

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الجزائر 3  
كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

## الاستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في فرع نقود ومالية  
قسم العلوم الاقتصادية

لجنة المناقشة:

أ.د/علي عبد الله ..... رئيسا  
أ.د/كسرى مسعود ..... مقرا  
أ.د/مراد زايد ..... عضوا  
د/عثمان لخلف ..... عضوا  
أ/نعيمة أوقاسين ..... عضوا

من إعداد:

الباحثة/ لعجالي زكية

السنة الدراسية 2010/2009

# فهرس المحتويات

الصفحة

العنوان

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

المقدمة

أ

2

**الفصل الأول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية**

3

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

3

المطلب الأول: تعريف السوق المالية

4

المطلب الثاني: الدور الإقتصادي للأسواق المالية

6

المطلب الثالث: وظائف سوق رأس المال

9

المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالية والمتعاملون فيه

9

المطلب الأول: أقسام سوق الأوراق المالية

16

المطلب الثاني: المتعاملون في السوق المالية

23

المطلب الثالث: الوسطاء والتقنيون في السوق

26

المبحث الثالث: كفاءة السوق المالية، المفهوم والأنواع، شروطها

26

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية

28

المطلب الثاني: أنواع الكفاءة

34

المطلب الثالث: صيغ كفاءة السوق

35

**خلاصة الفصل الأول**

37

**الفصل الثاني: الإستثمار في الأوراق المالية**

38

المبحث الأول: تعاريف ومفاهيم مختلفة للإستثمار

38

المطلب الأول: تعريف الإستثمار

38

المطلب الثاني: المفاهيم المختلفة للإستثمار

40

المطلب الثالث: أشكال وأنواع الإستثمار

44

المبحث الثاني: الإستثمار المالي، تعريفه، أدواته

44

المطلب الأول: مفهوم الإستثمار المالي ومزاياه

46

المطلب الثاني: مجالات الإستثمار المالي

67

المطلب الثالث: تقييم السندات والأسهم

# تابع فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
79	المبحث الثالث: تكوين المحفظة
79	المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية
81	المطلب الثاني: فرضيات وإدارة محفظة الأوراق المالية
83	المطلب الثالث: عائد ومخاطرة محفظة الأوراق المالية
88	خلاصة الفصل الثاني
90	الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق
91	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة
91	المطلب الأول: تعريف السوق المالية الناشئة
97	المطلب الثاني: مراحل تطور الأسواق الناشئة ومحددات نموها
103	المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة
111	المطلب الرابع: مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التوزيع الدولي
114	المبحث الثاني: التحرر المالي
115	المطلب الأول: التحرر المالي وعلاقته بالعمولة
118	المطلب الثاني: العوامل المساعدة على التحرر المالي
120	المطلب الثالث: مخاطر التحرر المالي
127	المبحث الثالث: اندماج الأسواق المالية
127	المطلب الأول: تعريف الاندماج المالي
134	المطلب الثاني: الاندماج التجاري والمالي للأسواق
137	المطلب الثالث: العوامل المساعدة على اندماج الأسواق المالية
139	المطلب الرابع: العمولة المالية والاندماج المالي
140	خلاصة الفصل الثالث
142	الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما
143	المبحث الأول: السوق المالية في الجزائر
143	المطلب الأول: إنشاء بورصة الجزائر
14	المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر
155	المطلب الثالث: أسباب وظروف إنشاء السوق المالية في الجزائر

# تابع فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
167	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في الدول العربية
168	المطلب الأول: واقع البورصات العربية
174	المطلب الثاني: أهم البورصات العربية
189	المطلب الثالث: المشاكل المواجهة لأسواق المال العربية
191	المطلب الرابع: أسواق المال العربية مقارنة بأسواق المال الدولية
195	المبحث الثالث: الأسواق المالية الأثر تقدما
196	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الأمريكية
199	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الفرنسية والبريطانية
203	المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الألمانية واليابانية
208	خلاصة الفصل الرابع
209	الخاتمة
213	قائمة المراجع

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
92	قائمة الأسواق المالية الناشئة	(1، III)
111	تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة 1997-1990	(2، III)
139	نسبة المعاملات الدولية في الأسهم والسندات بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1997-1995	(3، III)
160	عرض لقيمة أسهم صناديق المساهمة لسنة 1990	(1، IV)
162	جدول توضيحي لنتائج العرض العمومي لبيع 20% من رأس المال الاجتماعي لمجمع "صيدال"	(2، IV)
170	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-1994	(3، IV)
170	تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-1999	(4، IV)
	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2001-2000	(5، IV)
194	القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحل الخام في بورصة الجزائر 1999-2003	(6، IV)

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	مكونات سوق رأس المال	(1، I)
84	التوزيع الاحتمالي لعائد الاستثمار	(1، II)
135	مؤشر الاندماج التجاري والمالي في البلدان العربية وبلدان نامية 1995-1999	(1، III)
154	مخطط عام لسير بورصة الجزائر	(1، IV)
195	مقارنة نسبة رأس مال السوق في الدول العربية لعام 2003	(2، IV)



# المقدمة

ان اهتمام العالم بأكمله كدول وأفراد بالتنمية الاقتصادية التي تعد من أكثر الميادين تطورا و تغييرا بصفة عامة و الجزائر بصفة خاصة ؛ وباعتبار ما يشهده العالم من مستجدات، فإنه من الضروري على الجزائر أن تواكب هذه التطورات كغيرها من دول العالم بما يناسب استراتيجيتها التنموية الحالية، خاصة وأنا نعيش في ظل نظام اقتصاد السوق الذي يهدف إلى ايجاد أساليب جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والنمو، فهي تشكل أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، إذ أنها تلعب دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، وبهذا تفتح للأفراد فرص متعددة لاستثمار مدخراتهم، كما تتيح للمؤسسات مصادر متنوعة من الأسهم والسندات، وغيرها من الأوراق المالية للحصول على ما تحتاجه من أموال.

ويمتاز الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بميزة لا نجدها في مجالات الاستثمار الأخرى، تتمثل في القدرة على تقليل المخاطر فيها، وهذا من خلال تكوين محفظة استثمارية قائمة على مبدأ التنوع، كما تحرص هذه الأسواق على توفير المعلومات للمستثمرين فيها حتى تكون مصدر ثقة، فالمعلومة تعتبر الأساس الذي يعتمد عليه المستثمر أو المحلل قصد اتخاذ قرار استثماري رشيد، فاختيار نوع الورقة المالية، عددها، قرار البيع أو الشراء في وقت محدد هي كلها أمور يحددها التحليل وتجنب المستثمر تكبد الخسائر.

## 1- الإشكالية:

فبعدما كانت أغلب الدول تعتمد على الأساليب التقليدية للتمويل والمتمثلة في إيراداتها الناتجة عن التمويل البنكي والتمويل الذاتي، حيث كان المستثمرون يعتمدون على مدخراتهم وما يمكن الحصول عليه من قروض في تمويل مشاريعهم الاستثمارية؛ حتى ظهر مجال جديد للتمويل والمتمثل في التمويل المباشر أي سوق الأوراق المالية؛ ويعتبر الاستثمار في هذا النوع محركا فعالا لتمويل مختلف المشاريع التنموية.

وبينما أصبح الاستثمار في الأوراق المالية يحتل مكانة ومركزا حيويا في معظم الدول مما يجلبه من عدد للأفراد؛ إذ يعتبر كوسيلة لتجميع رؤوس الأموال وكذا مضاعفتها؛ وتشغيلها أيضا. وفي خضم كل هذا وما يحدث من تغيرات في اقتصاديات العالم وتحركات لرؤوس الأموال يمكن طرح التساؤل التالي: كيف يمكن الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الجزائر باعتبارها من بين الأسواق الناشئة؟

وهذا ما يقودنا إلى طرح التساؤلات التالية:

- ماذا نقصد بالسوق المالية الناشئة؟ وماهو التحرر المالي وعلاقته بالعولمة؟ وكيف يمكن تعريف الاندماج المالي؟
  - ما هي شروط الاستثمار في سوق الأوراق المالية بصفة عامة وبالجزائر بصفة خاصة باعتبارها سوق ناشئة؟
- من هنا يمكننا الاعتماد على الفرضيات التالية:

## 2-فرضيات البحث:

من خلال تصورنا للموضوع حاولنا صياغة الفرضيات كالاتي:

- 1-تعد الأوراق المالية وسيلة للتداول في سوق الأوراق المالية ودافعا للإستثمار في هذا النوع؛
- 2-يعد الإستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر كسوق ناشئة محدودا وضعيفا مقارنة بالدول المتقدمة؛

3- التخوف من الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر مثبطا لدفع عجلة التنمية وتوسيع انتشار هذا النوع من الاستثمار.

### 3- أسباب اختيار البحث:

تم تقسيم هذه الأسباب إلى صفتين:

#### أ- الأسباب الذاتية:

- وهي أسباب نابعة مت ميلنا الخاص لمعالجة هذا الموضوع؛
- الإهتمام بالجانب المالي يعتبر من اهتمام الدارس بالاقتصاد وبتفرع التسيير خاصة.

#### ب- الأسباب الموضوعية:

- إثراء المكتبة بموضوع مكمل لسابقه في نفس المجال؛
- الخروج قليلا من التخصص ألا وهو إدارة الأعمال يؤدي حتما إلى الإلمام بكل الجوانب المالية والتسييرية.

### 4- أهداف البحث:

الهدف الرئيسي من تناول موضوع الاستثمار في الأوراق المالية هو الإلمام بكل جوانب الموضوع ودراسة المرحلة التي وصلت إليها سوق الجزائر للأوراق المالية على ضوء نظيراتها من الأسواق الناشئة.

### 5- منهجية البحث:

اعتمدنا في دراستنا لموضوع 'الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة سوق الأوراق المالية بالجزائر' على المنهج الوصفي فيما يتعلق بالجوانب النظرية ومنهج دراسة الحالة في الجوانب التطبيقية مع إدراج بعض الدراسات العالمية.

وتم تقسيم البحث إلى أربع فصول:

### **الفصل الأول: مفاهيم حول السوق المالية**

تناولنا فيه بعض التعاريف للسوق المالية وتقسيماتها، كفاءتها، أنواعها وشروط الاستثمار فيها؛

### **الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية**

حيث تم التطرق إلى تعريف لاستثمار عموماً، أشكال وأنواع الاستثمار، الاستثمار المالي تعريفه وأدواته ومجالاته؛

### **الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق**

حيث عرجنا على تعريف الأسواق المالية الناشئة ومكانتها ضمن التوزيع الدولي، ثم تناولنا التحرر المالي وعلاقته بالعولمة إلى أن وصلنا إلى الاندماج التجاري والمالي للأسواق؛

**أما الفصل الرابع:** فتم تخصيصه لبورصة الجزائر ونشأتها وإلى البورصات العالمية مثل بورصة أمريكا وبورصة اليابان وغيرها.

وتم ختم العمل بخاتمة مع بعض الاستنتاجات والاقتراحات.

# الفصل الأول

مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

بما أن الأسواق تختلف من حيث السلع التي تحتويها، اخترنا أن نخصص هذا الفصل إلى سوق برزت أهميتها كثيرا في عالم المال والأعمال هي سوق الأوراق المالية، حيث تدور في أذهاننا عدة تساؤلات عن مفهومها، وأشكالها ودورها الإقتصادي، أغلب هذه التساؤلات يمكن أن نجد لها إجابات من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية**

**المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالية والمتعاملون فيها**

**المبحث الثالث: كفاءة السوق المالية، المفهوم والأنواع، شروطها**

### المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

نحاول في هذا المبحث التعرض لأغلب جوانب السوق المالية معرجين على تعريفها، الدور الاقتصادي الذي يمكنها أن تؤديه، وأهم وظائفها، ويمكن توضيح كل هذا من خلال المطالب التالية:

- **المطلب الأول: تعريف السوق المالية**
- **المطلب الثاني: الدور الاقتصادي للأسواق المالية**
- **المطلب الثالث: وظائف سوق رأس المال**

### المطلب الأول: تعريف السوق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح.

وتسمى سوق الأوراق المالية في بعض الدول ( البورصة ) وهذه الكلمة مشتقة من اسم رجل يدعى ( فان دي بورص ) كان يعيش في مدينة بروج ببلجيكا في القرن السادس عشر ميلادي فقد كان من عادة هذا الرجل أن يجمع حوله في متجره فريقا من التجار، وقد نقش في أعلى متجره رمزا عبارة عن ثلاث صرر من النقود.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول التي تتبع سياسة الحرية الاقتصادية، أو التي تأخذ بنظام الاقتصاد المختلط حيث يؤدي كل من القطاعين العام والخاص دوره في النشاط الاقتصادي.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

وتبرز أهمية أسواق الأوراق المالية من أن الوحدات الاقتصادية أو الأفراد في مجتمع معين قد يتوافر لديهم فائض ويرغبون لذلك في استثماره بما يعود عليهم بالربح خلال تلك الفترة، ونظرا لأن أصحاب ذلك الفائض قد لا يكون لديهم الإلمام الكامل بالأوجه التي يمكن أن يستثمر فيها هذا الفائض، أو بالأساليب التي يستطيعون بواسطتها أن يؤمنوا حقهم في استرداد أموالهم ببسر ودون مخاطرة عند احتياجهم إليها.

لهذا كانت أهمية قيام أسواق الأوراق المالية لتوظيف مثل هذه الفوائض ولتشجيع الاستثمار في المشروعات المنتجة، حتى يستطيع كل من استثمر أمواله سواء في شكل أسهم أو سندات أن يستردها في وقت ودون عناء كبير.

### المطلب الثاني: الدور الاقتصادي للأسواق المالية

الدور الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية تجاه الاقتصاد الوطني يتمثل فيما يلي:

- 1- اجتذاب مدخرات الأفراد والمؤسسات وغيرها من مصادر تجميع الأموال.
- 2- نشر الوعي الادخاري لتعبئة الموارد المالية في المجتمع للمساهمة في إنشاء المشروعات الاقتصادية بهدف دفع عجلة النمو الاقتصادي.
- 3- تعد هذه الأسواق مجالا رحبا لاستثمار أموال الأفراد والمصارف التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار ونحوها، حيث تتيح للأفراد وأجهزة تجميع المدخرات فرصة التعامل في الأوراق المالية لتوظيف الفوائض المالية المتاحة لديهم في أصول تدر إيرادا مجزيا، كما تعود عليهم بزيادة في قيمة ممتلكاتهم إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الاستثمار.
- 4- بالإضافة إلى ذلك فإنها تؤدي دورا آخر لا يقل أهمية عن سابقه في تنشيط الاقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية الاقتصادية، وذلك بتشجيع قيام الشركات المساهمة ودعم مركزها المالي وتهيئة المناخ المناسب لاستقرارها وترشيد أسلوب عملها.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

وعندما تنظم سوق الأوراق المالية وتتسع دائرة التعامل فيها تصبح أكثر مرونة، ويسهل فيها تحويل الأموال المدخرة حديثا إلى أموال تستثمر في مشروعات قائمة أو في دور التكوين، كذلك يسهل تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.

ولذا فقد تركز الاهتمام في السنوات القليلة الماضية على تطوير وتنمية أسواق الأوراق المالية وذلك لدورها الفعال في تجميع وتوفير الأموال اللازمة للتنمية، فالتنمية الاقتصادية - كما هو معلوم - تتطلب تركيزا لرؤوس الأموال، لتمويل أوجه الإنفاق الحكومي المختلفة ولتمويل النمو الاقتصادي بوجه عام.

فالحاجة إلى التدفق المستمر للمدخرات لتمويل المشروعات الجديدة كانت سببا في قيام تلك الأسواق، خصوصا وأن النمو الاقتصادي يعتمد إلى حد كبير على قيام المشروعات ذات الحجم الكبير، والتي تتخذ شكل الشركات المساهمة بعد أن أصبح من المعتذر على فئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال تمويل تلك المشروعات وحبس أموالهم فيها مدة طويلة.

بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات جذابة وسليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما لا يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.

ويمكننا حصر بعض من آثار سوق الأوراق المالية ذات الكفاءة العالية فيما يلي:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى الجماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير رؤوس الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.

### المطلب الثالث: وظائف سوق رأس المال

تضطلع سوق رأس المال في ظل اقتصاد السوق بمهام حيوية ورئيسية، حيث تقدم مجموعة متنوعة من التقنيات والأدوات التي تعمل على تحقيق قدرا كبيرا من الفعالية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار، وعلى هذا الأساس تقوم السوق بدور مهم في تشجيع الاستثمار وتوفير التمويل اللازم لها بتكلفة منخفضة نسبيا.

ولتحقيق هذا، أسندت لسوق رأس المال مجموعة من الوظائف تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

#### 1- تعبئة المدخرات :

تقوم سوق رأس المال بوظيفة تعبئة المدخرات من الأدوات التي توفرها إلى المدخرين إلى جانب إتاحة فرص الربح، الأمر الذي يعمل على زيادة المدخرات، ويضاف إلى ذلك انخفاض المخاطر مما يجعل المدخر ينتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة، ومن ثم زيادة نمو الاستثمارات في الاقتصاد، وينعكس ذلك على ارتفاع النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة.

وتوفر سوق رأس المال آلية لخفض تكاليف المعاملات فيما يتعلق بتكلفة المعلومات والوسطاء، لأن نشاط سوق رأس المال يقوم على توفير المعلومات أمام جميع المتعاملين بتكلفة منخفضة نسبيا مما يوفر على المدخر والمستثمر عبئ تكاليف المعلومات، كما تنعكس قدرة سوق رأس المال في تعبئة المدخرات على تحسين تخصيص الموارد وانتعاش الإبداع والتطور التكنولوجي، فضلا عن تحويل المدخرات من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لتتيح لها الاتساع في الاستثمار.

<sup>1</sup>Gérard Marie Henry ; Les marchés financiers, Edition Nathan, Paris 1999, PP 13-15.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

### 2- زيادة الثروة:

تعمل سوق الأوراق المالية على القيام بدور مخزن للثروة، وذلك لان المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة.

وتتسم الأدوات المالية التي توفرها سوق رأس المال مثل السندات والأسهم بأنها لا تتعرض للاهتلاك، كما أنها تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بالثروة، ومن ثم فإن زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعنيان زيادة في الثروة في الاقتصاد، وبالتالي زيادة الاستثمار.

### 3- توفير السيولة:

من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة، وهي تعد ميزة كبيرة في أسواق رأس المال، وذلك لان التطور الاقتصادي جعل مفهوم النقود يرتبط بالودائع لدى البنوك وفي المقابل توفر الأدوات المالية لسوق رأس المال السيولة والعائد المرتفع في آن واحد، ويستفيد من السيولة كل من المدخر والمستثمر، مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع.

### 4- توفير التمويل للاستثمار:

تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار، من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع، ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل، كما أن المؤسسة غير ملزمة قانونا باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها، ولكن يقوم صاحب الورقة المالية لبيعها في سوق رأس المال لفرد آخر.

كما تتيح سوق رأس المال فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المؤسسة من خلال إصدارها أوراقا جديدة، ومن ناحية أخرى توفر سوق رأس المال زيادة قدرة المؤسسة على للاقتراض بصورة غير مباشرة عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المصدرة منها، وهذا مما يجعل وجود ثقة كبيرة في نشاط المؤسسة ويتيح أمامها فرصا للاقتراض والتوسع من أي مصدر آخر بخلاف سوق رأس المال.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

### 5- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر:

تقوم سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنوع التي توفرها، حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراق مالية لمختلف القطاعات أو المؤسسات، مما يعمل على تخفيض المخاطر، كما يكون التنوع على المؤسسة دولي وليس محلي فقط، مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر.

وفي المقابل تعكس الأسعار في سوق رأس المال المعلومات المتاحة على المؤسسات المتداولة وكلما تحسن نشاط ومستقبل المؤسسة ارتفاع سعر الأوراق المالية الخاصة بها، ومن ثم تعمل المؤسسة على تحسين وضعها للاستفادة من ارتفاع أسعار لأوراقها، الشيء الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من ناحية، وضع الثقة في تعاملاتها من ناحية أخرى، في أن انخفاض أسعار الأوراق المالية يعكس ضعف الثقة وارتفاع تكلفة التمويل، وهذا ما تسعى تجنبه المؤسسات العاملة في السوق.

وبهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعد بمثابة رقابة ومرشد للمديرين والمسيرين لتحسين أوضاع نشاطهم وتحسين مركزهم المالي، وهذا ما ينعكس إيجاباً في تحسين نمو الاستثمارات

### 6- تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ بها الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم أو الكساد وذلك من التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد وتقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة لتحريك سعر الفائدة، مما ينعكس على حركة الأسعار في سوق رأس المال، وذلك لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في سوق رأس المال، ومن ثم يمكن التأثير في زيادة نمو الاستثمارات.

### 7- تخصيص الموارد:

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

تقوم السوق في النظام الاقتصادي بمهمة تخصيص الموارد وإنتاج السلع والخدمات من خلال جهاز الأسعار، وتغيير الأسعار للأوراق المالية في سوق رأس المال يؤدي وظيفة تخصيص الموارد نحو الاستثمارات المختلفة، وتعمل سوق رأس المال من خلال مجموعة متنوعة من التقنيات والأدوات المالية على تحقيق قدر كبير من الفاعلية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار، وبالتالي توجه سوق رأس المال للاستثمارات نحو الأنشطة ذات المزايا النسبية. بالإضافة إلى ذلك، ارتفاع أسعار الأوراق المالية إلى ذلك إن ارتفاع أسعار الأوراق المالية في قطاع معين، يجعله مميزاً لتشجيع دخول مؤسسات جديدة ويترتب على ذلك زيادة المعروض من هذا النشاط، ومن خلال هذه الآلية تتجه الموارد نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة.

### المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالية والمتعاملون فيه

بعد اطلاعنا على ماهية السوق المالية، ودررها الاقتصادي، لا بأس أن نخصص هذا المبحث لتناول أهم الأقسام لسوق الأوراق المالية والمتعاملين فيها، وكيفية إدارتها، من خلال المطالب التالية:

- **المطلب الأول: أقسام سوق الأوراق المالية**
- **المطلب الثاني: المتعاملون في السوق المالية**
- **المطلب الثالث: الوسطاء والتقنيون في السوق**

#### المطلب الأول: أقسام سوق الأوراق المالية

حيث نجدها تنقسم إلى ما يلي:

##### 1- الأسواق الفورية أو الحاضرة:

وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى سوقين هما:

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

- السوق الأولية.

- السوق الثانوية.

### 1-1 السوق الأولية (سوق الإصدار):

وهي تلك السوق التي يتم تداول الأوراق المالية لأول مرة لهذا فإنها تسمى أيضا بسوق الأوراق الجديدة، حيث يتم فيها تجميع المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل وهي سوق مالية تنشئها مؤسسات مالية مختصة في الوساطة المالية تعرض فيها للجمهور أو المستثمرون أوراقا مالية تخص المؤسسات أو الحكومة والتي تصدرها لأول مرة، وقد يكون هذا الوسيط بنكا تجاريا أو بنك استثمار أو وسيطا ماليا يتعامل في الأوراق المالية لمؤسسة فردية أو شركة أشخاص، تأخذ شكل تضامن، وهذا الوسيط قد يكتتب في الورقة المالية ليعيد بيعها في سوق التداول بكميات صغيرة وعلى فترات ليحقق عدة عوائد<sup>2</sup>

وتعرف السوق الأولية بأنها: "تلك السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل.<sup>3</sup>

كما تعرف السوق الأولية بأنها: "السوق التي تنشئها مؤسسة متخصصة، لتعرض فيها للجمهور ولأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب مؤسسة أعمال أو جهة حكومية"<sup>4</sup> وبناء على ماسبق، يمكن الاستنتاج بأن السوق الأولية هي تلك السوق التي تم فيها إصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام لأول مرة وبصفة غير دورية من طرف الشركة التي ترغب في إنشاء أو زيادة رأس مالها، وحاصل بيع هذه الأوراق- الذي تتولى عملية بيعه مؤسسات أو هيئات تنشأ خصيصا لهذا الغرض - يتم استثماره في مشاريع حقيقية.

### 1-2- السوق الثانوية ( سوق التداول ):

(2) عبد الباسط وفاء محسن ، بورصة الاوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف التمويل للمشروعات من قطاع الاعمال إلى الملكية الخاصة؛ دار النهضة العربية بيروت ، 1996 ، ص:23  
(3) مصطفى رشدي شبيحة ، اقتصاديات النقود والمصارف المالية ، دار المعارف الجامعية ، القاهرة ، 1996 ، ص:510.  
(4) منير ابراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1999 ص : 3

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة من قبل، وهي تسمى باسم البورصة، كما تقسم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة.

### 1-2-1- تعريف السوق الثانوية:

تعرف السوق الثانوية بأنها "سوق ثابتة وتقوم باستمرار في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال وسماسرة محترفون ومختصون في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأسعار المتفق عليها من كل نوع".<sup>5</sup>

كما تعرف أيضا بأنها "تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفق قواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد، على الرغم من تشابه المبادئ العامة".<sup>6</sup> ومن خلال التعريفين السابقين يمكن القول بأن السوق الثانوية هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، حيث تتم عملية التداول بين المستثمرين عن طريق شركات في مجال الوساطة والسمسرة والمتاجرة بالأوراق المالية، ودون أن تتدخل الشركة المصدرة لها، على أن يكون تداول هذه الأوراق في مكان تحكمه قوانين كل بلد وفي زمن محدد.

### 1-2-2- تقسيمات السوق الثانوية:

تنقسم السوق الثانوية إلى سوقين هما:

- سوق منظمة؛

- سوق غير منظمة.

### 1-2-2-1- السوق المنظمة:

إضافة إلى وجود مكان محدد للسوق المنظمة، فإن هذه الأخيرة تتشكل من سوق منظمة مركزية وأخرى محلية.

(5) محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ، (دون دار نشر) ، الطبعة الاولى 1992 ص: 175  
(6) أحمد بوراس ، أسواق رؤوس الاموال ، مطبوعات جامعة منتوري ، قسنطينة 2002 ، ص: 74.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

### أ- تعريف السوق المنظمة:

تتميز السوق المنظمة بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو بالشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، وتدار بواسطة هيئات مكونة من أعضاء السوق.<sup>7</sup>

وتعرفالسوق المنظمة بأنها: "المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنتظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتعرف أيضا باسم البورصة".<sup>8</sup>

### ب-أقسام السوق المنظمة:

تأخذ السوق المنظمة شكلين هما:

- السوق المنظمة المركزية
- السوق المنظمة المحلية.

### ب-1- السوق المنظمة المركزية:

ويقصد بها البورصة المركزية، أي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، وبذلك فهي تتصف بالاتي:<sup>9</sup>

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.
- توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية.
- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد وإجراءات معينة.

### ب-2- السوق المنظمة المحلية:

ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة التي تهم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروضة والمتداولة في البورصات المركزية.<sup>10</sup>

---

(7) منير ابراهيم هندي مرجع سابق ، 1999 ، ص: 94  
(8) -محمد صالح الحناوي ، وجمال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دار الجامعية، مصر ، 2002 ، ص: 24  
(9) محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد ، مرجع سابق ، 2002، ص: 24  
(10) حفيظ عبد الحميد ، ادوات سوق الاوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية ، المركز الجامعي -تبسة -قسم العلوم التجارية ، سبتمبر 2004، ص:45.

### 1-2-2-2-السوق غير المنظمة:

قبل توضيح أقسام السوق غير المنظمة سيتم تبيان طبيعتها، وذلك على النحو الموالي:

#### أ- طبيعة السوق غير المنظمة:

تتعاملاًلأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصة) وخاصة السندات، ويقتصر عملها على أسهم شركات صغيرة أو محلية، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة. ففي هذه السوق يعتبر التاجر أو المتعامل بمثابة صانع سوق الأوراق المالية، ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض، وعادة ماتسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار والمتعاملين.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشترط على الذي يرغب في التعامل في السوق غير المنظمة أن يكون عضواً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، الذي يضع شروط العضوية ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات<sup>11</sup>، ويؤخذ عن الأسواق غير المنظمة أنه لاتوجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، والذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين الطلب والعرض.

#### ب- أقسام السوق غير المنظمة:

تتضمن السوق غير المنظمة في الولايات المتحدة الأمريكية أسواق فرعية أخرى هي السوق الثالثة والسوق الرابعة.

#### ب-1- السوق الثالثة:

وهي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، أما جمهور العملاء في هذه

<sup>11</sup> (11) منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق 1999، ص:106

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق التقاعد، صناديق الضمان الاجتماعي والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية كان الدافع وراء إنشاء هذه السوق هو عدم تمتع مؤسسات الاستثمار الكبرى بالعوائد والعمولات عند تعاملها مع السوق المنظمة، وعليه فقد وجدت تلك المؤسسات ضالتها في السوق الثالثة التي تتيح لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة، إضافة إلى شعور هذه المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة<sup>12</sup>

### ب-2- السوق الرابعة:

يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك في ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

ونتيجة لهذه المزايا، فإن السوق الرابعة تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة، خاصة وأنه يمكن التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك السوق، وهو ما يؤدي إلى انخفاض أتعاب إبرام الصفقات، مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة سوق رأس المال.<sup>13</sup>

### 2- الأسواق الآجلة:

وهي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات شراء أو بيع الأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل، ففي السوق الآجلة يتم عقد العمليات مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتها لموعد لاحق، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية فيها عند عقد الصفقة، ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين، ولذلك فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا، والذي يختلف حسب نوع العملية التي تم عقدها.<sup>14</sup>

(12) محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص: 24.

(13) محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 25.

(14) محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002، ص: 347.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

يقصد بحقوق الاختيار بأنه اتفاق بموجب عقد لتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية شراء أو بيع لمقدار محدد من أصل مالي في المستقبل بسعر يحدد وقت الاتفاق، وذلك نظير عمولة للبائع عند التعاقد، ويحصل البائع على العمولة سواء تم تنفيذ العملية أو لم تنفذ.<sup>15</sup> ويمكن تصنيفها حسب العقود إلى مايلي:

### 2-1- أسواق العقود المستقبلية:

تمنح العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وغالباً ماينذر تسليم الأصل محل التعاقد، وإنما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار.

وتختلف العقود المستقبلية عن حقوق الاختيار في أن العقود المستقبلية لا بد أن تنفذ، في حين أن حقوق الاختيار تعطي الحق في إلغاء العقد أو تنفيذه، كما أنه لايجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة حق الاختيار، بينما يسترد الهامش المبدئي عن تنفيذ العقد المستقبلي.<sup>16</sup>

### 2-2- أسواق عقود المبادلات:

تعد أسواق العقود المستقبلية بمثابة اتفاق مقايضة بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي مقابل أصل آخر، على أن يتم تبادل الأصول في تاريخ لاحق، وفي معظم الأحيان يقوم صانعو السوق ببيع الأوراق المالية على أسعار الشراء مضافاً إليها التكاليف اللازمة للتعويض عن المخاطر التي يتعرضون نتيجة احتفاظهم بمخزون الأوراق المالية.<sup>17</sup>

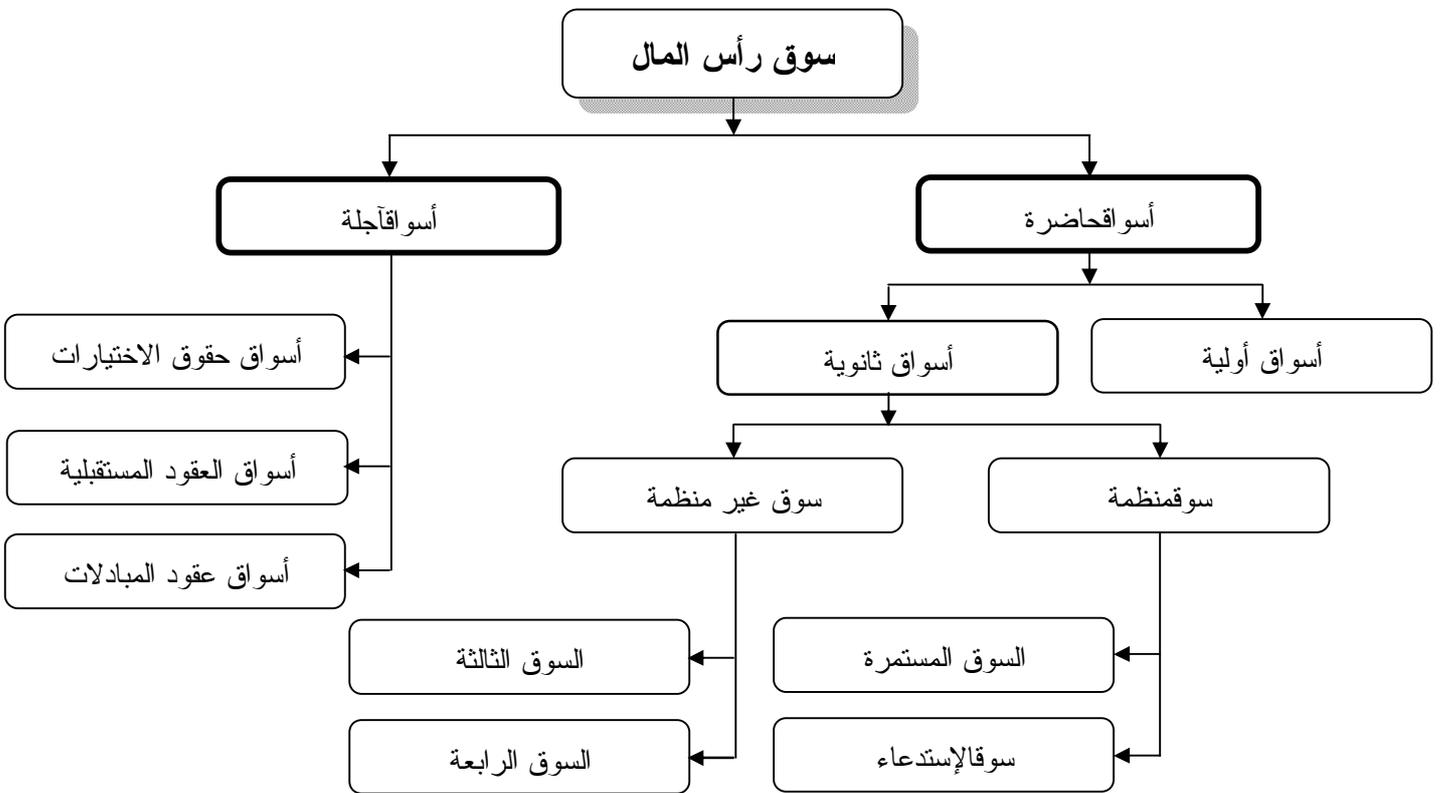
وبناء على ما تقدم من مكونات سوق رأس المال، فإن تعدد هذه الأسواق وتوسعها يعكس فرصاً واسعة النطاق أمام طالبي وعارضي الأوراق المالية، وبالتالي تتيح فرص استثمارية ضخمة تعمل على زيادة نمو حجم ونوعية الاستثمارات في المجتمع.

ويمكن توضيح مختلف مكونات سوق رأس المال من خلال الشكل الموالي:

(15) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص97  
(16) محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، مرجع سابق، 2002 ص: 363.  
(17) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص: 98.

الشكل رقم: (1-I)

مكونات سوق رأس المال



المصدر: جلال إبراهيم العبد؛ تحليل وتقييم الأوراق المالية؛ الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002

المطلب الثاني: المتعاملون في السوق المالية

1- المستثمرون والأفراد:

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

يمتثلادخارالأفراد أو الجمهور مصدر للتمويل لا يستهان به، حيث يعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية، نظرا لامتلاكهم كمية هائلة من السيولة، كما، أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية.

ويوجد مستثمرون كبار في سوق الأوراق المالية يتميزون بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات ورصد تحركات السوق، لذلك تكون قراراتهم الاستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة بينما لا تتوفر مثل هذه الإمكانيات للمستثمر الصغير، وإذا أضفنا إلى ذلك عدم توافر الوعي الاستثماري لدى الكثير منهم، فإن ذلك يوضح ضرورة نشر الوعي بين هذه الفئة وإعطائهم نفس حظوظ المدخرين الكبار وكذا حمايتهم من التلاعبات وذلك بتوفير جملة من الشروط والتي تتمثل فيما يلي: <sup>18</sup>

- منع إقامة تكتلات ومنع احتكار الأوراق المالية لفئة معينة على حساب فئات أخرى.
  - منع التقنيين العاملين بالبورصة من إعطاء معلومات خاطئة عن الأسعار الحقيقية بهدف الحصول على عمولات مرتفعة على الصفقات التي يتم إبرامها.
  - منع أصحاب الأوراق المالية من بينها بأسعار أقل من سعرها الحقيقي أو بأسعار مرتفعة، حتى لا يقع البائعون الآخرون تحت طائلة الاضطرار، ومن ثم يتم بيع ما يملكون من أوراق بأسعار منخفضة لفائدة البائعين الأولين الذين يقومون ببيعها وفق سعرها الحقيقي بعدما يتم تحديد الأسعار وفق آليات العرض والطلب.
  - منع التصريح بمعلومات تمنح امتيازات لفئة معينة على حساب فئات أخرى.
- وتفاديا لكل ما سبق، فإنه من المفيد للمستثمرين الصغار توجيه استثمار أموالهم عن طريق صناديق الاستثمار، الذي بإمكانه ضبط إيقاع السوق وعدم تعرضه لهزات عنيفة.

### 2- بنوك الاستثمار:

بنك الاستثمار عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة التي من شأنها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على الأموال، فعندما ترغب شركة مساهمة الحصول على أموال عن طريق إصدار

(18)S.A.Boukrami ; Vade mecum dela finance O.P.U Alger 1<sup>ère</sup> édition,1992, PP:39-42.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

أدوات دين طويلة الأجل (سندات) أو أدوات ملكية (أسهم) فإنها عادة ما تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل إصدار وبيع أوراقها المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن بنك الاستثمار ليس بنكا عاديا وسيطا يقبل الودائع ويمنح القروض وإنما هو بنك يقوم بتمويل شراء الإصدار من الشركات بالكامل وإعادة بيعه للجمهور، وتسمى هذه العملية بالتعهد لضمان الإصدار، ويقدم بنك الاستثمار من خلال هذه العملية عدد من الخدمات إلى شركات المساهمة تتمثل فيما يلي:<sup>19</sup>

- تقديم النصيحة والإرشاد، باعتبار أن بنوك الاستثمار تتعامل بشكل دائم مع سوق رأس المال واكتسابها بذلك لخبرة كبيرة في هذا المجال، مما يمكنها من تقديم النصائح للشركات التي تنوي إصدار أوراق مالية ومساعدتها في اختيار أيهما أفضل، إضافة إلى توقيت الإصدار، وذلك لان تسعير الأوراق المالية يكون أسهل إذا كان للشركة أوراق مالية متداولة في السوق الثانوية، بينما عندما تصدر الشركة أوراق مالية لأول مرة من خلال الاكتتاب العام، فإنه يكون أكثر صعوبة في تحديد السعر المناسب لها ويتطلب التسعير في هذه الحالة أن يضع بنك الاستثمار جميع المهارات والخبرات التي يمتلكها في ذلك.

- مساعدة الشركات في تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية وإيداع ملف الاعتماد لدى الهيئات المنظمة للبورصة.

- ضمان إصدار الأوراق المالية، حيث يقوم بنك الاستثمار بشراء كامل الإصدار في وقت وتاريخ محدد وعند سعر معين، وبعد ذلك يقوم بإجراءات بيع الإصدار إلى الجمهور عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به الإصدار.

وتجدر الإشارة على أن بنك الاستثمار قد يتعرض إلى مخاطر كبيرة عند قيامه بضمان الإصدار، لذلك قد يقوم بنك الاستثمار بإبرام عقد شركته مع بنوك استثمار أخرى تتعهد بالمساهمة في ضمان الإصدار وبيعه.

### 3- صناديق الاستثمار:

<sup>(19)</sup> عبد النافع الزروري وغازي فرح، الاسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص 106-110.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية وليس في السوق الأولية كما هو الحال في بنوك الاستثمار، وبالتالي فإن وجودها ينشط سوق الأوراق المالية، حيث يوفر بديلا آخر للمدخرين بدلا من اللجوء مباشرة إلى السوق، وعليه فإن صناديق الاستثمار عبارة عن صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة وتديرها شركة مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة، هدفها تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية، بما يحقق التنويع الكفاء والعائد المناسب لحملة لوثائق<sup>20</sup> وتحقق صناديق الاستثمار عدة مزايا بالنسبة للمستثمرين، ولاسيما المدخرين الصغار باعتبار أن هذا الأخير لا يمكنه توزيع استثماراته في الأوراق المالية بكفاءة، وعدم توفره على الخبرة اللازمة في تكوين محفظة الأوراق المالية، لذلك فإنه يلجأ إلى هذه الصناديق لما تحققه من مزايا الخبرة المهنية مقابل أعباء بسيطة، كما توفر صناديق الاستثمار سيولة للمستثمر في الوقت الذي يراه، حيث يمكن للمستثمر أن يطلب من هذه الصناديق أن تشتري منه وثائق الاستثمار التي أصدرتها.

### 4- المستثمرون التأسيسيون:

#### 4-1- تعريف المستثمرين التأسيسيين:

يمكن تعريفهم بأنهم: "الهيئات المالية التي تقوم بجمع موارد ادخارية، وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية منى توظيف جزء هام في شكل قيم منقولة."<sup>21</sup> ويعتبر المستثمرون التأسيسيون من أكبر عارضي السيولة ومن أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يلعبون دورا أساسيا في تنشيط هذه السوق.

#### 4-2- أنواع المستثمرين التأسيسيين:

من بين أهم المستثمرين التأسيسيين ما يلي<sup>22</sup>

- الصناديق ذات الطابع الاجتماعي،

(20) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة 2000، ص29  
(21) Y. Bernard et Colli, Vocabulaire économique et financier, Edition Seuil ; 1976.

(22) محمد براق، "محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و23 أبريل 2003، صص 135-137.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

- شركات التأمين

- صناديق الإيداع والضمانات

- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

### 4-2-1- الصناديق ذات الطابع الاجتماعي

وهي عبارة عن هيئات تقدم لمنخرطيها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من الدخل (أجور، رواتب)، حيث يتم تجميع هذه الأموال وتوجيهها لشركاء أسهم وسندات والتعامل في بها في البورصة قصد تحقيق عوائد، والتي تمكنها من مواجهة وتغطية مصاريفها المتزايدة.

ومن أهم الصناديق ذات الطابع الاجتماعي نجد مايلي:

- صناديق الضمان الاجتماعي التي تهتم بفئة الأجراء وغير الأجراء.

- صناديق الضمان الاجتماعي التي تهتم بفئة العمال المتقاعدين.

- صناديق البطالة التي تهتم بفئة العاطلين عن العمل.

ونظرا للفارق الزمني بين عملية الاقتطاع وعملية تسديد الحقوق التي تمنحها هذه الصناديق فإن هذه الأخيرة تقوم بتوجيه هذه السيولة الهامة لتوظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عوائد إضافية.

### 4-2-2- شركات التأمين:

وهي هيئات تقوم بالتأمين على الحياة، كما أنها تؤمن على الأخطار التي قد تصيب ممتلكات الأشخاص، وتحصل مقابل ذلك على عمولات، مما يسمح لها بجمع سيول كبيرة جدا يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى، والمحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.

### 4-2-3- صناديق الإيداع والضمانات:

تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل، وهذه السيولة الكبيرة التي تم جمعها ينبغي توظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عائد مقبول والمحافظة على قدر من السيولة لاستعمالها وقت الحاجة.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

- تلعب هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية دورا مهما في جلب المدخرات، نظرا لما تمتلكه من خبرة واسعة في مجال البورصة.
- وتتكون هذه الهيئات عموما ممايلي: <sup>23</sup>
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت
  - شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير
  - الصناديق الجماعية للتوظيف
  - نوادي الاستثمار

### 4-2-3-1- شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت:

يسمح هذا النوع من الشركات الأشخاص من استثمار أموالهم فيها، حيث تتولى إدارة محفظة الأوراق المالية شراء وبيعا لفائدة المساهمين، بهدف تحقيق عوائد تأخذ منها نسبة معينة كعمولة على الخدمات المقدمة.

ولايمكن للمساهمين في هذه الشركات حق حيازة أو التصرف مباشرة في قيمة الأصول الصافية، حيث يمكنهم الخروج من هذه المساهمة غلا بيع حصتهم في سوق الأوراق المالية، ويتم توزيع العوائد الصافية المحققة بناء على قرار تصدره الجمعية العامة.

### 4-2-3-2- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير:

وهي شركات يتكون رأسمالها من مجموع حصص المساهمين بها، حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابل للتغيير بالارتفاع أو الانخفاض، وهذا بسبب دخول المساهمين نتيجة بيع وشراء حصصهم.

### 4-2-3-3- الصناديق الجماعية للتوظيف:

وهي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات أموال، ويتم تسييرها من طرف هيئة مختصة، وذلك بهدف جذب الأفراد والعائلات غير المختصة في النشاط البورصي، باعتبار أن انشائها وتسييرها مضمون من طرف هيئات مختصة.

<sup>2</sup> F. Rosenfled&R Hannoset&R Sabatier, Analyse financière et gestion de valeurs mobilières, Analyse desactions des Sociétés, Edition Dunod, Paris 1989PP 12-13.

### 4-2-3-4 - نوادي الاستثمار:

وهي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية وإدارتها، بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب مع ظروف السوق، ويتم ذلك إما بناء على أمر مباشر من العميل بعد تقديم النصح والمشورة له، أو عن طريق قيام العميل بتفويض النادي للقيام بذلك؛ وتختلف هذه النوادي عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك لكل عميل محفظة مستقلة خاصة به.<sup>24</sup>

### 5- المتعاملون الآخرون:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المستثمرين الآخرين الذين بإمكانهم التدخل في سوق الأوراق المالية وهم:

- المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة.
- البنوك التجارية.
- الجمعيات ذات الطابع الغير الربحي.

### 5-1- المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة:

تقوم المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية وهذا بغرض استثمار النقدية الزائدة والفائضة في الخزينة في أوراق مالية لفترة قصيرة أو بغرض الاستثمار طويل الأجل، حيث تعتبر هذه المؤسسات من الأطراف الفاعلة والمؤثرة على اتساع ونشاط سوق الأوراق المالية، خصوصا من خلال برامج الخوصصة التي قد تجذب عددا كبيرا من المستثمرين ويلقى إقبالا كثيرا عند طرح للاكتتاب العام.

كما توجد عدة شركات تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين في أسواق رأس المال، تأخذ شكل شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، هدفها القيام بعمليات السمسرة، حيث تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، أو يكون هدفها القيام بعمليات المقاصة والتسوية من

(24) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، 2000، ص: 43

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

خلال توليها عملية تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية الوضعيات المالية الناتجة عن عمليات التداول وعمل المقاصة المترتب عليها.<sup>25</sup>

### 5-2- البنوك التجارية

تمتلك البنوك خبرة واسعة في الشؤون المالية، وعليه تعد من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية حيث يأخذ تدخل البنوك التجارية في سوق الأوراق المالية أحد الأشكال الآتية:<sup>26</sup>

- ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها الخاص، حيث تقوم بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، إضافة إلى المشاركة في المشاريع وتنميتها، كما يمكن للبنوك أن تقوم بالاكتتاب في القروض بسوق السندات.

- ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحساب الغير، وذلك بإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار مقابل حصولها على عمولات، كما يمكنها القيام بمختلف الأنشطة التي تتصل بمجال الأوراق المالية، خاصة إذا كانت هذه الأنشطة تخص سندات تصدرها الدولة أو هيئاتها.

### 5-3- الجمعيات ذات الطابع غير الربحي:

تتكون من الجمعيات والتنظيمات ذات الطابع الاجتماعي والثقافي والعلمي والرياضي والتي غالبا ما يكون لهذه الجمعيات سيولة كبيرة بإمكانها أن توظفها في البورصة على النحو الذي يحقق لها عوائد تساعد في الأخير من أن تتوسع في أنشطتها.<sup>27</sup>

## المطلب الثالث: الوسطاء والتقنيون بالسوق:

<sup>25</sup> طارق عبد العال حماد، نفس المرجع، ص:43  
<sup>26</sup> طارق عبد العال حماد، نفس المرجع ص: 44.  
<sup>27</sup> محمد براق، مرجع سابق، 2003 ص: 130-131.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

لتوضيح مختلف أنواع التقنيين في البورصة ووظائفهم، فإنه سيتم عرض التقنيون الذين يعملون ببورصة الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها منى أكفأ البورصات في العالم، حيث تضم عضوية البورصة خمسة أنواع من الأعضاء وهم:<sup>28</sup>

- السماسرة الوكلاء
- سماسرة الصالة
- تجار الصالة
- المتخصصون
- تجار الطلبيات الصغيرة

### 1- السماسرة الوكلاء:

يعمل السمسار الوكيل في كوكيل لمكاتب السمسرة، كما يمكن أن يعمل لحسابه الخاص، ويظل الوكيل في حاجة إلى مكاتب السماسرة نظرا لارتفاع تعاملاتها، حيث تحقق من وراء ذلك عوائد طائلة تتمثل في العمولات المتأتية من مكاتب السمسرة، وتقدم هذه الأخيرة خدمات عديدة ومتنوعة من أهمها:

- توفير المعلومات عن طريق التقارير السنوية، والتي تساعد المستثمر على اتخاذ قراره الاستثماري بناء على هذه المعلومات.
- تقدم مكاتب السمسرة المعونة والإرشاد لعملائها في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، وقد يقوم المكتب بإدارة محفظة العميل واتخاذ القرارات نيابة عنه.
- توفر خدمة البيع والشراء أيضا في سوق السلع، حيث يستطيع العميل الاستثمار في الأوراق المالية أو في السلع من خلال مكتب واحد.
- تقديم التسهيلات الائتمانية بتوفير خدمة الاقتراض للعملاء في حالة الشراء من خلال تسهيلات وهو ما يطلق عليه البيع على المكشوف.

<sup>(28)</sup> إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة: دار النهضة العربية، 2000، ص: 130-131.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

- توفير الخزائن لحفظ الأوراق المالية للعملاء، ومن ثم لا يحتاج العميل إلى نقل الأوراق المالية كل مرة يقوم فيها بالشراء أو البيع، كما يترتب على ذلك قيام المكتب بتحصيل العائد في تاريخ الاستحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن السمسار الوكيل لا يقوم بتقديم هذه الخدمات التي يجب أن يقدمها مكتب السمسرة، وإنما يقدم خدمة الشراء والبيع فقط للعملاء والحصول على العمولة.

### 2- سمسرة الصالة:

هؤلاء السمسرة يقدمون الخدمة لمن يطلبها ولا يعملون لحساب بيت سمسرة معين، وغالبا ماينفذون طلبات الوكلاء السمسرة في فترات ذروة نشاط السوق مقابل الحصول على عمولة، وبهذا يمنعون حدوث اختناق في المعاملات، الشيء الذي يتيح للمؤسسات أن تتعامل مع عدد أقل من السمسرة الوكلاء.

وعليه فإن سمسرة الصالة يقدمون الخدمة لأي شخص يطلبها، وعلى ذلك يقوم بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة، كما تلجأ أحيانا مكاتب السمسرة لهم لتأدية الخدمة في حالة وجود تعاملات واسعة وعدم قدرة السمسرة الوكلاء على تغطيتها.

### 3- تجار الصالة:

يطلق عليهم بالتجار المسجلين، وهم يختلفون عن سمسرة الصالة لأنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط وهم مضاربون يبحثون في الصالة عن فرص بيع وشراء أوراق مربحة ويتاجرون بدون عمولة لأنهم يمتلكون مقاعدهم، وهم في بعض الأحيان يبيعون ويشتررون نفس الأسهم في نفس اليوم عدة مرات لكي يحصلوا على ربح ناتج من تغير بسيط في الأسعار، وهذا النشاط يسمى بالتجارة اليومية.وعليه، فإن تجارة الصالة يعملون لحسابهم الخاص فقط من أجل تحقيق ربح ولا يستطيعون تنفيذ عمليات لحساب شخص آخر.

### 4- المتخصصون:

يجمع المتخصصون بين نشاط السمسار ونشاط الاتجار في الأوراق المالية، حيث ينفذ عمليات لصالح سمسرة مقابل عمولة كما أنه يتعامل لحسابه الخاص، ولكنه يتخصص في التعامل

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، ولا يجوز أن يتعامل مع الورقة الواحدة أكثر من متخصص واحد.

ويلتزم المتخصص وفقا لشروط تسجيله وممارسته للنشاط، بتحقيق التوازن في السوق بمعنى الحفاظ على هامش ربح صغير، ومنى ثم يتدخل المتخصص في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس، للحفاظ على التوازن بين العرض والطلب حتى لا تتفجر الأسعار بهامش كبير. وعليه يمكن القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين باعتبارهم مسؤولين على خلق سوق يتصف بالعدالة والانتظام من خلال التعامل بالأسهم المخصصة لهم.

### 5-تجار الطلبيات الصغيرة:

يقوم تجار الطلبيات الصغيرة بشراء الأوراق المالية وتوفيرها للمشتريين بكميات صغيرة ويحصلون على فرق السعر بين البيع.

## المبحث الثالث: كفاءة السوق المالية، المفهوم والأنواع، شروطها

حاولنا في المبحثين الأول والثاني التقرب من مفهوم السوق المالية وتعرفنا أيضا على الدور الاقتصادي الذي تلعبه وكيف تساهم في دفع عجلة التنمية، وتمويل المؤسسات، كما سمحت المطالب التي تناولناها في المبحث الثاني من معرفة أقسام السوق المالية والمتعاملون فيها والوسطاء الماليون، أما المبحث الثالث فسيكمل ما سبقه من مبحث بتعرضه للمطالب التالية:

### المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية؛

**المطلب الثاني: أنواع الكفاءة؛**

**المطلب الثالث: صيغ كفاءة السوق.**

**المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية:**

تعتمد عملية البيع و الشراء في سوق رأس المال على مدى كفاءته، حيث يعتمد المنتج على معدل الفائدة في السوق في تحديد معدل العائد على الاستثمار وتكلفة الفرصة البديلة، ويتم التخصيص بكفاءة عندما تتساوى الأسعار في السوق مع العادل الحدي للعائد لكل من المنتجين والمدخرين.

ومازالت تثير إشكالية كفاءة أسواق رأس المال اهتمام الكثير من الباحثين، وحتى نصل إلى تحديد مفهوم لكفاءة السوق، ينبغي نرد أهم التعاريف التي وردت بخصوص تعريف السوق الكفاءة التي منها مايلي:

فقد عرفت السوق الكفاءة بأنها: "تلك السوق التي تحقق تخصيصا أمثلا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا، وبالتالي تعتبر السوق كفاءة عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية"<sup>29</sup>

وعرفت أيضا بأنها: "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة."<sup>30</sup>

وعرفت أيضا بأنها: "السوق التي ينعدم فيها الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات التي ترد للسوق عن المؤسسة المصدر للأوراق المالية واستجابة السهم للتغيير في قيمته وبسرعة على أساس تلك المعلومات".<sup>31</sup>

وعرف البعض السوق الكفاءة بأنها " السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم نقل أو تزيد

(29) ضياء مجيد الموسوي، "الاقتصاد النقدي" دار الفكر، سنة 1993، ص:8.

(30) - ايهاب الدسوقي، مرجع سابق، 2000، ص:32.

(31) -حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق، 2001، ص:131.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفاءة سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر.<sup>32</sup>

ويعرف البعض الآخر السوق الكفاءة بأنها: "تلك السوق التي تكون فيها جميع المعلومات المتاحة في السوق والخاصة بكل أصل مالي مدمجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل."<sup>33</sup> وهنالك من يعرف السوق الكفاءة بأنها: "تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة."<sup>34</sup> ويعرفها آخرون بأنها: "تلك السوق التي يعكس فيها سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها والتي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم."<sup>35</sup>

وقد أعطى البعض تعريفاً اتصف بالبساطة والوضوح استطاع أن يتغلب على ما أحاط بالتعريفات السابقة من غموض حيث يرى أنه: "تكون السوق كفاءة بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان الفرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة."<sup>36</sup>

ومن خلال التعارف السابقة يمكن استنتاج تعريف لكفاءة السوق بأنها السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبياً، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليل جداً.

### المطلب الثاني: أنواع الكفاءة

#### 1- الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال:

<sup>(32)</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002 ص: 127.

<sup>(33)</sup> R. Gillet et Minguet, Microstructure et rénovation des Marchés financiers en Europe, Paris, presse universitaire de France, Paris, 1995, P: 11.

<sup>(34)</sup> عبد الغفار حنفي، عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2002،

ص: 204

<sup>(35)</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 479.

<sup>(36)</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002 ص: 125.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

السوق الكفاءة هي التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة في السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر السوق الكاملة.

وفيما يلي سيتم توضيح مفهوم الكفاءة الكاملة، ثم تبيان الشروط التي تقوم عليها الكفاءة الكاملة.

### 1-1- مفهوم الكفاءة الكاملة:

تعتبر المعلومات في سوق رأس المال المحور الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور المركزي لمفهوم الكفاءة، ومهما اختلفت التعاريف فهي تنصب على مدى انعكاس هذه الأسعار للمعلومات المتاحة.

وعليه، فتعرف الكفاءة الكاملة للسوق بأنها: "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة".<sup>37</sup>

كما تعرف الكفاءة الكاملة للسوق بأنها: "السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محدد بشأن سعر الورقة المالية".<sup>38</sup>

ويمكن القول أن مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق تشير إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي:

- أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء والبيع ومن ثم تعكس أسعار الأوراق المالية لأي مؤسسة كل المعلومات المفروض أن تؤثر عليها.
- أن كل المعلومات الموجودة متاحة وتنعكس على الاسعار، متضمنة المعلومات الماضية والجارية وأيضا المعلومات المستقبلية، مثل توقع المستثمرين بانخفاض معدلات الفائدة مما قد ينعكس على الأسعار في الوقت الحاضر.
- ينطوي مفهوم الكفاءة الكاملة على أن تعديل الأسعار يحدث بسرعة وبدقة، الأمر الذي يؤدي على هبوط الخطأ في القيم المتوقعة، والوصول إلى السعر التوازني العادل والذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات.

(37) Thomas. E & Copeland, Financial and Corporate Policy, Addison- Wisely Publishing, New York, 1997, P115.

(38) منير ابراهيم هندي مرجع سابق ، 1999 ص :42.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

إن هذا المفهوم لكفاءة السوق، والذي يعرف بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر مقومات وشروط السوق الكاملة، وهو ماسيتم توضيحه فيما يأتي:

### 1-2- شروط الكفاءة الكاملة للسوق:

تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق رأس المال بتوفر مجموعة من الشروط المتمثلة في الآتي:<sup>39</sup>

- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد ويسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية، ولكن لا يستطيع أي مستثمر بمفرده التأثير في سعر الورقة المالية.
- توافر المعلومات بسرعة ودقة وبدون تكاليف ومن ثم تتماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم.
- توافر المعلومات في صورة عشوائية، وسهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب، ويستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية من الأوراق المالية بيعا وشراء.
- استجابة المستثمر بسرعة ودقة للمعلومات الجديدة، ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

ويفترض في الكفاءة للسوق تساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات جديدة حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية، أي:<sup>40</sup>

$$V_0 = \sum_{i=1}^{i=N} \frac{De}{(1+R_e)^i}$$

8-  $V_0$  : تمثل القيمة السوقية للسهم وهي تعادل قيمته الحقيقية؛

9-  $De$  : أرباح السهم السنوية الموزعة؛

10-  $R_e$  : معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

ومن خلال هذه الصيغة، فإن الكفاءة الكاملة للسوق تتحقق عندما تكون القيمة الحالية للعوائد السنوية للسهم المستحدثة بمعدل عائد على الاستثمار مساوية تماما لقيمته السوقية يوم شراءه.

<sup>(39)</sup>R. Gillet, Op.cit. 1995 PP 17- 19.

<sup>(40)</sup> ضياء مجيد موسوي ، مرجع سابق ، 1993 ص : 9

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

وينتضح من تحليل هذه الشروط أنها تتسم بالجمود في الواقع العملي، حيث يصعب عن لم نقل يستحيل توافرها في العديد من الأسواق.

ويبقى الشرط الاول الخاص بسعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة، حيث يتسم هذا الشرط بالواقعية وسهولة تحقيقه، وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق، ويعكس هذا الشرط الانتقال من مفهوم الكفاءة إلى مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

### 2- الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

#### 2-1- مفهوم الكفاءة الاقتصادية وأهميتها:

يعني الاقتصاديون كفاءة سوق الأوراق المالية، مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وجودها وقلة كلفتها، وسوق الكفاء برأس المال، هي التي تحرك المال السائل بسرعة فائقة ودقة كاملة، بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن.

وتحقق شروط الكفاءة الاقتصادية تعني أن تلك الأسواق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة وتحقيق ذلك يتطلب شرطين:

- الأول: أن يكون استخدام الأسواق من قبل المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة للتبادل.
- الثاني: هو أن تعكس الأوراق المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، وحيث تكون متناسبة مع معدلات العوائد المرادودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول.

وعليه يمكن أن تعرف الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بأن: أسعار الأوراق المالية تعكس بكل مصداقية حقيقية الوضع المالي للشركات المتداولة.

ووفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى السرعة لكل معلومة جديد ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم ايجابيا أو سلبيا بحيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

في السوق الكفؤ (Efficient Market)، يعكس سعر السهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قائم مالية، او تعاملات نفذتها الشركة أو معلومات تثبتها وسائل الإعلام أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة.

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا ان ذلك لايعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما.

وعليه يمكن القول بان السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم فيه قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية التي يكون العائد من الاستثمار موازنا للمخاطر المتوقعة منه.

وعليها إذا ماتوفرت للسوق الشفافية الكاملة في المعلومات المؤثرة على الاستثمار فيه يطلق عليه بالكفاءة الكاملة والتي تفترض توفر شروط الكمال في السوق وهي:

\* ان جميع المعلومات متاحة للجميع بعدالة وفي نفس الوقت وبدون أي تكلفة لجميع المتعاملين.  
\* عدم أي قيود على التعامل من حيث عدم وجود تكلفة أو ضرائب على التعاملات بالإضافة إلى إمكانية شراء أو بيع أي كمية من الأسهم مهما كانت كميتها، مع عدم وجود أي قيود على دخول أو خروج المستثمرين.

\* أن المستثمرين جميعهم يسعون إلى تعظيم منفعتهم من خلال التداول في البيع والشراء.

\* كبر حجم المستثمرين في السوق وعدم وجود أي رابطة بينهم، وعليه فلا يؤثر أحدهم تأثيرا ملموسا على السوق.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع ان يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

إن السوق الكفاء هي السوق الذي يحقق تخصيصا كفؤ للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

\* **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

\* **الدور غير المباشر:** يعد اقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة غير معقول.

### 2-2- أنواع الكفاءة الاقتصادية:

يفرق الاقتصاديون بين نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية.

#### 2-2-1- الكفاءة الخارجية:

تعني أن المعلومات الاقتصادية متوافرة لكل المستثمرين الاحتماليين، والمقصود بتوافرها هو درجة مناسبتها وملاءمتها وقلة تكلفتها، وإلى أي مدى تعكس هذه المعلومات واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، إضافة إلى أثرها على أسعار الأوراق المالية، بحيث يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جني أرباح أو عائدات غير عادية، أو بالمقابل يجد بعض المستثمرين أنهم استثمروا أموالهم في أوراق مالية بأسعار تزيد عن قيمتها الحقيقية.

وتعرف أيضا بكفاءة التسعير (Price Efficiency) هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق - دون فاصل زمني كبير - وأن لا يتكبد في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game) فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أحدهم لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق الأرباح الغير عادلة على حساب الآخرين.

#### 2-2-2- الكفاءات الداخلية:

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

تحقق الكفاءات الداخلية، حينما لا يتحمل المتعاملون في الأسواق الأوراق المالية إلى الحد الأدنى من تكاليف التبادل.

وتعرف أيضا بكفاءات التشغيل (Operational Efficiency) فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة دون أن يتاح للتجار المتخصصين (أي صناعة السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه وكما يبدو فإن كفاءة التسعيرة تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

وهذا يتحقق بتوظيف دخول الأسواق والتنافس بين السماسرة الذين عن طريقهم يتم التعامل بصورة لا تسمح لهم بالحصول على الأرباح الاحتكارية.

وبالنظر على واقع الأسواق المالية المعاصرة نجد ن أكبر الأسواق المالية العالمية كسوق نيويورك وسوق طوكيو، تسودها أكبر وأقدم الاحتكارات وأشدّها انغلاقاً، إلى درجة أن مقعد السمسار في إحدى الأسواق يكلف مئات الآلاف من الدولارات وهذا يدعو إلى اعتقاد أن دخول تلك الأسواق لا يتسنى إلا لعدد من حدود من السماسرة ومما يجعل تكلفة التبادل في تلك الأسواق مرتفعة وتتجاوز الحد الأدنى المطلوب، وهكذا فإن الأسواق المالية المعاصرة لا يتحقق لها الكفاءة الداخلية

### المطلب الثالث: صيغ كفاءة السوق:

تتمثل صيغ الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية في ثلاث صيغ هي:

1- فرضية صيغة المسار الضعيف The weak Form

2- فرضية صيغة متوسطة القوة The Semi-Strong Form

3- فرضية الصيغة القوية The Strong Form

#### 1- فرضية صيغة المسار الضعيف:

وتعني هذه الصيغة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق في الفترة الحالية هي المعلومات التاريخية التي تكونت خلال فترات ماضية من التعامل وبالتالي لا يمكن الاستفادة

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في السعار، مما يعني بان أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

### 2- فرضية الصيغة المتوسطة:

وتعني هذه الفرضية بأن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية المتاحة في المسار الضعيف أيضا كافة المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها). وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

### 3- فرضية الصيغة القوية:

وتعني هذه الفرضية أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة المتاحة في السوق لجميع المتعاملين بما في ذلك المعلومات الداخلية للشركات، وعليه لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

## خلاصة الفصل الأول:

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل من مفاهيم أساسية وتوضيحات عن سوق الأوراق المالية، وأهميتها في الاقتصاد، بالنسبة للأفراد والمؤسسات، لهذا يمكن أن نخلص إلى ما يلي:

- السوق المالية وسيلة تمويل للمؤسسات؛
- السوق المالية بشقيها الأولي والثانوي هي مكان لإصدار وتداول الأسهم والسندات؛

## الفصل الاول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية

---

- الأسواق المالية العالية الكفاءة تعتبر محفز قوي للمستثمر من خلال ما توفره من أسعار عادلة للأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛
- أن من وظائف السوق المالية الأساسية هي تعبئة المدخرات من خلال ما توفره من أدوات وإتاحة فرص للربح؛ بالإضافة إلى توفير السيولة، توفير التمويل، وتخفيض المخاطر؛
- تعتبر السوق المالية الكفاءة أهم محرك للمال السائل، بسبب وفرة المعلومات وسرعة وجودها وقلّة تكلفتها؛
- كما يمكن للسوق المالية الكفاءة أن تحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية؛

هذا ما يدفعنا إلى البحث عن كيفية الإستثمار في الأوراق المالية أي هذه السلع التي نجدها في سوق الأوراق المالية، وهذا ما ينقلنا إلى الفصل الثاني.

# الفصل الثاني

الاستثمار في الأوراق المالية

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

---

تعرضنا في الفصل السابق إلى أغلب مفاهيم السوق المالية من تعارف، وظائف وأقسام، وقادنا ذلك أن في هذه السوق يتم إصدار وتداول سلع مالية هي الأوراق المالية، ويبقى أن نتعرف إلى كيفية الإستثمار في هذه الأوراق، وماذا نقصد بالإستثمار، وماهي أشكاله؟، لهذا اخترنا أن يخصص هذا الفصل لتوضيح هذه التساؤلات من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول: تعاريف ومفاهيم مختلفة للإستثمار**

**المبحث الثاني: الاستثمار المالي، تعريفه، أدواته**

**المبحث الثالث: تكوين المحفظة**

### المبحث الأول: تعريف ومفاهيم مختلفة للاستثمار

بما أن الإدخار يؤدي إلى الإستثمار نحاول في هذا المبحث التعرض لأغلب مفاهيم الاستثمار وما هي الجوانب التي يمكن من خلالها تعريفه، وما هي أشكاله وأنواعه؟، من خلال العناوين التالية:

- **المطلب الأول: تعريف الاستثمار**
- **المطلب الثاني: المفاهيم المختلفة للإستثمار**
- **المطلب الثالث: أشكال وأنواع الاستثمار**

#### المطلب الأول: تعريف الاستثمار

لقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب والخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه. فيقوم " الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للإدخار، وذلك أملا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل".<sup>1</sup> وعموما يمكن تعريف الاستثمار على أنه ذلك الجزء المقطع من الدخل القومي، والمسمى بالإدخار والموجه إلى تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة، من وسائل إنتاج ومكائن ومعدات رأسمالية، من أجل خلق سلع وخدمات جديدة، وكذا المحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة وتجديدها، بهدف تلبية حاجيات المستهلكين. وطالما أن المستثمر مستعد لقبول مبدأ التضحية برغبته الاستهلاكية الحاضرة، يكون مستعدا أيضا لتحمل درجة معينة من المخاطرة.

<sup>1</sup> محمد مطر: إدارة الإستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1999، ص7.

المطلب الثاني: المفاهيم المختلفة للاستثمار

هناك ثلاثة مفاهيم مختلفة للاستثمار نذكرها كما يلي:

### 1- المفهوم المحاسبي للاستثمار :

"تتمثل الاستثمارات في تلك الوسائل المادية، والقيم غير المادية، ذات المبالغ الضخمة، اشترتها أو أنشأتها المؤسسة، لا من أجل بيعها، بل استخدامها في نشاطها لمدة طويلة"<sup>1</sup>. إذن الاستثمار المحاسبي هو كل سلعة منقولة أو عقار، أو سلعة معنوية (خدمة)، أو مادية متحصل عليها، ومنتجة من طرف المؤسسة. وهو موجه للبقاء مدة طويلة ومستمرة في المؤسسة. وهذا حسب المخطط الوطني الجزائري للمحاسبة (PCN).

وحسب المنظور المحاسبي للاستثمار، هو عبارة عن اكتساب للمؤسسة يسجل في جانب الأصول من الميزانية<sup>2</sup>، تسجل تحت الصنف الثاني، وهو يشمل ما يلي:

- الاستثمارات المادية (أراضي، مباني، تجهيزات، لوازم، عتاد،... إلخ).
- الاستثمارات المعنوية (محلات تجارية، براءات، العلامات التجارية، المصاريف الإعدادية....)
- الاستثمارات المالية (سندات، قروض، كفالات،... إلخ).

### 2- المفهوم الاقتصادي للاستثمار :

التعريف الاقتصادي للاستثمار يتحدد حسب مفهوم المسير، فهذا الأخير "يعتبر الإستثمار هو التضحية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول في

<sup>1</sup> محمد بوتين: المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991، ص 96.

<sup>2</sup> لمزيد من الإطلاع أنظر المراجع الآتية:

- قادري الأزهر: مبادئ في المحاسبة العامة (وفق المخطط الوطني للمحاسبة). ديوان المطبوعات الجامعية،

الجزائر، 1988، ص ص 24 - 25.

- محمد بوتين، مرجع سابق، ص 96 - 102.

المستقبل على إيرادات، أو فوائد خلال فترة زمنية معينة. حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار".<sup>1</sup>

ونستنتج من هذا التعريف، أن الاستثمار يتمحور حول: - مدة حياة الاستثمار - المرودية وفعالية العملية الاستثمارية - الخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار. وعلى هذا الأساس فإن المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبته في الاستهلاك الحاضرة. ويكون مستعدا لتحمل درجة معينة من المخاطرة. وبناءا عليه يكون من حقه أن يتوقع الحصول على عائد مكافأة لمخاطرته في فترة زمنية معينة.

### 3- المفهوم المالي للاستثمار :

يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه: " كل النفقات التي تولد مداخيل جديدة على المدى الطويل. والممول يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى، أو ما يسمى بالأصول الدائمة (الأصول الثابتة + الديون المتوسطة وطويلة الأجل) "2. وهذا التعريف يشترك مع التعريف المحاسبي، في أنهما يركزان على عامل الزمن طويل المدى.

### المطلب الثالث: أشكال وأنواع الاستثمار

بعد تعريفنا لمفهوم الاستثمار من وجهة النظر المحاسبية والاقتصادية والمالية، وبالتفرقة بينه وبين المقامرة والمضاربة، يمكن تحديد مختلف أنواع الاستثمار المختلفة وهي كما يلي:

☒ الاستثمار الحقيقي أو المادي.

☒ الاستثمار المالي.

☒ استثمار الموارد البشرية والاستثمار الاجتماعي.

☒ الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير.

<sup>1</sup>AbdellahBoughaba : Analyse et évaluation de projets, Berti édition, Paris, 1999, P 7.

<sup>2</sup>AbdellahBoughaba, op.cit. p 7.

### 1- الاستثمار الحقيقي أو المادي

إن الاستثمار الحقيقي " يشمل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، أي زيادة طاقته الإنتاجية، كمشراء آلات ومعدات ومصانع جديدة ". ويعتبر الاستثمار حقيقيا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي، كالعقار والسلع. في حين لهذه الاستثمارات علاقة بالطبيعة والبيئة، ولها كيان مادي ملموس، ويترتب عنها منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المجتمع. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الاستثمار المستقر، والاستثمار المستقل أو المباشر. 1

- فالاستثمار المستقر، ينجم عن زيادة الطلب على منتج معين، مما يدفع بالمؤسسة إلى الزيادة في الإنتاج، وتشمل هذه الحالة تحديث مشاريع المؤسسة، تهدف إلى زيادة قدرتها التنافسية عن طريق تدنية تكاليف الإنتاج وتحسين النوعية.

- أما الاستثمار المباشر أو المستقل، يحدث نتيجة لقرار إداري، له علاقة بالسياسة العامة للمؤسسة الإنتاجية، فالتغيير في نوع المنتج، أو طرح منتج جديد، أو خلق شركة جديدة .

وتنقسم أنواع الاستثمار الحقيقي أو المادي إلى ما يلي:

#### 1-1- الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت:

وهو يمثل كل إضافة إلى الأصول، المؤدية إلى توسيع الطاقات الإنتاجية في المجتمع، أو المحافظة عليها وصيانتها وتجديدها. وهذه الأصول هي دائمة الاستعمال، أو ما تسمى " الأصول المعمرة" تحدها الاعتبارات الفنية، وتكون صالحة الاستعمال خلال فترة زمنية معينة، يهدف خلق سبيل متدفق من السلع والخدمات.

<sup>1</sup>عقيل جاسم عبد الله. مدخل في تقييم المشروعات (الجدوى الاقتصادية والفنية وتقييم جدوى الأداء)، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1999، ص 13.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

وفي نهاية هذه الفترة، فإن هذه الأصول تهتك، بمعنى تفقد صلاحيتها للاستعمال، وتقوم المؤسسات على تخصيص جزء من الأرباح المحصلة، لتعويض ما اهتك خلال العمليات الإنتاجية عند انتهاء العمر الإنتاجي للأصول، وذلك بشراء أصول جديدة لتعويض الأصول القديمة المستهلكة.

### 1-2- الاستثمار في المخزون:

إن التوسع في المخزون السلعي، يعمل على تسهيل العمليات الإنتاجية واستمرارها دون تعطل. بحيث تكون مستلزمات الإنتاج معدة للتشغيل دون توقف. فالتغير في المخزون السلعي، إنما ينعكس أساساً في التغير في الاستثمار من سنة إلى أخرى.

وأن المخزون السلعي يتكون من سلع تامة الصنع، وبلغ نصف مصنعة، ومواد أولوية تعد ضرورية لمختلف العمليات الإنتاجية لدى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية في المجتمع، لأن هذه السلع المنتجة ليست كلها استهلاكية، بل تشمل أيضاً سلع وسيطة، وبلغ استثمارية، وعليه فإن التغير في المخزون، أي الإضافة إلى الرصيد الكمي للمخزون يعتبر شكلاً من أشكال الاستثمار. 1

### 2- الاستثمار المالي:

يتجسد هذا النوع من الاستثمار، من خلال استخدام الفائض من أرباح أية منشأة في شراء الأسهم والسندات (\*). الأمر الذي يقوي من مركز تلك المنشأة، وقد ينعكس في تحسين إنتاجيتها.

<sup>1</sup>Thierry Ananou ;Investissement et capital; SEUIL Edition, 1997, P : 8

(\*) السهم: هو عبارة عن وثيقة تبرهن أن لصاحبها الحق بمطالبة المؤسسة والتي أصدرت هذا السهم بالأرباح عند التوزيع، وحق المطالبة بنصيبه من نتائج عملية تصفية الشركة. أما السند: هو أصل مالي آخر، يعطي لصاحبه الحق بمطالبة الفوائد المنصوص عليها في عقد إصدار السند عند موعد الاستحقاق، وكذا المطالبة بالمبلغ الاسمي للسند عند موعد استحقاقه.

فالاستثمارات المالية، هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد والمؤسسات؛ ويمكن التعبير عن هذه الحقوق بوثائق أو مستندات، تسمى بالأصول المالية، وهذه الأخيرة تبرهن لصاحبها الحق في مطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها وعوائدها. وبالتالي فإن الأصل المالي يرتب لحاملة الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة مصدرة الورقة المالية. في حين يترتب على الاستثمار في الأصول المالية قيمة مضافة، ومثال ذلك عند إصدار شركة صناعية أسهما إضافية لتمويل عملية توسع في الشركة. فهذه العملية تحمل في طياتها استثمارة حقيقية أو اقتصاديا، لأن الأموال والمبالغ التي ستحصل عليها الشركات، عند إصدار السندات أو الأسهم، ستستخدمها في شراء أصول حقيقية جديدة كالآلات والمعدات. وهذه الأصول يترتب عنها خلق منافع جديدة، متمثلة في شكل سلع أو خدمات.1

وما يمكن ملاحظته في هذا المضمار، أن المدلول الاقتصادي للأسهم المصدرة، سينتهي في السوق الأولية. أي بعد الانتهاء من عملية الإصدار. أما العمليات التي تطرأ على تداول الأسهم المصدرة في السوق الثانوي فيما بعد، فسيدخل تحت باب الاستثمار المالي.2

### 3- استثمار المواد البشرية، والاستثمار الاجتماعي:

3-1- الرأسمال البشري، يظهر كنفقات عند استعماله، كعامل من عوامل الإنتاج، والتي تمثل مجموع الكفاءات، الإنتاجية الفردية المتعلقة بصحة الفرد، والكفاءة الفيزيولوجية، وخبرته في العمل، وتكوينه وتدريبه المهني في الميدان.

<sup>1</sup> عقيل جاسم عبد الله: مرجع سابق، ص 14.  
<sup>2</sup> لمزيد من الاطلاع حول الأسواق المالية الأولية والثانوية راجع المصدر :  
- مروان عطون: الأسواق النقدية والمالية البورصة في عالم النقد والمال، الجزء الأول ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993، ص 26-15.

وعليه فإن توظيف فرد معين ذو كفاءات عالية في مشروع استثماري معين، يعتبر ضرباً من الاستثمار. نظراً لما يؤديه من خدمات ومهام اتجاه مؤسسته، وهذا ما يؤدي إلى الإضافة في أرباحها وإنتاجيتها.<sup>1</sup>

وهذه المداخل التي تترتب عن توظيف هذا الشخص في هذه المؤسسة، تكبر بكثير تكاليفه عليها. في حين تكاليف التكوين والرسكلة الخاصة بالعمال، بهدف رفع كفاءاتهم الإنتاجية يعتبر نوع من الاستثمار في المجال البشري.

3-1- الاستثمار الاجتماعي: يقصد به إذا كان آثار الاستثمار لا يؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية بتاتا مثل بناء التجهيزات العسكرية والأمنية، أو تؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية، ولكن بطريقة غير مباشرة، كمؤسسات التكوين والتعليم، فإن هذا الاستثمار يسمى "استثمار غير إنتاجي".<sup>2</sup>

وهذا الاستثمار الذي يؤثر بصفة غير مباشرة على قدرة المجتمع، على خلق الإنتاج، مثل تكوين وتدريب العمال، وتحسين مستواهم المعيشي، نظراً لما يترتب عن ذلك من رفع إنتاجيتهم.

ولذلك يغلب على الاستثمار الاجتماعي، الطابع الكيفي والنوعي، على الطابع المادي، مثل إنشاء الملاعب والنوادي الرياضية والترفيهية والثقافية والسياحية... إلخ. فتقاس المردودية في هذا النوع من الاستثمار، بمدى التحسن والتطور الذي يحصل في طبيعة العلاقات الاجتماعية بين أفراد المؤسسة.<sup>3</sup>

ويندرج في إطار الاستثمار الاستراتيجي أو الاجتماعي، جملة من المشاريع الحكومية، كمشاريع مراكز الأمن، والصحة العمومية، وشق الطرقات، أي المشاريع ذات الطابع الاجتماعي.

<sup>1</sup>Thierry Ananou, Op.cit., P 11

<sup>2</sup>محمد بلقاسم حسن بهلول، الاستثمار واشكالية التوازن الجهوي، المؤسسة الوطنية للاتصال والنشر، 1990، ص 64.

<sup>3</sup>عقيل جاسم عبد الله، مرجع سابق، ص 15.

### 4- الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير:

#### 4-1- الاستثمار التجاري:

تعتبر المبالغ المنفقة في مجال الدعاية والاستثمار في المنشآت التجارية، بهدف الأعمال التجارية وتصريف السلع، استثمارات قائمة بذاتها. فالمرود المتوقع من وراء مصاريف الدعاية والإعلان يختلف عن المرود المتوقع من الاستثمارات المختلفة الأخرى.1

#### 4-2- الاستثمار في البحث والتطوير:

يكتسي هذا النوع من الاستثمار، أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات والمشاريع الضخمة، لما له من أهمية في استعمال الآلات والتجهيزات المتطورة تقنيا. وهذا ما يسمح للمشروع بمضاعفة الإنتاج والإنتاجية، وتحسين جودة المنتج، وتذنية تكاليفه. لأن المؤسسة تكون دائما في وضع منافسة أمام عدة منشآت أخرى، وبالتالي عندما تستثمر في مجال البحوث العلمية، وتطوير المنتجات يعطي للمؤسسة وضعا جد حسن في السوق المحلي والأسواق العالمية.

### المبحث الثاني: الاستثمار المالي، تعريفه، أدواته

بعدما تعرفنا على أهم مفاهيم الاستثمار، من كل الجوانب المالية والاقتصادية والمحاسبية، وأهم أشكال الإستثمار وأنواعه، لآأس من الخوض في الإستثمار المالي وأهم أدواته، وذلك بتناول المطالب التالية:

### المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي ومزاياه؛

<sup>1</sup>أنظر المراجع الآتية:

-Pierre André Dufugeur, AmmeGazeengel : introduction à la finance d'entreprise, Dunod d'entreprise bordas, Paris, 1980. p 106

-ThierryAnanou, op.cit. p 11.

المطلب الثاني: مجالات الاستثمار المالي؛

المطلب الثالث: تقييم السندات والأسهم.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي ومزاياه

1- مفهوم الاستثمار المالي:

ارتبط الاستثمار المالي تاريخيا بإنشاء شركات المساهمة وتطورها وتوسع نشاطها ونمو عددها، وتعد أوروبا منذ القرن الرابع عشر نقطة الانطلاق لهذا النوع من الاستثمار نظرا لما شهدته من تطور اقتصادي وصناعي وتجاري.

ويقصد بالاستثمارات المالية تلك الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل عدد من الأوراق المالية، تعطى حاملها حق التصرف فيها بالبيع، بهدف الحصول على عائد نتيجة تحمل مستوى معين من المخاطرة.<sup>1</sup>

وعليه، فإن الاستثمارات المالية تشكل مجموعة غير متجانسة من البدائل، حيث تعد عملية الاستثمار فيها غاية في الأهمية لضمان التنمية الاقتصادية، والغرض منها الربط بين المدخرات المالية والاستثمار.

وتعرف أيضا الاستثمارات المالية بأنها: "حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) وأدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطرة معينة".<sup>2</sup>

ومن خلال هذا التعريف، تمثل الأدوات المالية أصلا ليس له قيمة بحد ذاتها إذ قيمتها الاقتصادية تكمن بالجهة المصدرة لهذه الأدوات، كما تتميز الإستثمارات المالية بأسواقها الفعالة وبذلك فهي تمثل مجالا واسعا لعموم المستثمرين.

<sup>1</sup> محمد مطر: مرجع سابق، 1999، ص 79.

<sup>2</sup> إرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي: الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 20

كما تعرف الاستثمارات المالية بأنها: "مدى استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة أملا في الحصول على عائد معقول، يتمثل غالبا في صورة أرباح إيرادية هي توزيعات السهم أو كوبون السند".<sup>1</sup>

يتضح من خلال هذا التعريف أن عناصر الاستثمار المالي تتمثل في المخاطرة والعائد بالإضافة إلى أداة الاستثمار.

فالمستثمر المالي يختار أداة من أدوات الاستثمار المتمثلة في الأسهم والسندات، ويعلم أنه يتحمل درجة معينة من المخاطرة، وهذا بغية الحصول على عائد مرغوب فيه.

### 2- مزايا الاستثمار المالي:

يتضمن الاستثمار المالي أو الاستثمار في الأوراق المالية جملة من المزايا تتمثل في:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى، فبجانب السوق الأولية لها توجد سوق ثانوية، كما قد توجد أحيانا سوقا ثالثة وسوق رابعة.
- وبجانب الأسواق المالية المحلية توجد أسواق مالية دولية توفر للأوراق المالية مرونة أكبر في تداولها، فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمر فيها.
- تكون تكاليف المتاجرة بالأوراق عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر، فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، إضافة إلى هذا أن الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال في الأصول الحقيقية.

<sup>1</sup> محمد مطر: مرجع سابق، 1999، ص 29.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم أو سندات مؤسسة معينة غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا ما يسهل من عملية تقييمها، ويسهل كذلك من عملية احتساب معدل العائد المتوقع من كل ورقة.
- لا يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة، كتلك الواجب توافرها في مجالات الاستثمار الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط أن يكون ذا دراية في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية مهما كانت إمكانياته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة وسيجد في هذه السوق من المختصين والسامرة من هم على استعداد لتقديم المشورة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مجالات الاستثمار المالي

#### 1- الاستثمارات المالية المتداولة في السوق النقدية:

تتمثل في الاستثمارات المالية القصيرة الأجل، أي التي لا تتجاوز فترة الاستثمار فيها عن السنة، حيث تتميز بدرجة سيولة مالية تضمن للمستثمر فيها عائدا منخفضا بسبب انخفاض درجة المخاطرة فيها. ومن أبرز أدوات الاستثمار القابلة للتداول في السوق النقدية ما يلي:

#### 1-1- شهادات الإيداع:

أصدر هذا النوع من الشهادات من قبل "Citibank of new York" وذلك سنة 1961، حيث يتم شراءها من قبل البنوك التجارية بقيمة تفوق 100 ألف دولار أمريكي، وهي شهادات غير شخصية ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك إلا في تاريخ الاستحقاق المحدد لها كما يمكن تداولها من قبل حاملها في الأسواق الثانوية، وطالما أن هذا النوع من الشهادات تصدره البنوك، فإن معدل الفائدة عليها

<sup>1</sup>اسالم مطر، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، 1990، ص 40.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

وتاريخ الاستحقاق يحددان بواسطته دون تدخل من المستثمرين وبالنسبة لتاريخ الاستحقاق فإنه غالبا ما يكون في حدود ستة أشهر أو أقل من سنة.

### 1-2- قرص الدولار الأمريكي:

اهتمت معظم البنوك المركزية في العالم في أن تحتفظ بجزء من احتياطياتها على شكل دولار أمريكي لدعم عملياتها المحلية من جهة، ولإستخدامه في تسوية الالتزامات الدولية باتجاه العالم، ويعتبر اصطلاح الدولار الأوروبي "euro dollar" عن الدولارات الأمريكية التي في حوزة البنوك التجارية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، مما يساعد في أن تقبل الودائع وأيضا في منح القروض والائتمانات بالدولار الأمريكي.

### 1-3- اتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء إحدى الأدوات التي يلجأ إليها تجار الأوراق المالية في المساعدة في تمويل جزء من مخزون هذه الأوراق، حيث يلجأ التاجر إلى أحد سماسرة الأوراق المالية المتخصصين بهذا النوع من الاستثمارات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن استثمار الأموال الفائضة لديه، ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر بصفة مؤقتة أوراقا مالية تتسم بقدر كبير من السيولة، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق المالية من ذلك المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له بها هذه الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر وبعد أن تتم هذه العملية تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، مما يعنى عودة مبالغ الاستثمار.

### 1-4- أوامر السحب:

يجمع هذا النوع من الأوعية الادخارية الإبداعية بين صفات الودائع الجارية وودائع التوفير حيث يكون للمستثمر في هذا النوع الحق في تحرير أمر سحب قابل للتداول، كما يضمن له فائدة التي تسحب على رصيد تلك الوديعة.

### 1-5- الكميالة المصرفية:

عندما يضع البنك نفسه وسيطا بين المقترض والمستثمر ويقبل مسؤولية دفع القرض، فإنه يصرف كمبيالات مصرفية كأوراق استثمارية يكتب بها، حيث يجنب المستثمر من مخاطر العجز وذلك لأن المستثمر يستطيع استرجاع قيمتها من المقترض الأصلي، وإذا لم يتمكن من ذلك يمكنه الرجوع على البنك الذي قبل أن يكون وسيطا متعهدا بين المستثمر والمقترض.

### 1-6- الأوراق التجارية

تتمثل الأوراق التجارية في نوع الأصول الاستثمارية تصدرها مؤسسات الأعمال الكبيرة والتي تتمتع بالثقة والأمان، وتتميز الأوراق التجارية بالسمات التالية:

- تكون مضمونة بأصل من أصول المؤسسة.
- التزام البنك بالسداد يجعل مخاطر تلك الأوراق محدودة.
- يتم نشر دليل من قبل المؤسسات المتخصصة مثل "Standards & Poor's" خاص بأسماء المؤسسات التي تصدر مثل هذه الأوراق.
- أصبح لهذه الأوراق سوقا ثانية نشطة أنشأتها بعض بيوت السمسة والبنوك التجارية، وهذا بفضل المزايا التي تقدمها.

### 1-7- أدونات الخزينة:

وهي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة أو ما يمثلها لتمويل العجز في موازنة الدولة حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي قصير الأجل، وهي سندات لحاملها.

وقد أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الاستخدام في غالبية الدول حتى المتقدمة منها، ويعتبر الاقتصادي الأمريكي باجيهوت "Bagehot" أول من اقترح فكرة استخدام أدوات الخزينة، وذلك عام 1887 لتمويل الحكومة الأمريكية في ذلك الوقت. وتعتبر أدوات الخزينة خالية المخاطر بسبب تعهد الدولة الكامل بتسديد قيمتها، ونتيجة لخلوها للمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار، فإن أسعار الفائدة عليها تكون منخفضة، كما تعتبر من الاستثمارات ذات السيولة العالية.<sup>1</sup>

### 2- الاستثمارات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

فيما يلي، سيتم توضيح مختلف أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال المتمثلة في:

- الأسهم؛ - السندات؛ - المشتقات المالية.

### 2-1- الأسهم:

تشكل الأسهم أحد أصناف الأوراق المالية الهامة في سوق رأس المال، باعتبارها أداة مهمة في زيادة رأسمال المؤسسات، وأداة لرفع قدرة التمويلية وزيادة استثماراتها.<sup>2</sup>

وتأخذ الأسهم عدة أشكال، يهدف كل شكل منها إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال وتعبئة المدخرات، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية. وسيتم دراسة الأسهم من خلال المحاور التالية:

- تعريف الأسهم وخصائصها؛

- تصنيفات الأسهم ومزاياها.

### 2-1-1- تعريف الأسهم وخصائصها:

<sup>1</sup> إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، 2000، ص ص: 37 - 40 .

- عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، 2000، ص ص: 38 - 40 .

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2000، ص ص: 42 - 44 .

قبل تبيان خصائص الأسهم ينبغي ذكر أهم التعاريف التي وردت بشأنها.

### أ- تعريف الأسهم:

لقد وردت عدة تعاريف بشأن الأسهم، حيث نكتفي بذكر البعض منها وفقا لما يلي:  
حيث عرف السهم بأنه: "صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم." 1

ويعرف البعض الأسهم بأنها: "عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأسمال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في المؤسسة التي يساهم في رأسمالها، والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية." 2

كما يعرف البعض الآخر بأن الأسهم: "عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تشهد بمساهمة صاحبها في رأسمال الشركة، ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ولحاملتها الحق في امتيازات متعددة، منها الحصول على دخل سنوي متغير يمثل نصيبه في ربح الشركة، حق نقل ملكيتها، حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم جديدة عند زيادة رأسمال الشركة، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء أو الإفلاس." 3

وهناك من يعرف الأسهم على أنها: "ورقة مالية متفاوض عليها، تدل على جزء من رأسمال الشركة، وهي ذات دخل يتغير حسب توزيعات أرباح الشركة، وتعتبر من الأوراق ذات المخاطرة." 4

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000، ص: 19.

<sup>2</sup> مصطفى رشدي شبيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993، ص: 169.

<sup>3</sup> شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار النشر الأطلس، 1993، ص: 21.

<sup>4</sup> F. Teulon, Les marchés des capitaux, Edition Seuil, Paris, 1997, P 12.

وهناك أيضا من يعرفها بأنها: "صكوك ملكية تمثل حصص من رأسمال الشركة، يحصل حاملها على جزء من الأرباح المحققة في الشركة، كما يمكن أن تكون محل تفاوض في أسواق الأوراق المالية".<sup>1</sup>

ومن خلال التعاريف سالفة الذكر، يمكن القول أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأسمال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها، هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأسمال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة من الحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

ب - خصائص الأسهم:

تمتاز الأسهم التي تصدرها شركات الأموال بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

يلي:

- يعتبر السهم صك ملكية يمثل جزء من رأسمال الشركة، وحملة الأسهم العادية هم أصحابها.

- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، وتتحدد حصة المساهمون من الأرباح على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها.

- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، حيث أن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.

- أرباح السهم غير محددة مسبقا، وتعتمد على الوضعية المالية للمؤسسة.<sup>2</sup>

وهناك خصائص أخرى تميز الأسهم عن باقي الأوراق المالية منها ما يلي:

<sup>1</sup>D. Martina, Précis d'économie, Edition Nathan, Paris, 1997, P 82.

<sup>2</sup>ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 1993، ص: 41.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

- خاصية السيولة، حيث تعتبر من الخصائص المهمة للأسهم، وذلك بأنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الأوراق المالية الأخرى.
- قابلية السهم للتداول، إذ يمكن لحملة الأسهم التنازل عنها بسرعة، الأمر الذي يعطي مرونة عالية وحركية كبيرة لسوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>
- تساوي قيم الأسهم، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الآخر، مما يعني أن الأسهم تتساوى في الحقوق وفي الالتزامات.
- تعتبر الأسهم أداة غير تضخمية باعتبار أن التضخم نادراً ما يؤثر على النتائج المالية للمؤسسات بسبب قدرتها على زيادة الأسعار بما يتناسب ومعدلات التضخم في السوق.
- عدم قابلية السهم للتجزئة، حيث يجوز الاشتراك في السهم الواحد من طرف شخصين أو أكثر، ولكن لا يمكن تجزئته بينهم إلا عن طريق البيع، وتجزئة قيمته لا تتم إلا في بعض الحالات الاستثنائية التي تلجأ فيها الشركة المصدرة عنوة عند ارتفاع قيمته أكثر من قيم الأسهم الأخرى المتداولة، وهذا من أجل تحقيق التوازن في السوق.
- مسؤولية صاحب السهم بمقدار حصته وعدم تقادم حصته وحقه، فالمساهم في شركة الأموال تتحدد مسؤوليته في حدود ما يملكه من أسهم، كما أن حقه لا يضيع بسبب عدم الاستعمال.

### 2-1-2- تصنيفات الأسهم ومزاياها:

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع، سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الامتيازات التي تمنحها بعض أنواع من الأسهم.

وعليه، يمكن توضيح أهم أنواع الأسهم المتمثلة فيما يلي:

- الأسهم العادية؛- الأسهم الممتازة؛- الأسهم الخاصة.

### 2-1-2-1- الأسهم العادية:

<sup>1</sup>D. Martina, Op.cit. , PP : 172 – 174.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

فيما يلي، سيتم التعريف بالأسهم العادية والمزايا التي تحققها للمستثمر والمؤسسة المصدرة لها.

### أ- تعريف الأسهم العادية:

الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي.

وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك، الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها، كما تتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات.

ويتضح مما سبق، بأن الأسهم العادية تتميز بالخصائص الآتية:

- أنها قابلة للتداول.
- تصدرها شركات المساهمة.
- تمثل جزء من رأسمال شركة مساهمة.
- تمنح الأسهم العادية حقوقا متساوية لأصحابها.<sup>1</sup>

### ب- مزايا الاستثمار في الأسهم العادية:

تحقق عملية الاستثمار في الأسهم العادية عدة مزايا بالنسبة للمؤسسة المصدرة إضافة إلى تحقيقها لمزايا بالنسبة للمستثمر، وفيما يلي يتم توضيح ذلك:

#### ب-1- مزايا الاستثمار في الأسهم العادية بالنسبة للمؤسسة المصدرة:

تتمثل مزايا الأسهم العادية للمؤسسة المصدرة فيما يلي:

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر، 42 من القانون التجاري الجزائري، الصادر سنة 1975.

- لا تتضمن الأسهم العادية نفقات ثابتة، لأن إدارة المؤسسة غير ملتزمة قانوناً بتوزيع الأرباح على حاملي الأسهم العادية دون قرار يصدر في الجمعية العامة.
- ليس للأسهم العادية تاريخ استحقاق معين، مما يضمن للمؤسسة مصدر تمويل طويل الأجل.
- بما أن الأسهم العادية توفر الضمان اللازم الذي يعتمد عليه دائني المؤسسة، فإن بيع هذه الأسهم يزيد من المقدرة الائتمانية للمؤسسة.
- تكون معدلات الضريبة على عوائد الفرد من الأسهم العادية أقل من معدلات الضريبة على عوائده من الفوائد عن السندات التي يحملها.
- يؤدي إصدار وبيع الأسهم العادية لمساهمين جدد إلى زيادة عدد من لهم حق الرقابة على المؤسسة، وهو ما يؤدي إلى الرفع من مستوى الأداء التسييري لها.

ب-2- مزايا الاستثمار في الأسهم العادية بالنسبة للمستثمر:

- يمكن توضيح أهم المزايا التي تحققها الأسهم العادية للمستثمر فيما يلي:
- يحصل حامل السهم العادي على عائد مرتفع مقارنة بالسندات، نتيجة لتحمله درجة مخاطرة مرتفعة.
- تمتاز الأسهم العادية بمرونة كبيرة، حيث يمكن لحاملها التنازل عنها في مختلف جلسات البورصة.
- تمكن الأسهم العادية من الحصول على عدة امتيازات منها، الحضور في جلسات الجمعية العامة المشاركة في إدارة الشركة، الحق في التصويت... الخ، وبالتالي يكون على دراية بما يجري داخل المؤسسة المصدرة للأسهم.<sup>1</sup>
- يعتبر الاستثمار في الأسهم بمثابة المشاركة في رأسمال المؤسسة، أي الاستفادة من الأرباح وتحمل الخسارة، وعليه فإن ذلك لا يعد مخالفاً لأحكام الشريعة الإسلامية، على عكس السندات التي تعتبر الفوائد الناتجة عنها بمثابة ربا.

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001، ص: 53-55.

### 2-1-2-2- الأسهه الممتمزة:

فمما فلف سفل فوضفح الأسهه الممتمزة ومزاها الاستمتمر ففها.

#### أ- تعرف الأسهه الممتمزة:

تعرف الأسهه الممتمزة بأنها: " وئاقئ ففبف لأصحابها حق ملكفة جزء من رأسمال شركة المساهمة المصدرة لها، على أن فكون لكل سهه ممتمر كما للسهم العادف قفمة اسمفة وقفمة سوقفة وقفمة دفترفة، وهذه الأخرة الفف فمفل قفمة السهم الممتمر الحقففة، ففبف فعطف لمالك السهم الممتمر حقوقا أكثر من فلك الممنوحة لأصحاب الأسهه العادفة، ومن فلك الأولوفة فف حصولهم على الأرباح كما لهم الحق عند فصففة المؤسسة المصدرة فف أن فحصلوا على القفمة الاسمفة للأسهه قبل أصحاب الأسهه العادفة".<sup>1</sup>

ومفمل السهم الممتمر مسفند ملكفة، وإن كانت الملكية فف حالة الأسهه الممتمزة فففل عن الملكية الفف ففشأ عن الأسهه العادفة، نظرا لففمف الأسهه الممتمزة ببعض الحقوق الأخرة الفف لا فففمف بها حامل السهم العادف، والفف منها ما فلفف:

- إمكانيفة فحول الأسهه الممتمزة إلى أوراق مالية أخرة.
- الأولوفة فف الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهه العادفة.
- حق الأولوفة عند فصففة الشركة.

وقد ففم إصدار الأسهه الممتمزة بصورها المففوعة لفففقق أهداف معفنة، فمل إغراء الجمهور على الاكفتاب فف الأسهه أو فأمفن الأغلبفة للوطنفن فف الجمعفف العامة للشركات الفف بها مساهمون أجانف، ففر أن عدم فقففب إصدار فمل هذا النوع من السندات قد فؤدف إلى فحكم أقلفة المساهمفن فف أغلبفهم، وبالفالف ففل الدور الرقابف الذف فمارسه المساهمون فف الجمعفف العامة على إدارة الشركة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>محمم عثمان إسماعل: أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر فمول مشروعات الاستثمار، مطبعة جامعة القاهرة، 1993، ص 154.

<sup>2</sup>محمم فرفد العربف: الشركات الفجرافة، دار المطبوعات الجامعفة، الإسكندرفة، 2002، ص 273.

ب- مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة:

هناك عدة مزايا تتحقق نتيجة استخدام الأسهم الممتازة، سواء بالنسبة للمؤسسة المصدرة أو بالنسبة للمستثمر، وفيما يلي يتم توضيح هذه المزايا:

ب-1- مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة بالنسبة للمؤسسة المصدرة:

يمكن ذكر أهم مزايا التمويل بالأسهم الممتازة فيما يلي:

- لا تلتزم المؤسسة بدفع فوائد ثابتة لحاملي الأسهم الممتازة، على عكس ما هو حاصل في السندات.

- تستطيع المؤسسة التي ترغب في التوسع نتيجة ارتفاع قدراتها الإردادية أن تحصل على مكاسب أكثر ارتفاعاً للملاك الرئيسيين من خلال بيع أسهم ممتازة بعائد محدود بدلاً من بيع أسهم عادية.

- تسمح الأسهم الممتازة للمؤسسة بتجنب مشاركين جدد في الرقابة على الشركة وإدارتها، من خلال عدم امتياز الأسهم الممتازة بحق التصويت.

- طالما أن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فإنها تكون أكثر مرونة مقارنة بالسندات.

- تعتبر الأسهم الممتازة مصدراً دائماً للتمويل، بحيث لا يتطلب إعادة تسديد قيمتها في تاريخ معين.

- تمكن الأسهم الممتازة من الحصول على أرباح إضافية للمؤسسة، خاصة عندما يتجاوز معدل الأرباح الفعلي الذي تحققه المؤسسة المعدل الأقصى للأرباح المقررة لحملة الأسهم الممتازة.

- إن استخدام الأسهم الممتازة كمصدر من مصادر التمويل، يجعل المؤسسة في مأمن من حالة الإفلاس في حالات العسر المالي، باعتبار أن المؤسسة غير ملزمة بتوزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة في آجال محددة، حيث يمكنها تأجيل ذلك إلى فترات زمنية لاحقة يكون فيها الوضع المالي أفضل.

- ب-2- مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمر:
- من بين أهم مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمر ما يلي:
- توفر له دخل معقول بشكل ثابت، وأن حامل السهم الممتاز له أولوية في المطالبة بأصول المؤسسة عند تصفيتها بالمقارنة مع حامل السهم العادي.
  - يخضع عائد هذا النوع من الأسهم لتخفيضات جبائية معتبرة.
  - يتحمل حامل هذا النوع من الأسهم مخاطرة أقل مقارنة بالأسهم العادية.
  - تمكن الأسهم الممتازة حاملها من الاستفادة من مزايا الأسهم العادية والسندات.
- هذا وقد ظهرت أنواع كثيرة من الأسهم الممتازة، فمنها من يعطي حق التصويت ومنها من يعطي حقوقاً أخرى.

### 2-1-2-3- الأسهم الخاصة:

- إضافة إلى الأسهم العادية والأسهم الممتازة، توجد أنواع أخرى من الأسهم لها خصوصيات محدودة.
- وفيما يلي سيتم تعريف الأسهم الخاصة وتبيان مختلف أنواعها.

#### أ- تعريف الأسهم الخاصة:

- وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة، يهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأسمالها.
- وإصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة، كما أن قواعد تداولها تختلف نوعاً ما عن الأسهم العادية والممتازة.

#### ب- أنواع الأسهم الخاصة:

- من أهم أنواع الأسهم الخاصة ما يلي:

#### ب-1- سندات المساهمة:

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

وهي سندات تصدر من قبل شركات المساهمة الخاصة والمؤسسات العمومية ذات الطابع الاقتصادي وحتى المؤسسات المالية، تستعمل لأغراض مختلفة، مثل تمويل الصادرات والواردات وتختلف هذه السندات من بلد لآخر، فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية يحصل حاملها على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في تاريخ الاستحقاق، أما في فرنسا فيحصل حاملها على عائد ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.<sup>1</sup> أما المشرع الجزائري فقد عرف سندات المساهمة بأنها: "سندات دين قابلة للتداول تتكون أجرتها من جز ثابت يتضمنه العقد، وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند، ولا تكون قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد انتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن خمسة سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار".<sup>2</sup> وما يلاحظ على سندات المساهمة أنها تحمل صفات السندات في الجزء الثابت من العائد كما تحمل صفات الأسهم في الجزء المتغير من العائد الذي تحدده نتائج الشركة.

### ب-2- سندات الاستحقاق:

وهي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنيتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بكامله، حيث تكون الجمعية العامة للمساهمين مؤهلة وحدها لتقرير إصدار سندات الاستحقاق وتحديد شروطها أو السماح بذلك.

ويستفيد حاملو سندات الاستحقاق بجملة من الحقوق منها ما يلي:

- إمكانية تكوين جمعية تسمى بجمعية حاملي سندات الاستحقاق للدفاع عن مصالحهم.
- حضور الجمعية العامة للمساهمين بصفة استشارية.

<sup>1</sup> محفوظ جبار، الأوراق المالية، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 82.  
<sup>2</sup> المرسوم التشريعي رقم 93 - 08 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة الصادر بتاريخ 25 / 04 / 1993.

- إدراج مشاريع لوائح في جدول أعمال الجمعية العامة والتي تخضع لتصويت هذه الأخيرة.

- حق المشاركة في الجمعية العامة أو تعيين وكيل يمثله.

- حق الإطلاع على الوثائق التي تقدم للجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق والإطلاع على المحاضر.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن للشركة المصدرة لسندات الاستحقاق أن تفرض التسديد المسبق لهذه السندات إلا في حالة وجود شرط صريح في عقد الإصدار، كما يشترط على الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات أن تكون لها ضمانات خاصة لفائدة أصحاب سندات الاستحقاق والتي يترتب عنها القيام بإشهار قبل كل اكتتاب.<sup>1</sup>

ب-3- السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم:

وهي أوراق تمكن حاملها من حق الاكتتاب في الشركة وتسليمه قسيمة من تلك القسيمات التابعة لسنداته، تؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محدودة مسبقاً.

ويمكن فصل تلك القسيمات عن السندات وبيعها في البورصة، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى، إضافة إلى احتفاظ حامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم بحقه كحامل للسندات المعنية.<sup>2</sup>

وعلى هذا الأساس، فإنه يمكن لحامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم أن يصبح من المساهمين العاديين في المستقبل، حيث تنص المادة 715 مكرر 127 وما بعدها على أنه: "تمنح قسيمات الاكتتاب حق اكتتاب أسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة وفقاً للشروط والآجال المحددة في عقد الإصدار، وتحدد الجمعية العامة كيفية حساب سعر ممارسة حق الاكتتاب وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتسبها أصحاب القسيمات، كما أن سعر ممارسة الحق في الاكتتاب يجب أن يكون

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص: 46 - 47 .

<sup>2</sup> محفوظ جبار، مرجع سابق، 2002، ص: 84.

مساويا على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتة بناء على تقديم القسيمة ويجوز التنازل عن قسيمة الاكتتاب أو التداول فيها بصفة مستقلة عن سندات الاستحقاق".<sup>1</sup>

ب-4- شهادات الاستثمار:

تمثل شهادات الاستثمار، التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لأسهم الشركة المصدرة، حقوقا مالية وهي قابلة للتداول، وتصدرها شركات المساهمة بمناسبة زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة.

ويستفيد حاملي شهادات الاستثمار بجملة من الحقوق منها:

- حق اكتتاب تفضيلي في شهادات الاستثمار الصادرة بما يتناسب وعدد السندات التي يمتلكونها.

- حق الإطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين.

- الاستفادة بجميع حقوق حملة الأسهم العادية إلا حق التصويت.

ومن ثم يمكن القول بأن شهادات الاستثمار هي عبارة عن جزء من السهم، والذي يتمثل جزؤه الآخر في شهادات الحق في التصويت التي يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها، وهي من حقوق حملة الأسهم العادية.

ويقوم بإصدار هذه الشهادات كل من شركات القطاع العام أو الخاص، بهدف توفير مصادر تمويل دون التخلي عن حق السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامى، الذين يتمتعون بحق إدارة ومراقبة الشركة.

ويتم تداول شهادات الاستثمار في البورصة مثل باقي الأوراق المالية، ولا يتم التنازل عن شهادات الحق في التصويت إذا كانت مرفقة بشهادة الاستثمار، حيث أن الجمع بين هاتين الشهادتين يمثل سهما كاملا تطبق عليه القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم

وتسديدها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية، عدد 27، الجزائر، 2004، ص ص: 50 - 52.  
<sup>2</sup> محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير: تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1998، ص: 35.

- محفوظ جبار، مرجع سابق، 2002، ص: 86.

### 2-2 - السندات:

فيما يلي سيتم توضيح مفهوم وخصائص السندات ومزايا الاستثمار فيها:

#### 2-2-1- تعريف السندات وخصائصها:

قبل توضيح خصائص السندات، سيتم التعريف بها.

#### تعريف السندات:

لقد وردت العديد من التعاريف للسندات، يتم اختيار البعض منها وفقا لما يلي:  
حيث تعرف السندات على أنها: "صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام تصدره الشركات أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائنا لها، له حق دائنيه في مواجهتها، ولا يعد شريكا فيها".<sup>1</sup>  
وتعرف أيضا بأنها: "صكوك قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة ولها قيمة اسمية واحدة تمثل قرضا طويل الأجل يتم عن طريق الاكتتاب العام".<sup>2</sup>  
وهناك من يعرف السندات بأنها: "صكوك مديونية تدل على دين طويل الأجل خاصة بشركة أو هيئة حكومية أو هيئة اجتماعية... إلخ، وهي مستحقة في ميعاد استحقاق محدد ويتحصل صاحبها على فوائد دورية، وتعتبر من الأوراق المالية ضعيفة المخاطرة".<sup>3</sup>

كما عرفها البعض على أنها: "صكوك متفاوض عليها تمثل دين طويل الأجل مصدره من طرف شركة أو هيئة حكومية، ويعطى بموجبها حق الدائنية لحاملها في مقابل عوائد ذات قيم ثابتة تحتسب وفقا للقيمة الاسمية للسند ومعدل الفائدة الذي يحمله".<sup>4</sup>  
ومن خلال التعاريف السابقة يمكن الاستنتاج أن السندات عبارة عن صك مديونية على الجهة التي أصدرته والمتمثلة في الشركة أو الهيئة المرخص لها بذلك عن طريق

<sup>1</sup>محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية في الفقه الإسلامي (الأسهم والسندات)، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 1999، ص: 32.

<sup>2</sup>علي نديم الحمصي، الشركات المساهمة في ظل القانون الوضعي والفقه الإسلامي، مؤسسة مجد للنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، 2003، ص: 22.

<sup>3</sup>F. Telon , Op.cit. 1997 , P 15.

<sup>4</sup>D . Martina , Op.cit. 1997 , P 80 .

الاكتتاب العام هذا الصك قابل للتداول، ويحصل حامله على سعر فائدة ثابتة خلال مدة استحقاقه، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه أو قبل هذا الميعاد، وذلك بحسب ما تم الاتفاق عليه في نشرية الاكتتاب.

### خصائص السندات:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيحها فيما يلي:

- يعتبر السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
  - يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء حققت المؤسسة ربحاً أو خسارة.
  - استيفاء قيمة السند عند التاريخ الاستحقاق.
  - قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله ببيعه للغير.
  - تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية.
  - لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمان المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
  - لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة، ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
  - تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز اقتطاعها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع لضريبة على أرباح الشركات.<sup>1</sup>
- إضافة لما سبق، تتميز السندات أيضاً بالخصائص التالية:
- يمكن للسند أن يصدر بالسعر الأكبر من قيمته الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار، كما يمكن أن يصدر بسعر أقل من قيمته الاسمية ويسمى الفرق بخصم الإصدار، وذلك قصد تشجيع الجمهور على الاكتتاب فيها، كما يمكن للسند أن يكون مخصوم الفائدة مسبقاً، حيث يدفع المستثمر حامل السند القيمة الاسمية منقوصاً منها الفوائد التي ستترتب على السند طيلة مدة استحقاقه.

<sup>1</sup> ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 1993، ص: 37.

- يمكن للسند أن يكون مضمونا بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها، كما يمكن أن يكون مضمونا بضمانات معنوية، وذلك في حالة السندات التي تصدرها الدولة أو أحد هيئاتها.1

2-2-2- مزايا الاستثمار في السندات:

تتعدد مزايا الاستثمار في السندات سواء بالنسبة للمستثمر أو الجهة المصدرة له، والتي سيتم توضيحها فيما يلي:

مزايا الاستثمار في السندات بالنسبة للمستثمر:

يمكن للمستثمر في السندات أن يستفيد من عدة مزايا، منها ما يلي:

أ-1- ثبات العائد واستمراره:

حيث يمكن لحامل السند أن يحصل على قدر ثابت من الفائدة عند تواريخ استحقاق محددة باعتبار أن كون كيون السند واجب الدفع ولا يرتبط بنتيجة الشركة، على عكس ما هو معروف عند الأسهم التي لا تدفع عنها عوائد إلا عند تحقيق المؤسسة نتيجة إيجابية، كما أن الاكتتاب في السندات التي تصدرها الحكومات والمؤسسات المالية المختصة يؤدي بالمستثمر فيها إلى تنويع المخاطر الائتمانية.

أ-2- استرجاع المبلغ المستثمر في آجال الاستحقاق:

في غالب الأحيان يصدر السند مضمونا بأصل من أصول الشركة، مما يمكن للمستثمر فيه أن يحصل قيمته عند الاستحقاق أو قبله إذا نصت نشرية الاكتتاب على ذلك، كما أن هناك حرية اختيار مجال آجال الاستحقاق التي قد تتراوح بين سنة واحدة إلى 25 سنة أو أكثر في بعض الحالات.

<sup>1</sup>نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998، ص 58.

### أ-3- الإعفاء الضريبي:

توجد بعض السندات، خاصة التي تصدرها الحكومة أو إحدى هيئاتها، التي تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي، وهذا ما نجد الكثير من المستثمرين يحبذون الاستثمار فيها. 1

### أ-4- الاستقرار النسبي للقيمة السوقية:

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى باستقرار قيمتها، مما يجعلها ورقة مالية أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في المخاطرة، كما يسمح التقييم الائتماني للسندات للمستثمر بقياس مستوى المخاطرة.

### أ-5- توفير السيولة وسهولة التسوية:

يؤدي الاستثمار في السندات إلى توفير درجة عالية من السيولة في الاستثمارات من خلال صناع السوق، كما أن إجراء التسوية يتم بسهولة والتي يمكن أن تتولاها هيئات مختصة داخل البورصة.

### أ- مزايا الاستثمار في السندات بالنسبة للجهة المصدرة:

تستفيد الجهة المصدرة للسندات بعدة مزايا من أهمها ما يلي:

- تعتبر السندات مصدرا للموارد المالية طويلة الأجل، يمكن الحصول عليها بمبالغ كبيرة بسرعة وبسهولة.
- الحصول على تمويل مباشر دون الحاجة اللجوء إلى القروض المصرفية.
- توفر السندات تشكيلة اختيارات مالية واسعة.

- إصدار السندات يجذب العامة ويوسع قاعدة الاستثمار.
- معظم السندات ذات سعر فائدة ثابت، ولذلك لا تتأثر بالتقلبات في أسعار الفائدة.

### 2-3- المشتقات المالية:

تعد كل من حقوق الاختيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات، من أهم الأوراق المالية المستحدثة في سوق رأس المال، وفيما يلي يتم توضيح أهم المشتقات المالية المتمثلة في الآتي:

- حقوق الاختيارات؛
- العقود المستقبلية؛
- عقود المبادلات.1

### 2-3-1- حقوق الاختيارات:

قبل تبيان أنواع حقوق الاختيار، فإنه من الأجدر تعريفها وذلك على النحو الموالي:

#### أ- تعريف حقوق الاختيارات:

يعرف حق الاختيار بأنه: "ذلك الحق الذي يعطى لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية بسعر محدد سلفاً وفي تاريخ معين، وله الحق كذلك في تنفيذ عملية البيع أو الشراء أو عدم تنفيذها".2  
ويتضح من خلال هذا التعريف أن حق الاختيار غير ملزم لصاحبه، وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، كما أنه قابل للتداول في سوق الأوراق المالية، حيث تتوقف قيمته المالية على العرض والطلب لحقوق الاختيارات.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، 2001، ص 286 .

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002، ص 87 .

ب-أنواع حقوق الاختيار:

هناك عدة تصنيفات لحقوق الاختيار، ومن بين أهم هذه التصنيفات ما يلي:

- التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية؛

- التصنيف على أساس نوع الصفقة.

ب-1-التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية:

يقسم حق الاختيار حسب هذا التصنيف إلى نوعين هما:

ب-1-1-الاختيار المغطى:

وهو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب-1-2-الاختيار غير المغطى:

وهو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا، ولا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد عليها.

ب-2- التصنيف على أساس نوع الصفقة:

تصنف حقوق الاختيار حسب هذا التصنيف إلى حق اختيار الشراء وحق

اختيار البيع.1

ب-2-1- حق اختيار الشراء:

<sup>1</sup>محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002، ص 347 وما بعدها.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

يُتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزمع المستثمر شراءها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق للمستثمر إلزام محرر عقد اختيار الشراء بتنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه وهو سعر التنفيذ، وكذلك يضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر حق اختيار الشراء، بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ، ونظير ذلك يحصل محرر حق اختيار الشراء على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نظير تحمل هذه المخاطر، والمتمثلة في مخاطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية في المستقبل.

ويتضح مما سبق، أن حامل اختيار الشراء لا ينفذ هذا الحق إلا إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية تفوق سعر الممارسة أو التنفيذ.

### ب-2-2- حق اختيار البيع:

يعطي حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح هذا النوع للمستثمر إلزام محرر حق الاختيار بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق خلال فترة العقد عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر الذي هو مشتري الحق أن يقوم ببيع الأوراق المالية للمحرر بنفس سعر التنفيذ، بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي تعرضت له أسعار الأوراق المالية، وذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر هذا الحق، هذه المكافأة غير قابلة للرد في ظل أي ظرف من الظروف، والتي تمثل في الواقع تعويض لمحرر الحق عن مقدار المخاطرة التي يتعرض لها عند انخفاض أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ في المستقبل.

ويتضح من هذا، أن حق اختيار البيع يتم تنفيذه عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية أقل من سعر الممارسة أو التنفيذ.

### 2-3-2- العقود المستقبلية:

لفهم طبيعة العقود المستقبلية، سيتم توضيح خصائصها وأهم وظائفها، وذلك كما يلي:

#### أ- تعريف العقود المستقبلية وخصائصها:

قبل تبيان أهم الخصائص التي تتميز بها العقود المستقبلية، سيتم توضيح مفهوم هذه العقود وذلك على النحو الموالي:

#### أ-1- تعريف العقود المستقبلية:

تعرف العقود المستقبلية بأنها: "التزام تعاقدى نمطي إما بيع أو شراء موجود ما محدد وبتاريخ معين في المستقبل".<sup>1</sup> وتتمثل الموجودات في الموجودات السلعية مثل المعادن، الأغذية والنفط... الخ، أو الموجودات غير السلعية، أي الموجودات المالية التي تضم الأوراق المالية بأنواعها قصيرة الأجل وطويلة الأجل. ويعتبر التعامل بالعقود المستقبلية بمثابة التزام قد حصل بين المشتري والبائع، لأن هذه العقود تكتسب الصفة القانونية، ورغم هذا الالتزام يمكن أن يلغي المشتري أو البائع التزامه قبل تاريخ استحقاق العقد.<sup>2</sup>

#### أ-2- خصائص العقود المستقبلية:

تتسم العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيحها فيما يأتي:

#### أ-2-1- الكمية:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص 363  
<sup>2</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية: وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، 2005، ص 24.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

وهي الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي، إذ تختلف مكونات العقد باختلاف الأصل محل التعاقد، والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.

### أ-2-2- تاريخ التسليم:

وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل، وتاريخ التسليم يمكن أن يكون أي يوم عمل في شهر التسليم.

### أ-2-3- شروط التسليم:

وتتضمن شروط تسليم الأوراق المالية محل العقد، وهي الأشهر التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي فيها التسليم، ودرجة جودة الأصل المالي محل التعاقد والوسيلة الفعلية التي يمكن للبائع فيها تسليم الأوراق المالية. أ-2-4- السعر في المستقبل:

وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل، حيث يتضمن هذا السعر حدود، والذي يعرف بالحد الأقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد، فإذا ما ارتفع السعر أو انخفض بمقدار الحد الأقصى في لحظة ما خلال اليوم يمكن أن يتخطى السعر تلك الحدود.1

### ب-وظائف العقود المستقبلية:

تؤدي العقود المبرمة في الأسواق المستقبلية إلى تحقيق جملة من الوظائف أهمها ما يلي:

### ب-1- اكتشاف السعر:

<sup>1</sup>محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص369.

يعرف اكتشاف السعر بأنه عكس المعلومات الخاصة بأسعار السوق النقدية المستقبلية من خلال أسواق المستقبلية، ويتحقق ذلك من خلال ثلاثة عوامل هي:

- الحاجة إلى المعلومات الخاصة بالسعر الحاضر في المستقبل.
- دقة التنبؤ بالأسعار المستقبلية من قبل أسواق المستقبلية.
- ارتباط أداة تنبؤ الأسواق المستقبلية بباقي أساليب التنبؤ الأخرى.

إذ أن العديد من المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، يحتاجون إلى المعلومات الخاصة بالسعر المستقبلي لمختلف الأوراق المالية، ومن خلال معرفة هذه المعلومات يكون من السهل التخطيط للاستثمار. 1

### ب-2- التحويط:

يعرف التحويط في أسواق العقود المستقبلية بأنه: "اتخاذ مركز في السوق المستقبلي معاكس للمركز المتخذ في السوق النقدي، للحد من مخاطر تغير الأسعار وحماية المركز النقدي من التقلبات السعرية غير المتوقعة."

ويعد المتحوطون من أهم عناصر أسواق المستقبلية، وينظر إليهم على أنهم ما لكون للأوراق المالية أو بحاجة إليها، ويحاولون عن طريق صفقات السوق المستقبلية تجنب مخاطر الأسعار المرتبطة بالأوراق المالية. 2

### ب-3- المضاربة:

وتعرف بأنها: "اتخاذ مركز طويل أو قصير في سوق المستقبلية من أجل تحقيق الأرباح وتحمل المخاطرة التي يرغب المتحوطون في تجنبها، أي الدخول في مركز

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1996، ص 324.  
<sup>2</sup> نفس المرجع، 1996، ص 329.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

مالي معين من أجل المساهمة في فرصة استثمارية مربحة تتعلق بتحركات مواتية في الأسعار".

ويعتمد المضاربون على توقعاتهم في تعاملاتهم بالأسواق المستقبلية، فلو أن توقعاتهم تشير إلى أن أسعار العقود المستقبلية على ورقة مالية ما بتاريخ تسليم معين ستكون أقل من السعر الذي ستكون عليه الورقة المالية محل التعاقد في السوق الحاضر، في تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي نفسه فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود، أي يتخذون مركزا طويلا عليها، والعكس صحيح.<sup>1</sup>

### ب-4- المراجعة:

تتطوي المراجعة على تحقيق أرباح خالية من المخاطرة من خلال الدخول في مبادلات ووقت متزامن في سوقين مختلفين أو أكثر، وذلك بشراء الورقة المالية بسعر منخفض وبيعها بسوق مرتفع.<sup>2</sup>

فعندما تكون أسعار العقود المستقبلية في أسواق المستقبلية أعلى من أسعار الأوراق المالية في الأسواق الحاضرة، فإن المراجح سوف يتخذ مركزا طويلا (شراء) للورقة المالية في السوق الحاضرة، ويتخذ مركزا قصيرا (بيع) في السوق المستقبلي، ومن ثم تحقيق أرباح خالية من المخاطرة.<sup>3</sup>

ويتضح من هذا أن نشاط المراجعة جزء أساسي لعمل الأسواق المستقبلية، إذ أن تسعير العقود المستقبلية يفرض علاقة ما بين السعر في السوق الحاضرة والسعر المستقبلي في أسواق المستقبلية، وهذه العلاقة تفرض أن سعر العقد المستقبلي يساوي السعر الفوري المتوقع في تاريخ التنفيذ.

### 2-3-3- عقود المبادلات:

<sup>1</sup>نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1994، ص 54  
<sup>2</sup>Y. Simon, Les marchés à terme du taux d'intérêt, Edition Economica, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 1997, P 12.  
<sup>3</sup>منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص 703.

تشكل عقود المبادلات صورة من صور المشتقات المالية، وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعملات، ولتوضيح هذه العقود، سيتم التعريف بها وتبيان مختلف أنواعها.

### أ- تعريف عقود المبادلات

تعرف عقود المبادلة بأنها: "سلسلة من العقود لاحقه التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلات على فترات دورية، ويكون هذا العقد ملزم لطرفي العقد، على عكس ما هو معروف في حقوق الاختيار".<sup>1</sup>

كما تعرف عقود المبادلات بأنها: "عقود تشبه العقود لاحقة التنفيذ، حيث تتم تسوية الأرباح والخسائر في هذه العقود عند تنفيذ عملية المبادلة".<sup>2</sup> ويتضح مما سبق، أن عقود المبادلة تمثل أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، حيث تعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما.

### ب- أنواع عقود المبادلات

من أهم عقود المبادلات ما يسري على أسعار الفائدة وعلى العملات، وهو ما سيتم توضيحه فيما يلي:

#### ب-1- عقد مبادلة أسعار الفائدة:

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق رأس المال، وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين، واختلاف توقعات المستثمرين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية.

والهدف الرئيسي من استخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق التوقعات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002، ص 401 .  
<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 402 .

مثلا عندما تتفق مؤسسة مصدرة للسندات سبق وإن أصدرت سندا ولكن بكوبون متغير، على تبادل أو مقايضة دفع الفائدة ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى، وذلك دون المساس بالتزام أي منهما الأصلي عن السند.1

### ب-2- عقود مبادلة العملات:

تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل أخرى في السوق الحاضرة وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجلة، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.

وتوفر عقود مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها،

عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها.2

وتأخذ عقود مبادلة العملات شكلين هما:

- عقود مبادلة متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال، يطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية "Capital Market Swaps" ويغلب عليها الطابع التحويلي على أغراض المضاربة، وتستخدمها عادة المؤسسات المالية التي تلجأ إلى الاقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.

- عقود مبادلة قصيرة الأجل والتي تحدث عادة في أسواق النقد، ويتعامل فيها

المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح.3

المطلب الثالث: تقييم السندات والأسهم:

يتم تقييم الأسهم والسندات بعدة طرق يمكن حصرها فيما يلي:

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 290 .

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002، ص 403 .

<sup>3</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص 287 .

### 1-تقييم السندات:

يعد تقييم السند عند الشراء والوصول إلى قيمته الحقيقية أمراً مهماً لضمان سلامة القرار الاستثماري، وبالرغم من اعتبار السندات أداة مهمة للتوسع في استثمارات المؤسسات، إلا أن التعامل بها يشهد انفصال مابين التغيرات التي تطرأ على قيمة السند ووضعية الأداء للمؤسسة المصدرة على عكس الأسهم. وقبل تناول مختلف أساليب تقييم السندات، ينبغي توضيح بعض المتغيرات المرتبطة بعملية تقييم السندات.

ومن هذا المنطلق، تم تقسيم هذا المطلب إلى المحورين التاليين:

- المتغيرات المرتبطة بتقييم السندات؛

- أساليب تقييم السندات.

### 1-1-1- المتغيرات المرتبطة بتقييم السندات:

هناك جملة من المتغيرات ينبغي أخذها بعين الاعتبار عند تقييم السندات، أهمها

ما يلي:

#### 1-1-1- القيمة الاسمية للسند:

وتعبر عن القيمة التي يتم بها إصدار السند، هذه القيمة يتم تحديدها بواسطة جهة الإصدار أو بالتشاور مع البنك المتعهد بناء على ظروف السوق ومستويات الفائدة وطبيعة السند نفسه من حيث الاستحقاق والكمية. ومن الناحية العملية، يجري بيع السندات بعلاوة على القيمة الاسمية أو بخصم على القيمة الاسمية استناداً إلى وضع السوق.

#### 1-1-2- معدل الفائدة:

عند إصدار السند توضع له فائدة ( قيمة ) تحسب على أساس نسبي للقيمة الاسمية وباعتبار أن الفائدة المدفوعة على السند تمثل الدخل المتدفق للمستثمر، فإن

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

حجمها يؤثر في تحديد قيمة السند بشكل كبير، فإذا زاد المعدل المتوقع للعائد الذي يحققه السند حتى الاستحقاق أو التداول عن عائد الفرصة البديلة، فإن قيمة السند تكون أقل، مما يؤدي على اتخاذ قرار شراء السند، أما إذا انخفض المعدل المتوقع للعائد الذي يحققه السند حتى التنازل عنه عن عائد الفرصة البديلة، فإن قيمة السند تكون أعلى، مما يحدث إقبال على بيعه.1

وبناء على ذلك، سيكون عند تقييم السندات معدلان للفائدة هما:

- معدل فائدة السند ( معدل القسيمة ) والذي تحسب على أساسه حجم الفائدة الدورية.
- معدل فائدة الفرصة البديلة، وهو معدل الفائدة السائد في السوق لأقرب بديل استثماري، حيث يعد عائد أدونات الخزينة بمثابة البديل لعائد السند.

### 1-1-3- تاريخ الاستحقاق:

يكون لكل سند تاريخ استحقاق معين، والذي يؤخذ في الحساب عند تقييمه، لأن طول مدة الاستحقاق تعني زيادة المخاطرة للمستثمر، ولا بد من تعويضه عن ذلك من قبل المقرض.

وعليه، فإنه لكل سند تاريخ محدد للتسديد يسمى بتاريخ الاستحقاق، حيث تعاد القيمة الاسمية لحامل السند، وتحديد مدة الاستحقاق يرجع إلى المؤسسة المصدرة له أو بالتشاور مع البنك المتعهد.

### 1-1-4- القيمة الاستهلاكية للسند:

وهي القيمة التي يجري دفعها لصاحب السند عند الاستحقاق أو التداول، وقد تكون هذه القيمة مساوية للقيمة الاسمية، وفي هذه الحالة يعتبر السند مستهلك بقيمته

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005، صص: 149 - 150 .  
- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، صص: 242 - 243 .

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

الاسمية، وقد تكون أكبر من قيمته الاسمية، وفي هذه الحالة يعتبر السند مستهلك بعلاوة على القيمة الاسمية، كما قد تكون القيمة الاستهلاكية أقل القيمة الاسمية، ويعتبر حينها أن السند قد استهلك بخضم، لذلك فالقيمة الاستهلاكية أساسها القيمة الاسمية.

### 1-1-5- شرط الاستدعاء:

قد تشترط بعض جهات الإصدار الاحتفاظ بحق الاستدعاء لسنداتها قبل تاريخ الاستحقاق ويترتب على وجود مثل هذا الشرط في السند حقوق لحاملة والتزامات لمصدره، ينبغي أخذها في الحسبان عند تقييم السند، ويجب تعويض حامل السند عند خسارته جزءا من العائد المتوقع عند الاستدعاء، لاسيما وأن معظم قرارات الاستدعاء مرتبطة بكون معدل فائدة الفرصة البديلة أقل من المعدل المدفوع عن السند.

### 1-1-6- الإصدارات الجديدة والإصدارات القائمة:

يتوقف تحديد قيمة السند في الأساس على مقارنة عائد السند المتوقع بالعائد السائد عند الإصدار، لذلك فإن معدل فائدة السند في تاريخ الإصدار يكون مساويا لمعدل فائدة الفرصة البديلة مما يدفع إلى تساوي القيمتين الحالية والاسمية تقريبا، وخلاف ذلك فإنه يترتب عليه إجماع عن الشراء من قبل المستثمرين أو إقبالا كبيرا، والحالتين المتطرفتين غير ملائمتين لاستقرار سوق السندات.

ونتيجة لذلك، فإن الإصدارات الجديدة من السندات تباع بأسعار قريبة من أسعار الفرصة البديلة، أما الإصدارات القديمة فإن أسعارها تختلف في الغالب عن قيمتها الاسمية.

### 1-2- أساليب تقييم السندات

هناك ثلاث نماذج مستخدمة في تقييم السندات وهي:

- نموذج السندات ذات العائد الصفري؛

- نموذج السندات ذات القسائم؛

- نموذج السندات القابلة للاستدعاء.

### 1-2-1- نموذج السندات ذات العائد الصفري:

حسب هذا النموذج، يتم دفع مبلغ ثابت في تاريخ مستقبلي، ويسمى بالسند المخصوم لسنة واحدة إذا استحق الدفع بعد سنة، ويسمى بالسند المخصوم لـ (t) من السنوات إذا استحق بعد (t) سنة.

لذلك، فهذا السند لا يعطي لحامله أي تدفقا دوريا حتى تاريخ الاستحقاق، ويتم حساب القيمة الحالية للسند وفق الصيغة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} C_t (1+r)^{-t} + P_N (1+r)^{-T}$$

حيث أن:

P0: القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السند (القيمة الحالية)

PN: القيمة الاسمية للسند.

Ct: الفائدة السنوية الدورية.

r: معدل الفائدة المرغوب تحقيقه.

T: مدة استحقاق السند.

وفي حالة اعتبار تاريخ استحقاق السند غير محدد (سند دائم)، فإنه يتم حساب

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} C_t (1+r)^{-t}$$

الآتية:

حيث أن:

P0: القيمة الحالية للسند.

Ct: الفائدة الدورية في نهاية السنة (t).

r: معدل الفائدة المطلوب.

<sup>1</sup>حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 245.

<sup>2</sup>F. Quintard Pinon, Marchés Des Capitaux et Théorie Financière, Edition Economica, Paris, 1998, P 279.

1-2-2- نموذج السندات ذات القسائم:

- في حالة السندات ذات القسائم، فإن العائد المتوقع من طرف مصدره هو:
- القيمة التي يحصل عليها حامل السند عند الاستحقاق، وتدعى بالقيمة المستقبلية، وقد تكون أعلى من قيمة الشراء أو أدنى منها أو أحيانا مساوية لها، لذلك يوجد فرق يدعى بفرق القيمة الرأسمالية عند التخلي عن السند.
  - التدفق النقدي للفائدة حتى موعد التخلي عن السند.
- وكل من هذين العائدين يجب تقييمهما باستخدام معدل خصم حسب السنوات من جهة، وبناء على معدل فائدة الفرصة البديلة من جهة أخرى.
- وبناء على ذلك، تحسب القيمة الحالية للسند وفق الصيغة التالية:

$$\text{القيمة الحالية} = (\text{القيمة الاستهلاكية} + \text{الفائدة}) \times \text{معامل الخصم}$$

$$P_0 = (P_N + C_t) (1+r)^{-T}$$

حيث أن:

$P_0$  و  $P_N$ : يمثلان القيمة الحالية والقيمة المستقبلية للسند على التوالي.

$C_t$ : الفائدة الأولية للسند في السنة.

$T$ : تاريخ استحقاق السند.

وتجدر الإشارة إلى أنه ينبغي التمييز بين ثلاث حالات لحساب القيمة الحالية للسندات ذات القسائم والتي يمكن ذكرها فيما يلي.

- إذا كان المستثمر يرغب في شراء السند بعد صرف الفائدة مباشرة، فإن القيمة الشرائية تساوي القيمة الحقيقية ( الحالية ) للقيمة المستقبلية للسند مضافا إليها القيمة الحالية لدفعة دورية مساوي مبلغها مقدار الفائدة، أي:

$$P_0 = C_t(1+r)^{-T} + (P_N \times r) \frac{1-(1+r)^{-T}}{r}$$

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، 2005، ص ص 153 - 154.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

حيث أن:

$PN \times r$ : تمثل مقدار الفائدة السنوي والذي يعادل القيمة الاسمية مضروباً في معدل الفائدة.

- إذا رغب المستثمر في شراء السند قبل صرف القسيمة مباشرة، ففي هذه الحالة يكون هناك عائد إضافي من القسيمة تضاف إلى حساب القيمة الحالية، أي:

$$P_0 = C_t(1+r)^{-t} + (P_N \times r) \frac{1-(1+r)^{-T}}{r} + (P_N \cdot r)$$

- أما إذا رغب المستثمر شراء السند في تاريخ يقع بين موعداً استحقاق قيمتين (فائدتين دوريتين) فإنه إما تحسب القيمة الحالية للسند في تاريخ صرف القسيمة السابق لتاريخ الشراء وتعديل الفرق من خلال إيجاد القيمة المستقبلية له، أو تحسب القيمة الحالية للسند على أساس تاريخ صرف القسيمة اللاحق لتاريخ الشراء على أساس قبل الصرف مباشرة، ثم يستخرج الفرق ويخصم خلال مدة الفرق.

### 1-2-3- نموذج السندات القابلة للاستدعاء:

في هذا النوع من السندات، يتم الأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء، والمعادلة الموائمة توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=A} C_t (1+r)^{-t} + S(1+r)^{-A}$$

حيث أن:

S: سعر الاستدعاء.

A: تاريخ الاستدعاء.

ومما سبق يمكن استخلاص أن انخفاض معدلات الفائدة في السوق يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحالية للسند ويشجع على الاستثمار، بينما ارتفاعها سيقبل من القيمة

الحالية ويدفع بالمستثمر إلى بيع ما يملكه من سندات، جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.1

### 2- تقييم الأسهم:

الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم هو التحديد الدقيق لقيمتها في السوق، والتي على ضوءها تتحدد جملة عن القرارات الاستثمارية، وتوجد في هذا الخصوص العديد من الأساليب لتقييم الأسهم حيث أن معالجة تقييم هذه الأخيرة يتوقف على دقة حساب القيمة الحالية المعبرة عن القيمة الحقيقية في ضوء بيئة القرار الاستثماري وطبيعة السهم محل التقييم.

ولتوضيح مختلف أساليب تقييم الأسهم، سيتم التطرق في هذا المطلب إلى المداخل الموائية: - مدخل التوزيعات؛  
- مدخل الربحية؛  
- مدخل التدفقات؛  
- مدخل الفرص الاستثمارية.

### 2-1-1- مدخل التوزيعات:

يمثل مدخل التوزيعات أكثر المداخل استخداما لتقييم الأسهم، حيث يتطلب تقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل وكذا تقدير معدل العائد المطلوب. وفي إطار هذا المدخل، توجد العديد من النماذج الخاصة بتقييم الأسهم منها ما يلي:

### 2-1-1- نموذج النمو الصفري:

<sup>1</sup>منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1997، ص 514.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

يعبر نموذج النمو الصفري عن الوضعية التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بمعنى أن النمو الدوري لا يساوي الصفر.

ويتم استخدام هذا النموذج بغية الوقوف على القيمة الحقيقية للسهم، التي تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن. وباعتبار أن الأسهم لها تاريخ استحقاق محدد، فإن القيمة الحالية للسهم يمكن حسابها وفق الصيغة الآتية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{Dt}{(1+Ke)^t} + P_N (1+K_e)^{-T}$$

حيث أن:

$P_0$ : القيمة السوقية للسهم.

$Dt$ : التوزيعات السنوية للسهم.

$Ke$ : معدل العائد المتوقع على الأسهم.

أما في حالة اعتبار أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، وهي الحالة العامة، فإن

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e}$$

القيمة الحالية للسهم تحسب كما يلي:

ومنه، فإن القيمة الحالية للسهم تتحدد بقسمة التوزيعات على معدل العائد المتوقع على الاستثمار في الأسهم، حيث كلما انخفض العائد المتوقع ارتفعت القيمة الحالية للسهم.1

ويعتبر هذا النموذج في الواقع غير عملي، باعتبار أن التوزيعات تبقى ثابتة خلال مدة استحقاق السند، لكن يبقى تطبيقه في بعض الأسهم الممتازة التي تكون توزيعاتها السنوية ثابتة.2

2-1-2- نموذج النمو الثابت :

1B. Jacquillat & B. Solnik, Gestion de portefeuille et des risques; édition Dunod; 3ème édition; 2002, P151.

2Idem , P152.

يشير هذا النموذج والذي يسمى أيضا بنموذج "جوردن شايبيرو" إلى أن التوزيعات المدفوعة إلى حملة الأسهم في الشركة من المتوقع أن تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، فإنه يمكن كتابة القيمة الحقيقية للسهم " $P_0$ " وفق المعادلة الموالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - G}$$

حيث إن:

$D_1$ : ربح السهم في نهاية السنة.

$K_e$ : معدل العائد المتوقع على السهم.

$G$ : معدل نمو التوزيعات.

وتجدر الإشارة إلى أن فرض ثبات معدل النمو هو فرض نظري بعيد نوعا عن الواقع العملي، بالرغم من وجود بعض الشركات التي لها معدل نمو أرباح معقول وثابت خلال فترة طويلة نسبيا، لذا تبقى المعادلة السابقة صالحة نسبيا للتطبيق عندما يكون تباين معدل النمو من سنة إلى أخرى طفيفا. 1

### 2-1-3- نموذج النمو غير الثابت:

يقوم هذا النموذج على أساس أن معدلات نمو التوزيعات لا تتميز بالثبات والذي يعرف بالنموذج العام، ومن خلال هذا النموذج يمكن اشتقاق حالتين أساسيتين لنمو التوزيعات، وهو ما يتم توضيحه فيما يلي:

#### النموذج العام:

يفترض هذا النموذج أن الكثير من المؤسسات تتسم توزيعاتها بتقلب

معدلات نموها، ومن ثم يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم باستخدام المعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{D_t (1+G_1)(1+G_2)\dots(1+G_T)}{(1+K_e)^N} + \frac{D_N (1+G)}{k_e - G} \cdot (1+G)^{-N}$$

<sup>1</sup>A. Choinel, Introduction à l'ingénierie financière, Edition Revue Banque, paris, 3<sup>ème</sup> Edition, 2002, P137.

حيث أن:

D0: تمثل التوزيعات الحالية.

DN: التوزيعات في السنة.

Ke: معدل العائد المطلوب.

G: معدل نمو التوزيعات.

ويتضح من خلال المعادلة السابقة، أن هذا النموذج يقوم على أساس أن التوزيعات المستقبلية لا تنمو على وتيرة واحدة، ومن ثم اتسام توزيعاتها بتقلب معدلات النمو. 1.

ومن خلال هذا النموذج، يمكن اشتقاق حالتين أساسيتين لنمو التوزيعات من النموذج العام السابق، سيتم توضيحهما فيما يلي:

نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين:

قد لا يتصف النمو في بعض الشركات بالثبات، حيث قد يحدث أن يكون النمو في التوزيعات بمعدلات معينة وهي فترة النمو غير العادية، ثم تنمو التوزيعات بمعدل آخر في فترة موالية.

ويمكن إيجاد القيمة الحالية للسهم باستخدام المعادلة الآتية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{D_0 (1+G_1)^t}{(1+K_e)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{D_1 (1+G_2)^{t-1}}{k-G_2} \cdot \frac{1}{(1+k_e)^t}$$

حيث أن:

G1: معدل النمو للتوزيعات في المرحلة الأولى.

G2: معدل النمو للتوزيعات في المرحلة الثانية. 2.

<sup>1</sup>N. Amenc&V.Lesourd, Gestion quantitative des portefeuilles d'action, Edition Economica, Paris, 2002, P 16.

<sup>2</sup>خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار مسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 289.

ج- نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاثة:

ينطوي نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاثة إلى ثلاثة مراحل للنمو، تتمثل المرحلة الأولى في مرحلة النمو المرتفع والمستقر أيضا، أما المرحلة الثانية فتتمثل في مرحلة النمو المنخفض تدريجيا، أما المرحلة الثالثة فتتمثل في مرحلة النمو المستقر إلى ما لانهاية.

ووفقا لهذا النموذج، فإن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات أثناء مرحلة النمو المرتفع مضافا إليها القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة خلال مرحلة النمو، بالإضافة إلى القيمة الأخيرة للتوزيعات في المرحلة الأخيرة.

ويمكن التعبير عن قيمة السهم وفقا لهذا النموذج بالمعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{D_o (1+G_1)^t}{(1+K_e)^t} + \sum_{t=m+1}^{n_2} \frac{D_{n_1} (1+G_2)^{t_2}}{(1+K_2)^{t_2}} \cdot \frac{D_{n_2} (1+G_3)}{(k-G_3)(1+K_e)^{n_2}}$$

حيث أن:

$D_0$ ،  $D_{n1}$ ،  $D_{n2}$ : تشير إلى التوزيعات في المراحل الثلاثة على التوالي.  
 $G_1$ ،  $G_2$ ،  $G_3$ : معدل نمو التوزيعات في كل مرحلة من المراحل الثلاثة على التوالي.  
 2-2-مدخل الربحية:

يقوم هذا المدخل على أساس تقييم الأسهم من خلال الأرباح المتوقع تحقيقها من طرف المؤسسة، ومن أهم النماذج المستخدمة ما يلي:

2-2-1- نموذج ربحية السهم بمعدل ثابت:

في ظل هذا النموذج فإن ربحية السهم تنمو بمعدل نمو ثابت، ومنه يمكن تحديد

$$P_0 = \frac{D_A - D_B}{K_e - G} \quad 1$$

سعر السهم باستخدام المعادلة الموالية:

حيث أن:

$DA$ : تمثل أرباح السهم.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002، ص 217.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

DB: أرباح السهم المنجزة والتي يعاد استثمارها.  
Ke و G: يمثلان معدل العائد المطلوب ومعدل النمو على التوالي.  
ومن خلال هذا النموذج، فإنه يتم التركيز على ربحية السهم والأرباح المستقبلية  
الإضافية والناجمة من إعادة استثمار الأرباح المنجزة.

### 2-2-2- نموذج مضاعف الربحية

يمكن استخدام نموذج مضاعف الربحية لتقييم الأسهم، حيث يتم حساب نسبة  
سعر السهم إلى ربحيته، وذلك بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحيته، كما توضحه  
المعادلة الموالية:

$$PER = \frac{P_m}{D_A}$$

حيث أن:

Pm: السعر السوقي للسهم.

DA: ربحية السهم.

PER: نسبة مضاعف الربحية.

وتحدد نسبة سعر السهم إلى ربح السهم من خلال ثلاثة عوامل هي: معدل  
العائد المطلوب على الاستثمار، نسبة الأرباح المحتجزة المتوقعة ومعدل العائد  
المطلوب على السهم المتوقع.1

ومنه، يمكن صياغة معادلة سعر السهم كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1 (1 - TD_B)}{K - (K_e \times TD_B)}$$

حيث أن:

D1: ربحية السهم المتوقعة في العام القادم.

TDB: نسبة أرباح السهم المنجزة.

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، 2000، ص 222.

K: معدل العائد المطلوب المتوقع على الاستثمار.

Ke: معدل العائد المطلوب على السهم.

وتشير المعادلة أعلاه إلى أنه إذا كان من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو ثابت، فإن نسبة سعر السهم إلى ربحيته تعادل نسبة التوزيعات المتوقعة للسهم مقسومة على الفرق بين معدل العائد المطلوب ومعدل النمو المتوقع.

### 2-3- مدخل التدفقات النقدية:

يقوم هذا النموذج على مبدأ أساسي، مفاده أن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، فعند حساب إيراد كل سهم هناك مجموعة من المصاريف التي لا تمثل سوى تسجيلا محاسبيا مثل الاهتلاكات والمؤونات وشهرة المحل... الخ.

وعليه، فإنه وفق هذا النموذج يتم إضافة هذه المصاريف - غير النقدية- إلى إيرادات لكل سهم، ومن ثم حساب قيمة التدفقات النقدية الناشئة عن نشاط الشركة لكل سهم. 1

وعلى هذا الأساس، يظهر نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية كما هو

$$P_0 = \frac{CF_t - I_e}{K_e - G}$$

موضح بالمعادلة الموالية:

حيث أن:

CF t: التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل.

Ie: الاستثمار الكلي المتوقع في السهم.

Ke ، G: تمثلان معدل العائد المطلوب ومعدل النمو على التوالي.

ويحسب الاستثمار الكلي المتوقع في السهم وفق المعادلة الموالية: 2

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، 2000، ص 287.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002، ص 232.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

$$I_e = NI_e + \frac{CNM_t}{N}$$

حيث أن:

$NI_e$ : الاستثمار الصافي في السهم.

$CNM_t$ : التكاليف والمصاريف غير النقدية.

$N$ : عدد الأسهم.

أما حساب التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل المالي فنتم وفق المعادلة

الموالية:

$$CF_t = D_t \frac{CNM_t}{N}$$

حيث أن:

$D_t$ : ربح السهم.

### 2-4- مدخل الفرص الاستثمارية:

يقوم هذا المدخل على أساس فصل القيمة الحقيقية للسهم عن قيمة الأسهم الموجودة وقيمة الفرص الاستثمارية المتاحة، لذلك فإن صيغة نموذج سعر السهم من وجهة نظر مدخل الفرص الاستثمارية في ظل ثبات معدل النمو تكون كما يلي:

سعر السهم وفقاً لنموذج الفرص الاستثمارية = القيمة الفعلية للأسهم + القيمة المستقبلية للفرص الاستثمارية.

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e} + \frac{(TDB)(D_t)}{K - K^*(TDB)} \left( \frac{K^* - K}{K} \right)$$

حيث أن:

Dt: ربحية السهم الحالية.

K: معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

Ke: معدل العائد المطلوب على الأسهم.

TDB: نسبة الأرباح المنجزة.

K\*: معدل العائد المطلوب الجديد على الاستثمار.

وفي الأخير، تجدر الإشارة إلى أنه يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس الطريقة المشار إليها عند حساب القيمة الحالية للأسهم العادية مع ملاحظة أن:

- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة ولا تتغير، أي أنها لا تنمو خلال السنوات القادمة.

- يحتفظ المستثمر بالسهم الممتاز لفترة طويلة جداً.

فإذا تم أخذ هذه الملاحظات في الاعتبار، فإن القيمة الحالية للسهم الممتاز

تحتسب كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e}$$

حيث أن:

P0: القيمة الحالية للسهم الممتاز.

Dt: توزيعات السهم الممتاز. Ke: معدل العائد المطلوب على السهم

المبحث الثالث: تكوين المحفظة

يقصد بمحفظة الأوراق المالية بأنها مجموعة من الأوراق المالية يمسكها المستثمر مقابل تمويله لمشاريع مختلفة، تقوم إدارتها وتسييرها على مجموعة من الفرضيات والمبادئ. وسنتطرق في هذا المبحث إلى التعاريف المختلفة للمحفظة وكيفية إدارتها، وذلك بسرد العناوين التالية:

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، 2000، ص 287.

المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية؛  
المطلب الثاني: فرضيات وإدارة محفظة الأوراق المالية؛  
المطلب الثالث: عائد ومخاطرة محفظة الأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية  
تعرف محفظة الأوراق المالية بأنها: "عبارة عن تشكيلة أو توليفة أو مجموعة من الأدوات الإستثمارية سواء أكانت حقيقية أم مالية التي يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد وعند مستوى معقول من المخاطرة و من خلال تنويع مكوناتها باتباع الأساليب العلمية الصحيحة".<sup>1</sup>

وتعرف كذلك بأنها: "المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وبحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجوع يضم موجودات محفظة السوق وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرتها".<sup>2</sup>  
ومن خلال التعريفين السابقين، فإن موجودات المحافظ تصنف إلى نوعين هما:  
- الموجودات المالية، والتي تمثل مختلف الأوراق المالية من أسهم وسندات.  
- الموجودات الحقيقية، والتي تمثل مختلف الاستثمارات الحقيقية حيث، كلما ارتفعت قيمة هذه الموجودات ارتفعت معها حصة المستثمرين من المكاسب الرأسمالية.  
وبناء على ما سبق، يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية تمثل مجموعة الأصول المالية والاستثمارات التي يمتلكها المستثمر بهدف تحقيق عائد في المستقبل، وعند مستوى معين من المخاطرة، وبتابع مختلف استراتيجيات التنويع.

مبادئ محفظة السوق المالية:

يسعى المستثمر إلى اختيار المحفظة الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة، أو تلك المحفظة التي تخفض المخاطرة إلى الحد الأدنى

<sup>1</sup>فلاح الحسيني ومؤيد الدوري، ادارة البنوك ، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان،2000، ص 154.  
<sup>2</sup>فلاح الحسيني ومؤيد الدوري، مرجع سابق، 2000، ص 156.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

عند مستوى معين من العائد المتوقع، وتقوم عملية بناء المحفظة على ثلاثة مبادئ أساسية هي: 1

- إذا خير المستثمر الرشيد بين محفظتين استثماريتين تحققان نفس العائد مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار المحفظة ذات المخاطرة الأقل.
- وإذا ما خير بين محفظتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار المحفظة ذات العائد الأعلى.
- وإذا ما خير بين محفظتين استثماريتين، وكانت الأولى منهما أعلى عائدا وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فإنه سيختار المحفظة الأولى.

أنواع المحافظ الاستثمارية:

هناك خمسة أنواع من المحافظ الاستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

### 2-1 محفظة الدخل:

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تتطوي على عوائد أكبر.

### 2-2 محفظة النمو:

ترتكز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 108.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى رسملة احتياجاتها وذلك من أجل استخدام هذه الأموال في عملياتها، ويتفاهم المستثمرون في محافظ النمو على هذه السياسة، إذ همهم هو زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح.

### 2-3 المحفظة المختلطة:

ترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات، التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها وتقوم المحافظ المختلطة بتنويع استثماراتها ما بين الأسهم، التي تعطي توزيعات نقدية عالية والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية.

### 2-4 المحفظة المتوازنة:

هي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات وفي نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر.

### 2-5 المحافظ المتخصصة في الصناعات:

هي تلك المحافظ التي تخصص في استثمار أسهم شركات صناعية مختارة، مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها.

المطلب الثاني: فرضيات وإدارة محفظة الأوراق المالية

ويندرج تحت هذا العنوان الفرضيات التالية:

### 1- فرضيات نظرية المحافظ:

يقصد بنظرية المحافظ بأنها نظرية معيارية تهتم بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرين لإيجاد التوازن بين العائد والمخاطرة المتحققين من الاستثمار في موجودات معينة (مادية أو مالية).<sup>1</sup>

وتقوم نظرية المحفظة على خمسة فروض رئيسية هي:

- يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة كما يعكس منحنى المنفعة له تناقص المنفعة الحدية لثروته.

- يستند القرار الاستثماري على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، ويعد منحنى المنفعة دالة للعائد المتوقع وأيضا الانحراف المعياري للعائد.

- ينظر المستثمر إلى كل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع عبر الزمن.

- ينظر المستثمر إلى المخاطرة إلى كونها التقلب في العائد المتوقع.

- يقيم المستثمر البدائل الاستثمارية على أساس كرهه للمخاطرة.

وتشير فروض نظرية المحافظ إلى أن العائد المتوقع والمخاطرة هما المتغيران الأساسيان اللذان للقرار الاستثماري، لذلك عند حساب عائد المحفظة لا بد من الاعتماد على المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة، ومن ناحية أخرى ينظر إلى المخاطرة على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل.<sup>2</sup>

### 2- أهداف تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية:

يمكن تلخيص أهم أهداف تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية بالآتي:

<sup>1</sup>فلاح الحسيني ومؤيد الدوري، مرجع سابق، 2000، ص 154.  
<sup>2</sup>إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، 2000، ص: 49.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

- الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المالي، إذ تعد محافظ الأوراق المالية من أهم مصادر السيولة، حيث يستطيع المستثمر أن يلجأ عند الحاجة إلى بيع محتوياتها في السوق المالية وسداد التزاماته تجاه الدائنين في الوقت المناسب.
  - استثمار الأموال الفائضة عن حاجة المستثمر أو المؤسسة المستثمرة في الأوراق المالية، حيث أن بقاء الأموال الفائضة عن الحاجة مجمدة لديها قد يؤدي إلى تعرضها لمخاطر انخفاض القيمة الزمنية للنقود، ومن ثم تآكل قوتها الشرائية.
  - تحقيق الأرباح للمؤسسة، حيث تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموعة أرباح كبيرة للمؤسسة، وهذه الأخير تتعكس إيجاباً على إمكانية تحقيق النمو والتوسع وتقليل المخاطر.
- وغالبا ما يشار إلى وجود تعارض بين هدفي الوفاء بمتطلبات السيولة وهدف تحقيق الأرباح للمؤسسة، إذ أن تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة وبما يحقق أقصى عائد ممكن، يقتضي القيام باستثمار كافة الموارد المالية المتاحة بطريقة تمنع وجود أي أرصدة نقدية فائضة، غير أن القيام باستثمار الموارد المالية على هذا النحو سيعني أن عدم وجود أية أموال سائلة، وهذا الموقف قد يعرض المستثمر لمخاطر الفشل في تلبية الالتزامات المالية المترتبة عليه تجاه الغير.
- ومن هنا يبدو التعارض جليا بين هذين الهدفين، مما يتطلب إجراء الموازنة الدقيقة بينهما وفي ضوء دراسة وتحليل التدفقات الداخلية والخارجة من حيث الكمية والعنصر الزمني.

### المطلب الثالث: عائد ومخاطرة محفظة الأوراق المالية

يعتمد اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى على العائد والمخاطرة، حيث يتم اختيار تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر أو تلك التي تحقق أقل مستوى من الخطر في ظل مستوى معين من العائد.

وعليه، فإن المزج بين العائد والمخاطرة يشكل المحور الرئيسي في دراسة محفظة الأوراق المالية، وهو ما سيتم توضيحه في هذا المطلب من خلال المحاور الموالية:

- عائد محفظة الأوراق المالية؛ - مخاطرة محفظة الأوراق المالية؛ - العلاقة بين العائد والمخاطرة.

### 1- عائد محفظة الأوراق المالية:

هناك عدة مفاهيم للعائد، سيتم توضيحها فيما يلي:

#### 1 - 1 - العائد على الاستثمار:

يعرف العائد بأنه:"المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل الاستثمار أو أنه المكافأة التي يتوقع المستثمر الحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر، على أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل".<sup>1</sup>

وعليه، فإن العائد على الاستثمار هو المقابل الإضافي الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل، مقابل تضحية بإشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر. وبشكل عام، يحسب العائد لأي سهم وفق الصيغة الموالية:

$$R_t = \frac{D_t + (P_t - P_{t+1})}{P_{t-1}}$$

حيث أن:

$R_t$ : معدل عائد السهم خلال الفترة (t).

$D_t$ : ربح السهم الموزع خلال الفترة (t).

$P_t$ : سعر السهم في نهاية الفترة (t).

<sup>1</sup> محمد مطر، مرجع سابق، 2005، ص 20.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

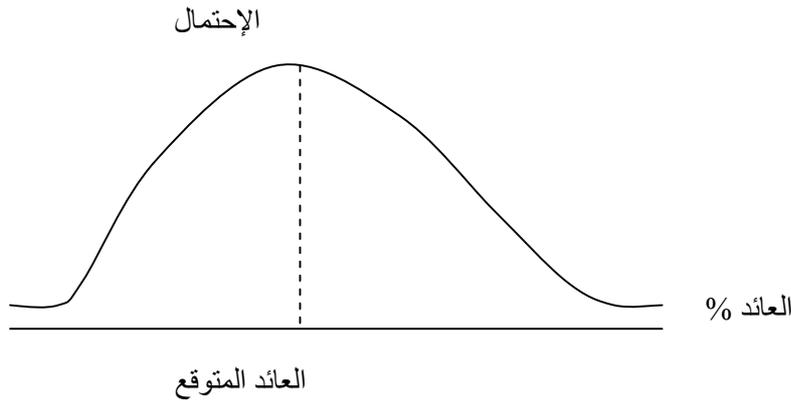
$P_{t-1}$ : سعر السهم في نهاية الفترة  $(t-1)$ .

من خلال المعادلة السابقة، يتضح أن عائد أي سهم يصبح مساويا للعائد مضافا إليه القيمة المضافة على سعر شراء السهم مقارنة بسعر الشراء.1

1-2- العائد المتوقع من الاستثمار:

يؤكد الواقع بأن الاستثمار سيتم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، غير أنه يستطيع أن يضع إطارا للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (I، II): التوزيع الاحتمالي لعائد الاستثمار



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص 239 .

من خلال الشكل يتضح أن المستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية، يمكنه أن يضع تقديرات للعوائد بناء على الاحتمالات المرتبطة بمستويات مختلفة، والتي يمكن تقديرها على أساس المعلومات التاريخية المتوفرة عن أسعار الأوراق المالية وعوائدها.

<sup>1</sup>N.Amenc&V.lesourd, Théorie du portefeuille et analyse de sa performance, Edition Economica, Paris,2002, P: 38.

ويحسب العائد المتوقع من استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي كما

يلي:

$$E(R) = \sum_{i=1}^{i=N} P_i \cdot R_i$$

حيث أن:

$E(R)$ : القيمة المتوقعة للعائد.

$P_i$ : تمثل وزن الاحتمال.

$R_i$ : العائد المتوقع في ظل الاحتمال "i".

$N$ : تمثل عدد الاحتمالات.

1-3- العائد المطلوب:

ويعرف بأنه أدنى معدل على الاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن

تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل.

ويحسب العائد المطلوب وفق المعادلة الموالية:

$$R_{ij} = R_f + (R_m - R_f) P_i$$

حيث إن:

$R_j$ : معدل العائد المطلوب على السهم.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$R_m$ : متوسط معدل عائد محفظة السوق.

$P_i$ : معامل بيتا (مقياس المخاطرة النظامية للسهم).

1-4- معدل العائد المتوقع على المحفظة:

<sup>1</sup>N.Amenc&V.lesourd, Op.cit., 2002 ,P: 39.

<sup>2</sup>فلاح الحسيني ومؤيد النوري، مرجع سابق، 2000، ص: 198.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

يمكن حساب عائد المحفظة المالية المكونة من أكثر من ورقة مالية بالاعتماد على المتوسط الحسابي المرجح بأوزان عوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة، وهو ما تمثله المعادلة الآتية:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^{i=N} X_i \cdot E(R_i)$$

حيث أن:

$E(R_p)$ : العائد المتوقع من المحفظة.

$E(R_i)$ : القيمة المتوقعة لعائد كل استثمار فردي في المحفظة.

$X_i$ : وزن كل بديل استثماري في المحفظة.

$N$ : عدد البدائل الاستثمارية.

ويمكن حساب عائد المحفظة المالية باستخدام المصفوفات كما يلي:

$$E(R_p) = (E(R_1) \quad E(R_2) \dots E(R_N)) \cdot \begin{pmatrix} x_1 \\ x_2 \\ x_3 \\ \vdots \\ x_N \end{pmatrix}$$
$$E(R_p) = E \cdot W$$

حيث:

$E$  = تمثل شعاع العوائد المتوقعة للأصول المالية المكونة للمحفظة.

$W$  = تمثل شعاع النسب المستثمرة في الأصول المالية المكونة للمحفظة.

### 2- مخاطرة محفظة الأوراق المالية:

تقاس مخاطرة المحفظة بالانحراف المعياري أو التباين، ونميز هنا بين نوعين

من المحافظ. 2- مخاطرة المحفظة المكونة من أصلين ماليين؛

<sup>1</sup> حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار، محافظ الأوراق، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ط1، 2005، ص 388.

<sup>2</sup> محمد براق، مرجع سابق، 1998، ص 68.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

- مخاطرة المحفظة المكونة من عدة أنواع من الأصول المالية.

1-2- مخاطرة المحفظة المكونة من أصلين ماليين:

تقاس مخاطرة المحفظة المكونة من أصلين ماليين بالانحراف المعياري، والذي

توضحه المعادلة الموالية:

$$\delta_p = \sqrt{x_1^2 \delta_1^2 + x_2^2 \delta_2^2 + 2 x_1 x_2 \text{Cov}_{12}}$$

أو:

$$\delta_p = \sqrt{x_1^2 \delta_1^2 + x_2^2 \delta_2^2 + 2 x_1 x_2 r_{12} \delta_1 \delta_2}$$

حيث أن:

$\delta_p$ : الانحراف المعياري للمحفظة (مخاطرة المحفظة).

$\delta_1, \delta_2$ : الانحراف المعياري للأصلين الأول والثاني على التوالي.

$x_1, x_2$ : النسبة المستثمرة في الأصل الأول والأصل الثاني على التوالي.

$\text{Cov}_{12}$ : التباين المزدوج بين الأصلين الأول والثاني.

$R_{12}$ : معامل الارتباط بين الأصلين الأول والثاني.

وعليه، يتضح من المعادلة السابقة أن مخاطرة الأصل الواحد داخل

المحفظة يختلف عن الخطر الموجود في نفس الأصل إذا احتفظ به منفرداً عن أية  
محفظة استثمارات.

فيمكن للأصل المالي أن يتضمن درجة عالية من المخاطرة إذا احتفظ به على

انفراد بعكس الحال إذا دخل ضمن مجموعة من الأصول في المحفظة الاستثمارية .

وتجدر الإشارة إلى أن مخاطرة الأصل المالي المنفرد تقاس كذلك

$$\delta_i = \sqrt{(R_i - \bar{R})^2 \cdot P_i}$$

بالانحراف المعياري والذي يحسب كما يلي:

حيث أن:

$\delta_i$ : الانحراف المعياري للأصل " i " .

$P_i$ : احتمال تحقق الحالة الاقتصادية.

$\bar{R}$ : الوسط الحسابي للعوائد المختلفة.

Ri : العائد المتوقع للأصل بمعرفة الحالة الاقتصادية.

2-2- مخاطرة المحفظة المكونة من عدة أنواع من الأصول المالية:

تقاس مخاطرة المحفظة الاستثمارية المكونة من عدة أنواع من الأصول

المالية من خلال التباين، والذي يحسب وفق الصيغة الآتية:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^{i=N} \sum_{j=1}^{j=N} x_i x_j \cdot \delta_{ij}$$

حيث أن:

$\delta_p^2$  : مخاطرة المحفظة المكونة من N من الأصول المالية.

$x_i$  : النسبة المئوية المخصصة للإستثمار في الأصل i.

$x_j$  : النسبة المئوية المخصصة للإستثمار في الأصل N.

ويمكن حساب مخاطرة المحافظة وفق الصيغة الموالية:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^{i=N} 2x_i^2 \delta_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{i=N} \sum_{j=1}^{j=N} x_i x_j x_{ij} \delta_{ij}$$

حيث أن:

$x_i$  و  $x_j$ : النسبة المئوية للإستثمار المخصص للورقة "i" والمخصص للورقة "j"

على التوالي.

$V_{ij}$ : تمثل معامل الارتباط بين الورقة "i" والورقة "j"

N: تمثل عدد الأصول التي تتضمنها المحفظة. 1

كما يمكن حساب مخاطرة المحفظة باستخدام شكل المصفوفات وذلك

على

النحو التالي:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، 2002، ص 291.

## الفصل الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية

$$\delta_p^2 = (x_1 \ x_2 \ x_3 \ \dots \ X_N) \begin{pmatrix} \delta_{11} & \delta_{12} & \delta_{13} & \dots & \delta_{1N} \\ \delta_{21} & \delta_{22} & \delta_{23} & \dots & \delta_{2N} \\ \delta_{N1} & \delta_{N2} & \delta_{N3} & \dots & \delta_{NN} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_N \end{pmatrix}$$

$$\delta_p^2 = W' \Sigma W$$

حيث أن:

$W$ : يمثل شعاع نسب الاستثمار في الأصل المالي.

$W'$ : يمثل مقلوب الشعاع الخاص بنسب الاستثمار في الأصل المالي.

$\Sigma$ : يمثل مصفوفة التباينات والتباينات المزدوجة.

### خلاصة الفصل الثاني:

حاولنا في هذا الفصل تسليط الضوء عن كيفية الاستثمار في الأوراق المالية، حيث تناولنا تعريف الاستثمار عموماً وأنه التضحية بإشباع رغبة استهلاكية كما يعرفه أحد الكتاب؛ كما تم التعرّيج على مختلف المفاهيم المتعلقة به فهناك من عرفه من الجانب المحاسبي وآخر من الجانب الاقتصادي والمالي؛ بالإضافة إلى أشكاله وأنواعه، أما عن الاستثمار المالي أو في الأوراق المالية فهو مرتبط بشركات المساهمة عموماً، ومن أهم مزاياه:

- أن تكلفة الاستثمار في الأوراق المالية منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى؛
- سهولة تقييم الأوراق المالية وسهولة عملية احتساب معدل العائد وهذا كله راجع لتجانسها؛
- عدم الحاجة إلى خبرات كبيرة للاستثمار في الأوراق المالية وهذا يعود لوجود الوسطاء الماليين، مما يخفف العبء على المستثمر؛ وهذا كله يؤدي إلى اثبات الفرضية الأولى التي تعتبر الأوراق المالية وسيلة للتداول في سوق الأوراق المالية ودافعا قويا للاستثمار.

# الفصل الثالث

أسواق الأوراق المالية الناشئة،  
رقم الأوراق المالية واندماج الأسواق

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

تأتي أسواق المال لتمثل الرابطة القومية لنظام جديد باتجاه عولمة الأسواق، متمثلة باندماجها دولياً وبكافة أشكالها كونها صارت ترجمة عملية للسياسات النقدية والمالية المعتمدة باعتبار أن عولمة الأسواق أصبح مظهراً مميزاً للنظام العالمي الجديد، باليات عمله التي لا يمكن لأي دولة مهما كان حجم موردها أن تظل بعيدة عن تأثيراته وهذا ما يجعل أسواق المال العربية أمام تحديات كبيرة ليس من السهولة اجتيازه ما لم تتخذ مجموعة من الإجراءات والتكيفات على المستويين المحلي والإقليمي لتفادي أثر هذه المتغيرات عليها.

ومن أبرز التحولات والتطورات الاقتصادية المعاصرة ما يشهده العالم من تغيرات في العديد من النواحي خصوصاً منذ مطلع عقد التسعينات من القرن الماضي، فمن بين أهم هذه التطورات نمو وتوسع التكتلات الاقتصادية والترتيبات الإقليمية، وتنامي دور الشركات متعددة الجنسيات وتوسع مجالات أنشطتها، بالإضافة إلى الدور الذي لعبته العولمة الاقتصادية والمالية في زيادة ترابط واندماج الاقتصاديات العالمية مع المزيد من الانفتاح والتحرر والمنافسة.

وفي هذا السياق تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

### المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة

#### المبحث الثاني: التحرر المالي

#### المبحث الثالث: اندماج الأسواق المالية

### المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين، وهي أسواق برزت خلال العشرينين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دولياً.

لهذا ارتأينا أن نتناول المطالب التالية لمزيد من التوضيح؛

### المطلب الأول: تعريف السوق المالية الناشئة

المطلب الثاني: مراحل تطور الأسواق الناشئة ومحددات نموها

المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة.

### المطلب الأول: تعريف السوق المالية الناشئة

يقصد بالأسواق الناشئة *Marchés émergents* الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها<sup>1</sup> بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول تقديماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وتعود كلمة "ناشئة"<sup>\*</sup> في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها، والمؤكد أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة، فكل سوق مالية قد مرت

---

<sup>1</sup> وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية، الواقع والأفاق أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة الجزائر 3، 2003، ص 91.

<sup>\*</sup> إن مصطلح ناشئة لا يمثل الترجمة الحقيقية لمصطلح (Emergente) والتي تعني الطفو والبروز والخروج فوق سطح الماء وهو يحمل أكثر معنى التميز والخروج عن المعتاد وهذا أقرب إلى المعنى من مصطلح النشوء والذي يحصر المعنى في المرحلة الابتدائية لنشوء الظاهرة.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

بمرحلة النشوء في بداية تطورها، فمع بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، كما كانت السوق اليابانية ناشئة في الستينات والسبعينات، ويوجد حاليا عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة، لعل أهمها تعريف مؤسسة التمويل الدولية، حيث تعرفها على أنها سوق أسهم وقروض في بلد **يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد اقل من 10000 دولار**، وانطلاقا من هذا التعريف وضعت هذه المؤسسة قائمة للأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية يمكن إدراجها ضمن الجدول التالي: ( **Société Financière Internationale** ) ([www.ifc.org](http://www.ifc.org))

### الجدول رقم (III، 1):

#### قائمة الأسواق المالية الناشئة

أمريكا اللاتينية	شرق آسيا	جنوب آسيا	أوروبا	إفريقيا	الشرق الأوسط
الأرجنتين	الصين الشعبية	الهند	روسيا	جنوب إفريقيا	إسرائيل
البرازيل	كوريا الجنوبية	إندونيسيا	المجر	نيجيريا	مصر
الشيلي	الفلبين	ماليزيا	بولونيا	تونس	
كولومبيا	تايوان	باكستان	جمهورية التشيك	الجزائر	
المكسيك	سيريلنكا	الأردن	اليونان		
البيرو	تايلاند		فنزويلا		

*Source : Société Financière Internationale (www.ifc.org)*

لقد تميزت الاقتصاديات الناشئة بالتميز الكبير منذ انطلاقتها في عمليات الانفتاح الاقتصادي، التجاري والمالي، حيث عرفت معدلات نمو مرتفعة من وجهة نظر اقتصادية ومعدلات عوائد معتبرة من وجهة نظر استثمارية، وعلى الرغم من تباينها الواضح وقلة تجانسها إلا أنها استطاعت تغيير شكل الخريطة المالية للعالم والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي. وعموما فإن الأسواق

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

الناشئة تتميز بصغر حجمها وارتفاع درجة تركيزها وتطورها السريع، ولكنها تعاني بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المتقدمة، ما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للآزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساسا بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، يزداد عمقا بازدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق<sup>1</sup>.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقا على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط.

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل:

- عدد الشركات الجديدة - القيمة السوقية للأسهم - حجم الأموال المتداولة.

تعكس هذه الاختلافات بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية<sup>2</sup>.

لقد كان تعريف **للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995** على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات الأسواق الناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة ( الحد) التي يحددها البنك الدولي، لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار كحساب الناتج

<sup>1</sup> - ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، يومي: 21- 2 نوفمبر، بسكرة، 2006.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية الغربية وسبل تفعيلها، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2006.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تحفيز الإحصاءات الخاصة، بالنتائج المحلي الخام **يلزمها الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة<sup>1</sup>**.

تتمثل الميزة الثانية للأسواق الناشئة في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للنتائج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه فتكون السوق الناشئة إذا كانت لا تنتمي لـ 25% الأولى من الأسواق المضيفة وفق هذا المعيار، وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، وكما يلاحظ، فإن هذا المعيار الأخير يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدودا للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار **الأجنبي، مراقبة رأس المال تدخل الحكومة في** الشركات المدرجة في السوق والتشريعات تقيد نشاط السوق وبالخصوص الاستثمار الأجنبي، تعتبر عموما أسواقا ناشئة<sup>2</sup>.

ترتكز أهمية تحليل الأسواق الناشئة على عوامل وحركة المؤشرات على مستوى الدولة أو على مستوى المنطقة، وفي هذه الحالة يكون التحليل على مستوى القطاعات الصناعية ووسيلة ضرورية لتقييم اختيار المحافظ على المستوى العالمي.

إلى جانب الأسواق الناشئة هناك أيضا ما يعرف بالأسواق الحدودية Frontier markets، وهي أسواق صغيرة نسبيا، وغير سائلة حتى بمقاييس الأسواق الناشئة، وتكون فيها المعلومات عادة أقل وفرة من الأسواق الأخرى، بحسب مؤشر، كما أنها تعتبر أسواقا غير قابلة للاستثمار ولو أنها قد تكون مفتوحة للأجانب، من بين الدول العربية المنتمية لهذه الأسواق نجد تونس ولبنان<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سامية زيطاري، ديناميكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة دكتورا دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2004، ص ص 44-45.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية الغربية و سبل تفعيلها، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، نفس المرجع، 2006.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات:<sup>1</sup>

### 1- الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً:

تضم هذه المجموعة أسواق بلدان عدة ماليزيا-المكسيك- كوريا الجنوبية-تايوان- وتايلاند... الخ تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة:

- معدلات تضخم منخفضة.
- استقرار نسبي في لأسعار الصرف.
- أنظمة مالية ومصرفية متطورة.
- سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.
- تبادل هام في سوق الأسهم.
- استخدام تقنيات متطورة نسبياً في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية

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

### 2- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح:

<sup>1</sup> - المرجع السابق ذكره.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا والفلبين التي تعتبر حسب International finance corporation سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في تعاملاتها.

فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق قليلة الانتشار، وهذا تحديدا يتعلق باختتام ومقاصة العمليات بتسليم الأوراق المالية، وبنشر المعلومات، وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير، بالإضافة إلى ما تقدم، فإن هذه البلدان لم تستطع لغاية الآن حل بعض مشاكلها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد والتركز الهام للمداخيل والثروات، وعدم التوازن في المبادلات الخارجية، والتطور غير الكافي للأسواق المالية.

إذن بالنسبة لتلك البلدان لا يبدو عادة التوجه إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية في غاية السهولة، لكن على الرغم من ذلك فإن هذه الأسواق تسير باتجاه أفضل.

### 3- الأسواق حديثة النشأة:

أو تلك التي تعاني من الركود، ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدما، وفيما يلي بعض مميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة هي أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفيتي فان النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدودا أيضا، هذه الأسواق المالية هي إجمالا في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلبا على حجم العمليات.

المطلب الثاني: مراحل تطور الأسواق الناشئة ومحددات نموها

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

مكنت متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل:<sup>1</sup>

### 1- المرحلة الأولى:

تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.
- ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.
- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.

### 2- المرحلة الثانية:

وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بـ: ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي.

ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وأن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية الناشئة التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

### 3- المرحلة الثالثة:

وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة بـ:

<sup>1</sup> عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص 107-108.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

- تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة؛
- تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرحا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين وإندونيسيا- تركيا- ماليزيا، المجر وتايلاند.

### 4- المرحلة الرابعة:

وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

- ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.
- يزداد السوق المالي اتساعا.
- انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة، وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية متمثلة أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو اقتصادياتها، وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق.

في الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية، فمن المؤكد أن انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة دفع بالمستثمرين للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الصاعدة، ولكن نظرا لأن التدفقات إلى أسواق الدوال النامية لم تكن بشكل متساوي، فإن ذلك يعني أن للعوامل الداخلية دورا في نموها.

### 4-1- العوامل الخارجية:

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في:<sup>1</sup>

4-1-1- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية: حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الوم أ من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.

4-1-2- الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

4-1-3- التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الو. م. أ والتي كانت تنص على إتاحة المصدرين الأجانب سهولة الوصول وإصدار في أسواق الأوراق المالية في الو. م. أ، وذلك بتحقيق القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، وتبسيط الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل وتبسيط إجراءات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على

<sup>1</sup> - عمر صقر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص 113-116.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

**4-1-4- الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي** - مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين - خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي، فقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الو.م.أ، اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2% من أصولهم عام 1993. وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

ويفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في الو. م. أ. الاستثمار في الأوراق المالية لأمریکا الجنوبية، بينما يفضل البريطانيون الأوراق المالية لدول الشرق الأقصى، في حين يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في اليابان الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا.

**4-1-5- مساهمة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.**

**4-1-6- عودة رؤوس الأموال الهاربة،** إذ يعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا - خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولومبيا، والمكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة ويقدر Kuczynski أن هناك حوالي 300 مليون دولار أمريكي

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية. وهذه المبالغ لنا أن نتصور دورها إذا تدفق إلى تلك القارة<sup>1</sup>.

### 4-2- العوامل الداخلية:

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:<sup>2</sup>

### 4-2-1- سياسات الإصلاح الاقتصادي:

إذ طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق النقدية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلبا على تدفقات رأس المال على الدول النامية.

### 4-2-2- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

تعد معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاندا، كوريا واندونيسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، مثلما حدث في اليابان في الفترة من الستينات إلى الثمانينات. ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال

<sup>1</sup> هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة الرسائل لبنك الصناعي، العدد 58، ص 21.

<sup>2</sup> عمر صقر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص 117-120.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة لأورغواي 1993، وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظراً لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.

لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و 8% سنوياً. لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح مؤكدة.

### 4-2-3- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:

ساعدت حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات.

فمثلاً ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج.

كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

بالإضافة إلى حركة إصلاح القطاع المالي ساعد إبتاع هذه الدول برامج تخصيص شركات قطاع الأعمال العام ( الخوصصة) ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص على نمو أسواق الأوراق المالية، إذ تشير الإحصائيات إلى أن أكثر من 80 دولة في مختلف أنحاء العالم قامت بخوصصة شركات القطاع العام، حيث في الفترة الممتدة بين 1980-1992 تم خوصصة 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 سنة 1992.

وتساهم عملية الخوصصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلا ساهمت خوصصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى.

### المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة.

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى مجموعة أخرى، وذلك حسب التقسيمات لآخر الدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم، و قسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها:<sup>1</sup>

**1- المجموعة الأولى:** الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا ومن سماتها:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.
- ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.

<sup>1</sup> أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، من 6-10 مارس 2005، ص ص 242-243.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

- انخفاض سيولة الأوراق المالية.
- التقلبات الشديدة في الأسعار.

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

- درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.
- تنوع الأوراق المالية على هذا النحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.
- المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

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

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

**4- المجموعة الرابعة:** مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:

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

ومن خلال عرض المجموعات الأربعة لأسواق الأوراق المالية الناشئة وخصائص كل منها يمكن أن نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تختلف فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم وإنما

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

من حيث الأداء والخصائص الهيكلية، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل المثال من حيث عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات التي تسجل كل عام، القيمة السوقية للأسهم، إجمالي قيمة الأسهم المتعامل بها ونوع الأوراق التي يتم تداولها، فضلا عن تباين البيئات الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية.

وعلى الرغم من هذا الاختلاف إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكر منها<sup>1</sup>:

- عدم استقرار الأسعار في هذه الأسواق، إذ تتراوح التقلبات في الأسعار بين 30% و 70% مقارنة بـ 15% في أسعار الأوراق المالية الكبرى.
- الارتفاع النسبي في معدلات العوائد السنوية على الأوراق في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة، فقد حققت أسواق مثل الصين والفلبين معدل عائد أكثر من 50% سنويا في المتوسط مقارنة بـ 15.8% سنويا في السوق المالية الأمريكية.
- ترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي لاسيما في ظل وجوده معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملات المحلية.

وهناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة وهي:<sup>2</sup>

### 4-1- الخطر والمردودية:

الخطر الذي ينجم عن استثمارها، في أصل مالي، يتوضح عادة عبر المرونة أي بالفارق المعياري للمردوديات، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستنادا إلى النظرية المالية الحديثة، فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سابق، 2006.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، نفس المرجع.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

كذلك فإن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق تشكل عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار، مثال هذا الارتفاع الحاد للبورصة الفينزويلية فور الإعلان عن الانقلاب الفاشل على حكم H.Chavez سنة 2002.

إلى جانب خطر التقلب يوجد خطر آخر، يقتصر حصرا على الأسواق الناشئة، وهو راجع إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، والحماية غير الكافية الموفرة للمستثمرين، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، وأخيرا إلى غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

إن المرونة أو الفارق المعياري للمردوديات الذي يميز الأسواق الناشئة يقابل عادة بزيادة في المردودية، هذه الأخيرة تتوضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، وعبر الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات.

كما أن مردوديات الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة، لا وبل سلبية أحيانا، مع مردوديات الأسواق المتطورة، كذلك فقد أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين على الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة يقلص من خطر تلك المحفظة ويرفع من مردوديتها، وهذا يعود جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحد ذاتها من جهة وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

### 4-2- سيولة السوق ودرجة تركزه:

إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها: حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصية والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة.

والتركز هو على وجه عام أكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذ ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، إذ كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13% من الرسملة الإجمالية في السوق، فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35% في السوق

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

الإندونيسي، وإلى حوالي 80% في السوق الفنزويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55% في السوق الأردني، وتجدر الإشارة إلى أنه في إطار بورصات الأسواق الناشئة وبمعدل وسطي مثلت الشركات السبع عشرة الأوائل في النصف الأول من التسعينات حوالي 64% من قيمة مجمل العمليات، و60% من الرسملة البورصية، إن هذا التركيز الشديد يعكس درجة خطورة مرتفعة فيما يتعلق بالسيولة، كما أن عدم القدرة النسبية على تبادل كتل هامة من ورقة مالية معينة، دون أن يؤثر ذلك بشكل ملحوظ على الأسعار، هو بالتأكيد أحد العوامل الأساسية التي تحد من قدرة الأسواق الناشئة على اجتذاب المستثمرين.

### 4-3- تنظيم السوق:

تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي:

- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.
- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما أن المهل قصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين.
- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

### 4-4- المنتجات المالية المتداولة:

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

يقتضي التمييز في هذا الصدد بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق الناشئة وهي:

**4-4-1- المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة:** يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة وهي تحديدا:

أ- أ- الأسهم: إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة المستثمرة بأسهم لازالت تشهد المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق أكبر برامج الخصصة وتحرير الأسواق، وكذا معالجة أزمة المديونية، إذ شهدت عام 1994 إصدارات لأسهم جديدة في الأسواق الناشئة بلغ مجموعها قرابة 52 مليار دولار.

ب- ب- السندات: شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نموا كبيرا خلال العقد السابق، خاصة في المكسيك، الهند، تايلندا، كما نشير إلى النجاح الكبير الذي عرفته السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كون أن هذا المنتج يوفر حماية للمستثمر، بالإضافة إلى عدم مساسه بالاستفادة من فرص فائض القيمة الذي قد يتحقق في المستقبل.

ج- المنتجات المالية المشتقة: ترتبط مداخل البلدان ذات الأسواق الناشئة في الغالب بعائدات الصادرات من المواد الأولية، لذلك فإن بعض هذه الأسواق كان قد بدأ منذ سنوات عدة بتطوير منتجات مالية مشتقة من أجل إدارة خطر تقلب أسعار السلع المصدرة، في المقابل تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار صرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق ( نسنثي من هذه الأخيرة بعض الأسواق كتلك التي في ماليزيا أو البرازيل) التي تعد على وجه عام أقل تنظيما من تلك التي توجد في البلدان المتقدمة.

**4-4-2- إصدارات شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية:**

والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة، و هذه المنتجات هي:

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

أ- المنتجات المالية من نموذج الأسهم: المقصود بذلك على وجه الخصوص:

– ”EDR” ( European Depositary Receipt).

– ”GDR” ( GLOBAL Depositary Receipt).

– ”ADR” ( AMERICAN Depositary Receipt).

وهي في مجملها أسهم نموذجية مصدرية إلى الأسواق الناشئة، لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة، وتعتبر قيم كل من شركة Telefonos De Mexico وشركة ( Ypf) أي الشركات البترولية الأرجنتينية من ضمن القيم الأكثر سيولة في بورصة نيويورك.

ب- المنتجات المالية من نموذج السندات: شهدت إصدارات المقترضين في الأسواق الناشئة - سندات باليورو- المزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة، وفي عام 1994 قارب مجموع هذه الإصدارات ما قيمته 37 مليار دولار، فهناك السندات المصدرية بالين والموظفة في أسواق مالية غير يابانية، وهناك أيضا السندات المصدرية بغير الدولار الأمريكي والموظفة في الولايات المتحدة الأمريكية التي لاقت الاهتمام الشديد من قبل المستثمرين.

ج- المنتجات المالية المشتقة: في هذا الإطار يشار إلى تطور أدوات التغطية المتعلقة بالأسواق الناشئة المصدرية والمسعرة في أسواق مالية أخرى، على سبيل المثال كان الخيار على سهم Telefonos De Mexico في عام 1994 من ضمن أحد الخيارات على الأسهم الأكثر تسويقا في الو.م.أ .

### 5- بعض الخصائص الأساسية الأخرى للأسواق الناشئة:

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من خصائص تتميز الأسواق الناشئة بالخصائص التالية أيضا:

5-1- درجة انفتاح السوق: تتميز الأسواق الناشئة بدرجة انفتاح دولي أدنى من تلك التي تعرفها الأسواق المتطورة، وهذا بسبب ميل هذه الأسواق التي فرضت قيود على الأجانب للحد من

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

حيازتهم للأوراق المحلية فالعديد من البلدان فرضت قيودا قصوى على هذه الحيازة ففي الهند يصل هذا السقف إلى 51%، أما في إندونيسيا فقد حدد عند 49%.

**5-2- مستوى الادخار الوطني:** تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق ناشئة من نقص مستوى ادخارها إذا ما قورن بحاجتها التمويلية، نستنتج منها الأسواق الآسيوية التي تعتبر فيها معدلات الادخار من ضمن المعدلات الأكثر ارتفاعا في العالم، إذ أنه كلما زادت المبالغ المستثمرة بأسهم وسندات في الأسواق الناشئة من قبل المستثمرين المحليين كلما أصبح قلب السوق لا يتأثر أولا يعود إلى تدفقات وسحوبات رؤوس أموال المستثمرين الأجانب، في هذه الحالة يصبح نمو السوق مستمرا، وينجم عنه خلق فرص ( فوائض قيمة) للمستثمرين.

**5-3- إدارة المشروعات:** يلاحظ في الأسواق الناشئة أنها تفرض قيودا على المستثمرين الأجانب للحد من مشاركتهم في إدارة المشروعات المحلية، هذه القيود تتعلق بالنسبة المئوية القصوى لمساهمة المستثمرين الأجانب في رأس المال، وأحيانا يمنع على هؤلاء الاستثمار في بعض القطاعات، و يشار أخيرا إلى أن بعض البلدان تقوم بإصدار أسهم مخصصة لغير المقيمين لا تتمتع بحق التصويت.

**5-4- التشريعات الضريبية:** من أجل استقطاب المستثمرين الأجانب، وضعت معظم الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة، هذه التشريعات تتعلق بشكل أساسي بالضريبة المفروضة على فائض القيمة على رأس المال، وبالضريبة على الأسهم الموزعة.

### المطلب الرابع: مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التوزيع الدولي

لقد ساعد الانفتاح الاقتصادي والمالي للأسواق الناشئة في ازدياد تدفق رأس المال الأجنبي الخاص إليها بشكل كبير مع بداية التسعينات، في شكل استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات الحافظة المالية، حيث تمكنت هذه البلدان من التحكم في أزمة المديونية بتقليص لجوئها

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

إلى الاقتراض الحكومي الرسمي والخاص قبل فترات الأزمات، و يوضح الجدول رقم ( ) تزايد التدفقات الصافية لرأس المال الخاص خلال 1990-1994 وتناقص الاقتراض الحكومي الرسمي، مع عودتها إليه في سنوات الإضطراب 1995 و 1997<sup>1</sup>.

### الجدول رقم (III، 2):

تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة 1990-1997 - الوحدة مليار دولار -

1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990 1997	التدفقات ... السنوات	S
240.8	192	160.5	164.7	190.9	126.9	31	تدفقات صافية لرأس المال الخاص	ou rce
9.7-	34.9	2.5-	18.7	17.6	25.7	22.2	قروض من الجهات الرسمية	: Bo ur qu in at
231.1	226.9	158	183.4	138.5	152.7	53.2 202.7	-التدفقات الكلية لرؤوس الأموال	

*H., Finance internationale, PUF, France, 1999, P.575*

لقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا بنسبة 47% وأمريكا اللاتينية بـ 38% كأقطاب رئيسية، بينما تتقاسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية. يرجع هذا التصاعد القوي

<sup>1</sup> ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول:

سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، يومي: 21- 2 نوفمبر، بسكرة، 2006،

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

لدور الأسواق الناشئة إلى فعاليتها الاقتصادية والمالية، فالنظرة المستقبلية والتوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة من قبل المستثمرين الدوليين، إضافة إلى معدلات العوائد المرتفعة فيها التي تتزامن مع تراجع هذه المعدلات في الأسواق المالية الكبرى تمنحها مكانة جيدة ضمن سلم التوظيفات المالية للمستثمرين الدوليين، ففي 1996 قدر البنك العالمي أن معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة يصل إلى 2.7% خلال الفترة من 1994 إلى 2009، مقابل 4.8% في البلدان الناشئة<sup>1</sup>.

إضافة إلى العوائد المرتفعة يبحث المستثمر الدولي عن الاستثمار الأقل مخاطرة، ويعتبر بعض المحللين الماليين أن ضعف معامل الارتباط بين العوائد على الأسواق المتقدمة والعوائد على الأسواق الناشئة يلعب دورا مهما في نجاح الاستثمارات في الأسواق الناشئة، وهذا الارتباط الضعيف جدا يترجم من وجهة نظر هؤلاء المحللين بوجود أرباح محتملة من وراء عملية تنويع المحفظة في الأسواق الناشئة.

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

### 1- المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق:

وتتلخص ضمن ثلاث مجموعات رئيسية، وهي<sup>2</sup>

#### 1-1- حجم السوق: ويقاسه مؤشران:

1-1-1- رسملة السوق: من أهم المؤشرات، يحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية.

<sup>1</sup> هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، 1999، ص 575.

<sup>2</sup> - هالة حلمي السعيد، نفس المرجع، ص 26-28.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

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

**1-1-2- عدد الشركات المسجلة:** وهو مقياس يعبر أيضا على حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر، ولقد ازداد عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة ما بين 1980-1995 بـ 137%، ويرجع ذلك إلى تطور الثقافة المالية بهذه الأسواق.

**1-2- السيولة:** ويقصد بها سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، وهناك مؤشران:

**1-2-1- معدل التداول:** ويقاس التداول المنظم لأسهم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل، في الأسواق الناشئة ككل، زاد معدل التداول بحوالي 200.1% من 1990 إلى 1997.

**1-2-2- معدل الدوران:** ويحسب بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق، وهو في الحقيقة يكمل مقياس رسملة السوق، وهذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها ولكن معدل الدوران فيها مرتفع فتتميز بالنشاط (البرازيل)، وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة وأعلى معدلات التداول ولكن معدل الدوران فيها ضعيفا (ماليزيا).

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

**1-3- التركيز:** تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات. باستثناء الهند والباكستان والبرازيل، فإن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة الـ 20%، يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% وتتجاوز هذه النسبة في الأرجنتين، كولومبيا وفنزويلا.

### 2- المؤشرات المرتبطة بالعوائد:

يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري، ويرتبط ذلك بالعوائد، وهي معايير اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار على الأسواق المالية، وهناك مؤشران:

**1-2- المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية IFCI:** استخدم في 1988، وهو يظهر المردودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة، ويعتمد هذا المؤشر على حساب رسملة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في الدول النامية.

**2-2- مؤشر مورغان ستانلي MSCI:** يحسبه بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق.

### المبحث الثاني: التحرر المالي

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

سنتطرق للتحرر المالي محاولين معرفة علاقته بالعوامة والعوامل المساهمة في عملية التحرر المالي، كما سنشير لأهم المخاطر التي يواجهها التحرر المالي، وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

**المطلب الأول: التحرر المالي وعلاقته بالعوامة**

**المطلب الثاني: العوامل المساعدة على التحرر المالي**

**المطلب الثالث: مخاطر التحرر المالي**

**المطلب الأول: التحرر المالي وعلاقته بالعوامة**

للتحرر المالي مفهومين رئيسيين:<sup>1</sup>

**1- التحرر المالي بمفهومه الشامل:**

ويقصد به مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً.

**2- التحرر المالي بمفهومه الضيق:**

ويقصد به عملية تحرر عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

---

<sup>1</sup> عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص 148.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

وللتحرر المالي علاقة وطيدة مع العولمة المالية فهذه الأخيرة هي الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثمة أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق المالية العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطاً.<sup>1</sup>

وتعتبر العولمة المالية ناتجا أساسيا من نواتج عمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي الذي نادى به كل من R. Mckinnon و shaw اللذين يريان أن التحرير المالي يعتبر أفضل سياسة لتحقيق التطور الاقتصادي في الدول النامية و ذلك من خلال الرفع من معدلات الفائدة الاسمية إلى أن تصبح معدلات الفائدة الحقيقية موجبة، والتخلي عن سياسة توجيه الائتمان، وفتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص المحلي والأجنبي، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى التعمق المالي، فترتفع كفاءة النظام المالي في جمع الادخار المحلي وتوجيهه نحو المشاريع الجيدة مما يحقق للاقتصاد نموا كبيرا.

وعليه يكمن جوهر عولمة الأسواق المالية في تحرير حساب رأس المال من خلال إلغاء القيود والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان وتوزيع وتخصيص الموارد المالية، وتحديد أسعار العمليات المالية طبقا لقوى العرض والطلب، كذلك ينبغي إلغاء الرقابة المالية الحكومية وبيع البنوك ذات الملكية العامة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية الاستقلالية التامة، وعدم فرض أية قيود على حرية الدخول والخروج من صناعة الخدمات المالية.<sup>2</sup>

وعليه فإن عملية التحرير المالي تتمثل في إعطاء السوق المالية الحرية في توزيع وإعادة توزيع وتخصيص الموارد المالية طبقا لقانون وقوى العرض والطلب، بالإضافة إلى إلغاء القيود على تخصيص الائتمان المحلي وتحرير معدلات الفائدة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية الحرية في إدارة أنشطتها المالية من خلال إلغاء مختلف القيود والضوابط على العمل المصرفي، وإلغاء

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 33.

<sup>2</sup> رمزي زكي، "العولمة المالية"، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى، 1999، ص 73.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

تدخل الدولة في القطاع المالي، بالإضافة إلى تحرير المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات.

ويشمل التحرير المالي نوعين: التحرير المالي الداخلي ( المحلي) والتحرير المالي الخارجي.

فالأول يتمثل في تحرير معدلات الفائدة والتخلي عن سياسات توجيه الائتمان وعن الاحتياطي الإجباري، واعتماد أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية وتشجيع المنافسة بين المؤسسات المالية، خصوصاً البنوك العمومية، وفتح النظام المالي أمام المنافسة الخارجية.

أما الثاني فيعني التحرر من الحضر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية، كما أن تحرير حساب رأس المال يعني إلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات<sup>1</sup>، وذلك من خلال<sup>2</sup>:

تحرير الأسواق المالية من خلال إلغاء الحضر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وإلغاء القيود والضوابط على الاستثمار المباشر والعاملات العقارية، وعمليات الائتمان، والمعاملات التي تقوم بها البنوك التجارية، وكذا تحركات رؤوس الأموال الشخصية.

أما قوة الدفع هذه باتجاه التحرير المالي قامت الدول المتقدمة وكذا النامية بمحاولات من أجل تحرير قطاعاتها المالية والتحول إلى الانفتاح المالي الذي دفع مسيرة عولمة الأسواق المالية.

<sup>1</sup>- رمزي زكي، المرجع السابق، 1999، ص 82.

<sup>2</sup>- باري أيشينجرين ومايكل موسى، صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد4، ديسمبر1998، ص 21.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

ويضطلع كل من البنك المركزي والبنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي:<sup>1</sup>

أ- دور البنك المركزي: إذ يلعب دورا هاما في إنعاش وتفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:

- السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وضمان الاكتتاب بها.
- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات.
- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.

ب- دور البنوك التجارية: إذ تساهم في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:

- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار ومن ثم سوق التداول.
- تسويق وترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة.
- التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية، وإضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.

**المطلب الثاني: العوامل المساعدة على التحرر المالي**

---

<sup>1</sup> زيدان محمد، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، بسكرة يومي 22/ 21 نوفمبر 2006.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

في إطار حرية انتقال رؤوس الأموال، أخذ السوق المالي اتجاهها نحو العالمية بحكم تمويلها للشركات متعددة الجنسيات التي تنشط في العديد من الدول، وقد تم ضمان هذا التمويل عن طريق:

### 1- تكاملية الأسواق المالية المتقدمة وتنامي الروابط بينها:

إذ سمحت بتوفير أفضل السبل أمام المدخرين لتوظيف فوائضهم وللمستثمرين لتلبية احتياجاتهم على نطاق السوق العالمية فعندما يكون مستثمر ما بحاجة إلى التمويل فإنه سيفاضل بين اللجوء إلى بنك أجنبي يوفر له ذلك القرض بتكلفة أقل مقارنة بالبنوك المحلية أو أنه يقدم على إصدار أوراق مالية في شكل أسهم أو سندات أو في صورة أي منتج آخر في السوق المالي الوطني أو الدولي، بما يتوافق مع مستوى الرضا بالنسبة للفوائد من جهة ومستويات الخطر المترافقة، وهذا ما حدث بالنسبة لشركة Tennessee Valley Authority التي قامت بإصدار سندات بمبلغ 6 مليون دولار في الأسواق الدولية، أوكلت مهمة الإصدار لـ Lehman Brothers international and Deutsche Bank ونفس الشيء بالنسبة للتوظيفات على المستوى الدولي إذ وجد أن صناديق التقاعد في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1995 قد قامت بتوظيف جزء كبير من مدخراتها في السوق العالمية خارج الولايات المتحدة بما يمثل 7% - 8% من حافظتها المالية في سنة 1994.<sup>1</sup>

### 2- عالمية التداول والسماح بتداول الأوراق المالية لمختلف الشركات الأجنبية:

فقد تم إلغاء الكثير من الحواجز والقيود التي تفصل بين الأسواق المالية المحلية والدولية وفسح المجال أمام المتعاملين الأجانب للتعامل في الأوراق المالية في البورصات المحلية، وتحرير تداول الأوراق المالية المقومة بعملات أجنبية في الأسواق المالية المحلية، وكان لهذا التحرير أثر جيد لخدمة مسار اندماج الأسواق المالية العالمية.

<sup>1</sup> مجلة الدراسات المالية و المصرفية، ديسمبر 1995، ص 5.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

ولضمان توفير هذه الخدمة فقد تم بناء شبكات الكترونية واسعة تسمح بالربط الآلي بين الأسواق ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد شبكة NASDAQ وفي بريطانيا نظام SEAQ وتتيح هذه الخدمات بيانات كافية عن مختلف الأسواق الأخرى بصورة آنية، بما يضمن انسجام وتوازن الأسواق العالمية، وتوفر للمتعاملين إمكانية إتمام صفقات على مدار 24 ساعة.<sup>1</sup>

### 3- إدخال تعديلات على الأدوات المالية المتداولة في البورصات وعلى محافظ الاستثمار:

أسهمت الإبداعات في ظهور تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الجديدة إلى جانب الأدوات المالية التقليدية، اصطلح عليها بالمشتقات المالية (فهي مشتقة من الأسهم والسندات) في أسواق موسومة بأسواق العقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود التبادل، توفر هذه الأسواق للمستثمرين مجالاً أوسع للتوقي من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية بسبب تذبذبات أسعار الفائدة ومعدلات الصرف، وتوفر مجالاً خصبا للمضاربين لتحقيق الأرباح.<sup>2</sup>

فقد تزايدت مبالغ الأدوات المالية المشتقة في الأسواق المنظمة و غير المنظمة من 540 مليار دولار عام 1990 إلى 27200 مليار دولار عام 1995<sup>3</sup>, تشكل بذلك هذه الأدوات وسيلة لتسهيل حركة رؤوس الأموال في العالم..

### المطلب الثالث: مخاطر التحرر المالي

<sup>1</sup> R Gillet et Minguet, Microstructure et rénovation des Marchés financiers en Europe, Paris, Presse universitaire de France, Paris, 1995, p103

<sup>2</sup> مجلة الدراسات المالية والمصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 37.

<sup>3</sup> أساري فخري عبد اللطيف، العولمة المصرفية، Online، [www.uluminsania.net](http://www.uluminsania.net)

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

تعد تدفقات رؤوس الأموال بمختلف أشكالها، موارد مالية باحثة عن مواطن لاستثمار واقتناص الأرباح وتدنية المخاطر في إطار سيادة مبدأ التنوع الدولي، ولقد أثبتت الإحصائيات أن هناك تدفقات رأسمالية هامة على الصعيد العالمي تجاوزت 7.5 تريليون عام 2000 متضاعفة بأكثر منة أربع مرات عن مستواها في 1990، وكان نصيب البلدان النامية في تنامي مستمر فحسب تقرير البنك الدولي كانت التدفقات الصافية لرؤوس الأموال قد انتقلت من 62 مليار دولار عام 1985 إلى 83 مليار دولار عام 1987 لتصل عام 1996 إلى 134 مليار دولار.

وقد انخفضت التدفقات الرأسمالية في شكل إعانات مالية رسمية والقروض التنموية من الحكومات والهيئات المالية الدولية بشكل ملحوظ إذ بلغت خلال عقد الثمانينات حوالي 60 % من إجمالي التدفق لتصل إلى 46% عام 1996(12)، وانخفضت المساعدات المرتبطة بالتنمية بشكل ملحوظ من 033 % من الناتج الوطني الإجمالي للبلدان المانحة إلى 0.22 % خصوصا وأن الأمم المتحدة تسعى للوصول إلى 0.8 % (13)، في حين شكلت التدفقات المالية الدولية الخاصة في صورة استثمارات أجنبية مباشرة مورد هام لدول النامية لتمويل تنميتها المستدامة حيث وصلت هذه التدفقات إلى 162.145 مليار دولار عام 2002 أي ما يمثل 24.9 % من إجمالي التدفقات الأجنبية المباشرة.

وإلى جانب هذه التشكيلة من المصادر التمويلية الدولية نجد الاستثمارات في الحوافز المالية كأسلوب بدأت تتزايد أهميته في البلدان النامية في صورة أسهم أو سندات صادرة عن المؤسسات الخاصة والعامة خصوصا مع زيادة التوجه نحو خوصصة المؤسسات و تعمق التحرير المالي وفي أغلب الاقتصاديات النامية حتى تتعاط مع متطلبات اقتصاد السوق الحرة وتطور نشاط الأسواق المالية التي فتحت الباب أما المستثمرين والمدخرين لاقتناص الفرص.

إذ كان الاستثمار في الحوافز المالية يمثل 9% خلال الفترة 1978-1981 لينتقل إلى 44 % خلال الفترة 1990-1995 وكانت هذه الزيادات على حساب القروض إذا انخفضت من 80 % إلى 36 % خلال الفترة 1990-1995 وتعاضمت أهمية رأس المال في صورة أسهم بلغ نصيبه

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

حوالي 2/3 مجموع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال التسعينات في حين كان متوسط نصيب القروض والأرباح المعاد استثمارها خلال نفس الفترة 23 % و 12 % على التوالي.<sup>1</sup>

هذا النمو المتسارع تحكمه التطورات التي شهدتها الأسواق المالية وتراجع أهمية القروض ضمن إجمالي مصادر التمويل على الصعيد العالمي خصوصا و أن مستويات الخطر المرتبطة بها بدلالة معامل الاختلاف قد بلغت 0.71 خصوصا أن أسعار الفائدة في أغلبية الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة تتوقع عند أدنى حد لها فمثلا متوسط أسعار الفائدة طويلة الأجل (لمدة 10 سنوات) في الاقتصاديات المتقدمة قد انتقلت من 4.5 % عام 1998 إلى 3.6 % عام 2003 لترتفع نسبيا في جويلية 2006 إلى 4.3 %<sup>2</sup>، هذا ما يشكل أمام المستثمرين في السندات مخاوف حقيقية في حالة توجه أسعار الفائدة إلى الارتفاع كما حدث في سنوات السبعينات إذ وصلت إلى 10 % عام 1974 وارتفعت إلى 12 % عام 1979 وارتفعت إلى 17 % عام 1980<sup>3</sup>، ومع إمكانية حدوث هذا التذبذب الصاعد في أسعار الفائدة يتعمق منسوب مصيدة السيولة .

ولذلك كانت قرارات المستثمرين في الحواظ المالية حساسة جدا تجاه مختلف المتغيرات الاقتصادية والمالية في الأجل القصير فقد أكد تقرير الاستثمار العالمي لعام 1998 إلى أن حجم المخاطر المرتبطة بالمحافظة المالية المقاسة بدلا له معامل الاختلاف (الانحراف المعياري للتدفقات/القيمة المتوقعة للتدفق) قد بلغت 0.43 في حين وصلت إلى 0.35 بالقيمة للاستثمار الأجل المباشر.

من جهة نجد أن زيادة التدفقات الرأسمالية تجاه البلدان النامية كانت متذبذبة و متباينة إذ هيمنت الدول الناشئة في شرق آسيا على حصة الأسد من هذه التدفقات إذ زادت نسبة استفادتها من 18 % خلال الفترة 1975 - 1982 إلى 25 % خلال الفترة 1983 - 1989 لتصل 42 %

<sup>1</sup> المجلس الاقتصادي والاجتماعي - الأمم المتحدة، 2001.

<sup>2</sup> Financial system and Economy, September; world economic outlook, 2006.

<sup>3</sup> رفعت لقوشة، الإصلاح الاقتصادي والشراكة الاجتماعية: الجذور والتصورات (مقارنة في التجربة المصرية)، الملتقى الدولي، الإصلاحات الاقتصادية والمسألة الاجتماعية، 29-30 أبريل 2000، جامعة منتوري - قسنطينة، ص ص 2-3.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

سنوات التسعينات ثم تليها دول أمريكا اللاتينية التي انتقلت هذه النسب من 43 %، ثم 17 %، إلى 32 % بالتزامن في نفس الفترات السابقة السالفة الذكر .

وهذا النمو المطرد لهيمنة الاستثمارات الأجنبية المتدفقة -مع كل تواجد لمراكز النشاط في الشركات متعددة الجنسيات من ضمن إجمالي التدفقات الرأسمالية -سيعزز أهميته المتزايدة في الاقتصاد الحديث.

إن عامل الانفتاح غير المحدود والتحرير المالي الذي تفرضه وصفا صندوق النقد الدولي في برامج التكيف الهيكلي للسماح للاقتصاديات الناشئة بالدخول في الاقتصاد العالمي بأكثر كفاءة صار محل امتعاض من قبل الكثير من البلدان، بالخصوص منذ منتصف التسعينات أين تفجرت أزمات مالية ضربت اقتصاديات العديد من البلدان الناشئة؛ في أمريكا اللاتينية وبعض البلدان الآسيوية مترامنة مع تزايد تدفقات الاستثمارات الأجنبية بمختلف صنوفها بعد انتهاء هذه البلدان لسياسات التحرير المالي لحساب رأس المال، أثبتت فعليا حدتها في خلق الأزمات في سنة 1994-1995 أين تمكنت من عصف اقتصاديات بلدان أمريكا اللاتينية وزعزعت نموها واستقرارها بدءا بالمكسيك ثم الأرجنتين لتأتي خريف 1997 حاملة موجة من الانهيارات المالية ضربت العديد من الاقتصاديات الآسيوية.

ولقد أفرزت هذه الأزمات نتائج خطيرة وسلبية على مختلف الاقتصاديات التي ضربتها ولم يتوقف الأمر عند هذا الحد فحسب بل تعداه إلى لديمومة الأزمة واجتياحها العديد من الاقتصاديات الأخرى، لتضرب استقرارها بشكل حاد، وهو ما أصطلح عليه بعدوى الأزمات.<sup>1</sup>

فحسب تقارير هيئات دولية أن 50% من الأزمات وقعت في الاقتصاديات الناشئة وهو ما استدعى إلزامية القيام بإصلاحات اقتصادية ومالية عميقة بهدف رفع كفاءة الرقابة المصرفية بالشكل الكافي خصوصا ما أعقب ذلك من تكاليف باهظة تكبدتها الاقتصاديات المتقدمة بفعل تنامي أهمية البلدان النامية بالنسبة للاقتصاديات الصناعية من حجم تدفقات رؤوس الأموال التي

<sup>1</sup> - عبد الحميد مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم: عدوى الأزمات، 2003، ص 28.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

بلغت 40% من إجمالي التدفقات العالمية خلال التسعينات ومن حيث أهميتها التجارية، إذ تمثل حجم تجارة الدول الصناعية معها حوالي 25%.

هذه الظواهر صارت مثيرة للجدل ومحل اهتمام الباحثين دافع إياهم إلى التفكير في أسلوب منهجي يسمح بتطبيق سياسات التحرير المالي لحساب رأس المال يكون أكثر سلامة ويضبط توقيت كل مرحلة<sup>1</sup>، وقد تحملت البلدان التي تعرضت لهذه الأزمات لنتائج خطيرة؛ فدمر اقتصادها الذي بذلت جهودا جبارة في سبيل تطويره، إذ انهارت نظمها المالية والمصرفية بإفلاس الكثير من البنوك بسبب قيام المودعين الأجانب أو المقيمين بسحب ودائعهم تحت طائلة تنامي المخاطر تزايد خسائر السوق المالي، ففي الأرجنتين فقد النظام المالي حوالي 55 مليار دولار خلال فترة 3 أشهر فقط (من 23 ديسمبر 1994 إلى 31 مارس 1995) مما أدى إلى تقلص الاحتياطيات من العملات الأجنبية وواجه المستثمرون خسائر جسيمة في أعقاب استفحال الأزمة وزاد ميل المستثمرين إلى التنازل عن أصولهم المالية، وهذا الحجم الهائل من المعروض من الأصول المالية لم يجد ما يقابله من جانب الطلب مما أدى إلى انهيارات في أسعار تلك الأصول، وبتفاعل كل هذه المعطيات مع ارتفاع درجة المخاطر و تنامي المخاوف حول المعطيات المستقبلية فقد حدث انهيارا كبيرا في رسملة البورصة بنسبة 30% مع انخفاض مؤشر Merval بورصة الأرجنتين إلى 25.7% خلال الفترة (19 ديسمبر 1994-أواخر مارس 1995).<sup>2</sup>

نفس الحقيقة عاشتها البلدان الناشئة في آسيا إذ عرفت هذه البلدان نمو سريعا وصل إلى 8% خلال فترة عشر سنوات السابقة لسنة 1997 مع تخفيض في التضخم إلى معدلات صغيرة و متحكم فيها، وكانت لنموها الاقتصادي الأثر الكبير في الاقتصاد العالمي إذ قدرت مساهمتها بـ 25% من الإنتاج العالمي، واكتسبت قدرة هائلة على جذب الاستثمارات الخاصة التي يعول عليها لتمويل المشاريع الصناعية ومشاريع البنية الأساسية إذ عرفت تخصيص قدر هائل من الموارد

<sup>1</sup> - كينيث روجوف، إعادة التفكير في قيود رأس المال، التمويل و التنمية، ديسمبر 2002، ص55.

<sup>2</sup> - عبد الحميد مصطفى الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص50-52 .

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

وصل إلى 6%-8% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>1</sup>، وارتفعت وتيرة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها لتسمح بإحداث تفعيل أكثر لنشاط الأسواق المالية لتلك البلدان؛ حيث ارتفعت الرسملة البورصية من 146 مليار دولار في 1984 والتي تمثل 4% من الرسملة العالمية إلى أن وصلت إلى 13% عام 1995 وأصبحت هذه الأسواق تحتل مكانة في العالم، فمثلاً أصبحت أسواق كل من كوريا، ماليزيا وتايلاند من ضمن 15 سوق للأسهم الأولى في العالم.<sup>2</sup>

سمحت هذه التدفقات الهائلة بتوفير قدر من الاحتياطيات من النقد الأجنبي بعد انتهاء سياسة التحرير المالي، موفرة مجالاً خصب للنمو الاقتصادي ولإنتاج الأرباح، إلا أن ذلك التدفق الهائل حمل في طياته تهديدات بحدوث عدم استقرار مالي، وهو ما حدث بالفعل في خريف 1997 أين بدأت موجة مضاربة عنيفة على أسعار صرف العملات بدءاً من الباهت التايلاندي الذي انهارت قيمته إلى 45.6% أمام الدولار في سبتمبر 1997 لتخلق بذلك زوبعة على عملات البلدان الآسيوية الأخرى معززة بالشكوك والهواجس التي راودت أغلب المستثمرين آنذاك بأن العملات الرئيسية في جنوب آسيا (ماليزيا، اندونيسيا، الفلبين) قد تأثرت بالوضع نفسه فنزلت قيمتها جميعاً طبقاً لسلوك القطيع، مما أسفر عن حدوث آثار سلبية على أسواق الأسهم العادية ونزلت قيم الأصول متزامنة مع تدهور في المصارف، وتضاعفت خدمات الديون لكل بلدان المنطقة<sup>3</sup>، ولقد امتدت هذه الأزمة ملقبة بنتائج سلبية على البلدان المتقدمة أيضاً حيث ارتفعت خسائر البورصة الأمريكية خلال نفس الفترة إلى 636.877 مليار دولار وبلغت خسائر بورصة طوكيو 263.851 مليار دولار.<sup>4</sup>

صار هذا المنحى معزراً للاعتقاد بأن كل انهيار في أحد المتغيرات سيكون فتيلاً لانتهيار متغيرات أخرى وتمهيداً لحدوث انهيارات جديدة أو ما يعرف بعدوى الأزمات.

<sup>1</sup> - أشوكا مودي، وميشيل والتون، الاستفادة من ركائز البنية الأساسية شرق آسيا، التمويل والتنمية، يونيو 1998، ص18.

<sup>2</sup> Rimbart, MordacQ et Techemeni, les marchés émergents, Economica, Paris 1995, p7

<sup>3</sup> - لمزيد من تحليل وتتبع مسارات الأزمة الآسيوية يمكن الرجوع إلى [www.fas-org/man/vrs/crs-asia2.htm](http://www.fas-org/man/vrs/crs-asia2.htm)

<sup>4</sup> - WWW.Pousin.com/index.Html

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

هذه الأزمات الحادة تبعث على القلق وتطرح الكثير من التساؤلات عن سبب حدوثها فهي نابعة من طبيعة التدفقات المالية الدولية أم هي راجعة إلى متغيرات غير سليمة في النظم الاقتصادية للبلدان المتلقية كان التدفق رأسمالي الكاشف عن هذه الحقيقة ؟

إن تدفقات رؤوس الأموال الضخمة المترامنة مع سياسات التحرير المالي تعد أمرا باعث على الأمل في تمويل التنمية في البلدان النامية خصوصا، لكن من دون أن ننسى أن حجم هذا التدفق قد لا يبعث على الاطمئنان ويرفع من درجة الخطر بسبب حجم آثاره السريعة، إذ من الممكن أن يتسبب في فرض حالة عدم الاستقرار الاقتصادي بسبب زيادة مستوى الدخل والاستهلاك بشكل كبير فتزيد الأسعار محدثة تضخما متسارعا و ارتفاعا مترافقا لسعر الصرف الفعلي فينتج ذلك نتائج سلبية على الميزان التجاري، وميزان المدفوعات مما قد يخلق بوادر أزمة اقتصادية قد لا تتوقف آثارها على البلد الذي ظهرت فيه لتتجاوزها إلى اقتصاديات أخرى مرتبطة معها ومتسببة في خلق حالة الفوضى في الاقتصاد العالمي.

ولقد كشفت الأزمات الناتجة جوانب الضعف في النظم المالية للكثير من البلدان وحدثت مشاكل تتعلق بإدارة السياسة الاقتصادية التي تواجهها البلدان الناشئة في عالم يتسم بحراك مرتفع لرأس المال.

إن ضعف القطاع المالي وعدم قدرته على استيعاب الحجم الكبير من التدفقات وتسييرها بالشكل اللازم في أعقاب انتهاج سياسة التحرير المالي، يعد واحدا من أبرز الأسباب الكامنة وراء حدوث أزمات، وتشتمل مكامن الضعف في عدم تهيئة القطاع المالي مع ضعف الأطر القانونية أو المؤسساتية أو التنظيمية أو ما يمكن أن نطلق عليه بتحرير مالي غير وقائي، إذ يمكن مثلا في إطار سياسة حرية الاختيار لأسعار الفائدة من قبل البنوك دون قيد من البنك المركزي وفي ظل تنامي مستويات الطلب على الائتمان، سيدعم الاتجاه المتصاعد لأسعار الفائدة دون تقييم حقيقي لمستويات الخطر، فضلا عن ذلك نجد أن بعض البلدان التي عانت من أزمات مالية كانت تعاني من مشكلة تركيز الائتمان في أنشطة معينة أو في قطاع معين أو زيادة معدل نمو القروض خصوصا وأن البنوك قد كانت تعاني من مشكلة الرقابة، لكن في إطار سياسة الانفتاح أو التحرير

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

المالي يمكنها أن تلجأ إلى بنوك أجنبية للحصول على تمويلات لفائدة نشاطها المحلي أو الدولي، وهذا ما سيرفع مستويات الخطر الذي يمكن أن تتعرض له المنظومة المالية بشكل عام والمنظومة المصرفية بشكل خاص وهذا ما حدث فعليا في أزمة آسيا.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: اندماج الأسواق المالية

من أبرز التحولات والتطورات الاقتصادية المعاصرة ما يشهده العالم من تغيرات في العديد من النواحي خصوصا منذ مطلع عقد التسعينات من القرن الماضي، فمن بين أهم هذه التطورات نمو وتوسع التكتلات الاقتصادية والترتيبات الإقليمية، وتنامي دور الشركات متعددة الجنسيات وتوسع مجالات أنشطتها، بالإضافة إلى الدور الذي لعبته العولمة الاقتصادية والمالية في زيادة

---

<sup>1</sup> - عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي، أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

ترابط واندماج الاقتصاديات العالمية مع المزيد من الانفتاح والتحرر والمنافسة<sup>1</sup>، ويحتوي هذا المبحث على العناوين التالية:

### المطلب الأول: تعريف الاندماج المالي؛

### المطلب الثاني: الاندماج التجاري والمالي للأسواق؛

### المطلب الثالث: العوامل المساعدة على اندماج الأسواق المالية

### المطلب الرابع: العولمة المالية والاندماج المالي

### المطلب الأول: تعريف الاندماج المالي

الاندماج المالي هو وضع الأسواق المالية في حالة من التكامل الأفقي [بين الفضاءات المالية الوطنية] والعمودي [بين أقسام السوق الوطني] لتعمل باستمرار في الزمن الحقيقي بقدرة رؤوس الأموال على الحركة والإحلال (Mobilité – Substitutabilité) بقاعدة "السعر الواحد" وعمل آلية المراجعة من أجل:

- سعر واحد في كل مكان.-  
- كل فرص الربح مستغلة.

والاندماج المالي هو الوصول بالأسواق المالية الوطنية إلى سوق مالي دولي أجزاءه مترابطة وتابعة بالتبادل لبعضها البعض يتعدى تلك الأسواق الوطنية له محدداته، أدواته وآلياته الخاصة به.<sup>2</sup>

كما نجد أن العولمة بشكل عام تعني اندماج أسواق العالم في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة وانتقال الأموال والقوى العاملة الثقافات والتقنيات ضمن إطار من رأسمالية حرية

<sup>1</sup> بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2006، ص8.

<sup>2</sup> شهرزاد زغيب، لمياء عماني، العولمة المالية: بدائل تمويلية أم فقاعات مالية؟، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، بسكرة، ص3.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

الأسواق، وتاليا خضوع العالم لقوى السوق العالمية، مما يؤدي إلى اختراق الحدود القومية، والى انحصار كبير في سيادة الدولة، وان العنصر الأساسي في هذه الظاهرة هو الشركات الرأسمالية الضخمة متخطية القوميات.<sup>1</sup>

وقد ظهرت الحاجةُ إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات؛ وأخذت الغرفة الدولية للتجارة، ومقرها باريس، زمام المبادرة من أجل إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية، استمر في ممارسة نشاطه حتى الحرب العالمية الثانية. ولم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة على طريق إقامة تعاون دولي بين تلك الأسواق حتى مايو 1957 عندما اجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية في باريس. وبعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي، اختار المشاركون إرساء إطار مؤسسي لعملهم وأنشئوا الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية في لندن عام 1961.<sup>2</sup>

فمنذ إنشائه في عام 1961، شهد الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية نمواً مستمراً بحيث أصبح يضم في عضويته اليوم 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم. وتمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97% من رسملة أسواق الأسهم العالمية ومعظم عملياتها الآجلة وخياراتها وصناديق استثمارها المكتتبة وسنداتها.

يمثلّ الاتحادُ الدولي لأسواق الأوراق المالية المنظمةَ التجاريةَ للأوراق المالية المنظمةَ ولأسواق المشتقات المالية ولغرف المقاصة ذات العلاقة على المستوى العالمي. وهو منظمة دولية تضم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم التي تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات.

وتتلخص الأهداف الرئيسية للاتحاد فيما يلي:

<sup>1</sup> الأطرش محمد، العرب والعولمة: ما العمل؟، بحوث ومناقشات الندوة الفكرية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1998، ص 412.

<sup>2</sup> محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، تاريخ الاطلاع 2006/01/11. [www.arriadh.com/economic](http://www.arriadh.com/economic).

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

- عرض دور ووظائف ونزاهة الأسواق المنظمة.
- توفير محفل دائم لخبراء أسواق الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الاهتمام المشترك، والتعرف على الاتجاهات والحلول الجديدة بهدف تعزيز المركز التنافسي للأسواق المنظمة، وتطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية، وتنظيم ورش العمل، وإجراء التقييم الاسنادي، وصياغة الممارسات السليمة.
- وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبر الحدود.
- تعميق علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار التنظيمي الشامل.
- دعم أسواق الأوراق المالية الصاعدة في مساعيها للتماشي مع معايير الاتحاد بما يسهم في زيادة الثقة العالمية في إدارة تلك الصناعة وممارساتها التجارية.
- كما نجد أيضا انه تم تأسيس اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوردو-آسيوية، ومقره إسطنبول، في عام 1995 بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية. ويتألف كافة الأعضاء الإثني عشر المؤسسين للاتحاد من أسواق ناشئة في أوروبا وآسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية؛ وعضوية الاتحاد مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا وآسيا ولكنها مرهونة بموافقة جمعياته العامة؛ ويضم الاتحاد حالياً 22 بورصة تمثل أكثر من تسعة آلاف شركة، وتنفوق رسملة أسواقه 130 مليار دولار حيث يبلغ متوسط قيمة التعاملات اليومية أكثر من 500 مليون دولار. وتتمثل مهمة الاتحاد في خلق بيئة تتميز بالعدالة والكفاءة والشفافية وبأقل قدر ممكن، إن لم تخلو تماماً، من الحواجز التجارية بين الأعضاء والأقاليم التي يعملون بها. لذلك، فهو يسعى إلى تعزيز التعاون والتواصل بين أعضائه في مجالات مثل توحيد وتنسيق القوانين واللوائح وأنظمة التداول وإجراءات التسوية ومعايير الاكتتاب إلى جانب تبني المبادئ المحاسبية المعترف بها دولياً.

وتتلخص أهداف الاتحاد فيما يلي<sup>1</sup>:

- تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء والإسهام في الارتقاء بمستوى أدائها.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية الغربية و سبل تفعيلها، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

- العمل كمثل للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بعلاقتها مع اتحادات وجمعيات البورصات العالمية.

- الإسهام في زيادة درجة التكامل بين البورصات العاملة في المنطقة وتوفير فرص جديدة للاكتتاب والتداول فيها.

ومن المتوقع أن تسهم مواعمة القواعد واللوائح المعمول بها في البورصات الأعضاء وتبني التكنولوجيات الحديثة في إجراءات المتاجرة والتسوية في تحقيق أهداف الاتحاد من خلال دعم وتطوير تلك البورصات وتقديم خدمات التسجيل والتداول عبر الحدود في الأوراق المالية الصادرة ضمن نطاق بلدان الاتحاد

كما تأسس اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية في جانفي من عام 2000 بمدينة شيناغونغ من قبل أسواق الأوراق المالية في كل من سريلانكا، وباكستان، ونيبال، والهند، وبوتان، وبنغلاديش، وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا. وقد جاء في ديباجة إعلان شيناغونغ أن العولمة قد أدت إلى زيادة الاعتماد المتبادل بين الدول وأنه قد صاحب ذلك زيادة أخرى في عدد محافل التعاون الإقليمي سواء التي أنشئت بالفعل أو التي لا تزال في طور الإنشاء. لذلك فإن أسواق الأوراق المالية عبر العالم تعمد إلى تنسيق مبادراتها وإلى إقامة اتحادات إقليمية على أساس فلسفة التعاون الإقليمي. وتتمثل الأهداف المباشرة لتلك الاتحادات في تعزيز الاتصالات بين البورصات الأعضاء وتوحيد إجراءات عملها. أما الأهداف بعيدة المدى فقد تتضمن التسجيل عبر الحدود. وسيتم وضع ميثاق يتضمن أهداف الاتحاد، ونطاق عمله، وهيكله التنظيمي، والنظام الذي سيتبعه في صنع القرارات. ويهدف إلى:

- تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم.
- العمل على توحيد المعايير والإجراءات السليمة في الأسواق الأعضاء ورفع كفاءة المراقبة للتعاملات الدولية في الأوراق المالية.
- تمثيل الأعضاء في المحافل الدولية ذات العلاقة.
- تشجيع التسجيل والتداول عبر الحدود في المنطقة.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

- التعاون في مجال تنمية الموارد البشرية ونقل التكنولوجيا.

- تقديم فرص الاستثمار للجميع.

- تهيئة أرضية سليمة لحشد رؤوس الأموال لأصحاب المشاريع.

- إقامة سوق يتميز بالشفافية ويضمن مصالح المستثمرين.

- إقامة نظام تداول آلي بما يضمن سرعة التعاملات وسلامته

ويعتبر الاتحاد الأوروبي<sup>1</sup> من أهم التكتلات الاقتصادية على الساحة الدولية في الوقت الراهن، ويعد النموذج الأمثل والبارز بين التكتلات الاقتصادية بل وصل إلى أعلى مراتب ودرجات التكامل والاندماج.

لقد تطور مسار الاتحاد الأوروبي بشكل ملفت للانتباه سواء من حيث تدرجه في الأشكال التكاملية، بحيث انتقل من شكل منطقة التبادل الحر إلى شكل الاندماج والاتحاد الاقتصادي وهذا في فترة زمنية ليست بالبعيدة.

أو من حيث تضاعف عضوية الدول فيه بحيث انتقل من ستة أعضاء (06) مشكلة لمعاهدة روما سنة 1957 إلى ما هو عليه الآن بحيث أصبح يتكون من 25 دولة عضو بعد انضمام عشرة دول جديدة في مايو 2004\*.

كما وصل الاتحاد الأوروبي إلى أقصى مراتب التكامل وذلك من خلال الوصول إلى الوحدة النقدية بحيث أصبحت اثني عشرة دولة تتعامل بالعملة الأوروبية الموحدة الأورو EURO ابتداء من عام 2002\*\*، ويمثل الاتحاد الأوروبي قوة اقتصادية هامة تؤثر على موازين القوى العالمية في

---

<sup>1</sup> - بريش عبد القادر، التحرير المصرفي و متطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2006، ص8.

\* الدول العشرة الجديدة هي: بولونيا، استونيا، بولندا، هنغاريا، جمهورية التشيك، سلوفاكيا، سلوفينيا، ليتوانيا، مالطا، قبرص.

\*\* الدول الإثني عشر الأعضاء في منطقة الأورو هي: فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، البرتغال، اسبانيا، بلجيكا، هولندا، النمسا، لكسمبورغ، فنلندا، اليونان، أيرلندا.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

شتى المجالات الاقتصادية، تجارية كانت أو نقدية ومالية، وتمثل صادراته مرة ونصف صادرات الولايات المتحدة الأمريكية واليابان.

وقد استطاع الاتحاد الأوروبي تحقيق الأهداف التي انشئ من أجلها وهي الوصول إلى درجة التكامل والاندماج التام وإقامة مؤسسات اتحادية تسهر على تطبيق السياسة الاقتصادية والاجتماعية الموحدة، مثل البنك المركزي الأوروبي، وفي المجال السياسي البرلمان الأوروبي، وتجري حالياً مساعي من أجل الوصول إلى وضع دستور أوروبي موحد ليتحقق بعدها الاندماج السياسي.

وانطلاقاً من قوتها التقليدية، أصبحت الأسواق الأوروبية تعمل الآن طوال اليوم بعد أن كان التعامل يقتصر على جلسات قصيرة وموحدة. كما أنها تقدم خدمات توجيه الطلبات لضمان سرعة التنفيذ وسلامته وذلك مقابل رسم منخفض. وهي تتميز بدرجة أعلى من الشفافية عن ذي قبل بفضل ما يتوفر لها من إمكانيات فنية متقدمة بما يجعلها إحدى أكثر الجهات ابتكاراً في مجال استخدام تكنولوجيا المعلومات.

إن التحرير الكلي للأسواق المالية الأوروبية الذي تم منذ بداية السبعينات أدى إلى إلغاء خطر الصرف ما بين الدول الأوروبية وشفافية أكبر في المعاملات. " فسوق مالي أوروبي مندمج يسمح بسهولة أكثر ويصبح أكثر جاذبية للمستثمرين. كما أنه سيؤدي إلى تجاوز العديد من المخاطر مثل مخاطر تنذب أسعار العملات الأوروبية وغيرها من المخاطر. وسوف يؤدي تجاوز هذه المخاطر إلى زيادة التنافس بين أسواق المال الأوروبية، وزيادة كفاءتها على إدارة وتوظيف رؤوس الأموال. وهذا سوف يجذب مزيد من الاستثمارات والودائع إلى هذه الأسواق ويزيد التحويل من الدولار إلى الأورو، وسوف يؤدي الأورو إلى ظهور سوق كبيرة للأسهم والسندات الأوروبية بعد يناير 1999 و ذلك بدلا من وجود أسواق عديدة مستقلة في هذه الدول وسوف يكون هناك منافسة شديدة داخل هذه السوق بين المستثمرين".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> زايري بلقاسم، إنعكاسات وتحديات الأورو على الاقتصاد الجزائري في ظل الشراكة الأوروبية-متوسطة، الملتنقى الوطني الأول حول الاقتصاد الجزائري في الالفية الثالثة - أيام 21 / 22 ماي 2002 (جامعة البليدة).

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

تؤكد اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية، وتعتبر بورصة إنجلترا وهولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا وإيطاليا التي كانت حكومة القرار تؤكد اتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيد في التعامل في البورصات بتطبيق نظام الاختصاص المالي، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية، وتسعى اتفاقية البورصات الأوروبية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط من خلال<sup>1</sup>:

- القضاء على عقبة نقص المعلومات من كل بورصة.
- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.
- تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية من البورصات المختلفة.
- زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات.
- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي في البورصات.
- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية.
- تنويع أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

ويضم اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، ومركزه بروكسل، أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الاتحاد الأوروبي، وهو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظمة والمقننة من جهة، والسلطات، وخصوصاً على مستوى الاتحاد الأوروبي، من جهة أخرى.

وعضوية الاتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة والمقننة من بلدان الاتحاد الأوروبي والنرويج وأيسلندا وسويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي، وبالتالي، فإن الاتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الاتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، 2006.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

ويمثل الاتحاد 27 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا بورصات مراسلة، وينطبق وصف "البورصة على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول على صفة العضو المنتسب أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي وبالتالي فهو عبارة عن اتحاد من أسواق الأوراق المالية.

يهدف الاتحاد إلى تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كأسواق منظمة للأوراق المالية، وإلى الإسهام في الارتقاء بالأسواق المالية الأوروبية تحقيقاً لأهداف معاهدة روما وذلك من خلال التعاون في مجالات التعامل والمقاصة والتسوية والإيداع إلى جانب الأمور التنظيمية الأخرى؛ ويقوم الاتحاد علاقات تعاون مع منظمات دولية أخرى، وخصوصاً منها مؤسسات الاتحاد الأوروبي، ويمثل مصالح أعضائه في الأمور المتعلقة بصناعة الأسهم الأوروبية. وهو يعزز بذلك عملية التكامل التدريجي بين أسواق المال الأوروبية.

ومن المهام المستمرة للاتحاد تمثيل بورصاته الأعضاء لدى مؤسسات الاتحاد الأوروبي، وخصوصاً منها اللجنة الأوروبية؛ كما أنه يدعم مشاريع ترمي إلى زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية في أوروبا؛ ومن بين تلك المشاريع ما يلي:<sup>1</sup>

- تنفيذ قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الاتحاد الأوروبي.
- الربط بين أسواق الأوراق المالية.
- مساعدة الأسواق الأوراق المالية الأوروبية الصاعدة.

### المطلب الثاني: الاندماج التجاري والمالي للأسواق

تعتبر العولمة عن عملية الاندماج المتزايد بين الأمم المستقلة في مجالات التجارة والأفراد والتكنولوجيا، والتي جاءت كنتيجة لتزايد موجات التحرير الاقتصادي والمالي وإعادة توزيع الإنتاج على المستوى الكوني عبر الشركات متعددة الجنسيات، ويأتي الاهتمام بالعولمة لكونها تتيح فرصاً كبيرة للدول النامية لتعزيز نموها الاقتصادي وزيادة مساهمتها في التجارة العالمية من ناحية

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سابق، 2006.

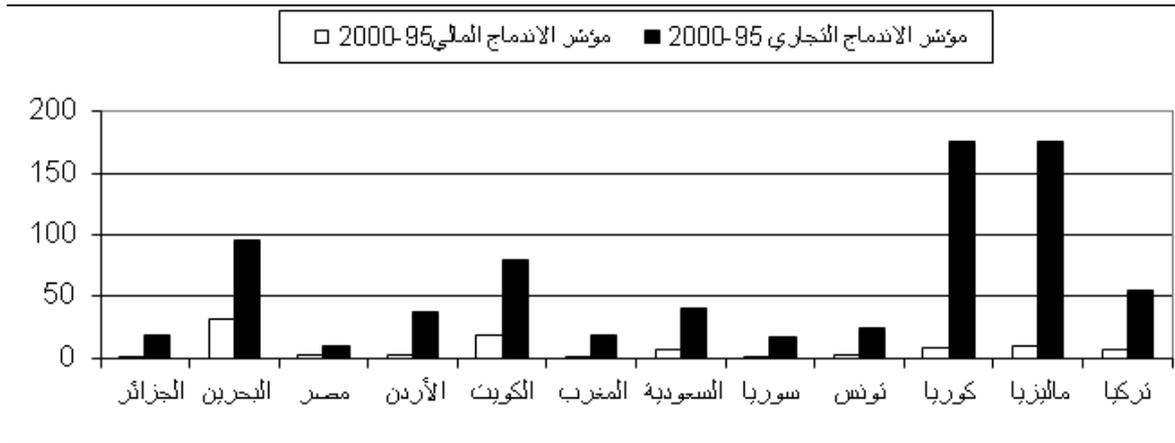
## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

ولكونها تتطوي على مخاطر كبيرة للاقتصاديات الهشة التي لا تقوى على التنافس والتأقلم مع البيئة الجديدة من الناحية الأخرى، وفي إطار التنافسية الدولية يتوقع أن تكون الاقتصاديات الأكثر اندماجا في الاقتصاد العالمي هي الأقوى على المنافسة العالمية والأقدر على النفاذ لأسواق الدول الأخرى.<sup>1</sup>

وسعى للاستفادة من الفرص التي تحققها العولمة تحاول الدول العربية الاندماج في الاقتصاد الكوني عبر الانخراط في منظمة التجارة العالمية، اتفاقيات الشراكة مع الاتحاد الأوروبي وعبر تطوير منطقة تجارة عربية حرة تعزز مكانتها في الاقتصاد الكوني وتحميها من مخاطر العولمة والتهميش. والشكل التالي يبين مؤشر الاندماج التجاري والمالي في البلدان العربية وبلدان نامية.

### الشكل رقم (III،1):

#### مؤشر الاندماج التجاري والمالي في البلدان العربية وبلدان نامية 1995-1999



المصدر: تقرير التنافسية العربية، المعهد العربي للتخطيط، 2000، ص 69.

#### 1- الاندماج المالي:

يشكل الاندماج التجاري والمالي العمود الأساسي للعولمة الاقتصادية، ويشكل انفتاح الأسواق المالية عملية معقدة يصعب قياسها بمؤشر واحد حيث إنها تتضمن العديد من المواضيع، أهمها رفع القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر وباقي الأدوات المالية الأخرى، واستخدام البنك الدولي مؤشر

<sup>1</sup> نوري منير، التسويق الاستراتيجي وأهميته في مسابرة العولمة الاقتصادية (إسقاط على الوطن العربي للفترة 1990-2000)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص 269-270.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر للنتائج المحلي الإجمالي كمؤشر للاندماج المالي لكن دون تصنيف الدول إلى المعلومة والمهمشة، وعلى الرغم من أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في عملية الانفتاح ودوره في النمو فإنه يشكل جزءا واحدا فقط من التدفقات المالية التي يشملها تدفق رأس المال الخاص، ولتجنب هذه الإشكالية استخدم تعريف آخر للاندماج المالي يتمثل في مجموع الأصول والخصوم للاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ويتميز هذا المؤشر بأنه لا يعكس القيود على حساب رأس المال فقط بل على السياسات الأخرى أيضا مثل نافذية القيود ودور البيئة الاستثمارية في جذب رؤوس الأموال.

يشير الشكل السابق إلى أن الاندماج المالي العربي في الأسواق المالية الدولية ضعيف جدا مقارنة بمجموعة دول المقارنة ويستثنى من ذلك مملكة البحرين (31.42%) و الكويت (16.54%) و السعودية (6.39%)، و بالنسبة للبحرين فإن مستوى الاندماج المالي المحقق يفوق المستوى الذي حققته كل من كوريا و ماليزيا. أما دول الجزائر وسوريا والمغرب فمستوى اندماجها هامشي اقل من (1%) وأما تونس وعمان والأردن ومصر ولبنان فتنفوق على المجموعة السابقة بهامش طفيف.

ويدل هذا الاندماج المالي الضعيف للدول العربية غير الخليجية على الكبح المالي وحدة القيود على ميزان المدفوعات وعدم توافر بيئة استثمارية جذابة في حين يعود أداء الدول الخليجية المميز إلى الارتفاع النسبي للاستثمارات الخارجية التي تقوم بها هذه الدول وليس بالضرورة نتيجة انفتاح ميزان المدفوعات أو تطور البيئة الاستثمارية فيها.

### 2- الاندماج التجاري:

يعتبر مؤشر الاندماج التجاري والمعرف بمجموع الواردات والصادرات كنسبة للنتائج المحلي الإجمالي أهم مؤشر لقياس مستوى انخراط الدول في التجارة الخارجية، ويسمى أيضا مؤشر الانفتاح على التجارة الخارجية ويقاس مدى مساهمة الاقتصاد في التجارة الخارجية بغض النظر عن درجة القيود المفروضة على هذه التجارة. لذلك فاستخدام هذا المؤشر لقياس الاندماج التجاري

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

لا يعكس السياسات التجارية فقط وإنما السياسات الاندماجية الأخرى والقاعدة الاقتصادية للبلد أيضا.

وعادة ما ينتقد هذا المؤشر كمعبر عن درجة الاندماج نظرا لأن ارتفاعه يمكن أن يكون نتيجة وجود موارد طبيعية دون أن تكون هناك مساهمة فعلية في التجارة الخارجية. وعلى الرغم من هذه التحفظات حول هذا المؤشر فإنه يبقى المؤشر الأكثر استخداما في قياس معدلات الاندماج التجاري، وقد اعتمد البنك الدولي نسبة التغير في هذا المؤشر كمقياس لعولمة الاقتصاديات حيث تم تصنيف الثلث الأعلى تصاعديا كدول معولمة والثلثين الأخيرين كدول مهمشة، وتبعاً لهذا الاستخدام احتسب متوسط معدل الاندماج التجاري ما بين 1990-1999 لعشر دول عربية وذلك بحسب أسعار القوة الشرائية الثابتة لضمان صحة المقارنة بين الدول، بلغ معدل الاندماج التجاري العربي للفترة 1990-1994 مستوى 46% مقارنة بـ 143.77% وماليزيا وتدهور باطراد حتى وصل إلى 33% للفترة 1995-1999. ويشكل هذا الانخفاض القاسم المشترك لكل الدول العربية، في حين ارتفع في المقابل مؤشر الاندماج التجاري بشكل مستمر في حالة كوريا وماليزيا وتركيا وهو ما يدل على أن الدول العربية في حالة تراجع ولا تستفيد من فرص انفتاح التجارة الخارجية حول العالم.<sup>1</sup>

أما معدلات النمو الاتجاهية لمؤشر الاندماجية التجاري فتدل على تفهقر مستمر في حالة الجزائر والبحرين والأردن والسعودية وسوريا وتونس، في حين ارتفع المؤشر بشكل ملحوظ في حالة المغرب وفي العشرية الثانية 1990-1999 في حالة مصر والكويت.

### المطلب الثالث: العوامل المساعدة على اندماج الأسواق المالية

من أهم العوامل التي ساعدت على اندماج الأسواق المالية العالمية مايلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> -تقرير البنك الدولي، 2002.

<sup>2</sup> هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة الرسائل لبنك الصناعاتي، العدد 58، ص 10

### 1- تطور سوق العملة الأوروبية الدولية:

وتتضمن سوق اليورو دولار، والسوق العملة الأوروبية الدولية وهي سوق للعملة خارج حدودها الوطنية ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية وقد ساعد على نمو سوق الأورو دولار، عجز الميزان المدفوعات الأمريكي في الستينيات وماترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى اتساع نشاط شركات متعدد الجنسيات، وقد ساعد في إعطاء دفعة قوية لسوق الأورو دولار الارتفاع الشديد في أسعار البترول بعد سنة 1973 وإيداع الدول النفطية لفوائدها في البنوك العالمية في هذا السوق.

### 2- ثورة المعلومات والتطور التكنولوجي:

من شأن ذلك أن يفسر الأثر المتبادل بين التقدم التكنولوجي وتحرر الأسواق المالية فمن جهة يزيد التقدم التكنولوجي من سيولة الأسواق المالية وسهولة تدفق رؤوس الأموال ومن جهة أخرى تؤدي ضغوط المنافسة المتزايدة في مجال الخدمات المالية إلى مزيد من التقدم والإبداع في استخدام الحاسب الآلي لإتمام هذه الخدمات.

### 3- الابتكارات المالية في الأسواق المالية الكبرى<sup>1</sup>:

إذ قام المتخصصون في عالم المال والاستثمار بابتكار الكثير من الأدوات المالية التي تدعم الاتجاه نحو الاندماج ففضلا عن تطوير الأدوات السابقة التي كانت تستخدم عمليات في السوق المالية الأمر الذي سهل التعامل في الأسواق المالية الدولية وأصبح التوقي وتقدير درجة المخاطرة أكثر يسرا كما أن عملية تطوير الأدوات المالية التقليدية وابتكار أدوات مالية جديدة أزال الكثير من المعوقات أمام المستثمر والمقترض المحليين للتعامل في الأسواق المالية الدولية، وقد تمثلت تلك الأدوات المبتكرة في الأدوات المشتقة كالخيارات، المستقبلات، المقايضات وكذلك الأدوات المسندة

<sup>1</sup> عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، مرجع سابق، 2002، ص 199.

### المطلب الرابع: العولمة المالية والاندماج المالي

تعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية ويمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما<sup>1</sup>:

#### 1- المؤشر الأول:

يقصد به تطور حجم المعاملات عبر الحدود من الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى المعاملات الخارجية من الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد من 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد من 200% في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام. كما هو مبين في الجدول رقم (III، 3):

#### الجدول رقم (III، 3):

نسبة المعاملات الدولية في الأسهم والسندات بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1975-

1997

السنوات	75	80	85	89	90	91	92	93	94	95	96	97	البلدان
و.م.أ	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	160	213	
اليابان	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	79	96	
ألمانيا	5	7	33	66	57	55	85	170	158	172	199	253	

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر العدد 02-جوان 2002، ص ص 216، 217.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

فرنسا	-	5	21	52	54	79	122	187	197	187	258	313
إيطاليا	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	470	672
كندا	3	9	27	55	65	83	114	153	208	189	251	358

المصدر: *Philippe d' Arvisenet, Jean-Pierre Petit, Économie internationale, la place des banques, Dunod Paris, 1999, p,95*

### 2- المؤشر الثاني:

ويخص تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، حيث تشير الإحصائيات إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار أمريكي عام 1995 و هو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس السنة.<sup>1</sup>

### خلاصة الفصل الثالث:

لقد فسحت العولمة المالية الباب واسعا لحراك حر وغير مقيد لرؤوس الأموال الباحثة عن منابع الأرباح والبحث عن المناخ الخصب لتعظيم الفرص. وقد كان لحدة التنافس بين مختلف المراكز المالية والمؤسسات الإنتاجية الدولية الدور البارز في خروج رؤوس الأموال من مواطنها الأصلية إلى الأسواق الجديدة. وذلك عن طريق إنشاء فروع أو مراكز نشاط، فلم يعد رأس المال محكوماً بجنسية ولا بوطن فالعالم كله وطنه وساحة تواجده ونقاط عمله وفي خضم هذه الحركية تستفيد البلدان المستقبلية لهذه التدفقات من موارد مالية ضخمة تعول عليها لتمويل اقتصادياتها وخدمة مسار تنميتها، لكن تأثيرها الإيجابي لن يتحقق على المدى الطويل ما لم يتوفر المناخ الملائم أو الأرضية الخصبة التي تسمح بإظهار نتائجه، أو بتعبير آخر أن حجم المنافع التي يولدها التمويل الدولي تعتمد وبشكل كبير على مدى القدرة على استيعابه ويعد التطور المالي ضرورة في مقدمة هذه القدرات

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الإسكندرية، الدار الجامعية 2002، ص 34.

## الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة، التحرر المالي واندماج الأسواق

---

لضمان الاتساق الحيوي للأنشطة المالية والمصرفية وصيانتها بشكل دائم ومستمر حتى يسمح لها باكتساب قوة دفع جديدة وخدمة هدف النمو المستقر وتلافي الآثار السلبية والأزمات التي يمكن أن تحدث.

# الفصل الرابع

السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

دفع رواج الأسواق المالية العالمية في العشرية الأخيرة، العديد من الدول للتفكير في الانتقال من الاقتصاديات المديونية (والذي يحتكر فيه النظام البنكي عملية تمويل الاقتصاد) إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

وقد ارتأينا أن نتناول في هذا الفصل العناصر التالية:

**المبحث الأول: السوق المالية في الجزائر**

**المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في الدول العربية**

**المبحث الثالث: الأسواق المالية في الدول الأكثر تقدماً**

## المبحث الأول: السوق المالية في الجزائر

أصبحت البورصة أداة ضرورية -في ظل انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق- فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد وبذلك يتدعم نظام التمويل دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي<sup>1</sup>.

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق سنة 1988 بصور عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، مما غير الوضع القانوني للمؤسسات العمومية التي أصبحت شركات أسهم بعد أن قسم رأس مالها الاجتماعي إلى عدد من الأسهم وأوكلت عملية تسييرها إلى صناديق المساهمة. إن نظام شركات المساهمة لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم وهي البورصة؛ وفي هذا الصدد اخترنا أن يعالج المطالب التالية:

### المطلب الأول: إنشاء بورصة الجزائر

### المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

### المطلب الثالث: أسباب وظروف إنشاء السوق المالية في الجزائر

### المطلب الأول: إنشاء بورصة الجزائر

تجنبنا للتأخر المحتمل الذي قد ينجر عن تحضير التشريعات الجديدة، وعلى وجه الخصوص القانون التجاري، وفي امتداد التدابير المتخذة -استقلالية المؤسسات، إنشاء (صناديق المساهمة... )، أنشئت شركة للقيم المتداولة "ش. ق. م. بالجزائر العاصمة،

<sup>1</sup> المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، لجنة التقييم، مشروع تقرير حول الطرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 1998، الدورة الثالثة عشر، 1999، ص 77.

وذلك بموجب عقد توثيقي مؤرخ في 09 ديسمبر 1990 تحت الشكل القانوني للشركة ذات السهم برؤوس أموال عمومية.

وقد تجسد إنشاء شركة القيم المتداولة بإصدار عدة نصوص ذات الطابع التشريعي

والتنظيمي:

-المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المتداولة1؛

-المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتضمن تنظيم الصفقات في مادة القيم

المنقولة2؛

-المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المتعلق بتنظيم السوق المالية3.

ويتألف مساهمو هذه الشركة من صناديق المساهمة الثمانية، التي تعد أعوان الائتمان للدولة ومكلفين. بتسيير مساهمات الدولة في المؤسسات العمومية الاقتصادية4.

وينصب دور كل هذه الشركة أساسا على التنظيم المادي للصفقات المنصبة على القيم المتداولة، وعلى غرار الشركات ذات الأسهم، فشركة القيم المتداولة مسيرة من قبل مجلس الإدارة مكون من ثمانية أعضاء يمثل كل واحد منهم صندوقا من صناديق المساهمة الثمانية، ومدير عام يعين للتسيير والإدارة.

ولم تطل المدة حتى اصطدمت هذه المؤسسة بإشكالات شتى ناتجة أساسا عن النقص في الرأسمال الاجتماعي المحدد قانونا بحد أدنى، وكذا عن الغموض الذي يكتنف النصوص المنشئة لها والمحددة للمهام المنوط بها.

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 28 ماي 1991.

<sup>2</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 23 ماي 1993.

<sup>3</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 10 جانفي 1996.

<sup>4</sup> Mouri, A, "le temps de la Bourse", Mutation, chambre nationale de commerce d'Algérie n°2, juillet 1992, pp.23-25.

فمنذ بداية 1992، اتخذت الجمعية العامة للشركة قرارا يقتضي بتغيير القانون الأساسي لشركة القيم المتداولة، وعلى وجه الخصوص المواد المتعلقة بتسميتها وموضوعها.

وانطلاقا من هذا التاريخ أخذت شركة القيم المتداولة رسميا تسمية بورصة القيم المتداولة "ب.ق.م"، فارتفع رأسمالها وأعيدت صياغة موضوعها الاجتماعي بأكثر توضيح لمهامها، مما جعلها من هذا الوقت فصاعدا مشابهة لمهام البورصة الأجنبية ومنذ ذلك الحين عكفت بورصة القيم على جمع أقصى ما يمكن من الشروط لجعل وجودها فعليا وتحضير نفسها للقيام بالمهام المنوطة بها، ومن ثمة تزودت بـ:

- مقر اجتماعي؛
- بالدراسات الخاصة بتنظيم الشركة في مرحلة انطلاقها؛
- تنصيب مقصوراتها.

ومنذ ذلك الحين أصبحت بورصة القيم المتداولة جاهزة تقنيا لمباشرة وظيفتها.

وبسبب غياب النصوص التي تنظم وجود السوق المالية، صارت القيم المتداولة فعلا شركة إدارة بورصة القيم المتداولة ( ش. أ. ب. ق ) المنصوص عليها في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المتداولة.

وكما أشرنا إلى ذلك آنفا، أصبحت الجزائر مزودة ببورصة القيم المتداولة، ودورها كجامع لرؤوس أموال على المدى الطويل جد مئتمن في المرحلة الحالية، وذلك بسبب نقائص الشبكة المصرفية التقليدية التي لم يعد بوسعها الاستجابة لاحتياجات تمويل المؤسسات العمومية.

وقد أكد السيد "موري" المدير العام لشركة إدارة بورصة القيم المتداولة، أن الهدف الأساسي للبورصة في الجزائر هو المساهمة في انجاز البرنامج الطموح للخصوصية والتمويل المباشر لاستثمارات المؤسسات العمومية من قبل البورصة<sup>1</sup>.

غير أن هذا السياق محلي يميزه غياب التقاليد في إدارة البورصة، وهو الأمر الذي يحد من وقع المرجعيات الأجنبية والبدائل النظرية عند الاختيار التصويري الأول.

وتتميز السوق المالية الناشئة في الجزائر بـ2:

- 1- تمركز السوق وتنظيمه، ليس الأسعار، ولكن بالأوامر؛
- 2- هناك تسعير رسمية مؤمنة في السوق الوحيدة لكل الأوراق الصادرة عن المؤسسات التي تتوفر على معايير القبول؛
- 3- ليس هناك سوق خارج "خارج التسعيرة" بالنسبة للمؤسسات التي تقدم عروضاً عمومية للادخار والتي تستجيب إلا جزئياً للمعايير بالبورصة؛
- 4- هناك فقط سوق ثانوية خارج البورصة معد خصيصاً لقيم الخزينة؛
- 5- بالنسبة للتفاوض على الأوراق المالية، فيمكن التحديد الثابت للتسعيرة "Fixing" أو بالتحديد المستمر "Continu"؛
- 6- يتم تسديد المعاملات ببورصة الجزائر على الفور "Au Comptant"؛
- 7- يتقرر إدخال الأوراق المالية للتسعيرة من قبل شركة غدارة بورصة القيم أو المصدر أو وسيطه في عمليات البورصة؛
- 8- يسهر مراقب (ناظر) لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على ضمان احترام قواعد النظام العام أثناء حصص التفاوض.

<sup>1</sup> Mouri. A, "Marché des capitaux en Algérie: démarrage et développement Media bank, journal interne de la banque d'Algérie Alger n°38, oct/ nov 1998, pp.7-9.

<sup>2</sup> Ibid

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

يشكل التأسيس المؤسسي "Institutionnalisation" لسوق القيم المتداولة أهم مرحلة قطعت لإقامة سوق مالية جزائرية، وقد حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المتداولة الإطار القانوني لهذه السوق والذي أوضحها شكلها، وتحتوي هذه السوق على ثلاث هيئات:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 1 (C.O.S.O.B): تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي 93-10 بتاريخ 23/05/1993 و قد تم تعيين أعضائها بتاريخ 27/12/1995، أما التصيب الرسمي لأعضائها فلم يتم إلا في غضون شهر فيفري 1996.

وهي لجنة مستقلة ماليا وتتكون من رئيس و06 أعضاء لمدة أربع سنوات ممثلين: قضاة مقترحين من وزير العدل، أستاذ جامعي، مقترح من وزير التعليم العالي، وثلاث أعضاء من وزارة المالية، وشخص سادس مختار من بين مسيري الأشخاص المعنوية.

كانت مهمة هذه اللجنة في البداية تتمثل في تحضير وتهيئة الأرضية لتأسيس بورصة الجزائر وإخراجها إلى الوجود، عن طريق تسخير العديد من البرامج التكوينية، وكذا التربصات بالخارج وإقامة الندوات والملتقيات في الداخل إضافة إلى طلب المساعدة الفنية خاصة من الشركات الكندية، كما قامت بإعداد الكثير من النصوص التنظيمية التي تختص بالبورصة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Commission d'organisation et de la surveillance des opérations boursières

<sup>2</sup> Bulletin de la Commission, COSOB, N 1, 1<sup>er</sup> TRIMESTRE 1998, pp : 06-12

ومن أجل القيام بالمهام الموكلة إليها فإن القانون قد حولها جملة من السلطات تتمثل فيما يلي 1:

1-1- السلطة التنظيمية: تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بإصدار التنظيمات المتعلقة على الخصوص بما يلي:

- شروط الاعتماد والقواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛
- الواجبات المتعلقة بالإعلام عند إصدار القيم المنقولة بالدعوة العمومية للادخار؛
- شروط القبول والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة؛
- تسيير محفظة القيم المنقولة المقبولة.
- العروض العمومية للبيع أو الشراء للقيم المتداولة.

1-2- سلطة التحقيق أو وظيفة المراقبة والرقابة: تتأكد اللجنة خصوصاً من:

- احترام الإجراءات التنظيمية من قبل وسطاء عمليات البورصة؛
- أن المؤسسات التي تلجأ إلى الدعوة العمومية للادخار تتمثل لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛
- أن التصحيحات قد تم القيام بها على المخالفات الملاحظة.

ومن أجل تنفيذ مهمة الرقابة والمراقبة المنوطة بها يمكن للجنة أن تجري تحقيقات على المؤسسات والهيئات المالية المعنية بعمليات بورصة القيم.

1-3- سلطة الضبط والسلطة التأديبية والتحكيمية: عندما يحدث أي سلوك مخالف للأحكام التشريعية أو التنظيمية المعمول بها. والذي من شأنه أن يلحق الضرر بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، يحق لرئيس اللجنة أن يطلب من المحكمة أن تضع حد لتلك المخالفات وبأن تصدر أمر المخالفين بواجب الامتثال للأحكام التشريعية والتنظيمية.

<sup>1</sup> أمغار سمير، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية عن طريق البورصة "دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص 126.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

2- شركة إدارة بورصة القيم<sup>1</sup> "S.G.B.V": وهي عبارة عن شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها. تم عقد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 بمقر اللجنة، حيث اجتمع الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدون وهم البنوك والهيئات المالية وشركات التأمين.

يبلغ رأسمال الاجتماعي للشركة 24 مليون دينار جزائري، ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين، وهي تنشط تحت رقابة اللجنة، ويتكون مجلس إدارة "شركة إدارة البورصة" من ممثلي الهيئات المالية التالية: من ممثلي الهيئات المالية التالية: CNMA، BNA، BEA، CPA، BADR، BDL، CNEP، يونيون بنك، وشركات التأمين: CAAT، SAA، CCR، CAAR. ويتضح من خلال هذا أن شركة إدارة بورصة القيم هي شركة مساهمة مجلس إدارتها يتكون من هيئات مالية عمومية باستثناء ممثل واحد وهو يونيون بنك<sup>2</sup>.

وتقوم أيضا بتسيير المعاملات الواقعة على القيم المنقولة والمقبولة بالبورصة من قبل شركة تسمى شركة إدارة البورصة، تتخذ الشكل القانوني للشركة ذات الأسهم؛ ويشترك في الرأسمال الاجتماعي لهذه الشركة أساسا وسطاء عمليات البورصة المعتمدين وهي التي تضع تحت تصرفهم كل الشروط اللازمة لانجاز الصفقات، وذلك بتأطير جلسات التفاوض والمقاصة والتنظيم.

ومن أهم المهام التي وضعها المشروع على عاتق هذه الشركة ما يأتي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛
- تنظيم المعاملات وعمليات المقاصة المتعلقة بالصفقات حول القيم المتداولة؛
- تسجيل المفاوضات؛
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها؛
- نشر المعلومات و إصدار نشرية رسمية لتسعيرة البورصة؛

<sup>1</sup> - Société de gestion de la bourse des valeurs

<sup>2</sup> منصور الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

وباختصار فإن شركة إدارة بورصة القيم المتداولة تلعب دور تأطير حصص التفاوض وتوجيه السياق المؤدي إلى تحديد تسعيرة متوازنة ومن الأوامر.

وكما تجدر الإشارة إلى أن منهجية ضبط التسعيرة المتبعة حاليا هي منهجية التحديد الثابت، تسمح هذه التسعيرة بتعظيم الصفقات بحسب تركيبة الأوامر المعروضة من قبل وسطاء عمليات البورصة، والتي تتمثل في تطبيق تسعيرة واحدة بالنسبة لكل الصفقات المبرمة على كل ورقة مالية وهذا يتم أثناء جلسة البورصة.

**3- المؤمن المركزي للسندات:** المؤمن المركزي للسندات هو هيئة مالية برأسمال قدره 65 مليون دينار جزائري، مقيم بين البنوك العمومية الخمسة التالية: BNA، BEA، CPA، BADR، CNEP بالإضافة إلى المؤسسات الثلاثة المسعرة في البورصة ( صيدال، الرياض سطيف، وفندق الاوراسي). ويتمثل دور هذا المؤمن في الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات والسهر على استثمارية حركية هذه السندات وإصدار المعلومات الخاصة بسوق البورصة، كما لا يمكن استعمال الوسيط في عمليات البورصة من قبل أشخاص طبيعيين وإنما يقتصر استعماله على الشركات التجارية المختصة والمؤسسات المالية الأخرى، ولا يمكن فتح رأسمال هذا المؤمن إلا لشركة تسيير بورصة القيم وكذا الخزينة العمومية وبنك الجزائر.

ومن المهام المنوطة كذلك بالمؤمن المركزي للسندات، تعيين المدير العام والمسيرين الأساسيين لشركة تسيير بورصة القيم المتداولة<sup>1</sup>.

وينبغي أيضا ضم متدخلين آخرين كوسطاء عمليات البورصة وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والمصدرين، إذ نجد هناك ثلاث متدخلين آخرين ينشطون في السوق المالية الجزائرية، وهم على التوالي:

**أ- المصدرون:** ويتعلق الأمر بأشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتخل من أجل تمويل نشاطاتهم وتتم تدخلاتهم في السوق المالية بتقديم دعوات عمومية للدخار. وبطبيعة الحال، فحتى يتمكنوا من استعمال هذا الحق، يخضع هؤلاء الأشخاص المعنويين إلى واجبات الإعلام والإشهار لتمكين المستثمرين المحتملين من تأسيس قراراتهم على عناصر السوق الحقيقية والشفافة.

<sup>1</sup> أمغار سمير، مرجع سابق، ص ص 127-128.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

ب- الوسطاء في عملية البورصة<sup>1</sup> "I.O.B": يؤول التفاوض على القيم المتداولة المقبولة بالبورصة حصرا، إلى الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين المعتمدين كوسطاء في عمليات البورصة.

وينبغي أن يتأسس الأشخاص الاعتباريون في شكل شركات ذات أسهم تعتمد من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حسب شروط الاعتماد الواجب توافرها في وسطاء عمليات البورصة، إذ ينبغي أن تتوفر على الضمانات الكافية مثل:

- امتلاك الحد الأدنى من الرأسمال الذي تحدده اللجنة، والمقدر حاليا مبلغ (1.000.000) دينار جزائري.

- امتلاك محل واضح التعيين وملائم لممارسة النشاط؛
- حيازة تنظيم وإمكانات تقنية تتلاءم مع نشاطه؛
- حيازة مستخدمين تتوفر لديهم المهارة والكفاءة اللازمين.

وبإمكان وسطاء عمليات البورصة أن يوسعوا مجال تدخلهم، مثل نشاط تقديم النصح والتوظيف والتسيير بالوكالة لمحفظه القيم المنقولة لزيائتهم ووقوفهم موقف الطرف المقابل في العمليات على القيم المنقولة.

وقد منحت اللجنة إعتمادات لأربعة وسطاء عمليات بورصة الجزائر، تأسسوا في شكل شركة ذات أسهم، المساهمون فيها هم البنوك وشركات التأمين.

والشركات الأربعة سميت كما يلي:

- الرشاد المالي "Errachad EL Mali": متكونة من: البنك الجزائري الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، صندوق التقاعد والبطالة؛

- السوفيكوب "Soficop": متكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين؛

- السوجيفي "SOGEFI": متكونة من: القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل؛

<sup>1</sup> Les Intermédiaires en Opérations de Bourse.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

- الأسبغ / ب "SPVM/B": متكونة من: البنك الجزائري للتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين؛

- وكذا مؤسسة خاصة: وهي: فرع الوساطة لاتحاد البنوك.

وتعرف بورصة القيم المتداولة بأنها "إطار تنظيم وسير العمليات التي تقع على القيم المتداولة الصادرة عن الدولة والأشخاص الخاضعين للقانون العام وكذا الشركات ذات الأسهم"<sup>1</sup>.

وقد صممت بورصة القيم كسوق ممرز ومنظم أين يتم التفاوض على القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة الرسمية، وقد حدد كذلك المرسوم التشريعي المرسوم رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، القانون الأساسي لوسطاء عملية البورصة الذي خول لهم الانفراد بالتفاوض على القيم المنقولة داخل البورصة، وأوجب تنظيم عمل التفاوض على القيم المتداولة والإشراف عليها ومراقبتها من قبل اللجنة المنشأة لهذا الغرض سميت بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة Commission d'organisation et de la surveillance des opérations boursières.

وقد جاء الأمر رقم 96-10 المكمل للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الذي بموجبه يمكن التفاوض على السندات الاعتمادية حسب إجراء التراضي بين المستثمرين التأسيسيين ووسطاء المالية الآخرين والهدف من ذلك هو تمكين هذه الهيئات بإجراء الصفقات على السندات الاعتمادية في أي وقت شاءت تبعا لاحتياجاتها.

وكذلك فإن أسهم شركات الاستثمار لرؤوس الأموال المتغيرة والصناديق المشتركة للتوظيف غير المقبولة في التسعيرة بالبورصة تفلت من احتكار وسطاء عمليات البورصة.

ويمكن لوسطاء عمليات البورصة أن يمارسوا الأعمال الأخرى التي كانت مخصصة تقليديا للوسطاء الماليين الآخرين خاصة البنوك، ويتعلق الأمر بتسيير محفظة القيم المنقولة بوكالة الذي يؤول إلى البنوك والشركات المنشأة خصيصا لهذا العمل وتسيير المحفظة الجماعية الذي يؤول إلى هيئات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة.

ويخضع تسيير المحفظة وسطاء عمليات إلى نظام الوكالة المبرم مع الزبون وهي الوكالة التي ينبغي أن تتضمن مجموعة من البنود ذات الطابع الإلزامي (مستوى المخاطر المسموح بها

<sup>1</sup> المادة 1 من المرسوم رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، من المصدر :

Article 1, Décret n°93-10 Relatif à la bourse des valeurs Immobilières Avr/mai 1997, Media Bank, le journal interne de la banque d'Algérie, n°29 PP 15-22.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

على العمليات المنجزة)، مدة العقد وتمديده وكيفية إخبار الزبون والقيام بالإعلام وكذا نظام عمولة الوكيل.

أما الأعمال الأخرى التي يمكن أن تمارس من قبل وسطاء عمليات البورصة فهي المفاوضات على الأدوات المالية على مستوى أجزاء أخرى من السوق وإيداع القيم المتداولة، إذ يمكن لوسطاء عمليات البورصة أن يوظفوا القيم المتداولة لحساب المصدرين، كما يمكن لهم أن يسيروا هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة<sup>1</sup>.

وبمقابل الاحتكار على المفاوضات التي يتمتعون بها، يخضع وسطاء عمليات البورصة إلى شروط خاصة حددتها النصوص التشريعية والتنظيمية وعلى وجه الخصوص:

- تنظيم هيكله ووسطاء عمليات البورصة: توظيف الوسائل المادية والبشرية والمالية والمعنوية للمسيرين.

- التحكم في الوسائل التقنية وخاصة أداة الإعلام الآلي الذي ينبغي أن يتحكم فيه وسطاء عمليات البورصة حتى يحسنوا تسيير الأوامر المستلمة من لدن زبونهم.

- ينبغي على وسطاء عملية البورصة أن يتخذوا كل التدابير التي من شأنها تأمين سلامة زبونهم؛

- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة: "O.P.C.V.M"<sup>2</sup>: تحوز هذه الهيئات القيم المتداولة وتسييرها لحساب المساهمين أو الحاملين للأقساط والذين يعتبرون المدخرين الحقيقيين، وهذا النوع من الجمع كفيل بأن يجتذب مبالغ جد مرتفعة؛

وتشكل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة أداة عقلانية لتسيير ادخار المساهمين لكونها مسيرة من قبل ذوي الاختصاص، وتمكن من تشتيت المخاطر مما يجنب المدخر الاختيار الصعب للقيم التي سيقتنها.

وتوجه التوظيف الجماعي إلى الخواص والمؤسسات والجمعيات التي تمتلك إمكانات محدودة أو التي ترغب في تجنب التسيير اليومي لأصولها، فهو بهذه الوسيلة المنشطة للسوق المالية والمسهلة لتمويل الاستثمار المنتج.

<sup>1</sup> أمغار سمير، مرجع سابق.

<sup>2</sup> Organismes de placement collectif en valeurs mobilières

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

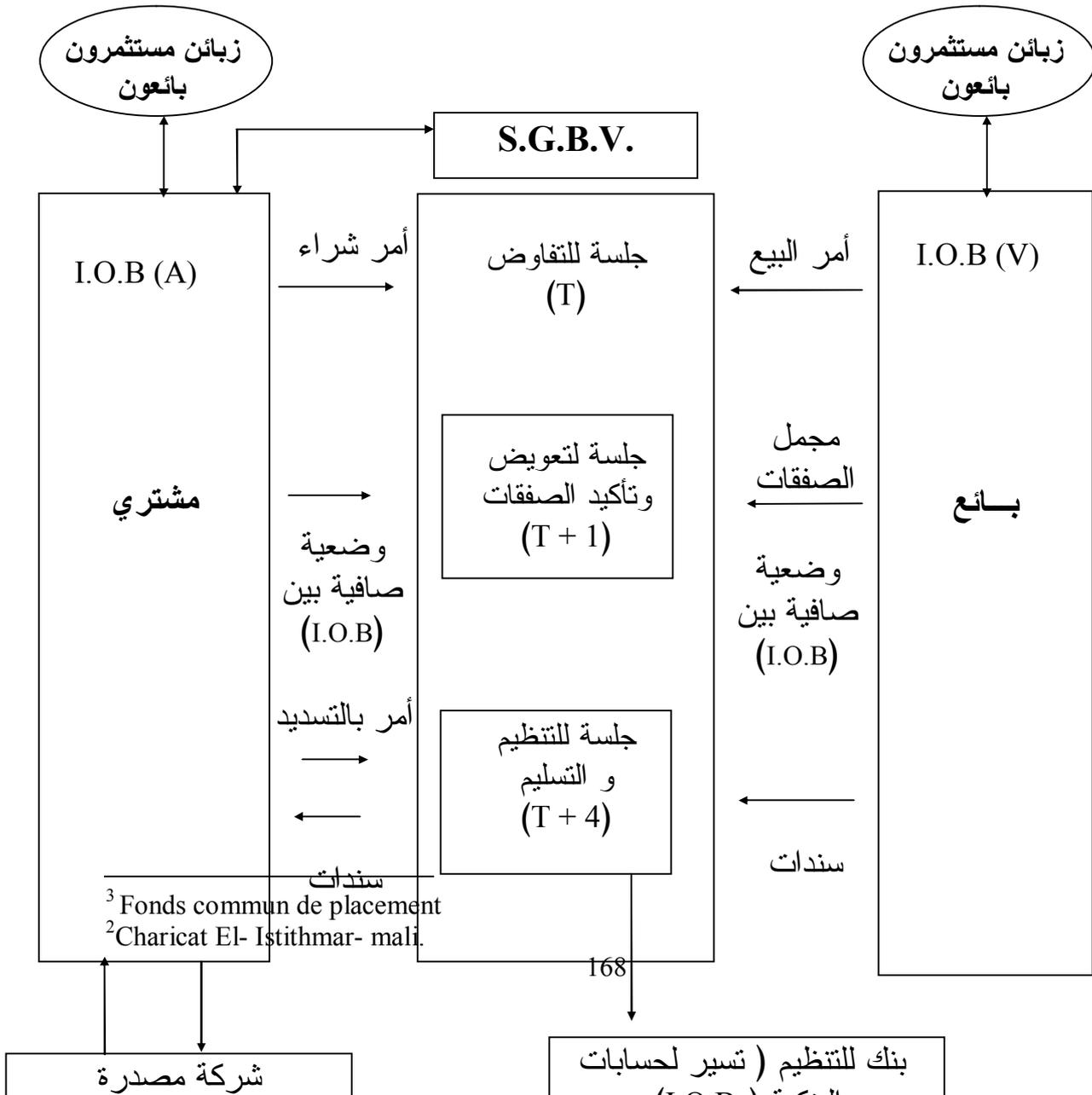
وتضم هيئة التوظيف الجماعي للقيم المتداولة شركات الاستثمار لرؤوس الأموال المتغيرة "O.P.C.V.M" والصناديق المشتركة للتوظيف "F.C.P"<sup>1</sup>.

وقد منح أول اعتماد يضمن إنشاء شركة الاستثمارات ذات رؤوس أموال متغيرة بتاريخ 31 مارس 1998، والمساهمون في هذه الشركة تضم: الشركة الجزائري للتأمين والبنك الوطني الجزائري وبنك التنمية المحلية، وكان رأسمالها يقدر بمبلغ (120) مليون دينار جزائري موزع بالتساوي بين هذه المؤسسات.

وقد سميت الشركة بـ "CELIM"<sup>2</sup>، وتستخدم لجمع وتوظيف الادخار.

### الشكل رقم (IV، 1):

### مخطط عام لسير بورصة الجزائر



المصدر: دليل بورصة الجزائر

المطلب الثالث: أسباب وظروف إنشاء السوق المالية في الجزائر

في ظل انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق، أصبحت البورصة أداة ضرورية، فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد وبذلك يتدعم نظام التمويل دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي<sup>1</sup>.

كان طبيعيا مع تحول الدولة إلى إستراتيجية جديدة للتنمية الاقتصادية تقوم على عدة محاور أهمها دفع النشاط الاستثماري للقطاعين العام والخاص و طني كان أو أجنبي، ونتيجة لهذا التحول فإنه يترتب على ذلك تغير في السياسات واستحداث في الأدوات المالية والنقدية وكذا المؤسسات العاملة في المجال الاقتصادي بغية تحقيق الإستراتيجية الجديدة ولعل تنمية سوق رأس المال كان أحد الخطوات اللازمة لدعم تلك الإستراتيجية وذلك باعتباره حجر الأساس في تجميع المدخرات وتوجيهها لإنشاء المشروعات الاستثمارية.

ومن ثم فقد أنشئت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 1993/05/23 إلا أن تعيين أعضائها تم بتاريخ 1995/12/27، كما أن التصويب الرسمي لم يتم إلا في غضون شهر فيفري 1996، بهدف العمل على تنظيم وتنمية سوق رأس المال ومراقبة قيام هذا السوق بوظائفه وتوجيه رؤوس الأموال المتاحة للمشاركة في التنمية الاقتصادية عن طريق:

<sup>1</sup> المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، لجنة التقييم، مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 1998، الدورة الثالثة عشر، 1999، ص77.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

- خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار اللازمين لعملية التنمية الاقتصادية.
- تشجيع وتنمية سوقي إصدار وتداول الأوراق المالية.
- تشجيع إيجاد وتنظيم وسطاء السوق ومدعم بالتسهيلات التدريبية اللازمة.

وقد عملت هذه الهيئة على تحقيق الأهداف المنوطة بها من خلال قنوات متنوعة في مرحلة شهدت تطورا كبيرا وسريعا لأسواق رأس المال في العالم سواء في الدول المتقدمة أو النامية من بينها دول المغرب العربي (تونس و المغرب).

فكان من الضروري للجزائر أن تلحق بركب التطور في هذا المجال وذلك بالاستفادة من التجارب والخبرات القطرية للعديد من الدول والإطلاع على الأدوات والسياسات التي تثبت فعاليتها من خلال التجربة.

ومن بين الأنشطة والأعمال التي تولت إنجازها هذه اللجنة؛ الإشراف وتسخير العديد من البرامج التكوينية، وكذا التربصات بالخارج والداخل، إضافة إلى طلب المساعدة الفنية خاصة من الشركات الكندية، وكذلك قامت بإعداد الكثير من النصوص التنظيمية التي تختص بالبورصة.<sup>1</sup>

من بين العوامل التي حثت على قيام السوق المالية في الجزائر نجد ما يلي:

**1- استغلال الادخارات غير الموظفة:** لقد عرف الاقتصاد الجزائري ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها، وهذا في ظل نقص الشبكات والمنتجات لتحفيز الادخار، فقد قدر الادخار الوطني لسنة 1997 ب 73.3 مليار دج في حين قدره المختصون ب 363.5 مليار دج، ومن هنا فقد برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية يمكن من التجنيد المباشر للإدخارات والمساهمة في تخفيف أعباء الاستدانة وتخفيف العجوزات في الميزانيات، كما تسمح بضمان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

**2- ظروف المحيط الاقتصادي:** تم إنشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي والذي دام من 1986، وعلى الرغم من بعث التنمية الاقتصادية سنة 1996، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث قدر في تلك السنة 3.4% مقابل 2% سنة 1997، وفي هذا الشأن، فإنه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل و ذلك بتأسيس

<sup>1</sup> منصورى الزين، مرجع سابق.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتنمية<sup>1</sup>.

3- **ازدياد احتياجات المؤسسات العمومية:** مثلت احتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلًا، حيث أن أكبر جزء من مورد البنوك هي ناتجة عن عمليات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وبهذا الصدد، يمكن ملاحظة أن القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 360 مليار دج سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دج شهر ديسمبر 1991؛ يمكن أيضا ملاحظة أن تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف البنكي، الذي كان يتجه نحو زيادة ضعف

الاحتياطات من العملة الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الأجنبية للتنمية<sup>2</sup>.

أما العراقيل الاقتصادية التي أخرت انطلاق بورصة القيم في الجزائر فنجد منها:

1- **التضخم "L'INFLATION":** يعرف التضخم عموما على أنه ارتفاع في الأسعار<sup>3</sup>، وهو يعرقل النشاط العادي لسير البورصة حيث أن الارتفاع في الأسعار وضعف مداخيل الأفراد لا يساعد العائلات على شراء الأسهم والاكنتاب في سندات البورصة.

منذ مدة طويلة لم تستطع السلطات المكلفة بالتحكم في ظاهرة التضخم والتي بلغت نسبتها مع مرور لوقت (40,6%) سنة 1992، (39%) سنة 1994، (29,8%) سنة 1995<sup>4</sup>؛

في الواقع أن التضخم أظهر اختلال عام على مستوى الاقتصاد، وأسباب ظهوره تتمثل في ثلاثة مصادر وهي:

- زيادة الطلب؛
- ارتفاع تكاليف؛
- إنشاء عملية غير مراقبة.

<sup>1</sup> - نوال بن لكحل، "الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2001، ص ص 131، 130.

<sup>1</sup> براق محمد، مرجع سابق، 2003، ص 2.

<sup>3</sup> ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، 1993 ص 214.

<sup>4</sup> MEDIA BANK. N°27 DEC 96 JAN 97.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

هذه الأسباب ليست خاصة ببلدنا وما يميز التضخم في الجزائر عن باقي اقتصاديات العالم هي الطريقة التي من خلالها تركيب المصادر الثلاثة للتضخم، لإنشاء وضعية غير ممكن التحكم فيها وتبرير حالات "الهلع والخوف" التي هي بعيدة عن قليل من ظاهرة التضخم<sup>1</sup>.

زيادة على ذلك، كل الاستثمارات العمومية و(30%) من الاحتياجات المالية لاستثمارات الخواص المعتمدين كانت مغطاة بواسطة اللجوء الدائم عملية الإصدار النقدي<sup>2</sup>.

كذلك أدت تدهور قيمة الدينار إلى تخفيض قيمة العملة مما أثر سلبيا على البورصة حيث تتدهور أسعار الأسهم والسندات.

**2- الضغط الجبائي *La Pression Fiscale*:** ميزانية الدولة لسنة 1995 تضمنت عجز قدر بـ: (184,4 مليار دينار) هذا الفرق الكبير بين النفقات المخصصة يقدر بـ(734,9 مليار دينار) والإيرادات المرغوب تحقيقها تقدر بـ(586,5 مليار دينار).

في حين أن هذا العجز هو أكبر من العجز المسجل في 1994 والمقدر ب(139,6 مليار دينار) أمام استمرار هذا العجز في الميزانية، المشرع الجزائري قام بالضغط على مختلف الأعوان الإقتصاديين حتى يستطيع حشد أكبر جزء من الموارد المالية عن طريق الجباية<sup>3</sup>.

وبالتالي فإن الأعوان الإقتصاديين وبالخصوص المؤسسات التي تخضع لمختلف الضرائب والرسوم فوجئت بضغط جبائي على نتائجها المحاسبية مما أثر في نشاطها المالي وفي تسيير خدمتها.

معدل الضريبة ظل مرتفع نسبيا وبالتالي لا يسمح بتحقيق أرباحا مرضية، ولهذا فالأعوان الإقتصاديين مرغمين للجوء إلى الغش الجبائي.

النظام الجبائي يستطيع المساهمة بفعالية في ترقية و توجيه الادخار المالي نحو الأصول المالية لكن في الظروف الحالية انه غير قادر على إزالة شبكة المؤسسات التي تنتمي إلى سوق الاقتصاد الموازي و التي تحقق أرباحا بدون خضوع إلى الجباية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - M.Benachhou, Inflation de Evaluation Marginal, Édition par echrifa, 1992, page5.

<sup>2</sup> La Revue Économique, N°2, AVRIL 1994, P20.

<sup>3</sup> La Revue Économique, op.cit. P20.

### المطلب الرابع: الشركات المقيدة في البورصة الجزائرية والمعوقات التي تواجهها

يجب على أي شركة قامت بتقديم طلب قبول سندات رأس مالها للتداول في البورصة، أن تتوفر على الشروط التالية:

- أن لا تقل قيمة رأسمالها الذي تم وفاءه عن 100 مليون دج؛
- أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي للشركة على الأقل.
- كما يجب توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على 300 مساهم على الأقل، يملك كل واحد منهم على الأكثر 5% من رأس المال الاجتماعي.

أما بالنسبة لسندات الديون التي يقدم بشأنها طلب قبول للتداول في البورصة فيجب أن يكون سعرها يساوي على الأقل 100 مليون دج، ويجب أن تكون هذه السندات موزعة على الأقل بين 100 شخص<sup>2</sup>.

ويجب على المؤسسة التي تريد إدخال قيمها المنقولة في البورصة أن تكون قد حققت أرباحاً خلال 3 سنوات الأخيرة التي تسبق ذلك.

هناك ثلاث أسهم لثلاث شركات مقيدة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة و هي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> ملال محمد طارق، تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.

<sup>2</sup> لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مرجع سابق، ص ص 71-72.

<sup>3</sup> منصور الزين، مرجع سابق.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

4-1- سهم مؤسسة الرياض سطيف<sup>1</sup>: نشأت المؤسسة في 01 جانفي 1983 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية لصناعة الدقيق والطحن وصناعة العجائن الغذائية والكسكس (SN.SEMPAC) مؤسسة الرياض -سطيف- تحولت إلى شركة أسهم في 02 أفريل 1990 باسم مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها بسطيف (ERAD) لمدة 99 سنة وذلك برأسمال اجتماعي قدره 100.000.000 دج مكون من 1000 سهم قيمة السهم الواحد 100000 دج، هذه الأسهم مقسمة كالتالي:

### الجدول (IV، 1): عرض لقيمة أسهم صناديق المساهمة لسنة 1990:

صندوق المساهمة	عدد الأسهم	النسبة
للصناعات الزراعية الغذائية	350	35
للصناعات المختلفة	250	25
للخدمات	200	20
للمناجم والمحروقات والمياه	200	20
المجموع	1000	100

المصدر: *Dossier Admission en bourse des titres D'ERAD-SETIF/SPA, Eriad-Setif/spa, 28juin 1999, p1*

يتمثل النشاط الرئيسي لمؤسسة الرياض في تحويل الحبوب (القمح الصلب-القمح اللين) وإنتاج وتسويق المنتجات المشتقة منها كالـدقيق -الفرينة- العجائن الغذائية والكسكس.

إن مؤسسة الرياض-سطيف- هي في نفس الوقت شركة تنتمي للشركة القابضة الزراعية الغذائية (HOLDING) و الشركة الأم لـ 10 شركات تابعة ذات أسهم.

وقد عرف تنظيم المؤسسة 03 مراحل:

- 1983: المؤسسة مكونة من وحدات إنتاج ووحدات تجارية.

<sup>1</sup> دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

- 1992: المؤسسة منظمة في شكل وحدات إنتاج ومركبات إنتاج وتسويق، وعرفت هذه المرحلة كذلك خلق وحدات دعم متمثلة في وحدة أعمال وصيانة، وحدة نقل ووحدة فلاحية مكملة.  
- 1997: تحويل الوحدات والمركبات إلى فروع في شكل شركات أسهم.

ومن ثم رفع رأس مال مؤسسة الرياض بسطيف إلى 850 مليون دج، وألحقت كل أسهمها في سنة 1997 لصالح الشركة القابضة للصناعات الغذائية الأساسية وذلك بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية.

وفي إطار برنامج الخصخصة للمؤسسات العمومية أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة موافقته على إدخال لشركة إلى بورصة الجزائر عن طريق رفع رأس مالها الاجتماعي.

وبناء على هذه الموافقة وبعد انعقاد الجمعية العامة الغير عادية لمؤسسة الرياض بسطيف بتاريخ 1998/04/29 تم اتخاذ قرار رفع رأس مال الشركة في البورصة عن طريق الإعلان العام للدخار من جهة وإدخال الشركة في البورصة من جهة أخرى. و كان مبلغ رأس المال المسموح برفعه يعادل مليار دينار جزائري، أي ما يعادل مليون سهم بقيمة 1000 دج للسهم الواحد.

والأسهم موضوع الإصدار تمثل أسهما عادية محررة كلياً عند الاكتتاب قيمتها الاسمية 1000 دج للسهم، وحدد سعر الإصدار بقيمة 2300 دج، وتعتبر أسهمها اسمية، ويمنح لحاملها كل الحقوق المقررة من طرف القانون التجاري لاسيما حق التصويت وحق الحصول على التوزيعات، وتم فتح عملية الاكتتاب في 02 نوفمبر 1998 واستمرت إلى 15 ديسمبر 1998<sup>1</sup>.

**4-2- سهم مجمع صيدال<sup>2</sup>:** قام مجمع صيدال بوضع مجموعة من الأهداف الإستراتيجية في إطار مخطط أعماله لفترة 1998-2005 و لبلوغ هذه الأهداف لاسيما تنفيذ برنامج الخصخصة المسطر من طرف الحكومة، إذ قام المجمع بإجراء عملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وبسعر معلوم يتم تحديده مسبقاً.

<sup>1</sup> منصورى الزين، مرجع سابق.

<sup>2</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سابق، 2006.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

وحددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع. وتم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999.

وقد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

### الجدول (IV، 2):

جدول توضيحي لنتائج العرض العمومي لبيع 20% من رأس المال الاجتماعي لمجمع صيدال:

الفئات	عدد الأسهم	النسبة %
المؤسسات المالية	102 658	5.13
الأشخاص المعنويين الآخرين	89 615	4.48
عمال مجمع صيدال	16 514	0.83
الأشخاص الطبيعيين الآخرين	1 791 213	89.56
المجموع	2 000 000	100

Source: La notice d'information, Groupe SAIDAL, 1998, P8

4-3- سهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي<sup>1</sup>: بعد صدور المرسوم رقم 96-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات، وقامت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي برفع رأس مالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، وذلك عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، وأصبح بذلك رأس مالها يعادل 1.5 مليار دينار جزائري.

<sup>1</sup> منصورى الزين، مرجع سبق ذكره.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

ولتنفيذ برنامج الخصخصة المسطر من طرف الحكومة، وفي إطار تنشيط بورصة الجزائر، تقرر في بداية 1999 إدخال جزء من رأسمال المؤسسة بنسبة 20 % إلى البورصة، وذلك عن طريق الإعلان العام للاكتتاب، وعلى اثر ذلك تم إدخال 1.2 مليون سهم بسعر إسمي 250 دج للسهم، وبسعر إصدار 400 دج للسهم، وتكلف بهذه المهمة كوسيط مؤسسة الرشاد المالي.

**4-4- القرض السندي لسوناطراك<sup>1</sup>**: منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 001 بتاريخ 11-18-1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار بسعر فائدة مقداره 13% مدته خمس سنوات.

وكانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان والمردودية، الشيء الذي أكسبه سيولة عالية ترجمت بطلب يفوق بكثير مبلغ القرض، الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية أعلاه لتشتمل بذلك على الخصائص التالية:

- مبلغ القرض النهائي قدر بحوالي 12,126 مليار دينار؛

- علاوة الإصدار تقدر بنسبة 2,5% من القيمة الاسمية؛

- مدة القرض 5 سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998.

وتم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة تمثلت في: 10000، 50000، 100000 دج وذلك بغية إستقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، وتوفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار، وتمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03-01-2003.

ويمكن للشركات ذات الأسهم، حسب المادة 715 مكرر /34، أن تصدر<sup>2</sup>:

1- أوراق مالية كتمثيل لرأسمالها؛

2- أوراق مالية كتمثيل لحقوق الديون التي على ذمتها؛

<sup>1</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، 2006.

<sup>2</sup> - المادة 715 من القانون التجاري الجزائري، عن المؤلف:

Belamiri, K, 1997, Code de commerce, société national de comptabilité, Alger, P122.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

3- أوراق مالية تعطي الحق في منح أوراق مالية أخرى تمثل حصة لرأس مال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر، ويمكن تصنيف الأوراق المالية الصادرة عن الشركات ذات الأسهم، حسب القانون التجاري إلى ثلاث أصناف:

أ- **الأسهم:** وهي الآتية: الأسهم العادية، أسهم التمتع، الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح، الأسهم ذات قسيمات الاكتتاب في الأسهم؛

ب- **السندات:** سندات المساهمة، سندات ذات النسبة الثابتة والنسبة المتغيرة؛

ج- **الأوراق المالية المهجنة:** السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات ذات قسيمات الاكتتاب في الأسهم، شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت، سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم.

باعتبار أن بورصة الجزائر هي بورصة حديثة النشأة، فإنها تعاني من العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة و المطلوبة، و من جملة هذه المعوقات نذكر ما يلي<sup>1</sup>:

### 1- معوقات تتعلق بالبورصة : وتتمثل هذه المجموعة من المعوقات فيما يلي:

أ- **عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة:** تتميز سوق الأوراق المالية الناجحة في الدول المتقدمة و حتى في بعض الدول النامية بتنوع وتعدد الأوراق المالية المعروضة للتداول، وهذا لفتح مجال الاختيار أمام المستثمر للاستثمار فيما يختار وفق البدائل المتاحة أمامه للاستثمار، وبالتالي يكون هناك جمهور كبير من المستثمرين والمتدخلين في البورصة .

وبالنسبة لبورصة الجزائر باعتبارها حديثة النشأة فإنها لم تعرف هذا التنوع والتعدد للأوراق المالية المتداولة بها، بل الأمر اقتصر على ثلاثة أوراق مالية المذكورة، كما أن حيازة هذه الأوراق من طرف الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين؛ بالنسبة لأسهم صيدال فان الاكتتاب حسب أصناف المستثمرين كان كما يلي:

- الأجراء 40 سهم للعامل؛

- الأفراد 2000 سهم للفرد؛

- أشخاص معنويون آخرون 3000 سهم لكل شخص معنوي.

<sup>1</sup> منصورى الزين، مرجع سابق.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

وما يلاحظ على شريحة المكتتبين هو طغيان واحتكار المؤسسات المالية، بالتالي فان الادخار العائلي يبقى ضعيف المشاركة في هذه العملية، إذ من المفروض هو العمل على جلب المدخرين الأفراد وتجميع مدخراتهم لاستغلالها في الاستثمار.

**ب- عدم فاعلية نظام المعلومات:** من المعروف أن نظام المعلومات في السوق المالي له دور كبير في تحديد حجم المعاملات، بالتالي فهو مؤشر حقيقي عن كفاءة السوق المالية، فتوفر المعلومات بالكم الكافي عن الأوراق المالية ضروري للاكتتاب، لان أسعار الأوراق المالية مرتبطة بهذه المعلومات إذ تؤثر هذه الأخيرة على العرض والطلب على الأوراق المتداولة في السوق المالي.

بالنسبة لبورصة الجزائر، ونظرا لحدادتها فان المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة تبقى قليلة ولا تفي باحتياجات المتعاملين، وذلك لغياب النشريات والمجلات المتخصصة بمجال المال والأعمال ومكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية والمحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة، وهذا في نهاية السنة المالية؛ لذلك فان نظام المعلومات يبقى ضعيف ويتطلب الكثير من العمل والجهد حتى يعمل على الإيفاء بمتطلبات السوق .

**ج- منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة:** أمام الصعوبات التي تعترض عمل بورصة الجزائر، وتعقد وضبابية التعامل فيها، نجد بالمقابل أن فرص استثمارية مضمونة المكاسب وسهلة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال، فنجد أن نشاط الاستيراد و التصدير في سنوات الانفتاح وتخلي الدولة عن احتكار التجارة الخارجية قد استقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الاستثمار المباشر في الصناعة والزراعة. وبالتالي فان جاذبية الاستثمار المالي في البورصة كانت قليلة وعديمة الأثر في غالب الأحوال بسبب تنافسية المجالات الأخرى وصعوبات ومعوقات البورصة.

**د- معوقات تتعلق بالمحيط:** وتتمثل في:

**2- معوقات اقتصادية:** والتي تنقسم بدورها إلى :

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

\*- هيمنة القطاع العام على التعامل في بورصة الجزائر: حيث يمثل القطاع العام حوالي 80% من مجموع التعاملات في بورصة الجزائر، بالرغم من ما يميز هذا القطاع من صعوبات اقتصادية ومالية وتسييرية، حيث أن عدم كفاءة هذا القطاع ستعكس لا محالة على أداء البورصة .

\*- التضخم ومعدل الفائدة: على الرغم من تحسن الحالة التضخمية للاقتصاد الجزائري، بانخفاض كبير في معدل التضخم إلى المعدلات المقبولة دون 3% خلال السنوات الأخيرة، إلا أن طبيعة الاقتصاد الجزائري باعتباره اقتصاد ريعي غير متنوع تجعله في حالة قابلة للتشوه والانكسار نتيجة الصدمات الخارجية الناتجة عن تدني أو انهيار مدخول الريع البترولي الذي تتحكم فيه عوامل خارجية متعددة، وبالتالي فإن معدل التضخم غير مستقر و قابل للارتفاع؛ كذلك فإن هذه العوامل تؤثر في معدل الفائدة الذي يعبر عن العوامل المؤثرة على أداء البورصة، فكلما ارتفع هذا المعدل سينعكس بالسلب على أداء البورصة والعكس صحيح.

\*- ضعف القدرة الشرائية للأفراد: لقد كان من آثار انخفاض قيمة الدينار وتجميد الأجور، وتحرير أسعار السلع والخدمات، والتسريح الجماعي للعمال ضلع كبير في تدهور القوة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، حيث يلاحظ توسع دائرة الفقر والبؤس وتقلص القدرة الادخارية للعائلات، ففي هذه الحالات والأوضاع فإنه من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف الأسر الجزائرية من أجل الادخار في الأصول المالية وفي غيرها والمجالات.

### 3- معوقات اجتماعية وثقافية: وتتمثل في:

\*- العوامل التاريخية: المتمثلة في الجهل والامية وكل مخلفات الاستعمار الأخرى التي مازال المجتمع الجزائري يعاني منها حتى الآن؛ كما أن عدم الإقبال على التعامل بقيم البورصة مرده إلى عدم الثقة واهتزازها نتيجة ممارسات بعض الهيئات المالية والفضائح التي خلفها بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري والفضائح الأخرى المتوالية التي يشهدها القطاع المالي بصفة عامة.

\*- غياب الثقافة المالية للاستثمار في البورصة من قبل الأفراد والعائلات: لكون أن العملية حديثة ولم يعهد للمجتمع الجزائري خلال العهد السابق أن تعامل مع هذه السوق؛

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

\*- العامل الديني: الذي يحرم التعامل خاصة بالسندات ذات العائد المضمون في شكل فوائد المحرمة شرعاً؛ مما يستدعي البحث على آليات أخرى تتماشى والعقيدة الإسلامية مثلما هو عليه الحال بالأقطار الإسلامية الأخرى.

كل هذه المعوقات أضفت نوع من الجمود على بورصة الجزائر وجعلت منها هيكلًا مهجوراً بلا روح، حيث كان من المفترض أن تعكس بورصة الجزائر، الحركية الاقتصادية التي تشهدها بلادنا، والتي باشرت الدولة، على غرار البورصات العالمية التي تدفع باقتصاد دولها نحو العالمية والنجاح.

حيث اختلفت الهيئات المرافقة للبورصة وكذا الخبراء، في تفسير الأسباب التي تحول دون تحريك البورصة وتفعيلها، فهناك من يرى أن وضعية البنوك ساهمت في تراجع مستوى البورصة التي تستمد قوتها من قوة البنوك، فيما يرى آخرون أن البيروقراطية وضعف القرار المالي وراء هذا العجز، بينما يعكف آخرون على تحضير مخطط لإنقاذ البورصة، حيث تم وضع مخطط لإنعاشها بقيمة مالية تقدر بـ 400 مليون دينار من طرف مؤسسة التسيير لبورصة القيم خلال سنة 2006.

## المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في الدول العربية

يشير تقرير مناخ الاستثمار لعام 2007 الصادر عن المؤسسة العربية لضمان مخاطر الاستثمار إلى أن القيمة السوقية لأسواق المال العربية بلغت في نهاية عام 2007 حوالي 1.3 تريليون دولار، وهو ما يزيد عما كانت عليه الأوضاع في نهاية عام 2006 بنحو 51%، وفي العديد من البلدان العربية يتجاوز حجم الأسواق المالية حجم الناتج المحلي الإجمالي كما هو الحال في معظم بلدان الخليج (عمان 208%، البحرين 143%، الكويت 109%، قطر 115%)، ويصل لنحو 87% في مصر من

حجم ناتجها المحلي الإجمالي، وذلك حسب بيانات عام 2007، وقد بلغت الأسهم المتداولة في عام 2007 نحو 323 مليار سهم بالمقارنة بنحو 168 مليار سهم في عام 2006 أي أن نسبة الزيادة بلغت 92%.

لكن تجدر الإشارة إلى أن أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية قد شهدت نشاطاً ملحوظاً خلال عامي 2006 و2007 بسبب الوفرة النفطية، وهو ما لمس من خلال التزايد الكبير على الاكتتابات التي أعلن عنها خلال الفترة الماضية، حيث تم تغطيتها بمعدلات عالية جداً، وقد أرجع العديد من الخبراء هذه الزيادة إلى الوفرة النفطية، كما شوهد ارتفاع في أسعار الأوراق المالية غير مبرر، بسبب قلة المعروض من الأسهم والسندات والصكوك، ووجود وفرة مالية لدى الأفراد والمؤسسات، ولكن شهد عام 2008 انهيار البورصات العربية والعالمية وتكبد المستثمرين في البورصات خسائر فادحة، ويمكن التعرف على أهم البورصات العربية وواقعها عبر المطالب التالية:

### المطلب الأول: واقع البورصات العربية

### المطلب الثاني: أهم البورصات العربية

### المطلب الثالث: المشاكل المواجهة لأسواق المال العربية

### المطلب الرابع: أسواق المال العربية مقارنة بأسواق المال الدولية.

### المطلب الأول: واقع البورصات العربية

يمكن تلخيص واقع البورصات العربية في كونها ما زالت تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية؛ وربما تعزى أسباب ذلك إلى حداثة نشأة معظم هذه الأسواق أو للتطورات التاريخية التي شهدتها الأسواق المالية العربية.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

وقد تضافرت جملة من العوامل حالت دون قيام الأسواق المالية العربية بمهامها المأمولة محلياً وإقليمياً؛ الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه الأسواق والتي يمكن حصرها في ما يلي<sup>1</sup>:

**1- ضآلة حجم السوق:** تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء. كما تتصف تلك الأسواق بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، باستثناء سوق الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي.

أما في جانب الطلب؛ فيلاحظ أن أحد أهم أسباب ضعفه هو ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق، ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد.

ويعتقد الخبراء المختصون في تحليل أسواق الأوراق المالية أن حجم السوق وصغر حجم متوسط رأس المال السوقي تترتب عليه زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

**2- ارتفاع درجة تركيز التداول:** ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعانى كافة الأسواق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية.

**3- ضعف الفرص المتاحة للتنويع:** تتسم الأسواق المالية العربية بضعف الفرص المتاحة للمستثمر من أجل تنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار، سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات، وفي معظم الأسواق المالية العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.

ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية، مثل: قطاع المطاحن، وقطاع الأسمنت.

<sup>1</sup> سليمان المنذري " البورصات العربية .. وهن في مرحلة الشباب"

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

4- **ضعف السيولة:** تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في التخصيص الكفاء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات؛ حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع قيمتها السوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها، وتتنخفض القيمة السوقية.

ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به الأسواق المالية العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات و كذا حجم التداول.

5- **التقلبات الشديدة في الأسعار:** من الخصائص الأساسية التي تميز الأسواق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويمكن إرجاع ذلك إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية.

وهذه السمات لا تتيح للأسواق المالية العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع الأسواق المالية العالمية، بل وحتى الناشئة منها، وفي ظل هذا الواقع الذي تتميز به الأسواق المالية العربية يأتي التحرير المالي ليشكل تحديا آخر لابد على الأسواق المالية العربية مواجهته.

وعليه يجب تطوير الأسواق المالية العربية، وتعزيز التفاعل بينها، واقتراح الضوابط التي تمكن هذه الأسواق من مواجهة موجات التحرير و تيار العولمة.

والجداول التالية تبين التطور الحاصل في الاسواق العربية من سنة 1994الى 2002:

### الجدول رقم (IV، 3):

#### تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1994-1999

نسبة لتغيير بين 1998-1999	1999	1998	1997	1996	1995	1994	لبنان

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

21.49	149.400.43	122.971.53	145.186.91	107.766.47	84.564.83	72523.66	القيمة لسوقية مليون \$
0.16	35.594.16	35.536.37	63.834.75	30.529.62	14.988.24	10.513.17	قيمة الأسهم المتداولة مليون \$
25.08	11.865.52	15.837.26	35.856.03	26.621.45	9.590.30	30150.05	عدد الأسهم المتداولة مليون سهم
13	1634	1446	1184	1091	1081	1089	عدد شركات المدرجة
-17.48	23.86	28.92	43.90	28.28	17.71	14.49	معدل دوران الأسهم %
9.78	114.3	104.12	138.45	119.93	108.30	100	المؤشر المركب للصندوق

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص: 129

### الجدول رقم (IV، 4):

#### تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000-1999

2000	1999	البيان
148158.37	149400.43	القيمة السوقية مليون دولار
36.538.93	35594.16	قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار
9073.07	11865.52	عدد الأسهم المتداولة مليون سهم
1678	1634	عدد الشركات المدرجة
24.66	23.86	معدل دورات الأسهم %
102.21	114.3	المؤشر المركب للصندوق

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 243.

### الجدول رقم (IV، 5):

#### تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2001-2000

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

البيان	2000	2001
القيمة السوقية مليون دولار	148158.37	152230.05
قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	36538.93	42687.85
عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	9073.07	23522.53
عدد الشركات المدرجة	1678	1687
معدل دورت الأسهم %	24.66	28.04
مؤشر المركب للصندوق	102.21	101.08

المصدر: صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص: 124

وعليه يجب على الدول العربية أن تعمل على<sup>1</sup>:

- تحديث البورصات وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، وتعزيز دورها في جذب رؤوس الأموال، وإعادة تدويرها لتمويل المشاريع التنموية، وهذا يتطلب استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية، وتوفير المؤسسات المالية المتخصصة لتسهيل عمليات التداول إضافة إلى التنوع في الأدوات الاستثمارية المطروحة للتداول و ذلك وفقا لما يتناسب واحتياجات المستثمرين.

- تحديث قوانين الشركات، ووضع حوافز لإنشاء شركات المساهمة.

- تتطلب مواجهة مشكلة صخر حجم الأسواق المالية العمل على معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط لقيود الشركات في البورصة.

- تحسين سيولة السوق و ذلك من خلال إتباع إستراتيجيات تهدف إلى خفض القيمة السوقية للأوراق المقيدة، مثل إستراتيجية تقسيم الأسهم ذات القيمة الكبيرة إلى أسهم صغيرة القيمة وإستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، كما يمكن تحسين سيولة السوق بتشجيع إنشاء صناديق الاستثمار وتشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية .

<sup>1</sup> سليمان المنذري " البورصات العربية وصفة للعلاج"

[www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml](http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml)

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

- ضبط حركة الأسعار من خلال إنشاء مؤسسات صناعة السوق لدورها الهام في امتصاص الخلل في آلية العرض والطلب بالشراء لكل من يرغب في البيع، والبيع لكل من يرغب في الشراء بأسعار عادلة من شأنها أن تضع قيوداً على التقلبات السعرية في حالة الخلل بين العرض والطلب.

- ومن أجل مواجهة تحديات العولمة المالية يتطلب الأمر وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق، حتى لا تتحول البورصة إلى مسرح للمضاربات، وتبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في المشاريع القائمة.

- تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها، خاصة في ظل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني والتي تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم.

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

- تعميق الوعي الادخاري؛

- تبني التقنية الحديثة في تجارة الخدمات المالية؛

- العمل على الرفع من كفاءة و فاعلية المؤسسات؛

- تطوير الأساليب المعمول بها في الأسواق المالية لتتلاءم مع أحدث التقنيات العالمية

المتاحة؛

- تطبيق أفضل أساليب الإدارة والاستفادة من الخبرات ذات المستوى الفني والمهارة العالية.

ومن الخطأ أن نعتبر أن اللوائح والقوانين لوحدها قادرة على ضمان نجاح واستمرار الأسواق ما لم تتوفر الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية الضرورية. كما أنه عند مستوى معين من إمكانيات السوق يكون إدخال الإطار التشريعي والقانوني على السوق حافز له، فعدم وجود اللوائح يجعل الأسواق ضحلة ولا تتوفر على المعلومات الضرورية<sup>1</sup>.

فيما يخص الأسواق العربية فإنها تعاني من كثير النقائص كعدم ارتقاء المعايير المحاسبية ونوعية المعلومات التي يفصح عنها للمستوى المعمول به في الأسواق العالمية وحتى بعض الأسواق الناشئة، وتسهل أسواق المال التي تتمتع بالسيولة والفعالية الوصول للأموال العالمية، حيث

<sup>1</sup> أحمد بوراس، السعيد بريكة، عنوان المداخلة: كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

تدفقات رأس المال الأجنبي نحو الدول العربية محدودة بالقوانين، مع تفضيل التمويل عن طريق الدين على حساب أسواق الأوراق المالية.

ويتوقف سوق الأسهم في معظم الدول العربية على مجموعة من العوامل منها الاقتصادية، المالية والتشريعية، وما يميز القطاع المالي هو الرقابة الشديدة على معدلات العائد وطرق منح القروض التي تنطوي على النجاعة الاقتصادية والربحية الاجتماعية. ولتجنب سلبيات هذا النظام على عمليات الوساطة قامت كثير من الدول بمحاولة التحرير المالي.

إن تحديد توجه الاقتصاديات العربية في الألفية الثالثة لا بد أن يأخذ في الاعتبار على الأقل ثلاث معطيات رئيسية من شأنها أن تساعد الدول العربية على زيادة حصانيتها ضد عدوى الأزمات المالية التي تعرضت لها الكثير من الأسواق الناشئة في هذا العقد، كما أن الانتباه إلى مثل هذه المعطيات من شأنه أن يعزز مساعي الإصلاح، ويطور اقتصاديات الوطن العربي بالشكل الذي يسمح لنا بتحقيق معدلات نمو اقتصادي أفضل، ويقوي من قدراتنا على المنافسة والاستفادة من الفرص التي يتيحها لنا التعامل مع اقتصاديات العالم والانفتاح على الاقتصاد العالمي<sup>1</sup>.

ضمن هذا الإطار ينبغي:

- أولاً: محاولة الاستفادة من دروس الأزمات المالية التي مرت بها الأسواق الناشئة خلال عقد التسعينات.

- ثانياً: ينبغي التوقف قليلاً عند أزمة أسعار النفط الأخيرة، وما تركته من آثار على الاقتصاديات العربية، وذلك للنظر في الإصلاحات المطلوبة لمواجهة احتمال تكرار مثل هذه الأزمات في المستقبل.

- ثالثاً: التطرق إلى طبيعة الإصلاحات المطلوبة

في المرحلة القادمة للاقتصاديات العربية مع الإشارة إلى جهود صندوق النقد العربي في دعم مساعي دولنا في تنفيذ الجيل الجديد من الإصلاحات المالية والاقتصادية.

### المطلب الثاني: أهم البورصات العربية

من بين أهم أسواق الأوراق المالية العربية نجد:

<sup>1</sup> جاسم المناعي، الاقتصاديات العربية على أعقاب الألفية الثالثة بين دروس الأزمات وتحديات الإصلاحات القادمة، صندوق النقد العربي، 12-14 ماي 2001، ص: 1-5.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

1- **السوق السعودي للأوراق المالية:** شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً، كما تؤكد مؤسسه النقد العربي السعودي ويعتبر نظام الشركات الصادر 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محلياً على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية التداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية.

ولقد مر السوق المالي السعودي بثلاث مراحل<sup>1</sup>:

### 1-1- المرحلة الأولى: البداية (1954- أوائل الثمانينات): وفي هذه المرحلة:

1.7 - بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1954-1975م أربعة عشرة شركة برأسمال بلغ مليون ريال.

- حتى نهاية السبعينيات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة؛

- مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينيات ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى

إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة؛

- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية؛  
- كان انهيار سوق المناخ الكويتي بالإضافة إلى نمو المفرط سبباً في تفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

### 1-2- المرحلة الثانية التنظيم ( أوائل الثمانينات-2003): وأهم خصائص هذه المرحلة

نذكر منها:

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983م
- صدر عام 1983م مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على السوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل سوق المالية السعودية أي البورصة.

<sup>1</sup> عبد الله بن حسن عبد القادر، السوق المالية السعودية، نشرة فصلية، 2004.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

- في عام 1984م أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميماً يوضح أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:

- \* تشكيل لجنة للإشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد؛
- \* إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم؛
- \* إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد؛
- \* قصر نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية؛
- \* لا تتم نقل ملكية الأسهم إلا بعد دفع القيمة الكاملة.

- بدأ في عام 1990 م العمل بنظام آلي لتداول أول نظام الكتروني متكامل في العالم.  
- حدث نظام التداول في أكتوبر 2001م بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول"

### 1-3- المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-2005): وفي هذه المرحلة:

- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء؛
- يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء مقترعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط؛
- باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادى الأولى 1425 هـ الموافق لـ جويلية 2004م؛

- وتتمثل مهام هيئة السوق المالية السعودية:

- \* تنظيم المشاركين ووسطاء مستثمرين ومصدري أوراق مالية؛
- \* تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية؛
- \* تنظيم وطرح وإدراج وتداول الأوراق المالية؛
- \* وضع آليات المتابعة وتقاضي والتنفيذ.

أما فيما يتعلق بالشروط ومتطلبات الإدراج:

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقا لنظام الشركات السعودي؛
- فيما يخص الأسهم النقدية التي تكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين؛
- أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

2- سوق البحرين للأوراق المالية: استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي الذي مكنها أن تلعب دورا حيويا في تجارة ترانزيت Transit وإعادة تصدير البضائع المستوردة إلى دول الإقليم الخليج العربي أن تشكل مركز جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى افتتاح فروع لها في دولة البحرين بغرض تمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير وذلك منذ بداية القرن العشرين.

ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956م بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني والذي بدأ نشاطه في 1957م وتابعه إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية وصناعية في البلاد خلال عقدي الستينيات والسبعينيات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينيات الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي "سوق اللؤلؤة" لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين كما عجز أن تعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة وذلك لافتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق أوراق المالية.

كما أن التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق للأوراق المالية في البحرين جاءت نتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع استراتيجي وبحكم كونها مركز ماليا، إقليميا ودوليا.

وبناء على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم 04 لسنة 1987 م والخاص بإنشاء وتنظيم سوق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية لسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988 م وبذلك تم

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

إرسال القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول وتسويات والمعلومات التي على ضوءها تم بدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989 م<sup>1</sup>.

يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة ويتم تشكيل إدارة السوق على النحو التالي<sup>2</sup>:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب لرئيس؛
- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد؛
- عضو يمثل مؤسسة النقد البحرين؛
- ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة؛
- عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.

ويقوم المجلس بوضع السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق والنظر في طلبات قيد الوسطاء وصانعي السوق وإدراج أسهم الشركات.

أما فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيصها من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:

- تكون شركة مساهمة؛
- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين؛
- لا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملة الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50% على الأقل؛
- تكون الشركة قد حققت أرباحاً في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ الطلب للإدراج وكذلك تقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحاً؛

<sup>1</sup> رمضان علي شراح، مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001، ص: 21.

<sup>2</sup> خليل حسن خليل، دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة مع دراسة خاصة بإقليم مصر، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، ص: 51.

- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

### 3- سوق الكويت للأوراق المالية:

تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972، حيث تولى العاملون فيها جميع ما يتم تداولها يومياً من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، وفي نوفمبر 1976 م صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وفي شهر أفريل من عام 1977م تم الافتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت 1983م<sup>1</sup>، يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقاً لأحكام المرسوم المؤرخ 1403/05/11هـ الموافق لـ 18/04/1983، إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحتى التقاضي.

ويقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية وغير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق.

وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق، والى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه وتبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.

يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:

- مدير السوق ويكون نائباً للرئيس ومتفرغاً للعمل؛
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد؛
- عضو بمثل بنك الكويت المركزي؛

<sup>1</sup> - قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، إتحاد المصاريف العربية تاريخ الاطلاع 21 جانفي 2006 [www.uabarab.laws.org](http://www.uabarab.laws.org)

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛

- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.

ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم، ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد مكافأته وجميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء.

وتشمل عضوية السوق:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛
- الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها؛
- وسطاء الأوراق المالية لدى السوق وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء ومعاونتهم وتنظيم أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

يلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

### 4- سوق الإمارات العربية<sup>1</sup>:

تتشق الدولة أسواقاً لتداول الأوراق المالية والسلع، وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة، ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة. ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله بقرار من السلطة المحلية المختصة، على ألا يكون من بين أعضائه عضواً في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، أو أن يكون وسيطاً مالياً، ويخضع أعضاء مجلس إدارة السوق للأحكام القانونية.

ويلتزم مدير عام السوق، ونائبه، وكل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطياً لدى هيئة الأوراق المالية والسلع<sup>(\*)</sup>.

<sup>1</sup> قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالهيئة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، اتحاد المصارف العربية، تاريخ الإطلاع 21 جانفي 2006، WWW.Uabarab lows.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

ويعمارس مجلس إدارة السوق الاختصاصات الآتية:

- ✓ تعيين مدير عام السوق ونائبه.
- ✓ وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته، والنظام الداخلي، وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية؛
- ✓ المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع بما يضمن العدالة بين المتعاملين؛
- ✓ رفع التقارير والبيانات إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.

ويقتصر التعامل في الأوراق المالية المدرجة في السوق على الوسطاء المرخص لهم، كما يتعين عليهم وممثليهم مراعاة ما يلي:

- الالتزام بأحكام القانون والنظم الصادرة، وكذا جميع القرارات والتعليمات ذات الصلة بالسوق؛

- الامتناع عن القيام بكل ما من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق، أو أعضائه أو المتعاملين فيه، أو المساهمة أو الترتيب لأية معاملة صورية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق المالية أو قانون الأموال محل الصفقة.

وفي حالة المخالفة يخول لمجلس إدارة السوق أن يوقع على الوسطاء الإجراءات الآتية: الإنذار، الغرامة المالية كما لا تزيد على مائة ألف درهم، مصادرة الكفالة المصرفية جزئياً أو كلياً، وقف الوسيط عن العمل لمدة لا تزيد على أسبوع، فإذا زادت مدة الوقف عن أسبوع يحال الأمر إلى الهيئة لاتخاذ ما تراه.

ويتم عرض أسعار الأوراق المالية والسلع في السوق وفقاً للأنظمة الصادرة بموجب أحكام القانون على أن تشمل الأنظمة إجراءات البيع والشراء والمقاصة والتسويات، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية في السوق والقيود في سجلاته والحفظ وفقاً للأنظمة الصادرة وتلتزم الجهة المصدرة لهذه الأوراق باتخاذ إجراءات نقل الملكية من جانبها بدون تأخير.

(\*) هيئة الأوراق المالية والسلع: تنشأ في عاصمة الدولة وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً للقانون وهذه الهيئة تنشأ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق، كما يخطر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة أو يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمارس أعمال التجارة أو يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية ومن مهامها: إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، وكذا تنمية الوعي الاستثماري، والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.

كما يمكن للمجلس إلزام أي شخص ذي الصلة بأنشطة الأوراق المالية سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً بالإفصاح العلني أو الخاص وبتقديم أية بيانات ذات الصلة بنشاطه كما يتعين يتم تبعه في عام تم إدراج أوراقها المالية في السوق إبلاغه بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها، ولمجلس إدارة السوق حق نشر تلك المعلومات من خلال الصحف المحلية ووسائل الإعلام الأخرى التي يراها مناسبة، كما تلتزم تلك الشركات بنشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وأنشطتها وبما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين متى طلب منها ذلك.

ولا يمكنه تقديم أية بيانات أو تصريحات أو معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية وعلى قرار المستثمر بالاستثمار أو عدمه، ولا يمكن استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية.

### 5- بورصة عمان:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينيات من القرن العشرين حيث تم تأسيس شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء وقد أخذ الجمهور الأردني يكتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ كما توالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل 66 شركة عام 1978 م.

وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير منظم ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام اتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة، وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 م<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص: 185.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

تم افتتاح بورصة عمان رسمياً بتاريخ 01/04/1978 م وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990م ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليتمكن كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق وهذا من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية<sup>1</sup>:

-المادة 23 وجاء فيها ما يلي: تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة جميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة والتصرف فيها وهي الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي؛

- المادة 24 وجاء فيها ما يلي: يتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تيرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عمله تثبت بموجب قيود تدون في سجلات البورصة؛

- المادة 25 وجاء فيها: تتكون عضوية البورصة من الوسطاء لماليين وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها ويكون لكل وسيط مالي صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي وتحديد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها والأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة؛

- المادة 26 وجاء فيها: يضع مجلس إدارة البورصة بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية وتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصات بما في ذلك<sup>(\*)</sup> ما يتعلق بالأمور التالية:

- إدراج وتداول الأوراق المالية؛
- صندوق ضمان الوسطاء الماليين؛
- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين للإطلاع عليها بحكم عملهم؛
- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 157-160.

<sup>(\*)</sup> قبل أن يتم إدراج الشركة في السوق النظامي يشترط أن تكون الشركة مساهمة عامة ويكون رأس مالها مطابق لما هو وارد في أحكام قانون الشركات وأحكام قانون البنوك كما يشترط أن يكون رأسمالها مدفوع ب 50% من القيمة الاسمية لسهم وأن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

ويمكن تلخيص شروط إدراج في بورصة عمان في النقاط التالية:

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية؛
- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي نسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع؛
- أن تقدم الشركة القوائم المالية الختامية وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛
- على الشركة تقديم طلب الإدراج مرفوقاً بطلب الإدراج المقرر من قبل السوق ونسخة من عقد التأسيس ونظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج وكذا أعضاء مجلس الإدارة.

### 6- الهيئة العامة لسوق المال بمصر:

مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بمجموعة من التطورات انعكست على النشاط الاقتصادي الذي شهدته مصر؛ ويمكن تقسيم المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر إلى أربعة مراحل رئيسية وهي<sup>1</sup>:

**6-1- المرحلة الأولى:** إن الظروف غير المواتية التي واجهت السوق المالي المصري منعت بروزه وازدهاره مما وقف في تعجيل نموه، فسوق المالية المصرية يعد من أقدم الأسواق المالية فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883م تابعتها بورصة القاهرة التي تأسست 1898م فبرغم من تكوين السماسرة في هذه الفترة للجان لتنظيم حركة التعامل في البورصة إلا أنه لم يتم تنفيذ ذلك رسمياً عام 1907م حيث صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وبعد أن أصبح الجو مهياً لنشأة بورصة الأوراق المالية وقد تم تطبيق هذه اللائحة في سبتمبر 1910م وبدأت البورصة في مزاوله نشاطها في مقرها الحالي في 1929م.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية عدد خاص، الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أبريل 1999، ص ص 67-70.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

وتلي ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933م بموجب مرسوم ملكي ثم عدلت فيما بعد بمرسوم آخر في 24 أبريل 1940، ثم صدر في جويلية 1953 القانون رقم 326 بشأن التعامل في الأوراق المالية.

ونتيجة للتطور الاقتصادي الكبير في مصر في منتصف الخمسينيات ثم تعديل لائحة البورصات، فصدر قانون رقم 161 لسنة 1957م باللائحة العامة للبورصات والذي بموجبه اكتسبت للبورصات المصرية شخصية اعتبارية مع الأهلية لتقاضي، وكذلك أوجد هذا القانون نوعا من الرقابة الحكومية على هذه البورصات لضمان حسن سير العمل فيها.

**6-2- المرحلة الثانية:** شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية وتتمثل أهم هذه التطورات خلال هذه المرحلة بما يلي:

- تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى انكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة؛
- اشتراك العمال في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة؛
- تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة؛
- إجراءات التأميم التي اتخذت بدأ من عام 1960م وأدت هذه التطورات إلى انخفاض حجم التعامل بالسوق الأوراق المالية من 626 مليون جنيه عام 1962م إلى 5.2 مليون جنيه عام 1972م.

**6-3- المرحلة الثالثة:** يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين رئيسيتين:

- من 1973م-1982م: صدرت خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر وهي:

- القانون 43 لسنة 1974م بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق؛
- القانون 157 لسنة 1981م الخاص بالضرائب؛
- القانون 121 لسنة 1981م بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات؛
- القانون رقم 159 لسنة 1981م بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

- من 1983م - 1991م: شهدت هذه المرحلة بداية انطلاق سوق التداول المصرية كما صدر قانون التعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986م، كما شهدت هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال الذي تعمل على إشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة الاستثمار.

4-6- المرحلة الرابعة: صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال والذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط وتنمية سوق رأس المال كما تم استحداث أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية وهي:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس الشركات؛
- رأس المال المخاطر؛
- المقاصة والتسوية في المعاملات الأوراق المالية؛
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية؛
- صناديق الاستثمار والسمسرة.

ويعد القانون رقم 95 لسنة 1992م نقطة تحول في تاريخ الهيئة العامة لسوق المال وقد جدد القرار الجمهوري رقم 502 لسنة 1979م أهم اختصاصاتها في تهيئة المناخ الملائم لإيجاد سوق رأس مال قوية وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

وما تجدر إليه الإشارة أن بورصتنا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من أقدم البورصات التي أنشأت في العالم إلا أن البداية الحقيقية لنشاط البورصتين بعد فترة ركود طويلة كانت مع تبني الدولة لبرنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية بصدور قانون رقم 203 في عام 1991م وقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م وتوحدت البورصتان تحت قيادة واحدة بصدور القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997م بشأن تنظيم سوق التداول، وتم الربط بينها من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة كما يدور في البورصتين<sup>2</sup>.

ويتكون الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية من ما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> هالة حلمي سعيد ونجوى عبد الله سمك وآخرون، مرجع سابق، 2001، ص: 37.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 37.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص ص 146-147.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

**1- لجنة البورصة:** تشكل من 17 عضو، 9 من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، تحديد حد أعلى وحد أدنى للأسعار الأوراق المالية.

**2- الجمعية العامة:** وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإيداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

**3- ويضاف إلى هذه الأجهزة:** كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم مجلس التأديب ومندوب الحكومة.

### 7- بورصة الدار البيضاء:

منذ إنشائها سنة 1929م مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967م حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر في عام 1992م وكذلك قانون السندات لسنة 1941م ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في سوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب والجدير بالذكر أنه لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص: 251.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

وقد عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات<sup>1</sup> إذ منح الإصلاح الأول الذي جاء سنة 1948م شخصية معنوية لبورصة القيم، أما الإصلاح الثاني الذي جاء سنة 1967م فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونياً وتقنياً وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية.

ومنذ 1993م أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية للبورصة دار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري لاتباعها:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة جويلية 1994م كما تم في أكتوبر من نفس السنة الترخيص لـ 12 شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء؛

- إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة في فيفري 1995م وفي أوت من نفس السنة تم إنشاء شركة بورصة القيم للدار البيضاء وفي نوفمبر من نفس السنة تم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة؛

- تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع لشركة المالية IFC وذلك بنسبة 0.75% وذلك في سبتمبر من عام 1996م؛

- انطلاق النظام الإلكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997م تعميم التسعير الإلكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1998م؛

- وتم انطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الانترنت في سبتمبر 1999؛

- تنتمي بورصة الدار البيضاء لبنية شركة مساهمة بمجلس رقابة ومجلس إدارة جماعية طبقاً للقانون الجديد المتعلق بشركات المساهمة ونظام الأساسي لبورصة الدار البيضاء وذلك في ديسمبر 2000م.

### 8- بورصة تونس<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002، ص ص: 7-9 .

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، تطوير وربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص ص 116-117.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988م بصدور القانون رقم 13 لعام 1988م بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989م وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

والهيئات المنظمة للسوق هي:

**8-1- مجلس سوق المالية:** وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون المجلس من 09 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار ومستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

**8-2- بورصة القيم المتداولة:** وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصة؛
- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة؛
- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم المجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو تعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.

**8-3- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية:** هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل

ويجب الالتزام بجملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس وهي:

- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية؛
- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج؛

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

- تحقيق أرباح صافية لسنتين الأخيرتين من الإدراج؛
  - الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة؛
  - ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.
- و تتميز البورصة التونسية بعدة مميزات منها:
- يتميز الاستثمار في هذه البورصة بوجود عدة أنواع من الأدوات المالية القابلة لتداول كالأسهم، السندات العادية، السندات القابلة لتحويل إلى أسهم، شهادات الاستثمار دون حق التصويت؛
  - يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة؛
  - حرية تحويل الأرباح وانتقالها الناتجة من التعامل في البورصة؛
  - الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية؛
  - عندما يتحصل المساهم على 5% من حصص رأس المال يجب الإبلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية والشركة المصدرة.

### المطلب الثالث: المشاكل المواجهة لأسواق المال العربية

هناك عدة مشاكل ومعضلات تواجه أنشطة أسواق المال العربية بعد أن تم إنشائها، وثمة اتفاق بشأن تجربة الدول العربية في بناء وتطوير أسواق المال يؤكد أنها تواجه مشكلات عديدة كان في مقدمتها:

1- افتقار أسواق المال العربية للفلسفة والمنهج الفكري الاقتصادي الذي يحدد لها إطار العمل والتحرك، فجميعها قامت عن فلسفة الاقتصاد الحر. دون أن يكون هناك فهماً موضوعياً لمهمات السوق المالية وما إذا كانت سوق للتجميع والمضاربة وجني الأرباح فقط أم أنها سوقاً ذات وظيفة اقتصادية.

2- رغم المفاهيم العديدة التي احتوتها الأدبيات الخاصة بأسواق المال فإن خطأً ساد نظرة الأوساط المالية العربية للسوق لجهة الأهداف المحددة التي ترمي تحقيقها، وهذا ناجم في اعتقادنا عن تبني المفهوم الضيق (Narrow Concept) للسوق باعتباره مجال تداول الأسهم والسندات فقط،

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

دون أن تبادر جهة ما إلى تفصي دلالة المفهوم الواسع (Wide Concept) في السوق باعتباره سوق للنقد ورأس المال في آن واحد، أي انه مجال يتماسك فيه نشاط القطاعين الأساسيين في كل اقتصاد (قطاع النقود وقطاع المال).

3- ظلت أسواق المال العربية تواجه قصور أطر المؤسسة القانونية والتشريعية التي تحكم أصول وقواعد العمل في الأسواق المالية الأولية والقانونية، أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم الأسواق وتطورها لمواكبة التطورات الحاصلة في أسواق المال الدولية. لذا نرى التردد والغموض في إصدار التشريعات والنظم القابلة والمستوعبة لفكرة التطوير اللاحق مما أدى إلى تباطؤ عملية اندماج أسواق المال العربية بمحيطها الدولي.

4- تدني الطلب عن الأسهم والسندات بسبب انخفاض معدل الدخل النقدي والادخار الفردي ومنافسة الدولة ومؤسساتها للمدخرين من الأفراد في الطلب عن أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها<sup>1</sup>، هذا من جانب وتدني العائد الصافي (Net Return) للأوراق المالية إضافة إلى المعاملة الضريبية لعوائد الأوراق المالية التي تعتبر من العوامل المقيدة للاستثمار في الأسهم والسندات وتعتبر معدلات هذه الضرائب عالية في معظم الدول العربية من جانب آخر. وأن السبب في ذلك جاء من فكرة أن أسواق المال ارتهنت بوجود الشركات العامة والتي كانت قليلة العدد مقابل عدد قليل من مصارف الاستثمار وأسواق الأوراق المالية المستعدة للتوسط في التمويل المتوسط والطويل الأجل لذلك فان الأساس الموضوعي لتطبيق فكرة الأسواق كان هشاً إلى حد ما<sup>2</sup>.

5- سيادة منطق الاستحواذ على ادارة اسواق المال وتوجيه مسار نشاطها حيث بقي اصحاب الاسهم الكبار عناصر فاعلة وضاغطة وتفضل عدم الاتجار بما لديها من اسهم يقابل ذلك حمى ميل العاملين للاحتفاظ بالنقود وميول المضاربة لدى غالبية المتعاملين في السوق<sup>3</sup>.

6- الحجم المحدود لما تم تداوله في أسواق رأس المال العربية من السندات واذونات الخزينة والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة وحيازتها التقليدية من قبل البنوك

<sup>1</sup> سليمان المنذري، "الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي والتنمية العربية"، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1995.

<sup>2</sup> عبد الكريم كامل ابوهات، كريم سالم حسين، "في افق العولمة المالية دراسة في الاوضاع الراهنة لأسواق المال العربية"، مؤتمر المناخ المالي والاستثماري، التحديات والافاق الجديدة (29-31) تشرين اول 2002/جامعة اليرموك، اردن، الأردن، ص ص 7-8 .

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 8.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

وشركات التأمين والضمان وضالة المعروض منها في الأسواق الثانوية، وقد نجم ذلك عن توجيه السياسات النقدية الحكومية في اغلب الأحوال إلى أسهل الطرق لمعالجة العجز في موازنتها عن طريق الإصدار النقدي. كما يلاحظ بدائية توزيع الاكتتابات حيث أن أسلوب التوزيع كان قائماً على الاتصال الشخصي المباشر بسبب الافتقار إلى مؤسسات ضمان التغطية والتوزيع<sup>1</sup>.

7- لم تتجسد بشكل واضح العلاقة النظرية ما بين سعر الورقة المالية ومعدلات الفائدة وسبب ذلك باعتقادنا ضعف الدور الذي يضطلع فيه معدل الفائدة في التأثير عن اتجاهات النشاط الاقتصادي. إذ لم يثبت أن معدل الفائدة كمتغير له أهميته الخطيرة المفترضة نظرياً كان ذو تأثير قوي عن سلوك الورقة المالية في جملة الأسواق العربية مما تفقدها التحسس للتغيرات التي تطرأ عن الطلب عن الأوراق المالية.

فالقسم الأكبر من البلدان العربية وباستثناء الدول الخليجية ممن تحتضن أسواق رأس المال (البورصات) اتسمت السياسات النقدية فيها بقدر مبالغ فيه من التحكم بتحديد أسعار الفائدة في جانبي الودائع والإقراض، مما أدى إلى افتقار الربط اللازم بين أسعار الفائدة والمخاطر واستحقاق وسيولة الأدوات المالية، كذلك لم تتغير مستويات أسعار الفائدة بما فيه الكفاية لتعكس التغيرات في الظروف الاقتصادية وأسعار الصرف نتيجة لفرض قيود صارمة على الحسابات الجارية والرأسمالية<sup>2</sup>.

واصلت الدول العربية جهودها لتطوير وتحديث أسواق الأوراق المالية فيها وتحسين أدائها بغية زيادة كفاءة هذه الأسواق في حشد الموارد وتعزيز قدرتها التنافسية في اجتذاب الاستثمارات الأجنبية، و في توفير التمويل طويل الأجل للقطاع الخاص لتمكين من القيام بدوره المنشود في عملية التنمية<sup>3</sup>.

وتتوزع الدول العربية بين دول تتوفر فيها أسواق أولية منظمة بشكل كامل ودول فيها أسواق ثانوية منظمة بشكل كامل، فيما يوجد تنظيم جزئي للأسواق الثانوية في بعض منها، وثمة محاولات تنظيم السوق الثانوية في دول أخرى، وهناك دول عربية لم تتوفر فيها أسواق مالية. وقد واصلت الأسواق المالية في الدول العربية نشاطها وتطورها عبر مراحل مختلفة و تعرضت بعضها

<sup>1</sup> سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1999 ص132.

<sup>2</sup> - التقدير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2000.

<sup>3</sup> - نفس المرجع.

لإشكالات سياسية ومالية واقتصادية مما يولد لدى المحللين الانطباع بأنها لم تؤدي دوراً يتناسب وما وصلت إليه من تطور<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: أسواق المال العربية مقارنة بأسواق المال الدولية.

في دراسة عن واقع أسواق رأس المال العربية وتطورها منذ العام 1994 ومقارنتها مع الأسواق الدولية، يقول المدير التنفيذي لبورصة عمان "جليل طريق" أن أسواق المال العربية تبقى صغيرة نسبياً مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل بورصة نيويورك (11 تريليون دولار) بورصة لندن (2.2 تريليون دولار)، بورصة طوكيو (2.3 تريليون دولار) حسب إحصائيات الاتحاد الدولي للبورصات، أو حتى أسواق الدول الناشئة والتي تبلغ قيمتها السوقية ما مجمله 2.6 تريليون دولار حسب مؤسسة ستاندرد أند بورز sap .

وباستعراض النمو في القيمة السوقية للأسواق العربية تشير الإحصاءات المتوافرة حول 9 أسواق مالية عربية مشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وهي: الأردن، مصر، تونس، المغرب، الكويت، البحرين، عمان، السعودية ولبنان، إلى نمو القيمة السوقية لهذه الأسواق من 72.5 مليار دولار في العام 1994 إلى 122.9 مليار في نهاية العام 1998، ثم إلى 152 مليار في نهاية العام 2001 .

ويضيق الطريق: من ناحية أخرى نجد أن الأهمية النسبية لأسواق المال العربية في الاقتصاد الوطني لهذه الدول المنخفضة، حيث بلغت نسبة القيمة السوقية Market Capitalization إلى الناتج المحلي الإجمالي GPD للدول العربية نحو 33%، في حين نجد أن هذه النسبة تصل إلى 91.0% للدول المتقدمة حسب إحصائيات الاتحاد الدولي للبورصات و 80% للأسواق الناشئة .

أما على المستوى الفردي، فتصل هذه النسبة إلى 85% في البحرين، 76% الأردن، 71% في الكويت، في حين نجد أن هذه النسبة لا تتجاوز 42% في السعودية و 26% في كل من المغرب ومصر و 16% في فلسطين وأقل من 13% في كل من عمان والإمارات وقطر وتونس ولبنان. أما في الدول المتقدمة، فيصل هذا المعدل إلى 124.2% لدى الولايات المتحدة الأمريكية (بورصة نيويورك و 110% في فرنسا و 106.7% في بريطانيا ولدى استعراض الحجم النسبي

<sup>1</sup> - عبد الكريم كامل ابوهات، مرجع سابق، 2002، ص12.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

للأسواق العربية المالية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي يتبين بأن حجم السوق السعودية يشكل 48% من مجمل القيمة السوقية تليه السوق الكويتية 18% ثم مصر بنسبة 16% والمغرب بنسبة 6% والأردن 4% وبقية الدول العربية يتراوح الحجم النسبي لها ما بين 1 و4%.

لا تزيد حصة الدول العربية من إجمالي حركات الرساميل المذكورة عن 2% وهي نسبة ضئيلة إذا ما تمت مقارنتها بالنسب الأخرى العائدة للأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية وشرق أوروبا<sup>1</sup>.

تعتبر أسواق رأس المال في البلدان العربية الأقل نموًا مقارنة بنظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها، كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتأتى إلا في العشرية الأخيرة من القرن العشرين، فيما يخضع صناع السوق بشكل كبير لضغوط الحكومات في مختلف الأنشطة الاقتصادية<sup>2</sup>.

وفيما يلي عرض لبعض مؤشرات تطور أسواق المال حتى يتم الحكم على أداء تلك البورصات:

سيتم التركيز على قاعدة البيانات التي يقوم بإعدادها صندوق النقد العربي للبورصات المدرجة في مؤشر الصندوق. ففيما يتعلق بالقيمة السوقية التي تتضمنها قاعدة البيانات (تضم هذه القاعدة 12 أثنى عشرة بورصة\*، فإن القيمة السوقية بلغت 1288.2 مليار دولار سنة 2005 مقابل 622.4 مليار دولار سجلت نهاية عام 2004 أي بنسبة نمو فاقت 100%<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> تشام فاروق، العولمة المالية وأثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول "اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية، عمان - الأردن. [http://jps-dir.com/forum/forum\\_posts.asp?TID=2972](http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=2972)

<sup>2</sup> سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، دراسة تجربة الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، يومي: 21 - 22 نوفمبر 2006.

\*- الأسواق المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي هي: الأردن والبحرين وتونس ومسقط والمغرب والكويت، وأضيفت لها عام 1996 أسواق مصر ولبنان والسعودية، فيما شملت هذه القاعدة عام 2002 فضلاً عن الأسواق السابقة بورصات أبو ظبي ودبي وقطر.

<sup>3</sup> - بورصة عمان، التقرير السنوي 2005، ص.15 متوفر في شبكة الانترنت على الموقع:

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

غير أن القيمة السوقية لأسواق المال العربية تبقى متوسطة إذا ما قورنت بالقيمة السوقية لبعض البورصات العالمية أو الناشئة فيبورصة ألمانيا على سبيل المثال سجلت خلال نفس الفترة 1221 مليار دولار فيما كان نصيب بورصة هونج كونج 1055 مليار دولار نهاية 2005<sup>1</sup>.

غير أن نسبة نمو القيمة السوقية في البورصات العربية تبقى مشجعة ولا يعزى ذلك إلى ارتفاع الأسعار فحسب وإنما كذلك إلى قبول إدراج أسهم وبورصات جديدة في قاعدة بيانات الصندوق.

وبالنسبة لمؤشر السيولة فقد سجل بدوره ارتفاعاً كبيراً في البورصات العربية، فقد بلغ حجم التداول 1433.5 مليار دولار سنة 2005 بنسبة نمو قدرت بـ 152.5 % عما كانت عليه سنة 2004<sup>2</sup>، وما قيل عن مؤشر القيمة السوقية ينطبق على حجم التداول إذا ما قورن بالبورصات الناشئة أو المتقدمة، فحجم تداول البورصات العربية مجتمعة لم يتجاوز على سبيل المثال حجم التداول في بورصة إسبانيا الذي سجل سنة 2005 ما مقداره 1566<sup>3</sup>.

وعلى الرغم من حداثة أغلب الدول العربية في هذا الأسلوب من أساليب التمويل، إلا أن نتائجها تعتبر مشجعة خاصة في بورصة السعودية التي تعتبر الرائدة عربياً في مؤشرات تطور البورصات العربية والأسواق الخليجية بصفة عامة.

وبإلقاء نظرة على مؤشرات تطور البورصة في الجزائر فإن مؤشر الحجم ممثلاً في القيمة السوقية سجل انخفاضات متتالية منذ بدء التداول سنة 1999، فباستثناء الارتفاع المسجل سنة 2000 نتيجة إدراج قيم الأوراسي الذي نجم عنه بلوغ القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر 21.5 مليار دينار سنة 2000 فإن هذه القيمة تراجعت بشكل كبير حتى بلغت سنة 2003 قيمة 11.1 مليار دينار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - World Federation Of Exchanges, "Annual Report And Statistics 2005", p.43, Available At Web Site:

<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=376&document=3496>

<sup>2</sup> - بورصة عمان، مرجع سبق ذكره.

<sup>3</sup> - World Federation Of Exchanges, Op. Cit, p.45

<sup>4</sup> -Rahni MAKHLOUF, "Présentation de la Bourse d'Alger", United Nations Economic Commission For Africa, in African Capital Markets Development Programme, p. 13. Web Site :

[www.uneca.org/eca\\_resources/major\\_eca\\_websites/cmd/workshop/northafrican/presentation/Bourse%20Algiers%20Pres.ppt](http://www.uneca.org/eca_resources/major_eca_websites/cmd/workshop/northafrican/presentation/Bourse%20Algiers%20Pres.ppt)

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

وقد أسهم ضعف التداول في تسجيل هذه القيم المخيبة فضلاً عن قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر منذ افتتاحها، ففي الوقت التي تسجل فيه أغلب البورصات في العالم إدراج قيم شركات جديدة نجد أنه في بورصة الجزائر يحدث العكس وهو ما تجلى في قرار سحب أسهم الرياض من التداول هذه السنة.

ويربط القيمة السوقية بالنتائج المحلي الخام فإن هذه النسبة تكاد تكون مهملة حيث لم تتجاوز في أحسن الأحوال نسبة 0.59% مثلما هو واضح في الجدول التالي:

### جدول رقم (IV، 6):

القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام في بورصة الجزائر 1999-2003

(الوحدة مليار دينار جزائري).

السنوات	رسملة البورصة	الناتج المحلي الخام	رسملة البورصة/الناتج المحلي الخام
1999	19,18	3 238,20	0,59%
2000	21,50	4 098,80	0,52%
2001	14,72	4 241,80	0,35%
2002	10,99	4 455,40	0,25%
2003	11,10	5 124,00	0,22%

Source: Rahni MAKHLOUF, "Présentation de la Bourse d'Alger", United Nations

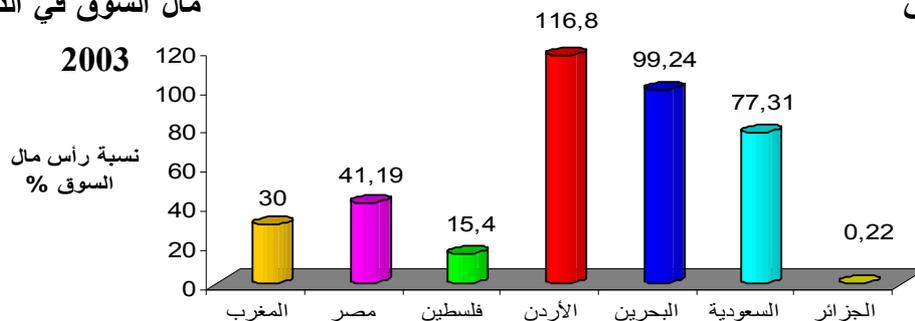
Economic Commission For Africa, in African Capital Markets Development Programme, p. 13. Site Web :

[www.uneca.org/eca\\_resources/major\\_eca\\_websites/cmd/workshop/northafrican/presentations/Bourse%20Algiers%20Pres.ppt](http://www.uneca.org/eca_resources/major_eca_websites/cmd/workshop/northafrican/presentations/Bourse%20Algiers%20Pres.ppt)

وعلى صعيد مؤشر السيولة الذي يعتبر محددًا هامًا لضمان استمرارية السوق الأولي فإن حجم التداول أصبح منعدماً في بورصة الجزائر مع تسجيل إقبال المستثمرين بشكل كبير على عملية البيع مما أدى إلى انخفاض متتالي في أسعار الأسهم المدرجة على الرغم من تحقيق تلك الشركات لنتائج مقبولة مما يعكس عدم كفاءة السوق.

ومما سبق ذكره، نجد أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق العربية والشكل التالي يوضح لنا ذلك:

الشكل رقم مقارنة نسبة رأس مال السوق في الدول العربية لعام 2003 (IV، 2): مقارنة  
نسبة رأس  
لعام



المصدر: زيدان محمد، نورين يومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر-المعوقات والآفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، بسكرة يومي 21/ 22 نوفمبر 2006.

### المبحث الثالث: الأسواق المالية في الدول الأكثر تقدما

من المعروف أن أهم الأسواق المالية العالمية والأكثر تقدما هي السوق الامريكية، اليابانية، الألمانية، الفرنسية والبريطانية، لهذا نحاول أن نعطي فكرة أوضح عنها من خلال العناصر التالية:

#### المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الأمريكية

#### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الفرنسية والبريطانية

#### المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الألمانية واليابانية

#### المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الأمريكية

تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي<sup>1</sup> أيضا على أكبر عدد من الشركات

---

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياص، مرجع سابق، 2002، ص: 291.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، و يشهد على ما هو موجود في وول ستريت Stock exchange American، ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board trade، وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلات والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينيات.

في نيويورك تكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطرة، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة، تقدم أفكاراً جزئية، وقد كان دورها مشهوراً خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة آبل Apple وأيضاً ناسداك NASDAQ والتي تتعامل إلكترونياً مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية فهي أمريكان إكسبريس، تي تي، تشس مانهاتن، كوداك أم.بي.أم.إل.إك.

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية<sup>1</sup>:

- الكفاءة المرتفعة.
- نظام معلومات مالية متقدم كتنقارير البورصة والضعف والربط الإلكتروني.
- القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية.
- تأمين المعاملات بالبورصة كجهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية.
- يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة.
- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

ومن أهم البورصات الموجودة في أمريكا نجد:

### 1- بورصة نيويورك للأسهم NEW YORK STOCK EXCHANGE:

<sup>1</sup> - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، 1998/1999، ص: 115.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

بقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو، تحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة إلى غاية أزمة 1929 لكي تصبح بعدها أكثر جموداً.

يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضواً، وتحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضو فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم 12، فيطلق عليهم مديري عموم. ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن لمعظم بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن، وتتخلص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك كالاتي<sup>1</sup> :

- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار.
- أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس المال الشركة.
- ألا تقل القيمة الاسمية للأسهم الشركة عن 18 مليون دولار.
- ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار، وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة.
- أن يملك 2000 مساهم، كحد أدنى، كل منهم 1000 سهم على الأقل.

بالإضافة إلى شروط السابقة هناك شروط عامة للتسجيل في بورصة نيويورك نذكر منها<sup>2</sup>:

- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي، أي تثبت الشركة وجودها على أرض الواقع عن طريق مساهمتها في الناتج القومي.

<sup>1</sup> - A. Douhane, Vade-mecum de la bourse des marchés financiers, SEFI Canada, Paris, 2000 p 21

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي ورسمية قرياص، مرجع سابق، 1997، ص: 437.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز، أي تبرهن على قدرتها على التمايز عن باقي المؤسسات في الصناعة التي تنشط فيها.
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

وإذا حدث بعد التسجيل أن انخفض التداول في السهم بصورة كبيرة للغاية، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة، وبالتالي يتوقف التعامل فيها، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو يتم شرائها بواسطة شركة أخرى، وفي الحالات الأخرى يمكن أن يكون هناك تجميد التداول، بمعنى توقف مؤقت عن التعامل بالسهم، ويحدث هذا التجميد عادة إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية، بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أساس، بأن هناك محاولة السيطرة على الشركة من جانب شركة أخرى، أو أن تعلن الشركة قريباً عن أرباح ربع (1/4) سنوية منخفضة للغاية.

وتظهر شروط إلغاء التسجيل إذا تحقق أي شرط من هذه الشروط الآتية:

- انخفاض عدد حائزي الأسهم الذين يملكون 100 سهم أو أكثر إلى أقل من 1200 مساهم.
- انخفاض عدد الأسهم المتداولة عن 600000 سهم.
- انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة عن 5 ملايين دولار، ويمكن أن تسجل الورقة المالية في أكثر من بورصة واحدة. كما يمكن أن تلغي البورصة التسجيل لأسباب أخرى تراها جوهرية.

### 2- البورصة الأمريكية AMEX<sup>1</sup>:

لا تقوم البورصة الأمريكية بلعب نفس الدور الذي تلعبه بورصة نيويورك ولقبول ورقة مالية في التسعير، تفرض البورصة الأمريكية شروطاً أقل تعقيداً، فالمشروع الذي يكون في مرحلة نمو والذي تظهر هيكله مالية متينة، مترافقة مع آفاق جيدة للربح، له الحق في الدخول إلى هذا السوق، وذلك تشجيعاً لهذه المشروعات، ومن هنا فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع هو سائد في سوق نيويورك، وبذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعاً من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك.

<sup>1</sup>- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع لبنان، الطبعة الأولى، 2003، ص ص: 31-32.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

بالإضافة إلى ما تقدم، فإن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضا أن تتداول في هذا السوق، وعلى العكس ما في بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر خصوصا عن أشخاص طبيعيين.

كما أن عددا كبيرا من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضا أعضاء في بورصة نيويورك، وهؤلاء الأعضاء يتوزعون بين السماسرة الذين من ضمن مهامهم لعب دور في بورصة نيويورك.

### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الفرنسية و البريطانية

يتمثل السوق المالي الفرنسي بشكل رئيسي في بورصة باريس، حيث يتم تداول الأوراق المالية عن طريق شركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم *societies de bourse*، إن الذي يميز السوق الفرنسي هو أنه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، ناننت و نانسى، وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملًا تخضع لنفس السلطات، ولنفس القواعد ونشر البيانات، وفي هذه السوق تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم كاك CAC، وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في أوراق المالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد وهناك أربع تنظيمات تمثل إطارا عاما للسوق<sup>1</sup>:

- شركات البورصات أي السماسرة والمتعاملين.
- مجلس بورصات الأوراق المالية وتمثل السلطة المشرفة على السوق.
- شركة البورصات الفرنسية وهي مسؤولة عن تنفيذ قرارات مجلس البورصات وعمليات المقاصة بين أعضاء البورصة.
- هيئة عمليات البورصة مهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة، وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات.

لا تعتبر البورصات الفرنسية جذابة للاستثمارات الدولية، وتسجل بورصة باريس عددا محدودا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة مع الأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة، وتتعامل بورصة باريس في الأوراق المالية ذات العائد الثابت أي السندات، وتحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة، ويقلل من نشاط البورصة القيود الإدارية والضرائب ذات المعاملة

<sup>1</sup> عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، مرجع سابق، 2001، ص: 58.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

التميزية والإجراءات المطلوبة التي تضعف من جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق المال الفرنسية.

ودعت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتدويل أسواق المال الفرنسية على النحو الموالي<sup>1</sup>:

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية.
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة.
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة.
- جذب الاستثمارات الدولية.
- زيادة ساعات التداول في البورصة.
- زيادة المعلومات للمستثمرين.
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية.
- إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك

أما سوق المال البريطاني فيشمل أساسا بورصة لندن London stock exchange التي نشأت رسميا في عام 1802، وبقيت على امتداد القرن 19 البورصة الأهم، لكنها عادت لاحقا وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، ولقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينات، وهذا السوق يأتي حاليا في المرتبة الثالثة عالميا، بعد كل من نيويورك وطوكيو، وإلى جانب بورصة لندن يوجد منذ عام 1980 سوق موازية ثانية تعرف باسم Inlisted Securities Market.

إن سوق الأوراق المالية مستقلة تماما عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص ومقفل، فالجمهور لا يقبل فيه، ولا بالدخول إليه، ينحصر فقط في أعضاء Stock Exchange، على رأس البورصة يوجد منذ عام 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضوا يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنويا ثلث (1/3) الأعضاء لهذا المجلس سنويا من قبل أعضائه السابقين، ويقوم المجلس المذكور بلعب الأدوار الثلاثة الآتية:

- دور إداري، يتمثل بإدارة مجلس البورصة، إذ أن هذا المجلس يبت في القبول والفصل أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.

<sup>1</sup>- فريد النجار، مرجع سابق، 1998/1999، ص: 132.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

- دور تقني، يتمثل بالبحث في تسجيل القيم بغية تسعيرها، وبتحديد آلية العمليات.
- دور قضائي، يتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة عادية.

وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين Brokers و Jobbers.

- **Brokers**: وهم الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن، ويقومون بعمليات على مختلف القيم.

- **Jobbers**: فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار، كما أنهم يعملون حصرا مع Brokers

أما فيما يخص القيم المسعرة في بورصة لندن التي كان عددها لا يتجاوز الثلاثين في عام 1815، فقد أصبح اليوم بحدود عشرة آلاف، ويقوم مجلس البورصة بتسجيل التسعير الرسمي، أو الشطب منه، ويوضح التسجيل الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قبل Jobbers. الأساسي لكل القيم، وإلى جانب أسعار العمليات الحاصلة تنشر أيضا أسعار Reports و Deports، وأسعار العمليات على الأوراق المالية غير المقبولة في التسعير الرسمي، ومنذ عام 1972 انتقلت بورصة لندن للقيم المنقولة إلى المقر الجديد وتمت عصرنتها على صعيد واسع بإدخال نظام معلوماتي TALISMAN، الذي حل وبدأ العمل به منذ عام 1977 إلى حد بعيد مكان تدوين "القيد الدفترية" وسمح لاحقا باستخدام أكثر فاعلية لأجهزة المعلوماتية المتطورة.

وتعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، وبدأت بورصة لندن تسترجع مكانتها تدريجيا من خلال الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا الصدد، وقدمت شتى التسهيلات للمتعاملين الماليين الدوليين، كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية، وتطورت مكانتها في سوق اليور ودولار، حيث أن بورصة لندن نظرا لمكانتها الكبيرة وعلاقتها الوثيقة بمختلف المراكز المالية الدولية قد تمكنت من الحصول على فوائد كبيرة ومزايا من خلال تقديمها للتسهيلات المالية بواسطة قروض سندات دولية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003، ص:83.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدماً

وتصل عدد الأوراق المالية المسجلة أي الشركات في بورصات لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم للشركات دولية وأوروبية أخرى، تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك إلى الأسباب الآتية:

- خبرة طويلة في المعاملات.
- أهمية كبيرة للبورصات.
- سوق مستمرة للعمليات الأجنبية.
- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين.
- أدى تطبيق المعدلات النمطية للتداول في البورصة إلى زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا.
- تخفيض الضرائب على الأرباح الأوراق المالية.

وبدأت البنوك الأمريكية والبريطانية في التعامل بالأوراق المالية في بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1985.

وما تجدر الإشارة إليه، أنه يمكن التمييز بين إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية وبين إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية:

### 1- إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية:

تتحقق هذه الإصدارات مباشرة بواسطة كل من الخزينة البريطانية وبنك إنجلترا، أما البنوك التجارية، فهي لا تتدخل إلا لكي تضع صناديقه بتصرف المصدر، أو لكي تكتب لحسابه، تقوم مديرية الإصدار في بنك إنجلترا، في غالبية الأحيان، بالاكتمال بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تباع لاحقاً هذا الجزء في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك، وهذا ما يمكن الدولة وبصورة شبه دائمة من القيام بإصدارات لقروض عملة.

### 2- إصدارات الشركات البريطانية الأوراق المالية:

حالياً عندما تقرر إحدى الشركات البريطانية إصدار أوراق مالية تتوجه عادة إلى بيوت الإصدار التي تقوم بدور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين بالأوراق المالية، والأموال

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

المطلوبة يمكن الحصول عليها إما عبر الإصدارات مباشرة موجهة للجمهور ومرفقة بإذاعة تجارية، وفي الغالب عبر عرض للبيع يكتب به البنك بكامل الإصدار، على أن يعيد توظيف هذا الأخير في السوق، وهذا ما يعرف بـ *Prise Ferme*، وأخيرا عبر التوظيف لدى المستثمرين المؤسسين.

ويرتكز دور بيوت الإصدار بشكل أساسي على تنظيم وضمان الإصدار، ونادرا ما يتعدى ذلك لكي يضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال.

زيادة على ذلك تبحث الشركات المصدرة في الكثير من الأحيان عن اللجوء إلى ما يعرف *Under writers* الذين يتلقون عمولة تتغير تبعا للخطر المرتقب مقابل ضماناتهم للإصدار، هؤلاء *Under writers* هم بنوك الودائع، وشركات التأمين ووكلاء البورصة.

إلى جانب الإصدارات والزيادات في رأس المال لا يجب إغفال التالي:

- ✓ عمليات الانصهار ما بين الشركات التي لا يزال يزداد عددها يوما بعد آخر.
- ✓ عمليات أخذ المشاركات من قبل سلسلة من الأجهزة، وكذلك من قبل البنوك التجارية التي تعمل غالبا بشكل غير مباشر متعاونة مع أجهزة مصرفية دولية.
- ✓ عمليات ممارسة الرقابة والضبط عبر العروض العملية للشراء أو التبادل، هذه العمليات تسمح بحدوث تركيزات هامة ضمن شروط تتوافق مع سلامة الاقتصاد كما أنها تشكل أيضا عامل تنشيط للبورصة.

### المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الألمانية واليابانية

يوجد في ألمانيا 08 بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، أسبادورف، شتوتجارت هامبورج، هانوقو، وبيرلين، كما توجد 03 أشكال من البورصات وهي: الرسمية، الخاصة، شبه الخاصة.

وتتميز البورصات الألمانية بما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> مكاوي نادية وأبو فخره، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة الطبعة الأولى، 2001، ص: 92.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة.
  - يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على 04 بورصات فقط من أصل ثمانية.
  - يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين في البورصات الألمانية.
  - أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول السهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم.
  - يتم التعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات التليفونية، وفق القوانين التجارية والمالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل.
  - يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة سوقا غير رسمي في ألمانيا.
  - تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدودا نسبيا بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني.
  - تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينيات.
  - ويتم التعامل في الأسواق المالية الأجنبية من خلال عمليات المقاصة التي تقوم بها اتحادات ومكاتب متخصصة.
  - تعتبر الرسوم على الأسهم الألمانية مرتفعة عن بقية البورصات الأوروبية ولكنه في مقابل ذلك تحقق الكفاءة العالية عائدا مناسباً للمتعاملين.
  - يستفيد المستثمرون ورجال الأعمال في ألمانيا من البورصات في التمويل وزيادة رؤوس الأموال.
- ولقد زاد من كفاءة البورصات الألمانية استقرار العملة الألمانية سابقا، وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية، وتوحد الألمانيتين وعموما مازالت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة مع بورصة لندن وبورصة نيويورك وبورصة طوكيو.
- وكخلاصة لما سبق ذكره فإن سوق الأوراق المالية الألمانية يعتبر صغير الحجم مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة، وضخامة حجم الشركات واحتياجاتها المالية، ويكاد تعامل تلك الأسواق أن يكون محتكرا على المصارف، إذ أن تعامل الشركات بشكل كبير مع المصارف يؤدي إلى إضعاف حجم التداول في السوق المالية، ولكنه من المحتمل أن تتطور السوق المالية نتيجة معاهدة ماستريخت واختيار فرانكفورت كمركز مالي أوروبي.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

أما في اليابان، فقد تم إنشاء أول بورصة بها بطوكيو ولوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868-1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء عام 1930 وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصة طوكيو ولوزاكا ونابويا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني بورصات محلية هي: طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو، وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث وصلت 21.31% في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك، كما أن هناك 50% من الأسهم غير متداولة، وحققت بورصة طوكيو 87% من حجم التداول، وحوالي 83% من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية<sup>1</sup>.

و من بعض خصائص البورصات اليابانية نجد:

- انخفاض المخاطر
- تنوع الأوراق المالية المتداولة.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- انتشار الوعي الاستثماري.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية.
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.
- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.
- تدويل البورصات اليابانية
- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.
- تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوي.
- مكننة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة.
- بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.

<sup>1</sup> - فريد النجار، مرجع سابق، 1998/1999، ص: 133.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
- تحسين شروط تسجيل الشركات بالبورصات اليابانية.
- تطوير أسواق السندات.
- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

ومن بين الشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو<sup>1</sup>:

- يجب أن يبلغ رأس المال 500 مليون ين وأن يبلغ خارج طوكيو 1000 مليون ين على الأقل، أو أن يكون موزعا على أكثر من 10 ملايين سهم و200 مليون سهم خارج طوكيو.
- يجب أن يبلغ عدد المساهمين 2000 على الأقل.
- الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون مساوية لمائة ين على الأقل، مقابل كل سهم أي القيمة الإجمالية الدنيا 1.5 مليار ين، والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15 ين عن السنوات الثلاث الأخيرة وعشرون ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة، كما أن الأرباح الموزعة العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 5 ين خلال السنوات الثلاث الأخيرة أيضا.
- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات، وان تستجيب للعديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

و بفضل التطور السريع الذي عرفه السوق المالي الياباني، فقد تجلى هذا التطور على مستوى الدولي في اتجاهين مختلفين:

### 1- الاتجاه نحو الخارج:

كان قد بدأ منذ مطلع الستينيات، وقد حدث بواسطة American Depositary Receipts (A.D.R)، على أثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريضة على رفع اعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، وهذه الصيغة قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام 1961، ثم توسعت هذه الصيغة لكي تطل الأسواق الأوروبية، وعلى وجه الخصوص سوق اليورو الدولار، وحتى هذا الحين تقوم A.D.R بعشرات الإصدارات السنوية لصالح الشركات اليابانية.

في عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون الفرديون على إذن شراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية، ومنذ عام 1981 سمح بإصدار سندات مضمونة وأسهم في التداول.

<sup>1</sup>- وسام ملاك، مرجع سابق، 2003، ص: 78-80.

## الفصل الرابع: السوق المالية في الجزائر، الدول العربية والدول الأكثر تقدما

ولا يزال عدد الشركات اليابانية في تصاعد حيث تقوم بإصدار سندات بالفرنك السويسري، الدولار، واليورو، كما أن البنوك اليابانية أصبحت فاعلة أكثر فأكثر في الأسواق المالية الدولية.

وفي عام 1961 كانت هناك ستة (06) بنوك يابانية تمارس نشاطها خارج اليابان عبر حوالي ثلاثين فرعا ومكتبا تمثيليا، في حين أنه في نهاية السبعينيات أصبح عدد البنوك في الخارج 23 بنكا، تمارس نشاطها عبر 131 فرعا، هذا الارتفاع في عدد البنوك اليابانية- التي تمارس نشاطها خارج اليابان تواصل أيضا باطراد خلال العقدين الأخيرين، ومن جهتها ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها، وبرهنت عن ميل واضح للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية في مسارها، وعلى غرار المصارف كانت الاستثمارات الصناعية في الخارج التي تقوم بها الشركات اليابانية في تزايد مستمر.

وابتداء من عام 1965 حافظت بيوت الأوراق المالية اليابانية الأربعة على مكانتها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ومنذ بداية السبعينيات فتحت أيضا تلك البيوت مكاتب لها في هونغ كونغ وسنغافورة والبحرين، ولوحظ أنها كانت تحقق خلال الثمانينيات حوالي 10% من مداخيلها نتيجة عمليات خارجية، وما يشار إليه أن البيت المالي الياباني الأكثر أهمية أصبح عضوا في بورصة نيويورك بدأ من عام 1981.

### 2- الاتجاه نحو الداخل:

ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970 وذلك من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلي الياباني بغية الاستثمار المباشر أو غير المباشر.

وفي نهاية عام 1973 قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدارات الأسهم الأجنبية.

وما تجدر الإشارة إليه أنه خلال عام 1980 تم تبادل ما قيمته 7000 مليار من الأوراق المالية الأجنبية 86% كانت سندات و 14% كانت أسهم والابتكار الهام الذي حدث في عام 1982 تمثل في بيع المصارف وبيوت الأوراق المالية للأوراق التجارية وشهادات الإيداع الأجنبية التي يقوم بشرائها المستثمرون اليابانيون، وبذلك تم فتح الأسواق النقدية المالية الأجنبية أمام رؤوس الأموال اليابانية القصيرة الأجل.

ورداً على تدويل سوق الأوراق المالية باتجاه الداخل حصلت العديد من البيوت الأوراق المالية الأجنبية منذ عام 1972 على إذن بفتح فروع لها في اليابان، كما أن أحدها قد استطاع في منتصف الثمانينيات أن يصبح عضواً في بورصة طوكيو.

### خلاصة الفصل الرابع:

إن الدول العربية حديثة العهد نسبياً بالأسواق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، والذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية ووقف حائلاً أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة الإنتاجية. وجاء هذا الاهتمام نتيجة لما لهذه الأسواق دور ريادي في خدمة التنمية المحلية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

وقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محلياً وإقليمياً؛ الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواقاً صغيرة الحجم؛ تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول؛ وضعف الفرصة المتاحة للتنوع؛ والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية. كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصات العربية يعترها الضعف؛ وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة؛ بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة. وما زالت البورصات العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو والأولوية في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية، وهذه السمات لا تتيح للبورصات العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع البورصات الناضجة في العالم؛ بل وحتى الناشئة منها؛

إن وضعية بورصة الجزائر لا تختلف كثيرا عن وضعيات البورصات العربية المختلفة وإن كانت تمثل أضعف الحلقات في هذه السلسلة، ومن ثم فإن الواقع الحالي للبورصات العربية يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها من خلال إيلاء الاهتمام اللازم بالسوق الأولية وتوحيد أسواق المال الثانوية بالإضافة إلى إدخال الإصلاحات اللازمة في مجالات الإفصاح وتعبئة المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية بما يعزز دور هذه الأسواق في تعبئة الادخارات المحلية واستقطاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية.

مخطاتفمه

## 1- أهم الإستنتاجات:

قمنا في الاشكالية بنسج بعض الفرضيات، التي حاولنا من خلال الفصول المقترحة بالإجابة عنها إما كلياً أو نسبياً، فخرجنا ببعض النتائج التالية:

1- بالنسبة للفصل الأول كان بمثابة القاعدة النظرية للموضوع حيث تم التطرق لأغلب المفاهيم

المتعلقة بسوق الأوراق المالية،

2- أما بالنسبة للإجابة على الفرضية الأولى: "تعد الأوراق المالية وسيلة للتداول في سوق

الأوراق المالية ودافعا للاستثمار في هذا النوع"؛ وهذه تم تأكيدها في الفصل الثاني حيث

توصلنا إلى أن تكلفة الاستثمار في الأوراق المالية منخفضة مقارنة بأدوات الاستثمار

الأخرى؛

3- أما الفرضية الثانية: "يعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر كسوق ناشئة محدودا

وضعيفا مقارنة بالدول المتقدمة"؛ وهذا ما اكتشفناه في الفصل الثالث الذي أثبت صحة هذه

الفرضية، حيث نرى أنه لغاية يومنا هذا ومنذ انطلاق عمل بورصة الجزائر (1998) بقي عدد

المؤسسات المدرجة فيها ضعيف جدا مقارنة مع البورصات الناشئة العربية والدولية؛

4- وتأتي الفرضية الثالثة: "التخوف من الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر مثبطا لدفع

عجلة التنمية وتوسيع انتشار هذا النوع من الاستثمار"، التي تم التحقق منها في الفصل

الرابع واستنتجنا أنه فعلا لا يزال هناك تخوف كبير من هذا النوع من الاستثمارات، وذلك

يعود لعدة أسباب ذكرناها في خلاصة الفصل الرابع، منها، نقص الخبرة عند المدخرين

والمستثمرين في سوق الأوراق المالية، وكذلك ضعف الهياكل التشريعية والتنظيمية لهذه

البورصات سواء في الجزائر أو في باقي الدول العربية، وظهور عدة تقلبات في أسعار

الأوراق المالية، وغيرها من الأسباب الخفية الأخرى؛

بالإضافة لبعض الايجابيات التي لمسناها خلال تعرضنا للموضوع والتي نذكرها فيما يلي:

- 5- بدلا من أن يضع المدخر نقوده في المصارف بعوائد منخفضة نسبيا فإن سهولة الاستثمار في السوق المالية يحفز المدخر لوضعها فيه؛
  - 6- إن طريقة إصدار الأسهم هي أسهل الطرق وأكثرها شيوعا لتمويل نشاطات المؤسسة التوسعية ومن الأمثلة على نشاطات المؤسسة التوسعية الاستحواذ على مؤسسات أخرى وتوسيع الخطوط الإنتاجية وزيادة الحصة السوقية والاندماجات؛
  - 7- يستطيع المكتتب على السهم، بيع سهمه في سوق البورصة التي تسمى السوق الثانوية على أساس العرض والطلب، بالتالي يؤمن السيولة؛
  - 8- إن الأسواق المالية تعمل كمرآة للاقتصاد (في غالب الأحيان) وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتأثر هذه القوى بالحالة الاقتصادية؛
  - 9- تنمية الاقتصاد القومي عن طريق تشجيع توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية، حيث تشجع سوق الأوراق المالية صغار المدخرين وكبارهم؛
  - 10- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين)؛
  - 11- تساهم سوق الأوراق المالية في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث إن عملات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي؛
  - 12- تساهم أيضا في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق.
  - 13- تبقى الأسواق المالية العربية بعيدة عن السواق المالية الدولية من حيث الحجم وعدد الوسطاء والتنوع في المنتجات المالية؛
- وهذا لا يمنع وجود بعض السلبيات للإستثمار في الأوراق المالية ومنها:
- 14- لا تعتبر السوق المالي منتجة للثروة كما هي التجارة، بل ساحة لتبادل الثروة فقط، إذ يحتمل ولو نظرياً أن تتمكن كل المؤسسات في أي نشاط تجاري عادي من تحقيق الأرباح أو عدم التعرض للخسائر على الأقل، لكن ذلك غير ممكن عن طريق المضاربة في الأسواق

المالية حتى نظرياً، فكل ربح عن طريق المضاربة في السوق المالي لا بد من أن تقابله خسارة طرف آخر، ولو بعد حين.

**15-** تساهم السوق المالي في غياب السيولة عن الاقتصاد، إذا يتسبب ضخ السيولة في السوق المالي خصوصاً أثناء فترات صعود السوق وارتفاع الأسعار في تشجيع الناس على استثمار مدخراتهم ودخلهم ورؤوس أموالهم للمضاربة في السوق المالي. وبالتالي يلاحظ تباطؤ في نشاطهم الاقتصادي خلال تلك الفترات.

## 2- الاقتراحات:

أما عن الاقتراحات التي يمكن أن ندرجها هي كالتالي:

- 1- تعزيز الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- 2- تنشيط عمليات البورصة وتوسيعها؛
- 3- نشر المعلومات في الصحف الأكثر انتشاراً؛
- 4- انشاء سوق أوراق مالية عربية مشترك، يعزز من القدرة المالية، ويكثف المتدخلين، ويزيد من قوة السوق؛
- 5- تنوع المنتجات المالية لإتاحة الإختيار للمدخرين؛
- 6- نشر ثقافة الإستثمار المالي، وتوضيح أدواته وطرقه ونتائجه أيضاً.

## 3- المواضيع المقترحة:

بعد إنها المذكرة خطرت علينا بعض المواضيع التي يمكن أن تخدم هذا المجال وهي:

- دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية
- المكاسب المالية الحديثة
- التمويل الداخلي للتنمية الاقتصادية

وبهذا نتمنى أن نكون قد أصبنا ولو بقدر قليل ما سطرناه من أهداف، وتمكنا من إيصال بعض المعلومات إلى المهتمين بهذه المواضيع.

قائمة المراجع

## 1- المراجع باللغة العربية:

### أ- الكتب:

- 1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002؛
- 2- إرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي: الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 3- ايهاب الدسوقي ، إقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، 2000
- 4- جلال ابراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002؛
- 5- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى، 2002.
- 6- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل : التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الإستثمار، محافظ الأوراق، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ط1، 2005.
- 7- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
- 8- خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار مسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- 9- رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى 1999 .
- 10- سالم مطر، مبادئ الإستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، 1990.
- 11- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، الطبعة الاولى، القاهرة، 1999.
- 12- سليمان المنذري، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي والتنمية العربية، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1995.
- 13- سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001.

- 14- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار النشر الأطلس، 1993.
- 15- صلاح الدين حسن السيبي، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003.
- 16- صلاح الدين حسن السيبي، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.
- 17- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر، سنة 1993.
- 18- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000.
- 19- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل لنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997.
- 20- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية: وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، 2005.
- 21- عبد الباسط وفاء محسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف التمويل للمشروعات من قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، بيروت 1996.
- 22- عبد الحميد مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وامكانيات التحكم: عدوى الأزمات، 2003.
- 23- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 24- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 25- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
- 26- عقيل جاسم عبد الله، مدخل في تقييم المشروعات (الجدوى الاقتصادية والفنية وتقييم جدوى الأداء)، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1999.

- 27- علي نديم الحمصي، الشركات المساهمة في ظل القانون الوضعي والفقہ الإسلامي، مؤسسة مجد للنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة، الأولى، 2003.
- 28- عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
- 29- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003.
- 30- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999/1998.
- 31- فلاح الحسيني ومؤيد الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 32- قادري الأزهر، مبادئ في المحاسبة العامة (وفق المخطط الوطني للمحاسبة)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1988.
- 33- محفوظ جبار، الأوراق المالية، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 34- محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1998.
- 35- محمد بلقاسم حسن بهلول، الاستثمار واشكالية التوازن الجهوي، المؤسسة الوطنية للاتصال والنشر، 1990.
- 36- محمد بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991.
- 37- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، د.د.ن، الطبعة الأولى، 1992.
- 38- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1996.
- 39- محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 40- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية في الفقہ الإسلامي (الأسهم والسندات)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 1999.

- 41- محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال ويورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاستثمار، مطبعة جامعة القاهرة، 1993.
- 42- محمد فريد العربي، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 43- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 44- محمد مطر، إدارة الإستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- 45- محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 46- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005.
- 47- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصة في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993.
- 48- مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، القاهرة، 1996.
- 49- مكايي نادية وأبو فخره، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2001.
- 50- منير إبراهيمندي ورسمية قرياص، أسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع للنشر، 1997.
- 51- نشأت عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1994.
- 52- نوزاد الهيبي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998.
- 53- الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس-لبنان، 2000.

54- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع لبنان، الطبعة الأولى، 2003.

## ب- الرسائل والأطروحات الجامعية:

1- نوال بن لكحل، الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.

2- ملال محمد طارق، تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.

-3

4- وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.

5- سامية زيطاري، دينامكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة دكتورا دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

6- حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية، المركز الجامعي تبسة، سبتمبر 2004؛

- 7- نوري منير، التسويق الاستراتيجي وأهميته في مسابرة العولمة الاقتصادية (إسقاط على الوطن العربي للفترة 1990-2000)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير، جامعة الجزائر، 2005.
- 8- بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006.
- 9- بوكساني رشيد، معوقات اسواق الاوراق المالية الغربية وسبل تفعيلها، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 10- أمغار سمير، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية عن طريق البورصة "دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، د.س.ن.
- 11- منصور الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود و مالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، د.س.ن.
- 12- خليل حسن خليل، دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة مع دراسة خاصة بإقليم مصر، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، د.س.ن.

## ج- المجلات والنشريات والجرائد الرسمية:

- 1- القسم الحادي عشر، القيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة، القسم الفرعي الأول، أحكام مشتركة، القانون التجاري، 1975

المادة 715 مكرر 42 : (جديدة) الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية. وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون.

وتمنح الأسهم العادية، علاوة على ذلك، الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها.

وتتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات. (1)

- 2- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 28 ماي 1991.
- 3- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 23 ماي 1993
- 4- المرسوم التشريعي رقم 93 - 08 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة الصادر بتاريخ 25 / 04 / 1993.
- 5- مجلة الدراسات المالية والمصرفية، ديسمبر 1995.
- 6- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 10 جانفي 1996.
- 7- أشوكا مودي، وميشيل والتون، الاستفادة من ركائز البنية الأساسية شرق آسيا - التمويل والتنمية - يونيو 1998.
- 8- الأطرش محمد، العرب والعولمة: ما العمل؟، بحوث ومناقشات الندوة الفكرية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1998،
- 9- باري أيشينجرين ومايكل موسى، صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 4، ديسمبر 1998.
- 10- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، لجنة التقييم، مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 1998، الدورة الثالثة عشر، 1999.
- 11- صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية عدد خاص، الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أبريل 1999 .
- 12- تقرير التنافسية العربية، المعهد العربي للتخطيط، 2000.
- 13- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000.
- 14- رمضان علي شراح، مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001
- 15- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001.
- 16- المجلس الاقتصادي والاجتماعي - الأمم المتحدة-، 2001.
- 17- هالة حلمي سعيد ونجوى عبد الله سمك وآخرون، تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق لمال المصري، سبتمبر 2001.
- 18- جاسم المناعي، الاقتصاديات العربية على أعقاب الألفية الثالثة بين دروس الأزمات وتحديات الإصلاحات القادمة، صندوق النقد العربي، 12-14 ماي 2001.

- 19- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002.
- 20- التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002.
- 21- كينثرو جوف، إعادة التفكير في قيود رأس المال، التمويل والتنمية، ديسمبر 2002.
- 22- عبد الله بن حسن عبد القادر، السوق المالية السعودية، نشرة فصلية، 2004.
- 23- الجريدة الرسمية، عدد 27، الجزائر، 2004.
- 24- هالة حلمي السعيد، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة الرسائل لبنك الصناعي، العدد 58.

#### د - الملتقيات:

- 1- رفعت لقوشة، الإصلاح الاقتصادي والشراكة الاجتماعية: الجذور والتصورات (مقاربة في التجربة المصرية)، الملتقى الدولي: الإصلاحات الاقتصادية والمسألة الاجتماعية، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 29-30 أبريل 2000.
- 2- عبد الكريم كامل ابوهات، كريم سالم حسين، في أفق العولمة المالية دراسة في الأوضاع الراهنة لأسواق المال العربية، مؤتمر المناخ المالي والاستثماري، التحديات والآفاق الجديدة (29-31) تشرين اول 2002/جامعة اليرموك، اردب، الأردن.
- 3- زايري بلقاسم، انعكاسات وتحديات الأورو على الاقتصاد الجزائري في ظل الشراكة الأورو-متوسطية، الملتقى الوطني الأول حول الاقتصاد الجزائري في الالفية الثالثة - أيام 21 / 22 ماي 2002 (جامعة البليلة).
- 4- براق محمد، محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و 23 أبريل 2003.
- 5- أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، من 6-10 مارس 2005.
- 6- دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة

الجزائر والدول النامية-،كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة يومي 21 / 22  
نوفمبر 2006.

7- زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية  
بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على  
الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، بسكرة يومي 21 / 22  
نوفمبر 2006.

8- عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي، أثر التمويل الدولي على  
الاقتصاديات النامية، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات  
والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006.

9- أحمد بوراس، السعيد بريكة، عنوان المداخلة: كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد  
دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل  
وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، يومي: 21  
و22 نوفمبر 2006.

10- ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية  
الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات،  
دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، يومي: 21 - 2 نوفمبر، بسكرة، 2006.

11- سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، دراسة تجرية الأسواق المالية  
العربية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-  
دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، يومي: 21 - 22 نوفمبر 2006.

12- شهرزاد زغيب، لمياء عماني، العولمة المالية: بدائل تمويلية أم فقاعات مالية؟، الملتقى  
الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر  
والدول النامية -، بسكرة.

هـ - المواقع الإلكترونية:

- تشام فاروق، العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول "اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية، عمان – الأردن.

[http://jps-dir.com/forum/forum\\_posts.asp?TID=2972](http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=2972)

- أساري فخري عبد اللطيف ، العولمة المصرفية، [www.uluminsania.net](http://www.uluminsania.net)

- [www.fas-org/man/vrs/crs-asia2.htm](http://www.fas-org/man/vrs/crs-asia2.htm)

- [WWW.Pousin.com/index.Html](http://WWW.Pousin.com/index.Html)

-محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، تاريخ الاطلاع [www.arriadh.com/economic](http://www.arriadh.com/economic):2006/01/11

- سليمان المنذري " البورصات العربية .. وهن في مرحلة الشباب":

[www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml](http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml)

- سليمان المنذري " البورصات العربية وصفة للعلاج":

[www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml](http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml)

- قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الانمائي، إتحاد المصاريف العربية تاريخ الاطلاع 21 جانفي 2006: [www.uabarablaws.org](http://www.uabarablaws.org)

- Rahni MAKHLOUF, "Présentation de la Bourse d'Alger", United Nations

Economic Commission For Africa, in African Capital Markets Development Programme, p. 13. Site

Web : [www.uneca.org/eca\\_resources/major\\_eca\\_websites/cmd/workshop/northafrican/presentations/Bourse%20Algiers%20Pres.ppt](http://www.uneca.org/eca_resources/major_eca_websites/cmd/workshop/northafrican/presentations/Bourse%20Algiers%20Pres.ppt)

- تقرير البنك الدولي، 2002.

- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر  
العدد 02- جوان 2002.

- المادة 1 من المرسوم رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، من المصدر :

Article 1, Décret n°93- 10 Relatif à la bourse des valeurs Immobilières Avr/mai 1997,  
Media Bank, le journal interne de la banque d'Algérie.

- دليل بورصة الجزائر.

- بورصة عمان، التقرير السنوي 2005، ص 15 متوفر في شبكة الانترنت على الموقع:

[http://194.165.146.24/uploads/Annual\\_ReportA\\_2005.pdf](http://194.165.146.24/uploads/Annual_ReportA_2005.pdf)

- World Federation Of Exchanges, "Annual Report And Statistics 2005", p.43, Available  
At Web Site:

<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=376&document=3496>

## 2- المراجع باللغة الأجنبية:

### A- Les ouvrages

- 1- AmencN.&LesourdV., **Gestion quantitative des portefeuilles d'action**, Edition Economica, Paris, 2002.
- 2- AmencN.&LesourdV., **Théorie du portefeuille et analyse de sa performance**, Edition Economica, Paris, 2002,
- 3- BenachnouM., **Inflation de Valuation Marginal**, Édition par echriafa, 1992.
- 4- Bernard .y.et Colli J.C., **Vocabulaire économique et financier**; édition Seuil; Paris, 1976 ;
- 5- Boughaba A., **Analyse et évaluation de projets**, édition Berti, Paris, 1999.
- 6- BoukramiS.A, **Vade mecum de la finance**; O.P.U ; Alger ; 1<sup>ère</sup> édition; 1992,
- 7- Bourquinat H., **Finance internationale**, PUF, France, 1999.
- 8- ChoinelA., **Introduction à l'ingénierie financière**, Edition Revue Banque, Paris, 3ème Edition, 2002.
- 9- D' ArvisenetP., PetitJ. P., **Économie international, la place des banques**, Dunod Paris, 1999
- 10- DouhaneA., **Vade-mecum de la bourse des marchés financiers**, SEFI Canada, Paris, 2000.
- 11- DufugeurP. A., Gazeengel A., **introduction à la finance d'entreprise**, Dunod d'enterprise bordas, Paris.

- 12- Gillet R. et Minguet A., **Microstructure et rénovation des Marchés financiers en Europe**, Paris, Presse Universitaire de France, Paris, 1995.
- 13- Henry G. M., **les marchés financiers**, Edition Nathan, Paris, 1999
- 14- Jacquillat B. & Solnik B., **Gestion de portefeuille et des risques**; édition Dunod; 3ème édition; 2002.
- 15- Martina D., **Précis d'économie**, Edition Nathan, Paris, 1997.
- 16- Quinttard Pinon F., **Marchés Des Capitaux et Théorie Financière**, Edition Economica, Paris, 1998
- 17- Rimbart, Mordacq et Techemeni, les marchés émergents, economica, paris 1995.
- 18- Rsenfled F. & Hannonset R. & Sabatier R.; **Analyse financière et gestion de valeurs mobilières, Analyse des actions des sociétés**, Edition Dunod, Paris, 1989.
- 19- Simon Y., **Les marchés à terme du taux d'intérêt**, Edition Economica, Paris, 2ème édition, 1997.
- 20- Teulon F., **Les marchés des capitaux**, Edition Seuil, Paris, 1997.
- 21- THIERRY A., **INVESTISSEMENT ET CAPITAL; EDITION SEUIL, PARIS, 1997.**
- 22- Thomas. E & Copeland T., **Financial and Corporate Policy**, Addison- Wisely Publishing, New York, 1997.

## **B – LES BULLETINS ET LES ARTICLES**

- 1- Mouri, A., **le temps de la Bourse, Mutation**, chambre nationale de commerce d'Algérie, n°2, juillet 1992.
- 2- La Revue Économique, N° ; AVRIL 1994
- 3-
- 4- Belamiri, K., Code de commerce, société national de comptabilité, Alger, 1997.
- 5- Article 1, Décret n°93- 10 Relatif à la bourse des valeurs Immobilières Avr/mai 1997,
- 6- MEDIA BANK, le journal interne de la banque d'Algérie; N°27 DEC 96 JAN 97.
- 7- Media Bank, Media Bank, le journal interne de la banque d'Algérie, n°29 ; Avr/Mai 1997.
- 8- La notice d'information, Groupe SAIDAL, 1998.
- 9- Bulletin de la Commission, COSOB, N0 1, 1<sup>er</sup> Trimestre 1998.
- 10- Mouri, A, Marché des capitaux en Algérie: démarrage et développement, Media bank, journal interne de la banque d'Algérie Alger n°38, oct/ nov 1998.
- 11- . Dossier Admission en bourse des titres D'ERIAD-SETIF/SPA, Eriad-setif/spa, 28 juin 1999.
- 12- Finacial system and Economy; september, world economic outlook, 2006.

