتأخر في عمليات الخصخصة التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة نظرا لما تسببه من تسريح للعمال، أما المؤسسات الخاصة فأغلبيتها مكونة على شركات ذات المسؤولية المحدودة أو شركات تضامن، وهذا يتنافى مع قوانين البورصة التي تشترط أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة ذات أسهم إضافة إلى كونها مؤسسات صغيرة ومتوسطة .

2-2-4- الضغط الجبائي

ما يميز النظام الجبائي هو تعدد أنواع الضرائب من جهة، وارتفاع معدلات الإحضاع من جهة أخرى، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح. هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين. كل هذه الضرائب تقزم من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. وبالموازاة مع هذا، فإن النظام الجبائي يمنح مزايا جبائية في إطار تدعيم الاستثمارات أو دعم تشغيل الشباب. هذه المعاملة التفضيلية للشركات المنشأة حديثا على حساب الشركات القائمة من قبل يجعل الأفراد يعزفون عن الاستثمار في البدائل الاستثمارية الأخرى كالأوراق، وما يزيد في تعقيد الأمور هو وجود سوق موازية نشيطة لا تخضع لأي التزامات قانونية وجبائية .

3- معوقات المحيط الاجتماعي والثقافي

ويمكن إيجازها في النقاط التالية :

3-1- العامل التاريخي

مضى وقت منذ حصلت الجزائر على استقلالها، إلا أن آثار الاستعمار لازالت باقية ممثلة في النسب العالية للأمية رغم جهودات الدولة لاستئصال الظاهرة. وانتشار الأمية لا يؤهل المواطنين استيعاب وفهم ميكانيزمات سير البورصة والاستثمار فيها، كما أن النظام المصرفي الذي تبنته الجزائر عقب الاستقلال لم يعطي الانطباع الحسن في نفوس المواطنين من حيث انعدام الثقة والبيروقراطية. بالإضافة إلى، اعتماد النظام المصرفي على الخزينة العمومية في عمليات التمويل، هذه الأسباب لم تسمح بتنشيط قنوات تعبئة مدخرات الأفراد .

3-2- جهل الثقافة البورصية

انتهاج الجزائر للنظام الاشتراكي منذ الاستقلال أبعث التفكير في إنشاء السوق المالية بغرض تمويل الاقتصاد، إذ أوكلت مهمة تمويل كل الاستثمارات على عاتق الخزينة العمومية. مما جعل التفكير بإنشاء بورصة بالجزائر وجعلها على مستوى البورصات في الدول المتقدمة يواجه بالتأكيد الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور، وهذا راجع لانعدام الثقافة البورصية في أذهان غالبية الشعب الجزائري، مما يجعل العدد الأكبر منه يحجم على الاستثمار ما لديه من فوائض في الأوراق المالية، نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق، وما وجد من استثمارات إنما يقتصر على بعض المناطق بالجزائر، وهذا يدل على عدم فعالية النظام المعلوماتي في نشر الثقافة البورصية عبر الوطن .

3-3- العامل الديني

يعد التمويل عن طريق الأسواق المالية طريقة من طرق التمويل في المجتمعات الغربية، وإسقاطها على الدول العربية أسفر على نقائص دينية، ففي التوظيف في الأوراق المالية تعد الفوائد المحصلة من السندات بمثابة " الربا الحرام في الإسلام. لهذا، فإن الكثير من المتعاملين يحجمون على توظيف فوائضهم المالية في شراء

السندات، بينما يقبل هؤلاء على شراء الأسهم باعتبار عائدها الذي يتوقف على الأرباح المحققة من طرف الشركة عائدا لا يتعلق بالربا .

الفرع الثاني : الأبعاد الواجب اتخاذها لتطوير بورصة الجزائر

ما سبق ذكره من معوقات يرسم في الأذهان مقترحات يتم ذكرها فيما يستقبل :

1- احترام المبادئ

تمثل هذه المبادئ في القواعد الرئيسية التي تقوم على أساسها كفاءة أي سوق مالية وهي تنحصر أساسا في ثلاثة مبادئ يمكن تعريفها كمايلي:

1-1- مبدأ الشفافية (PRINCIPE DE TRANSPARENCE)

تأتي المعلومة قبل القرار وتكون عنصرا من القرار ويكون القرار حدثا يمنح معلومة جديدة، وقرار الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب معلومات محاسبية ومالية بغية معرفة الوضعية المالية للمؤسسة، وقد تتجاوزها لنوعية المؤسسة بغية معرفة سياستها في توزيع الأرباح، وفي هذا المقام يتضح دور البورصة في ترويج هذه المعلومات لدى كافة المستثمرين بالبورصة دون استثناء، وبهذا المفهوم يطمح لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، هدف وصول البورصة الجزائرية إليه ضمانه قيام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإجبار المؤسسات على نشر البيانات اللازمة وتقديم الشروحات الوافية، الدقيقة والواضحة الخاصة بمشاريع المؤسسة والتي تطلب التقييد في التسعيرة الرسمية للسوق المالية ونشرها في مجلات متخصصة،* (بالإضافة لتنظيم حصص تلفزيونية وإذاعية، وإدراج حصص تربوية بالمدارس الثانوية بهدف ترقية الثقافة البورصية، وتأكيدا في أذهان العامة كمؤسسة مالية أهل بالثقة .

1-2- مبدأ السيولة (PRINCIPE DE LIQUIDITE)

تتصف السوق المالية بالسيولة إذا أمكن لممتلكي الأوراق المالية لتحويل هذه الأخيرة إلى نقود جارية عند الحاجة بدون أي قيود، بأقل تكاليف وبأكبر سرعة ممكنة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى السماح للمستثمرين المحتملين باقتناء ما هم بحاجة إليه من أوراق في أي وقت وبأسعار معقولة، ويتحقق مبدأ السيولة من خلال توفر شروط يتم ذكرها فيما يلي :

- حرية الاستثمار .

- حرية حركة رؤوس الأموال .

- الاستقرار .

وبكون إدارة المؤسسة المصدرة للورقة تدرك لما لسهولة التسويق من تأثير مباشر على القيمة السوقية للورقة والقيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية وتأثير غير مباشر على تكلفة الأموال، فإنها تعمل على إتباع

(*): ففي الولايات المتحدة الأمريكية يوجد العديد من المجلات المتخصصة في مجال المال والأعمال أذكر منها: بارون، أخبار التجارة والمال ومجلة فورشن .

استراتيجيات من شأنها رفع سيولة الورقة كإستراتيجية الطرح العام لأسهم المؤسسة، تسجيل الورقة المصدرة، إصدار الأسهم بقيمة اسمية صغيرة، الأشكال القانونية محددة المسؤولية ونشر المعلومات عن شؤون المؤسسة .

1-3- مبدأ التوزيع المنتظم والكافي (PRINCIPLE D'ATOMICITE)

يقوم هذا المبدأ بشكل بسيط على ضرورة وجود عدد هائل من المتعاملين على مستويي السوق المالية (السوق الأولية والسوق الثانوية)، وذلك بهدف التوصل إلى مميزات السوق التنافسية الكفأة التي تتركز على مبدأ الفعالية الاقتصادية، توازن العلاقات والمعاملات وأخيرا حماية المستثمرين بها .

وتحقيق هذا المبدأ يقوم على أساس تحقق ثلاثة مبادئ فرعية تتمثل أساسا في :

- مبدأ وجود فرعين رئيسيين للسوق المالية هما السوق الأولية والسوق الثانوية .
- مبدأ تعددية المتعاملين بالسوق المالية، سواء بصفة عارضين أو بصفة طالبين لرؤوس الأموال الطويلة والمتوسطة الأجل. وتحقيق هذا المبدأ في البورصة الجزائرية يكون بتشجيع العرض عن طريق رفع عدد المؤسسات المدرجة في البورصة، خصوصية المؤسسات العمومية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا ما سيتم تبياناه بالتفصيل فيما يستقبل. أما فيما يخص تشجيع جانب الطلب فيتم اقتراح ما يلي :
- الاهتمام بتشجيع مؤسسات التوظيف الجماعي باعتبارها آلية هامة لتشجيع المدخرات من صغار المدخرين وتوظيفها في السوق المالية .

- تطهير المستثمرين المؤسساتيين كمؤسسات التأمين وهيئات الضمان الاجتماعي من أجل تنشيط السوق الثانوية وتحسين سيولة الاستثمار .

- تطوير الادخار الجماعي من خلال الصيغ البسيطة كمؤسسات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف. فالتسيير الجماعي يسمح بتخفيض المخاطرة وحصر آثار عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين وتقديم ضمانات لسيولة الاستثمار.

كما يمكن ترقية الطلب على الأوراق المالية من خلال منح مزايا جبائية على شكل إعفاء مؤقت للتوزيعات من الضرائب وانتقال ملكية الأوراق المالية، كما يتوجب ترسيخ ثقة المتعاملين بضمان إشراف ملائم للصفقات في البورصة يهدف لتفادي الممارسات غير الأخلاقية .

- مبدأ توزيع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة على مستوى السوق المالية، والذي تفتقر إليه البورصة الجزائرية. وإذا كان الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب توفر أوراق مالية تحقق أرباحا رأسمالية و/أو عوائد، فإنه يتعين على الهيئات العليا لإدارة البورصة أن تعمل على تحضير عدد هائل من الأدوات التي سوف يتم تداولها في هذه السوق. ويعد التعامل في المنتجات المالية التي تتمتع بنوع من الضمان وقلة المخاطرة كإصدار سندات شركة سوناطراك إضافة للأسهم العادية للمؤسسات الثلاث المدرجة فيما بعد كمرحلة أولى، أمر يدعو للتفاؤل. لكن لا يجب التوقف عند هذا الحد، بل يجب الامتداد إلى التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المرتبطة بمؤشر.

إضافة إلى هذا، يكون من الضروري التقييم الحسن للأدوات المالية من جهة وتحسين طرق تسعيرها وحماية المدخرين من جهة أخرى .

2- مقترحات بشأن المؤسسات الجزائرية

يقوم هذا المبدأ بشكل بسيط على ضرورة وجود عدد هائل من المتعاملين على مستوى السوق المالية (السوق الأولية والسوق الثانوية)، وذلك بهدف التوصل إلى مميزات السوق التنافسية الكفأة التي تتركز على محورين :

2-2- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (الخاصة)

يقدر إجمالي عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر سنة 1991 حوالي 33,382 مؤسسة، وتمثل ما نسبته 40 بالمائة من القيمة المضافة الوطنية، وتستخدم قرابة 1200000 موظف وهو ما يعني وقتذاك ما مقداره 30 بالمائة من السكان .

وباعتبار الجزائر واحدة من البلدان الطامحة للنمو فإنه يتعين عليها رفع عدد هذه المؤسسات بغية رفع القيمة المضافة، ومن ثمة الناتج المحلي الخام، وفي هذا الإطار يتم اقتراح البرنامج الموالي :

- إنشاء لجنة تتكون خصيصا من محللين ماليين ومسيرين بغرض متابعة المؤسسات وتقديم النصح والمشورة بما يضمن رفع المردودية من جهة، والاستمرار من جهة أخرى .
- انطلاق العملية يكون بقيام الجهاز المصرفي بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة عن طريق القروض بعد دراسة لجدوى المشاريع .
- تدخل اللجنة دوريا بانتقاء المؤسسات القادرة على الاستمرار والتوسع والتي تمتاز بالصحة التسييرية والمالية لإدراج قيمها المنقولة في البورصة، وذلك بغية رفع رأسمالها إلى ما يساوي أو يتجاوز مائة مليون دج، ويتم ذلك طبعاً بموافقة صاحب المؤسسة .
- تخفيض نسبة الضريبة على أرباح الشركات إلى 15% _ بالنسبة للشركات المقيدة أوراقها بالبورصة _ ويعد هذا تحفيزاً جائباً يهدف لجذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبورصة .
- استمرارية اللجنة لمعالجة الصحة المالية للمؤسسات المقيدة أوراقها في التسعيرة، ونشر كل المعلومات للمستثمرين في مجالات متخصصة، لما لذلك من حماية لهم ونشر للثقافة البورصية ودعماً للكفاءة الإعلامية للبورصة .

2-3- المؤسسات العمومية

يمكن لعملية التنازل باللجوء إلى سوق رؤوس الأموال الخاص بالأسهم أوقيم متداولة أخرى بالبورصة أن تكون عامل لترقية هذه السوق، إلا أن عملية الخصخصة باءت بالفشل بالنظر إلى العدد الكبير للعمال المسرحين من جهة والوضعية المالية والتسييرية السيئة لهذه المؤسسات من جهة أخرى .

ورغم كل ما سبق ذكره، فينصح بعملية الخوصصة خارج قطاع المحروقات، وذلك لما لها من دور في تنشيط البورصة وأن الخوصصة ليست مجرد تغيير الملكية من الحكومة إلى القطاع الخاص، بل هي قيام الملكية بدورها بمزيد من الكفاءة الاقتصادية. ويتم ذلك بتحقيق الاستفادة القصوى من الإمكانيات والأصول والخبرات المتاحة لدى الوحدات الاقتصادية المملوكة للدولة وتوجيهها لخدمة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتحقيق أعلى عائد اقتصادي ممكن من توظيف هذه الموارد المتاحة، ولنجاح هذه العملية بالجزائر، يجب الأخذ بما أكدته نتائج التجارب على أن ضمان فعالية تنمية القطاع الخاص وكفاءة عملية الخوصصة، يلزم تنسيق الجهود بين ثلاثة مستويات متميزة هي:

- **على مستوى السياسات** إذ يلزم الاضطلاع بأعمال لوضع سياسات وإجراءات لتكوين بيئة مساعدة تشجع تنمية القطاع الخاص والخوصصة، مع برامج تتناول مسائل هامة مثل التنمية البشرية المستدامة، وإقامة شبكات أمان اجتماعية لمساعدة العاملين الذين يفقدون عملهم نتيجة الخوصصة لإعدادهم لدخول سوق العمل من جديد .
- **على مستوى المؤسسات** إذ يلزم بذل جهود لضمان أن تكون المؤسسات القائمة والمؤسسات الجديدة قادرة على تقديم ما يكفي من الخدمات إلى المؤسسات المخوصصة، حسب الطلب أثناء وبعد إعادة هيكلة تلك المنشآت وخصصتها وتشمل تلك الخدمات خدمات الدعم التقنية والتكنولوجية والاقتصادية والمالية، التسويقية والتدريبية .
- **على مستوى المؤسسات المخوصصة** إذ يلزم بذل جهود لإعادة هيكلة المنشآت قبل خصصتها، ولمساعدتها على تنفيذ عملية الخوصصة بطريقة كفأة. ولمساعدتها على زيادة قدرتها على المنافسة لكي تستطيع دخول الأسواق العالمية، ولتصبح مؤسسات ناجحة في البيئة التنافسية العالمية .

خلاصة الفصل الخامس

كما سبق ذكره، يمكن استخلاص الآتي :

- شرعت الجزائر سنة 1988م في تنفيذ إصلاحات اقتصادية هيكلية، تضمنت إصدار القانون المتعلق بالنقد والقرض بغرض إصلاح المنظومة المصرفية، ومع هذا بقي التمويل دون مستوى إشباع الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصادية، ومن هنا بدت الحاجة الملحة لوجود بورصة بالجزائر والتي تم إنشاؤها على مراحل .
- يقدر عدد الشركات المسجلة ببورصة الجزائر بخمس شركات، ورغم محاولة السلطات الجزائرية بتحسين نشاطها وذلك بإدراج السندات المماثلة للحكومة إلا أنها تظل دون مستوى البورصات العربية والدولية .
- تتوفر البورصة الجزائرية على كفاءة تنظيمية لا بأس بها خاصة بعد أخذ القرار بإنشاء المؤتمن المركزي للسندات، وما يعيها افتقارها للكفاءة التقنية والإعلامية الأمر الذي استوقفنا لطرح بعض المقترحات .
- يعد دور البورصة الجزائرية في تمويل الاقتصاد دورا محتشما تبيانه يكون بمقارنة الرسملة بالنتائج الداخلي الخام (PIB) ممثلة بنسبة 6.84% وهي نسبة تشير إلى عدم وجود ثقافة بورصية متأصلة في سلوك المستثمرين ببلدنا، ولا يمكن تنمية هذه النسبة إلا بإدخال أصول مالية جديدة إلى البورصة وتنمية الثقافة البورصية لدى العامة .

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

تطلب الإمام بموضوع " دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم - دراسة حالة البورصة الجزائرية- " مناقشته في خمسة فصول، خصص الفصل الأول منه لإلقاء نظرة شاملة على الأسواق المالية، التي تعبر عن سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، إذ تم توضيح المكانة التي تحضى بها ضمن تلك الأسواق، كما تم التعرض لماهيتها، وظائفها والمتدخلين فيها، دون نسيان ذكر قواعد وإجراءات ضبط التعامل بها، وكذا المنتجات المالية باعتبارها السلعة الوحيدة المتداولة في تلك الأسواق، واستوقفت الجولة بعض المفاهيم الهامة كالسيولة، الكفاءة والمؤشرات البورصية، باعتبار أن الكفاءة أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار، ولا تقل السيولة عنها أهمية في تنشيطها لحركة السوق. أما المؤشرات البورصية، فأثبتت أهميتها من خلال مقدرتها على التنبؤ بالوضع الاقتصادية العامة. ثم تلى ذلك، فصل ثان كان موضوعه أسواق المال واقتصاديات الدول المتقدمة تم من خلاله التعريف بالدول المتقدمة مع الإشارة لخصائص الأسواق المالية فيها وعرض لبورصة نيويورك، لندن وطوكيو باعتبارهم من أهم البورصات في هذه الدول، ثم تم تخصيص جانب آخر من الموضوع للحديث عن ماهية الدول الناشئة والأسواق المالية فيها، محددات نموها الداخلية والخارجية، ونظرا لما لهذه الأسواق من خصائص تميزها عن الأسواق المتقدمة فقد تم تناولها من خلال معايير تقدم ونضج السوق، منافع ومخاطر الاستثمار فيها، ثم تم الإشارة إلى الآثار الإيجابية والسلبية للأسواق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة واستعراض بعض الأساليب المباشرة وغير المباشرة لمعالجة الآثار السلبية منها. ثم تلى ذلك، فصل رابع خصص للحديث عن تطور تمويل اقتصاديات دول العالم بأسواق المال، ثم استعراض الأزمات المالية في الأسواق المالية التي أكدت حدود التمويل باللاوساطة، وقادت لاستنتاج بعض الدروس المستفادة منها. وفي آخر الدراسة تم استقراء واقع البورصة الجزائرية واقتراح بعض التوصيات الكفيلة بضمان سيرورة البورصة وترقيتها .

النتائج العامة

- تمتاز الاقتصاديات الناشئة بمعدلات نمو مرتفعة وتضم الدول الصناعية الجديدة والدول التي تتطور في قطاعات أخرى غير الصناعية، ويطلق على الأسواق المالية المتواجد في هذه الدول لفظ الأسواق المالية الناشئة التي نمت نتيجة عوامل داخلية وأخرى خارجية ومازالت هذه الأسواق في حالة انعزال عن الاقتصاد العالمي، وتمتاز بعلاقات ارتباط ضعيفة بينها وبين الأسواق المتقدمة، مما يؤكد أهميتها في تنويع محفظة المستثمر الأجنبي لكنه يظل عرضة لمخاطر سعر الصرف الأمر الذي يستوقفه لاتخاذ إجراءات للحد منها .

- أوضحت أزمة المديونية للدول السائرة في طريق النمو في الثمانينيات حدود ارتفاع سعر القروض، حيث تحول النظام المالي الدولي من أزمة سيولة محددة بعدم القدرة على سداد خدمة الدين إلى مواجهة خطر أزمة ملاءة طويلة وعميقة، استدعى حلها تطبيق مخطط " باكر " سنة 1985، ثم خطة " بريدي " سنة 1989، والتي

كانت من بين تقنياتها تقنية تحويل الدين إلى أسهم مشاركة، مما أيد كثيرا مسعى صندوق النقد الدولي بإنشاء أسواق مالية في الدول الناشئة، إلا أن هذه الأسواق تعرضت لازمات مالية في التسعينيات وضعت حدودا للتمويل باللاوساطة المالية.

- يشير تعبير الدول المتقدمة إلى الدول التي تتمتع بتطور صناعي وتقني كبيرين أسهما في تحقيق معطيات اقتصادية جيدة، مكنت هذه الدول من توفير حياة ذات مستوى عالي لقسم كبير من مواطنيها وأن يعترف بهذا المستوى عالميا، وتتواجد في هذه الدول أسواق مالية متطورة، وإذا كانت تشترك مع الأسواق الناشئة في بعض النقاط، فإنها تختلف عنها في نقاط أخرى لما لكل منهما من خصائص تميزها، فالأسواق المالية بالدول المتقدمة تمتاز برسمة كبيرة، سيولة مرتفعة ودرجة تركيز كبيرة، وفي ظل زيادة التحرر المالي ظهر توجه هذه البورصات نحو الاتحاد. وفي هذا الإطار نجد " نايبي يورونكست"، هذا وتعرضت الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي الأخرى لأزمات مالية شككت في النظام المالي الدولي، وأكدت من جديد حدود تمويل الاقتصادات المتقدمة بأسواق المال .

- تتوفر البورصة الجزائرية على كفاءة تنظيمية لا بأس بها خاصة بعد أخذ القرار بإنشاء المؤتمن المركزي للسندات، والذي من المنتظر العمل به مؤخرا، وما يعيها افتقارها للكفاءة التقنية والإعلامية ويعد دورها في تمويل الاقتصاد دورا محتشما تبيانه يكون بمقارنة الرسملة بالناتج المحلي الخام ممثلة بنسبة 6.84%، وهي نسبة تشير إلى عدم وجود ثقافة بورصية متأصلة في سلوك المستثمرين بالجزائر، ولا يمكن تنمية هذه النسبة إلا بإدخال أصول مالية جديدة إلى البورصة وتنمية الثقافة البورصية لدى العامة .

نتائج اختبار الفرضيات

انطلاقا من الفرضيات التي وضعت في بداية الدراسة، تجلت نتائج اختبارها على النحو الموالي:

بالنسبة للفرضية الأولى، فقد تحققت، فأزمة الدين في الثمانينيات تعتبر السبب لإنشاء الأسواق المالية الناشئة. ففي السبعينيات واجهت البلدان النامية ضرورة تحديث الهياكل الأساسية لخدمة المشروعات العامة والخاصة الجديدة، ومع قلة الموارد التقليدية لتمويل الإنفاق العام، ومع تزايد عجز ميزان المدفوعات، فضلت أغلبيتها الإسراع بالتنمية عن طريق التمويل الخارجي (القروض الخارجية)، وكان هنالك وهم أن القروض سوف ترد بالدولار، وأن التضخم يخفض من قيمة الدولار، فكان الاعتقاد سائدا برد الديون بدولار رخيص غير أن ارتفاع أسعار الفائدة وارتفاع أسعار صرف الدولار، وإعادة جدولة الديون بأسعار فائدة أعلى قد عمل كله على زيادة حجم المديونية، مما جعل هذه البلدان تبحث عن وسائل لتمويل النشاط الاقتصادي فتدخل صندوق النقد الدولي واقترح إقامة أسواق مالية باعتبارها من أهم مصادر التمويل طويل الأجل، وتضمن أكبر قدر من فعالية تعبئة الادخار وتخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار، كما تمنح فرصة استبدال الديون بمساهمات رؤوس الأموال وبالتالي الانتقال من التمويل بالديون إلى التمويل بحصة رؤوس الأموال، وهذا ما يجعل المؤسسات المحلية أقل خضوعا لتقلبات أسعار الفائدة، كذلك بالنسبة للدول المتقدمة فارتفاع تكلفة

التمويل بالقروض أدى إلى التحول إلى التمويل باللاوساطة المالية إلا أن الأسواق المالية في أغلبية دول العالم تعرضت لأزمات مالية وضعت حدودا للتمويل باللاوساطة المالية .

بالنسبة للفرضية الثانية والقائلة بأن الأسواق المالية الناشئة تعتبر كطبقة أصول مستقلة بذاتها، مما يجعلها قبله لتدفقات رؤوس أموال أجنبية، فقد تحققت لكن ليس بالقدر المطلوب، فالمستثمر الأجنبي الذي يقرر دخول سوق مالية ناشئة ما بغرض الاستثمار يمكنه أن يتمتع بمزايا التنوع الدولي، والتي بفضلها يمكنه ليس فقط التخلص من المخاطر غير المنتظمة بل وأيضا الحد من المخاطر المنتظمة وذلك على الرغم من الخصائص غير الفريدة التي تتميز بها هذه الأسواق، أما السبب فيكمن في ضعف معامل الارتباط بين الأسواق الناشئة وأسواق الدول المتقدمة، غير انه من الإنصاف القول بأن المستثمر الأجنبي يكون عرضة لأنواع أخرى من المخاطر، يرجع ذلك إلى كون الاستثمار عادة ما يكون بعملة الدولة الأجنبية، في الوقت الذي يأمل فيه المستثمر أن يكون له حرية كاملة في تحويل استثماراته وما تولد عنها من أرباح إلى عملته المحلية، فضلا عن حرية في الخروج كلية من السوق الأجنبية إذا ما اقتضى الأمر، دون أن يتعرض لخسائر كبيرة من جراء ذلك مما يعني أن المستثمر في الأسواق المالية الناشئة عرضة للمخاطر السياسية ومخاطر سعر الصرف، بالإضافة لمخاطر التسويق ومخاطر نقص المعلومات، فمنافع الأسواق الناشئة يجب أن توازن في مقابل التكاليف والمخاطر من تلك الأسواق، كما أن الدور الذي تلعبه في مجال الاستثمار في أسواق المال العالمية يعتبر دورا رئيسيا فقط بكونها لم تصل بعد إلى مرحلة التكامل التام مع السوق العالمية .

بالنسبة للفرضية الثالثة، فلم تتحقق إذ تعرضت الأسواق المالية بالدول المتقدمة لأزمة الرهن العقاري سنة 2008 التي انفجرت على نطاق واسع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وامتدت آثارها إلى الكثير من الدول الناشئة وشككت في النظام الرأسمالي، فجميع المؤيدين لهذا النظام على اختلاف مدارسهم واتجاهاتهم ومنذ تشكله يرون أن السوق وجهاز الثمن فضلا عن القطاع الخاص تمثل أسس النظام الرأسمالي الذي يقوم على عدم تدخل الدولة فحرية العرض والطلب وإطلاق فاعلية جهاز الثمن كفيلة بأن تحقق أفضل النتائج للنشاط الاقتصادي إلا أن الولايات المتحدة الأمريكية ودول الغرب لم يجدوا مخرجاً من الأزمة العالمية الراهنة إلا بزيادة تدخل الدولة في النشاط المالي والاقتصادي، ومن العجيب أيضا أن الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا قررتا وقف التعامل بالمشتقات المالية لدورها الواضح في حدوث الأزمة، كما أن الدفاع عن تحرير حركة رؤوس الأموال إنما يصدر عن المنطلقات الإيديولوجية للفكر النيوليبرالي بزعماء صندوق النقد الدولي، إلا انه لا يوجد أساس علمي للدفع في اتجاه تحرير المعاملات الرأسمالية.

بالنسبة للفرضية الرابعة والقائلة أن الجزائر عملت على النهوض بالبورصة الجزائرية وجعلها بديل أساسي لضمان عدم حاجة اقتصادها للتمويل، إلا أن السوق المالية الجزائرية ظلت تلعب دورا محتشما في تمويل اقتصادها، فقد تحققت هي الأخرى، فبالرغم من الجهود المبذولة والتي مهدت لإنشاء البورصة الجزائرية سنة 1999 إلا أن دورها في تمويل الاقتصاد يعد دورا محتشما، تبيانها يكون بمقارنة الرسملة بالنتائج المحلي الخام ممثلة

بنسبة 6.84%، وهي نسبة تشير إلى عدم وجود ثقافة بورصية متأصلة في سلوك المستثمرين بالجزائر، ويقدر عدد الشركات المسجلة بها بخمس شركات وتتميز بقلّة حجم التداول دلالة على نقص السيولة، وكل ما سبق ذكره يؤكد حقيقة مفادها أنه على الرغم من أن البورصة تتوفر على كفاءة تنظيمية لا بأس بها إلا أنها تفتقر إلى بعض مرتكزات الكفاءة التقنية والإعلامية .

الاقتراحات والتوصيات

تتمثل أهم الاقتراحات والتوصيات فيما يلي :

- تموج الأسواق المالية الدولية بتطورات جذرية وعميقة ومتلاحقة سواء في الأدوات المالية أو المؤسسات المالية والمصرفية، ويجب على الأسواق الناشئة اللحاق بهذه التطورات حتى يمكنها المنافسة في المستقبل، إذ يوجد بعض المعايير التي يمكن تطبيقها، والتي من أهمها إتباع قواعد المحاسبة وفقا للمعايير الدولية والقواعد الدولية مع تبسيط إجراءات تسجيل الشركات الجديدة، وتحسين النظام القانوني بما يكفل ضمان تنفيذ التعاقدات .

- ألفت الأزمات المالية المختلفة كالأزمة المكسيكية والآسيوية والبرازيلية الضوء على أهمية النظام المالي المرن و الشفاف، وأوضحت أن البلدان الناشئة تحتاج إلى تأهيل القطاع المالي والمصرفي قبل تحرير حساب رأس المال، فالتحرير مهم ولكن يجب أن يتم على مراحل متعددة، وهو ما يعني ضرورة الاحتفاظ ببعض سلطات الرقابة على تدفقات رأس المال خلال مرحلة الانتقال .

- تدفقات رؤوس الأموال غير المستقرة ليست غريبة على الأسواق الناشئة، لذلك من الضروري إنشاء مؤسسات وسياسات لتواجه وتقلل من المخاطر المرتبطة بها، مع ضرورة بحث فرض القيود المؤقتة على أنواع معينة من التدفقات، ويعد نجاح دولة الشيلي في فرض أنواع معينة من القيود على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وتشجيع طويلة الأجل مثالا طيبا على هذا النوع من الإجراءات .

- يحتاج النظام المالي العالمي الحالي إلى إعادة بناء لكي يتواءم مع التطورات الحديثة التي طرأت على المؤسسات والآليات والممارسات المالية في ظل العولمة التي أخذت تهدد النظام المالي العالمي في أساسياته، وتندر بأزمة شاملة وعميقة لمحمل الاقتصاد العالمي على النحو الذي حدث في أزمة الرهن العقاري والتي رافقها اعترافا متزايدا بان القواعد التنظيمية المالية الحالية ليست على مستوى تحديات العولمة، إذ يكون من الضروري إنشاء مؤسسات دولية جديدة لتدير النظام المالي العالمي بدلا من تلك المؤسسات القائمة الآن، فصندوق النقد الدولي يعتبر مثل البنك المركزي في أي دولة، إلا أن أمواله ليست كافية لمواجهة أزمات حقيقية عند بعض الدول كما أن التمثيل في هذه المؤسسات الدولية للغني والفقير والمتوسط غير موجود، الأمر الذي يجعل من الضروري إعادة النظر في الإطار المؤسسي الذي يحكم العالم .

-أكدت أزمة الرهن العقاري عدم صلاحية الفكر الرأسمالي القائم على حرية السوق وعدم تدخل الدولة، وأن الوسيلة لعلاج هذه الأزمة المالية، كما هو حادث فعلا، تستند إلى ضرورة تدخل الدولة لتنظيم وضبط السوق بهدف زيادة فاعلية السوق القائم على أساس من المنافسة والشفافية، وتشجيع القطاع الخاص الملتزم بقوانين الدولة وأهدافها الاجتماعية، وتأكيد توزيع العائد بين عناصر الإنتاج المختلفة بما يحقق العدالة الاجتماعية بمعناها الواسع، كما أن الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا قررتا وقف التعامل بالمشتقات المالية لدورها الواضح في حدوث الأزمة وكل هذا يزكي الفكر الاقتصادي الإسلامي .

آفاق البحث

بما أن هذه الدراسة لم تلم بأي حال من الأحوال بكل زوايا الموضوع، فإنه يمكن أن تكون الجوانب التي لم يتم التعرض إليها في هذه الرسالة مواضيع للدراسة والبحث مستقبلا، يتم ذكرها فيما يلي :

- أسفر التمويل عن طريق الأسواق المالية عن حدود تمثلت في تعرض هذه الأسواق لأزمات مالية، فما بديل التمويل باللاوساطة المالية ؟

- ما أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية الناشئة ؟

- المنطق أن العرض والطلب يعتبران أساس تحديد السعر في سوق رشيدة (كفاءة)، وفي ظل افتقار الأسواق المالية الناشئة عموما لهذه الصفة، فهل يكون بذلك ضرورة لتدخل الدولة لضبط حركة السوق ؟

وفي الأخير، أملنا أن نكون قد وفقنا إلى حد ما في معالجة هذا الموضوع بما يخدم أغراضه وأهدافه وما توفيقنا إلا بالله رب العالمين .

قائمة المراجع

أولا- المراجع باللغة العربية

1- الكتب

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2004.
- ألكسندر ديفيدسون، المضاربة في البورصة، دار الفاروق، القاهرة، 2006 .
- أندراوس عاطف ولیم، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- أندراوس عاطف ولیم، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 .
- البساط هشام، الأسواق المالية الدولية، دار المسيرة، عمان، 2000.
- بوزيدي عبد المجيد، تسعينات الاقتصاد الجزائري، موقم، الجزائر، 1995.
- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- جودة صالح السيد، بورصة الأوراق المالية، علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- حماد طارق عبد العال ، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 .
- حماد طارق عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- حميدات محمود، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1996 .
- الحناوي محمد صالح ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- الحناوي محمد صالح ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2007.
- حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2007.
- حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2007.
- حنفي عبد الغفار، البورصات، أسهم، سندات، صناديق استثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000.
- حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- خراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2002 .
- خلف حسن فليح، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2006.
- دادى عدون ناصر، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998 .
- الزبيدي محمود حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الثانية، 2004 .
- زلوم عبد الحي، نذر العولمة، دار الفارس، عمان، الطبعة الأولى، 1999 .
- زويل محمود أمين ، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، 2003.
- السعد عبد اللطيف أحمد ، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 .
- السعيد هالة حلمي ، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، العدد 58، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 1999.
- السعيد هالة حلمي، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية، العدد 62، بنك الكويت الصناعي، 2000 .
- سلطان إبراهيم وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002 .

- السيسى صلاح الدين حسن ، الأسواق المالية، دار الفكر العربي، الإسكندرية، 2009.
- السيسى صلاح الدين حسن ، بورصات الأوراق المالية، دار غربية، مصر، 2003.
- السيسى صلاح الدين حسن ، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غربية، الإسكندرية، 2003 .
- الشحات أحمد يوسف، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، دار النيل، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2005 .
- الشرفاوي عبد الحكيم مصطفى ، العولمة المالية وإمكانية التحكم، دار الفكر الجامعي، لإسكندرية، 2005.
- شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة للطباعة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1993.
- شهاب مجدي محمود، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1998 .
- الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، عمان، 2008.
- صخري عمر، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1991.
- صقر عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، قطر، 2003.
- طه مصطفى كمال ، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.
- عبد البر عبد الحميد صديق، النقود والبنوك وأسواق المال الدولية، كلية التجارة الاسماعيلية، 1999 .
- عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- عبد السلام عبد الفتاح والحناوي محمد صالح، المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتهما في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- فلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2008 .
- قرياقص رسمية وحنفي عبد الغفار، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- قرياقص رسمية وحنفي عبد الغفار، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- القرشي محمد صالح، المالية الدولية، دار المسيرة، عمان، 2000.
- كويل بران، نظرة عامة على الأسواق المالية، ترجمة دار الفاروق، القاهرة، الطبعة الثانية، 2007.
- مبارك عبد النعيم و يونس محمود، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- مجيد ضياء، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003 .
- مجيد ضياء، العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- محمد عبد العزيز سمير، التأجير التمويلي ومدخله المالية، الدار الجامعية، 2000 .
- ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003.
- موسى شقير نوري وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، عمان، 2009.
- ناقة أحمد أبو الفتوح ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
- النجار فريد، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- النجار فريد، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- النعيمي عدنان نايف، الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007.
- الهندي منير إبراهيم ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2006 .
- الهندي منير إبراهيم ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2006.

- الهندي منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
- الهندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2006 .
- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الإسكندرية، 2009.

2-المقالات

- إيهاب الشلي، دور الأسواق المالية وصندوق النقد الدولي في تكوين أزمة آسيا المالية، أخبار النفط والصناعة، السنة الثلاثون، العدد 341، فبراير 1999 .
- بوراس أحمد، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 17، جوان 2002 .
- تيموني لين، الأزمة المالية الآسيوية ما الذي تعلمناه منها، التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 3، سبتمبر 1999.
- ج جاري وآخرون، إدارة التمويل العالمي والمخاطر، التمويل والتنمية، ديسمبر 1999 .
- دادوش آوي وبراهميهات ميلان، توقع انعكاس تدفقات رأس المال، التمويل والتنمية، ديسمبر 1995 .
- دونالدج وآخرون، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، التمويل والتنمية، ديسمبر 1998 .
- رزق عادل، إلقاء الضوء على التمويل العقاري والتوريق، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد 16، العقد الثاني، 2008 .
- روجر نورد، أوروبا الوسطى والشرقية والبناء المالي الجديد، التمويل والتنمية، سبتمبر 2000 .
- زعبلاوي عصام، تكامل السوق المالي الدولي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 10، عدد 1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2002 .
- زغلول خالد سعد، العولمة والأسواق المالية الناشئة، مجلة الحقوق، العدد 1، الكويت 2002 .
- زكي رمزي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة الدراسات اقتصادية، العدد لثاني، 2000 .
- كونجا اينو تولو، الخروج بسلام من العاصفة، التمويل والتنمية، ديسمبر، 2002 .
- كيلر كريستيان، روزنبرج كريستوف، روبيني نورييل، وبراد سيستر، أهمية بيانات الميزانية في تحاشي الأزمات، التمويل والتنمية، ديسمبر 2002 .
- ليورث جابريل ونيسند جيتز، التغلب على الأزمات وتوفيق أوضاع القطاع، التمويل والتنمية، يونيه 2001.
- مارتينز غليسو أورتيز، ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 6، جوان 1998 .
- مجلة الاقتصاد والأعمال، الصدمة الإيجابية، عدد خاص بالجزائر، نوفمبر 1999.
- ملدر كريستيان، تحديد مكانم التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2002.
- هيلبرز بول وآخرون، مؤشرات الحيلة الكلية أدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، التمويل والتنمية، سبتمبر 2004 .
- بييريس أود وآخرون، ضرورة استقلال جهات التنظيم المالي، التمويل والتنمية، ديسمبر 2002 .

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية

1-الكتب

- BALLE. P, La bourse mythe et réalité, Hatier édition, Paris, 2ème édition, 2000.
- BENISSAD. H, L`ajustement structurel: l`expérience du maghrèb, Opu, Alger , 1999 .
- BRYJAK GEORGE ,Sociology:cultural diversity in a changing wold, Paris, 2000 .
- CASALIS GEORGES et autres, Second marché, Dunod, Paris, 2000.
- CEPIL.P L`économie mondial, Edition la découverte, Paris, 1999.
- CONSO. P, La gestion Financière de l`entreprise, Dunod, 7ème, édition, tome 2,2000.
- DANIELS JOHN, International business: environnements and opérations ,Prentice Hall, Paris, 2007.
- DELAHAYE FLORENCE, Finance d`entreprise, Dunod, Paris, 2007.
- DEPALLENS. J,JOBARD. P, Gestion Financière de l`entreprise, Dalloz, Paris ,12ème édition ,2003.
- Encyclopedie, Delmas, Paris, 14ème, édition, 2000.
- FRENOIS GAUX JEAN, Economie monétaire et financière et théorie d`institution politique, Economica, Paris ,2000.
- FABER ANDRE, finance:l`issentièl de la finance de marchè et de la finance d`entreprise, Pearson, Paris, 2008.
- GRIMBERT. D et AUTRE , Les marchés émèrgents, Paris, Septembre, 1995 .
- HERRVE – HUTIN , Toute la finance d`entreprise en pratique, édition d`organisation , Paris ,2ème-édition,2006.
- JACQUILLAT.B,SOLNIK.B, Marchés financières. gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris , 3ème édition, 2009.
- JAFFEUX CORRYNNE, Bourse et Financement des entreprise, Dalloz, Paris, ème édition, 2000.
- LAWRENCE GITMAN et AUTRES, Invèstissement et marchés financiers, Pearson Education, Paris, 9ème, édition, 2008.
- LOWIS EMERY JEAN et BOURETZ EMMANUELLE ,Autorité des marchés financiers et comission bancaire,pouvoirs de sanction et recours, Pearson Education, Paris, 2008.
- MICHEL JEAN, Finance d`entreprise et finance de marché, Hermas Publication, Paris, 2007.
- MISHKIN FRIDERIC et AUTRES, Monnaie, banque et marchés financiers, Peason Education,PARIS 7ème édition ,2004.
- OLIVIER.P, La bourse ses mécanismes,gérer son portefeuille, réussir ses placements-
- TeCHEMENI. E, Marchés émèrgents, in Y-SIMON, ency clopedie des marchés financiers, Economica, Paris, 1997 .
- VERNIMMEN. P, Finance d`entreprise, Dalloz, Paris, 4ème, édition ,2005.
- VIZZAVONA PATRICE , Gestion financière, Atool , Paris , 9ème édition, 2004.

2-المقالات

- Crise financière international, Technique financières et développement, n 53 décembre 1998 .
- ARMAND GROLIER ,Le retour de la taxe tobin ? , In problème économique n 2595, 16décembre, 1998.
- Bulletin de la COSOB N 1 , 1998 .
- C.O.S.B , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d`alger , collection guides plus,1996 .
- Crise russe , In économie internationale , n 76 , 1998 .
- L`actuel , Introduction du groupe saidal a la bourse des valeurs d`alger ,N 323, Juin 1998 .

- LENGLET FRANCOIS , Les crise russe et chinoise , In problèmes économiques n2585, 30septembre1998.
- LICCAL , La lettre d'information , La chambre algérienne de commerce et d'industrie, décembre 2001, n 132 .
- MACKEL FREDERIC , Les grandes crises des années quatre-vingt-dix , In problèmes économiques, n2669 ;juin2000. .
- Marché primaire ,Analyse de l'opv egh-el-aurassi , Sgbv , 1997 .
- Marché primaire ,Emprunt obligation sonatrach , S.g.b.v , 1997.
- Marché primaire ,Evolution trimestrielle de la capitalisation boursière , 2004
- Marché primaire ,Analyse de l'opv , Groupe saidal , Sgbv , 1997 .
- Marché primaire ,Ape Eriad – Setif , S.g.b.v, 1997 .
- Mécanisme de mise en place du Marché financier , Media Bank , n 12 , juillet 1994 .
- Mise en place du Marché financière-Midia Bank n 30, juillet1997.
- S.G.B.V , Guide pratique de l'introduction en bourse , Enep , Rouiba – Alger .
- Samir Dégaichia, l'iccal, Mars 2002, n132.
- SGBV, Transactions, 2004 .
- SGBV,La négociation en bourse , Publication n 03 , décembre 1998 .
- Société de gestion de la bourse des valeurs , Ouverture de la bourse , S.g.b.v, Publication n 02 , 1998 .
- STANLEY FISHER , La crise financière , état des lieux , In problèmes économiques , n 2595 , 16 décembre 1998.
- WATERS , BACKER. G et COGGAN.P , Au péril des crises vers la crise mondiale ,In problèmes économiques, n2584, 30septembre1998.

ثالثا : رسائل ومذكرات ماجستير

1- رسائل دكتوراه

- براق محمد، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، الجزء 1 و2، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999-2000 .
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
- زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

2- مذكرات ماجستير

- زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في عمليات البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001 .
- سبابو كهينة، ترابط الأسواق المالية وانعكاساتها على بلدان العالم الثالث، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001.
- قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب بالبليدة، 2005 .

- كسري مسعود، تطور المؤسسات العمومية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، 1999 .

رابعا : التقارير والندوات

1- التقارير والندوات باللغة العربية

- بن عبد الفتاح دحمان، البورصة كآلية تمويل في برامج الإصلاح الاقتصادي بالجزائر، الملتقى الوطني الثاني، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، جامعة أدرار، 24-24 أبريل 2007.

- تقرير منظمة الصحة العالمية، لسنة 2009 .

www.who.int/countries/deu/ar/index.html, consulté le 16/05/2010

- روبرت ريكويرو، تراكم رأس المال ونمو والتغير الهيكلي، تقرير التجارة والتنمية، الأمم المتحدة، 2003.

http://www.un.org/arabic/documents/gadocs/56/a_56_15.pdf.

- روبرت ريكويرو، الاتجاهات والآفاق العالمية البنية المالية، تقرير التجارة والتنمية، الأمم المتحدة، 2001.

- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الأزمات المالية، الأسباب والمؤشرات، ماي 1998.

- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الاضطرابات المالية والاقتصاد العالمي، آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 1998 .

- صندوق النقد الدولي، التحول إلى اقتصاد السوق، واشنطن، 1998 .

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، من عام 2000- إلى عام 2010.

<http://www.arabmonetaryfund.org/ar/jerep/2010>

-صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، الربع الأول والربع الثاني والربع الثالث والربع الرابع، من عام 2006 إلى عام 2010.

www.amf.org.ae.

- عدلي قندح، الأزمة المالية العالمية (أبرز خطط الإنقاذ المالي)، النشرة المصرفية العربية، 2009.

- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، إشكالية إصلاح المنظومة المصرفية، الدورة العامة 16، نوفمبر 2000 .

- مداخلات مختارة من الندوة، الأزمة المالية العالمية، ندوة غير منشورة، جمعية الاقتصاد السياسي، نوفمبر 2009.

- المنظمة العربية للتنمية الإدارية، تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2005.

- تقارير باللغة الأجنبية :

- Rapport de COSOB 2007.

- Rapport de COSOB 2008.

- Rapport de COSOB 2009.

- Rapport de COSOB 2010.

- Rapport world economic and financial swveys , international capital markets developpement prospects and polley , 1995 .

- SHANTAY ANAN-DEVARAJAN et autres , World Bank Economists `forum , the world Bank , Washington , volume 1, 1999.

- Pèrspectives de l'économie mondiale et estimations des sèrvices du FMI in Bulltin du FMI, volume 26n°31, Du 14 iuillet,2005 .

2- مراجع أخرى

أعداد من جريدة الخبر .

- 1997-12-30 - لمين ل - سوناترا ك تطرح 115 ألف سند للاكتتاب ابتداء من جانفي، جريدة المساء، الثلاثاء
 - منشورات شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، أوامر البورصة، 1996 .
 - منشورات شركة إدارة بورصة القيم، الأوراق المالية المسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، 1996 .
 - منشورات شركة إدارة بورصة القيم، خطواتك الأولى في البورصة، 1996 .
 خامسا : نصوص تشريعية

- القانون رقم 08-93 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993 .
 - القانون رقم 10-93 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .
 - القانون رقم 04-03 ، الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003 .
 سادسا : مواقع إلكترونية

- fr.wikipedia.org/wiki/pays_développées , consulté le 05/01/2011.
 - pays_émèrgents:pays_développées,www.rabac.com/demo/reinter/annmnd/paysemer.htm,
 consulté le 10/08/2010.
 - fr.wikipedia.org/wiki/pays_développées, consulté le 12/02/2011.
 - www.europeanequities.nyx.com, consulté le 03/05/2011.
 - fr.wikipedia.org/wiki/pays_développées/l'éducation_et_la_santé, consulté le 02/09/2010 .
 - www.europa.eu, consulté le 14/02/2011 .
 - fr.wikipedia.org/wiki/pays_développées, consulté le 29/09/2010 .
 - www.europa.eu, consulté le 11/04/2012.
 - www.insee.fr , consulté le 04/03/2012 .
 - www.arabic.peopledaily.com.cn, consulté le 09/03/2012.
 - www.onefd.edu.dz, consulté le 06/01/2012.
 - fr.wikipedia.org/wiki/pays_développées, consulté le 15/01/2012.
 - World federation of Exchanges , www.world-exchanges.org, consulté le 06/04/2011:
 - [oecd_economic_outlook –sources and methods, www.oecd.org/eco/sources-and – methods](http://oecd_economic_outlook_sources_and_methods), consulté le 15/03/2011
 - W.F.E.statistics_definitions.mht, consulté le 02/05/2010 .
 - fr.wikipedia.org/wiki/pays_émèrgents, consulté le 15/06/2010 .
 - JACQUES DE LAROSIERE, les pays:chance&défis www.asmp.fr, consulté le 05/10/2009. ,
 - www.fxnewstoday.ae , consulté le 06/12/2011 .
 - www.sgbv.dz, consulté le 06/12/2011.
 - www.cosob.org, consulté le 06/12/2011.
 - www.algerieclearing.dz, consulté le 15/01/2012 .
 - www.Algeriatelecom.dz, consulté le 06/12/2011 .
 - www.djazairiss.com, consulté le 06/12/2010 .

- www.amf.org.ae, consulté le 03/01/2012 .
- SCHRODERS,marchés Emèrgents mondiaux, [www.sicavonline.fr/index.ctim=m actu § ida=60911](http://www.sicavonline.fr/index.ctim=m%20actu%20ida=60911),consulté le05/10/2009
- FRIDIRIC LORINI,les marchés émèrgents,[www.morningstar.fr/news/analysis.asp?ArticleID +48908&validfrom](http://www.morningstar.fr/news/analysis.asp?ArticleID+48908&validfrom) , consulté le09/06/2008.
- les marchés émèrgents ont le vent en poupe ,www.latribune.fr/impression, consulté le 09/06/2008.
- BILL BOUNZ,les marchés Emèrgents,solution,[www.boursorama/forum/message/phtml?file =371815428&page_forum=1](http://www.boursorama/forum/message/phtml?file=371815428&page_forum=1),consulté le 09/06/2008.