

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة اكلي محند اولجاج- البويرة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية

دراسة حالة بورصة الجزائر

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية

تخصص: مالية المؤسسة

الأستاذ المشرف :

- د. عوينان عبد القادر

إعداد الطالبتين:

- أيت اكان عزيزة

- بوصيقيع فتيحة

لجنة المناقشة

- د. يحياوي سمير رئيسا

- د. عوينان عبد القادر مقرا

- أ. زيتوني كمال مناقشا

السنة الجامعية : 2015/2014

كلمة شكر

بعد شكر الله شكرا يليق بجلاله وعظيم سلطانه وكبريائه وعظمته
ومنه وكرمه الذي أحاطنا به ورعايته لنا في انجاز هذه الدراسة وما
توفيقنا إلا بالله والصلاة والسلام على خير خلق الله محمد وعلى آله وصحبه
ومن ولاة.

يسعدنا أن نتقدم بالشكر والتقدير للدكتور الفاضل عوينان عبد القادر الذي وافق
وأشرف على هذا الموضوع. لك منا أسمى عبارات الشكر والتقدير والاحترام على
مراجعتك وتوجيهاتك وملاحظاتك ونصائحك القيمة لبحثنا هذا.
وننتقدم بأسمى معاني التقدير إلى أعضاء اللجنة الموقرة الذين تحملوا عبء قراءة
ومناقشة هذه الأطروحة.
كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى السيدة طالب مريم التي لم تبخل علينا بالنصح والتوجيه
أثناء فترة إجراء التريص الميداني. و إلى كل عمال بورصة الجزائر.

إهداء

إلى الذي أحبه الشقاء لأجل سعادتي؛ إلى الذي علمني حلو الحياة ومرها؛ إلى الذي رسخ فينا مبدأ الاعتماد على النفس والتحمل والصبر أبي الغالي.

إلى الشمعة التي ذابت من أجل أن تضيء لي درب الحياة؛ إلى العين التي سهرت لأجل أن تشرق عليا شمس الأمنيات؛ إلى التي تعبت حتى يكون نصيبي النجاح أمي الحبيبة.

إلى من كانت نظراتهم إلى فرحتي و شجاري معهم شقوتي و حبي لهم حياتي إلى إخوتي:
عزالدين، سمير، محمد أمين، إلى أختي العزيزة صبرينة وزوجها إبراهيم.

إلى جميع الأصدقاء و الأحباب و الزملاء الذين عرفتهم وأحببتهم وأحبوني.

إلى من عملت معي بكلّ بغيّة إتمام هذا العمل صديقتي فتية.

إلى كل من كان دافعا، حافزا ومؤثرا منعني ذرة إرادة

عزيزة

إهداء

إلى من جرع الكأس فارغاً ليسقيني قطرة حبه، إلى من كلت أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة، إلى من صدّ الأشواق عن دربي ليمهد لي طريق العلم، إلى من شققت اسمه من اسمي وعمل وكّد وجدّ ثمّ خلّج حتى وصلت إلى هدفي أبي الغالي.

إلى ملاكي في الحياة، إلى معنى الحبّ و إلى معنى العنان والتفاني، إلى بسمّة الحياة و سرّ الوجود، إلى من كان دعائها سرّ نجاحي و حنانها بلسم جراحي أمي الحبيبة.

إلى الروح التي سكنت روحي، إلى رفيق دربي زوجي العزيز حمزة، الذي كان لي دعماً معنوياً، هذه الحياة بدونك لا شيء، معك أكون أنا و بدونك أكون مثل أي شيء.

إلى من كان حبهم يجري في عروقي و يلهج بذكرهم فؤادي إلى إخوتي: علي، حميد، همد نبيل، صفية، سارة وإلى روح أخي الطاهرة إسماعيل.

إلى فرحة البيت أبناء إخوتي: نسرين، خوله، عبد الرحمن، همد أمين و الكتكات إسماعيل ياسر و إلى كل أفراد العائلة.

إلى من عرفته معهم سنفونية الودّ و الصداقة و الاحترام صديقاتي العزيزات: زهرة، سعاد، إيمان، مريم، نصيرة، خوله، فوزية، فهميم، فايزة، حياة...

إلى من عملت معي بكّد بغية إتمام هذا العمل صديقتي عزيزة.

إلى أحبتي بلا استثناء، ما دامك الحياة صفحات دربها الإخلاص و الوفاء.

فتيحة

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات :

الصفحة	العنوان
	كلمة شكر
	الاهداء
II	قائمة المحتوى
II	قائمة الجداول
II	قائمة الأشكال
أ	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية
03	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية وتعريفها
06	المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية وشروط قيامها
09	المطلب الثالث: أركان السوق المالي ووظائفه
14	المبحث الثاني: أقسام السوق المالي
14	المطلب الأول: الأسواق النقدية
19	المطلب الثاني: أسواق رأس المال
35	المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
42	المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية
42	المطلب الأول: تعريف كفاءة السوق المالي وشروط كفاءته
45	المطلب الثاني: مستويات كفاءة السوق ومقوماته
47	المطلب الثالث: تعريف المعلومات وتحليلها
53	خلاصة
الفصل الثاني: الأسواق المالية في الدول النامية	
54	تمهيد
55	المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية

55	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية في الدول النامية وتصنيفاتها
57	المطلب الثاني: مراحل تطور الأسواق المالية في الدول النامية
58	المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية في الدول النامية
62	المبحث الثاني: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية
62	المطلب الأول: محددات نمو الأسواق المالية في الدول النامية
65	المطلب الثاني: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية
67	المطلب الثالث: صعوبات نمو الأسواق المالية في الدول النامية
69	المبحث الثالث: نماذج عن الأسواق المالية في الدول النامية
69	المطلب الأول: الأسواق المالية في تونس
74	المطلب الثاني: السوق المالية في مصر
84	المطلب الثالث: السوق المالي في عمان
90	خلاصة
الفصل الثالث: بورصة الجزائر وشروط كفاءتها	
92	تمهيد
93	المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر
93	المطلب الأول: نشأة السوق المالي الجزائري ومراحل انجازه
96	المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي الجزائري
97	المطلب الثالث: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر
105	المبحث الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر، مؤسساتها وأدائها
105	المطلب الأول: شروط الدخول لبورصة الجزائر
106	المطلب الثاني: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
111	المطلب الثالث: أداء بورصة الجزائر
115	المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها
115	المطلب الأول: المعوقات الاقتصادية
118	المطلب الثاني: المعوقات الاجتماعية والثقافية والسياسية والقانونية
120	المطلب الثالث: شروط فعالية البورصة واقتراحات تفعيلها

124	خلاصة
126	خاتمة عامة
130	المراجع
137	الملاحق

فهرس الجداول

والأشكال

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
23	ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولية والسوق الثانوية.	الجدول 01
32	الفرق بين الأسهم والسندات	الجدول 02
33	خصائص مختلف أنواع الأوراق المالية	الجدول 03
88	أهم مؤشرات بورصة تونس	الجدول 04
111	نشاط بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014	الجدول 05
112	تطور المؤشر بورصة الجزائر 2010 إلى 2014	الجدول 06
113	تطور الأسعار بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014	الجدول 07

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
15	مكونات الأسواق النقدية	الشكل 01
23	مكونات أسواق رأس المال	الشكل 02
24	أقسام الأسواق المالية	الشكل 03
79	أداء المؤشر EGX 30 من 2012-05-27 الى 2015-05-25	الشكل 04
80	أداء المؤشر EGX70 من 2012-05-27 الى 2015-05-25	الشكل 05
81	أداء المؤشر EGX100 من 2012-05-27 الى 2015-05-25	الشكل 06
82	أداء المؤشر النيل من 2012-05-27 الى 2015-05-25	الشكل 07
83	أداء المؤشر S&P/EGX ESG من 2012-05-27 الى 2015-05-25	الشكل 08
99	الهيكلة التنظيمية لـ COSOB	الشكل 09
111	الحجم المتداول في بورصة الجزائر من 2010-2014	الشكل 10
112	القيمة المتداولة في بورصة الجزائر من 2010-2014	الشكل 11
113	تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014	الشكل 12
114	تطور الأسعار في بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014	الشكل 13

مقدمة

يعتبر المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية، و هو عصب الحياة لأي مؤسسة اقتصادية باعتباره المحرك الأساسي للوظائف و المهام داخل المؤسسة و من ثم لا بد و أن يتوفر المال في الوقت المناسب و أيضا بالقدر المناسب، و لتلبية هذه الحاجة لا بد الاستناد أو التوجه نحو النظام المالي.

فالوظيفة الأساسية للنظام المالي هي تحويل المال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات الأخرى ذات العجز المالي، و يتم هذا التحويل من خلال الأسواق المالية التي تجمع بين عارضي و طالبي الأموال.

فوجود سوق المال بما يتضمنه من سوق رأس المال و سوق النقد، يعتبر أداة هامة لتوفير و تقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية والتي تكمل وظائفها في تعبئة المدخرات و توجيهها لتلبية احتياجات التمويل لتحقيق التنمية الاقتصادية.

إن الأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة و بالتالي تساعد على عملية التكوين الرأسمالي و تساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز.

إن دراسة الأسواق المالية أصبح من الموضوعات الهامة و يحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية وذلك نظراً لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصةً بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية .

وباعتبار أن أسواق المال تلعب دوراً استراتيجياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

ولقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق، وليس هذا وحسب بل انفتاحها أمام المستثمرين الأجانب أفراداً كانوا أم مؤسسات إضافةً إلى الدور الهام الذي أصبحت تتطلع به في مسيرة التنمية خاصة في البلدان النامية،* والتي تفتقر إلى وجود مثل هذه الأسواق بالإضافة إلى حاجتها إلى توفير بيئة استثمارية ملائمة وبالتالي فإن الأسواق المالية هي الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد

العالمي. وعلى البلدان النامية أن تحصل على تطور وتنمية الأسواق المالية، إذا أرادت أن تسير الركب الحضاري أو أن تلحق بالدول المتقدمة وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتنمية أسواقها المالية، بفعل إدراكها الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنميتها الاقتصادية.

إن تعداد أو تنوع مزايا الأسواق المالية لا يمكن القول أن كل الأسواق المالية في مختلف

الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية، فما تؤديه سوق مالية على درجة

كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه

الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية الاقتصادية ومع ذلك أصبحت مسألة زيادة

الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في تنمية

وتخصيص الاستثمارات. لا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تسهم في

التقييم للشركات المدرجة الذي يتم بناء عليه اتخاذ القرار الاستثماري كمجموعة عن تحليل للمعلومات المتوفرة والبيانات

المتاحة للمستثمرين. ومن هذا المنطلق فإن واقع الأسواق في الدول النامية يتبين أنه يواجه عدة صعوبات وعراقيل تقلل

من قدرة هذه الأسواق على القيام بدورها الرئيسي، المتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها إلى الاستثمارات الجديدة، مما

ينعكس على التنمية الاقتصادية فيها، ويؤدي إلى الرفع من المستوى المعيشي للأفراد وتحقيق الرفاهية للمجتمع.

تعتبر الأسواق المالية أداة مهمة في الاقتصاد الوطني وذلك من خلال الدور الذي تقوم به، فإن هذه الأسواق تتأثر

بالمغيرات الكلية الاقتصادية.

الإشكالية:

بناء على المعطيات السابقة يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي:

ما مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية؟

ويؤدي هذا التساؤل إلى طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية:

1- ما هو دور الأسواق المالية؟

2- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟

3- ما هي سبل تفعيل دور الأسواق المالية في الدول النامية؟

فرضيات البحث:

1- للسوق المالي دور أساسي في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية.

2- السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة.

3- لتفعيل الأسواق المالية في الدول النامية يتطلب وجود المناخ الاستثماري وتوفير الشفافية بالإضافة إلى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق.

حدود البحث:

الحدود المكانية: بورصة الجزائر.

الحدود الزمانية: سنة واحدة.

أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيار موضوع البحث المعنون بفعالية الأسواق المالية في الدول النامية فيما يلي:

- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.
- اعتبار الأسواق المالية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية .
- قلة البحوث المقدمة في الموضوع نتيجة لحدائته.
- إن هذا الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص وهو: مالية المؤسسة.

أهمية البحث:

تنبع أهمية الأسواق المالية من خلال الدور الذي تقوم به وهو تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار، كذلك تعتبر أداة فعالة في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد مما يخلق آثار جديدة. بالإضافة إلى أنها تقوم بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات عن طريق إعادة بيع الأسهم والسندات التي تم طرحها. كما تمثل أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع، فهي تشكل أهمية بالغة سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية.

أهداف الدراسة:

تعتبر التنمية الهدف الأساسي لكل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء ، غير أن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب التمويل وبالتالي فالأسواق المالية تمثل عنصر أساسي يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في التمويل الاقتصادي. و تهدف هذه الدراسة إلى:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية.

- معرفة متطلبات كفاءة الأسواق المالية.

- معرفة فعالية الأسواق المالية في الدول النامية.

منهج الدراسة:

للإجابة على التساؤل الوارد في الإشكالية ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي و التاريخي في بداية البحث في الفصلين الأول و الثاني واعتمدنا على منهج دراسة حالة في الفصل الثالث والمخصص لبورصة الجزائر.

الدراسات السابقة:

نحن بصدد إعداد هذا الموضوع، تم الاطلاع على بعض الرسائل التي تناولته وهي أساسا :

-**وليد أحمد صافي**: الأسواق المالية العربية: الواقع والأفاق، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، _ جامعة الجزائر _ سنة 2003م _، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية؟ وقد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول رئيسية:

حيث خصص الفصل الأول للمبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، إذ تطرق لتاريخ نشأة البورصة، أهميتها ووظائفها، الأدوات المالية المتداولة، أقسامها، والوسطاء العاملون فيها. أما الفصل الثاني فتناول فيه المراكز المالية الدولية، أساليب الربط بين البورصات، وأهم مستحدثات الأسواق من الأدوات المالية.

وفي الفصل الثالث قام بمعالجة أهم الأزمات المالية الدولية، بداية من أزمة الكساد العظيم التي حدثت في عام 1929م. مروراً بأزمة يوم الاثنين الأسود عام 1987م، وصولاً إلى أزمة نمور آسيا، بالإضافة إلى أزمة سوق الأوراق المالية في الكويت. ثم في الفصل الرابع تطرق إلى واقع الأسواق المالية العربية، من خلال النشأة التاريخية لها، نظمها وتشريعاتها، إلى جانب عرض أهم خصائص ومعوقات الربط فيما بينها.

والفصل الخامس والأخير الذي جاء بعنوان بعض الإسهامات لتنشيط البورصات العربية، حيث تناول فيه الأدوات المالية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية، كما تناول دور المصارف العربية والبنوك المقدمة العامة المركزية في تنشيط البورصات العربية، وأخيراً تناول تجربة ربط البورصات العربية من خلال الاتفاقيات الثلاثية بين أسواق الكويت، لبنان ومصر.

وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجه عدة عوائق حالت دون تحقيقه، ارتبطت بعضها بواقع الاقتصاديات العربية والأخرى ارتبطت بالأسواق المالية نفسها، ونحن متفقون معه

في هذه النقطة، لكن الاختلاف كان في النتيجة التي توصل إليها هي أن تطور الأسواق المالية العربية مرتبط بتطور أسواق السلع و الخدمات وحجم المبادلات، حيث يرى أنه هناك ارتباط وثيق بين السوقين، إلا أن الحل ليس الترابط بين السوقين، وإنما في إصلاح أوجه القصور المتمثلة في جانب توحيد التشريعات والتنظيمات توسيع نطاق السوق، إزالة كافة الاضطرابات في السياسات الاقتصادية المتبعة وتوفير مناخ الاستثمار الملائم.

- بوكساني رشيد: معوقات الأسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها.

و هي عبارة عن رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية السنة الجامعية: 2006/2005. حيث تدور إشكالية هذا البحث حول ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى بابين حيث تناول في الباب الأول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية في الفصل الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية و الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشرات وأثر العولة عليها و الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً وأسواق الأوراق المالية الناشئة

الباب الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها حيث يحتوي على الفصل الرابع: واقع أسواق الأوراق المالية العربية الفصل الخامس: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية الفصل السادس: تفعيل أسواق الأوراق المالية

العربية وسبل الربط بينها

و قد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة وإستعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار،. كما أن بعضها الآخر لا يزال في مرحلة الإنشاء مما يستلزم انقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولاً، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والاستقرار.

تقسيمات الدراسة:

قسمنا البحث إلى ثلاث فصول تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري للأسواق المالية في ثلاث مباحث في المبحث الأول عموميات حول الأسواق المالية والمبحث الثاني أقسام السوق المالي أما المبحث الثالث فتناولنا كفاءة الأسواق المالية، الفصل الثاني الأسواق المالية النامية في ثلاث مباحث في المبحث الأول عموميات حول الأسواق المالية النامية و المبحث الثاني فعالية الأسواق المالية في الدول النامية و المبحث الثالث تناولنا نماذج حول الأسواق المالية في الدول النامية أما الفصل الثالث فعالية السوق المالي الجزائري في ثلاث مباحث في المبحث الأول تقديم السوق المالي الجزائري و المبحث الثاني أداء السوق المالي الجزائري، أما المبحث الثالث معوقات السوق المالي الجزائري و سبل تفعيله.

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

تعمل الأسواق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنّها تمثل آلية من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية تمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، أي أن الأسواق المالية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك الرغبة والقدرة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتملك القدرة على الاستثمار.

وفي أداؤها لتلك الوظيفة، فإن الأسواق المالية تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة في استخدامات إنتاجية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية.

ويتناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية، حيث سنتناول في المبحث الأول كل من نشأة و تعاريف الأسواق المالية وأهميتها، أما المبحث الثاني فسنتناول مختلف تقسيمات الأسواق المالية ومؤشراتها أما المبحث الثالث فهو عن كفاءة الأسواق المالية وشروطها إلى مستوياتها، وكيف أن للمعلومات أهمية بالغة في تحقيق هذه الكفاءة في الأسواق المالية.

المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة، نظرا لما تزاوله من نشاط لذلك سنتناول في هذا المبحث عموميات حول الأسواق المالية في ثلاث مطالب في المطلب الأول نشأة الأسواق المالية ومفهومها والمطلب الثاني أهمية الأسواق المالية وشروط قيامها أما المطلب الثالث فسنتناول فيه أركان السوق المالي ووظائفه.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية ومفهومها

ارتبطت نشأة الأسواق المالية بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها ويوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تنتج عملية التبادل بين البائعين والمشتريين.

أولا: نشأة الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية.

كانت الأسواق في القدم تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقة وأن وسائل وأساليب التعامل بها كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كالمقايضة، وبعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود، وبعد أن تطورت وسائل الاتصال الحديث أصبح بإمكان البائع والمشتري أن يبيع ويشترى عبر وسائل الاتصال المختلفة ومن هنا يتبين أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذا السوق قد تغير، فهذا الأخير أصبح لا يشكل شرطا أساسيا لعمليات البيع أو الشراء، وإن كان المكان يعتبر مكملا أو شرطا يزيد من كفاءته وفاعليته.

أصبحت الأسواق التجارية في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة بعضها متخصص من بيع وشراء الأوراق المالية ويطلق عليه السوق المالي، على الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسجيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق¹.

¹ جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2002، ص ص 16، 17.

وقد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث أصبح يطلق عليها (البورصات) وبدرجة كبيرة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم².

تقسم مراحل إنشاء السوق المالي إلى³:

المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشية وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية....الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطر اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عليه من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية. في هذه المرحلة أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا للقواعد و أوامر البنك المركزي لذا أصبحت القروض التي تقدمها محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل. وأصبحت تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لد احتياجاتها من الأموال وتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، و اندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية و أصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل.

2 جمال جويدان الجميل، مرجع سبق ذكره، ص ص 16،17.

³ أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار معتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص ص 11،10.

ثانياً: مفهوم الأسواق المالية:

يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه. لكن بشرط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه، أي أن السوق المالي يجمع عامل الطلب والعرض والوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلالها سعر الورقة المالية⁴.

في الأسواق المالية، يتم بيع وشراء الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية، بل والمال نفسه، كذلك يمكن اقتراض الأوراق المالية وإفراضها⁵.

لا تختلف الأسواق المالية عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقع لالتقاء تيارى الطلب والعرض، فضلاً عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق، إلا أن ما يميز الأسواق المالية هي طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل وهي تتضمن عرض وطلب لرؤوس الأموال وما يتيح ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن⁶.

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بعض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدد بل يغطي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بالبائع والمشتري.

والسوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد مقارنة بسوق المادي إلا أن مفهومه لا يختلف عن مفهوم الأسواق الأخرى من حيث تنظيمها، و أن الأسواق المالية هي الوسيلة الوحيدة لضمان استخدام الأفضل لموارد المجتمع، فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال والذي يعتبر أهم عامل⁷.

4 أحمد أبو موسى، نفس المرجع السابق، ص 11.

5 برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 7.

6 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 19.

7 عمرو محي الدين، المال والصناعة، مجلة دورية، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي 200، ص 12.

ويعرف أيضا على أنه أداة عامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في تقنين الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة⁸؛

وقد عرف أيضا بأنه ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار، ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لفرص استثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة⁹؛

يوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تتيح لعملية التبادل أن تتم فيه بين البائعين والمشتريين وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما أو بطريقة غير مباشرة¹⁰؛

السوق المالية هي المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلاد إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة ومتطورة¹¹؛

السوق المالي هو مكان التقاء بائعي ومشتري لتداول الأوراق المالية وذلك بغض النظر عن مكان التداول و عن كيفية لقاء المتعاملين.

المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية وشروط قيامها

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة، نظرا لما تزاوله من نشاط.

أولا: أهمية الأسواق المالية:

تكمن أهمية الأسواق المالية فيما يلي¹²:

8 عبد الغفار حنفي و درسية قريضا، السوق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، مصر، 2001، ص 213.

9 أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص 110.

10 محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 51.

11 خليل الهندي و أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 56.

12 هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص ص 86، 45، 84.

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث أن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعينة يساهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها؛
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فعالا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح موارد تمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات، وخاصة عندما يكشف المدخرون بأن الفوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتباري في الأجهزة المصرفية؛
- تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف إقتصادية رئيسية؛
- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، كما ويلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا هاما من الأسواق المالية؛
- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبراتها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة؛
- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من فوائد الأدوات الاستثمارية والذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارات الأسواق المالية، خاصة عندما توجه حركات المضاربة والحد من المبلغة في حركات الأسعار؛
- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الإقتصاد؛
- إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية.
- وتزداد أهمية الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر التالية¹³:
- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص، وتنشيط الإقتصاد القومي ككل؛
- إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم؛
- تكوين تراكم رأسمالي لأجال قصيرة أو طويلة؛
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية لأوراق المالية؛

¹³ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007، ص 14.

- تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال أسهم وسندات بمعنى أنها السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريق تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر؛

- الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية.

ثانيا: شروط قيام الأسواق المالية

يتطلب تكوين سوق مالي توفر مجموعة من الشروط أهمها¹⁴:

أ- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة.

وتعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية، لذا فان تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم دون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة.

ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث يعد السوق بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروض تتمثل في السندات.

ج- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدولة: ومن أهم النظم والقوانين التي تتطلب تنسيق أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية.

د- الاهتمام بوسائل الإعلام: إن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحرص كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله، وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية.

هـ- وجود حد أدنى للاستقرار السياسي داخل الدولة: تعتبر من أهم العوامل التي تجذب رؤوس الأموال المحلية وتحويلها من ادخارات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، ويعتبر عاملا مهما لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وكذلك توفير التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج.

¹⁴ أحمد أبو موسى، نفس المرجع السابق، ص 13، 14.

المطلب الثالث: أركان السوق المالي ووظائفه.

تعتبر أركان الأسواق المالية من أهم المشاركين في السوق كونهم يقومون بخلق العمليات وتسييرها ومن وظائفه تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار.

أولاً: أركان الأسواق المالية:

أ- المقترضين والمستثمرين:

تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ويقصد بفئة الأفراد هم الذين تزايد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، ويقصد بالمؤسسات المالية البنوك ومكاتب السمسرة وشركات الإستثمار القادرة على إستثمار بعض أموالهم في مشاريع إستثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير، أو بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة. هذا ومن الجدير بالملاحظة أنه بمقدور هذه المؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية، إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد معقولة و مقبولة إضافة إلى توفير عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله والمحافظة عليها¹⁵.

ب- المقرضين أو المصدرين:

هذه الفئة تتكون من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إرادتهم النقدية تقل عن احتياجاتها الاستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال. ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية، أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسرة أو شركة استثمارية، بينما يمكن للأفراد الإقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض (المؤسسات المالية) والمقترض وهو الفرد وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية وسعر الفائدة وتاريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض¹⁶.

15 جمال جويدان الجميل، مرجع سبق ذكره، ص24.

16 مرجع سابق، ص 24.

ج- الوطاء أو الوطاء:

يقوم الوطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة، والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوطاء شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالية و أنظمتها وتعليماته¹⁷، يقوم الوطاء بمجموعة من الأعمال وهي:

- أعمال السمسرة: تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر، وهي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم (أو يقومون بها بأنفسهم الكترونيا) السمسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد¹⁸، ويمكن تلخيص هذه الأوامر فيما يلي:

- أوامر محددة: يعد السعر المحدد من قبل المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها، لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ فعند أمر الشراء المحدد، فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساويا له، بينما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساويا له، لذلك فإن القيام بالتنفيذ من قبل السمسار يرتبط بإعلان سعر يتناسب مع السعر المحدد (الشراء أو البيع) وفي مثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية¹⁹.

- أوامر السوق (البيع أو الشراء): ويعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا. وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق و إستلام الأمر، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة، ومعنى ذلك أن أمر السوق يعني بأن يترك العميل لسمساره حرية اختيار التنفيذ بأفضل سعر من وجهة نظره، ويكون غالبا أقرب سعر إلى سعر إقفال الورقة المالية²⁰.

17. وليد أحمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 35.

18. محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 248.

19. نفس المرجع السابق، ص 250.

20. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص 170.

- أوامر الإيقاف: وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهاً بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعوداً وهبوطاً) مختلفاً بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين²¹، ويأخذ أمر الإيقاف نوعان²²:

النوع الأول: أوامر تتعلق بالبيع، يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر أسهمها إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

النوع الثاني: أوامر تتعلق بالشراء، يقتضي بأن يقوم السمسار بشراء أسهمها إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم منشأة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف. كما يقو الوسطاء ب²³:

- صناعة الأسواق: من أعمال الوسطاء أو الوكلاء القيام بدور صناعة الأسواق وذلك لممارسة محكمته بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق، وفي هذه الحالة يقوم الوسيط بممارسة نشاطه إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه، ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

- توفير السيولة الأزمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب؛

- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي، وبما يتحقق نوع من إستقرار للأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

- قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية: يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين، سواء كان في صورة أسهم أو سندات، ويطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية، يقوم هو نفسه بشرائها لحساب الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار.

21 محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 251.

22 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 172.

23 جمال جويدان الجميل، مرجع سبق ذكره، ص ص 27، 28، 23.

- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين: لما كان الوسيط في الغالب عبارة عن مؤسسة مالية أو شركة استثمارية فإنه يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين بعمل آلية محددة لعمليات الدفع.
- تقليل المخاطر والنفقات: غالبا ما يكون الوسطاء كما وسبق أن ذكرنا مؤسسات أو شركات استثمارية، وبالنظر لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات، ما يعمل على تخفيض المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

ثانيا: وظائف الأسواق المالية

تتبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الإقتصادية في الاستثمار و الادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص. فهي تساعد على نقل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات الفائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين، أفراد ومؤسسات وحكومات (وحدات العجز) وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهرى لصحة الإقتصاد ونموه وحيويته، أما تفصيلات الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في هذا المجال الإقتصادي المهم فهي كما يلي²⁴:

أ- تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية، للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

ب- المحافظة على الثروة وتنميتها:

إنّ الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو القوة الشرائية حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل، فيتم بيعها لا سيما و أن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل أنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها ستساعد على نمو ثروة من يكتنيها.

ج- تسهيل الحصول على السيولة:

إنّ الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

24 زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص ص9، 10.

د- تسهيل الحصول على الائتمان:

والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد الوفاء في المستقبل، حيث تنتج الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

هـ- تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة الكميبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات وما شابهه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

و- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

التأمين: توضع ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل السرقات وتأمين السيارات...إلخ.

التنوع: أي تنوع مجالات و أوجه الاستثمار، وهو أمر واضح ومعناه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنوع.

التحوط: أي الدخول في العقود المستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن، وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

ي- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي، حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة، والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات و أذونات الخزينة) وبيعها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية، و إذا أراد مكافحة الركود فيقوم شراء سندات و أوراق و أدوات مالية أخرى²⁵.

25 زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع السابق، ص 11.

المبحث الثاني: أقسام السوق المالي:

تتنوع الأسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها أو تقسيمها، يقسم السوق المالي إلى سوق نقد للأموال قصيرة الأجل، وسوق رأس المال للأموال طويلة الأجل، وهذا الأخير يقسم حسب طبيعة الإصدارات إلى سوق أولية عندما يكون الإصدار لأول مرة، وكل ما يطرأ على هذه الإصدارات من تداول فإن السوق الثانوية تتولى مهمة مرونة تسهيل تلك الإصدارات، وهذا ما سنطرق إليه في المطلب الأول والثاني أما المطلب الثالث فسنرى فيه المؤشرات ومختلف استخداماته.

المطلب الأول: الأسواق النقدية

تمثل الأسواق النقدية مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل.

أولاً: تعريف الأسواق النقدية

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين مكن المال سبق أن اقترضه لطرف آخر، هذه الأدوات تكون قابلة للتداول و أن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة²⁶.

يعتبر السوق النقدي بمثابة آلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال القصيرة الأجل لفترة تقل عن سنة، ففي هذا السوق يتقابل عرض الأموال القابلة للإقراض قصيرة الأجل مع الطلب عليها²⁷.

ثانياً: مكونات الأسواق النقدية

يمكن أن تقسم الأسواق النقدية بدورها إلى:

26 عبد النافع الزرري وغازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 36.

27 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 119.

أ- السوق الأولية: وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، وبأسعار فائدة تتعدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية²⁸.

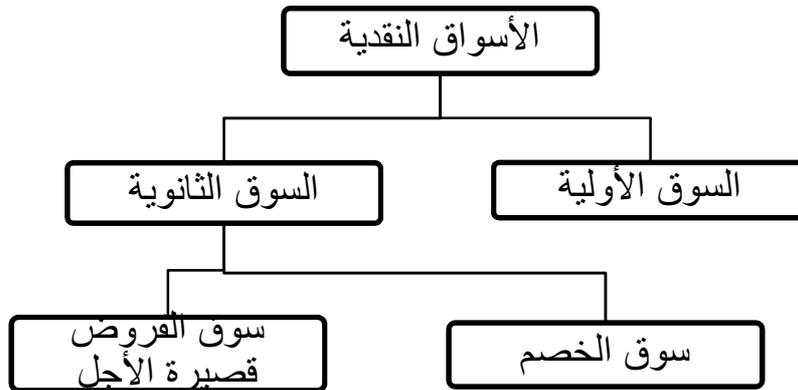
أ- السوق الثانوية²⁹: وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تنحدر حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.

- سوق الخصم: هو السوق التي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية، القبولات المصرفية وأذونات الخزنة) وهذه الأدوات وغيرها سيتم تناولها بالتفصيل لاحقاً.

- سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحدة وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات و الأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الاقتراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من الناحية الأخرى.

وفيما يلي مخطط يوضح مختلف مكونات الأسواق النقدية.

الشكل رقم 01: مكونات الأسواق النقدية



المصدر: السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 94.

²⁸ السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع السابق، ص 93.

²⁹ نفس المرجع، ص 94.

ثالثاً: أدوات الأسواق النقدية

تتوافر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها بخاصية القابلية للتسويق العالية، والمخاطرة تكون منخفضة، وبأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة، و الأنواع المتاحة في سوق النقد هي:

أ- **أذونات الخزائنة:** هي عبارة عن التزامات قصيرة الأجل تصدرها الحكومات للحصول على التمويل اللازم لتغطية العجز في الميزانية أو سداد الديون التي استحق سدادها، تكون هذه الإصدارات بأحجام كبيرة تباع لكبار المستثمرين وتجار الحكومة، حيث يقوم تجار الحكومة بشراء الأذونات من الحكومة و إعادة بيعها للمستثمرين مقابل تعريفه "afee" وكذلك البيع والشراء لبعضهم البعض أو لعملائهم من المؤسسات المالية مثل البنوك ومؤسسات الإيداع وشركات التأمين وصناديق المعاشات³⁰.

ب- **قرض الاحتياطي الإلزامي:** هو قرض يقترضه البنك من بنك آخر من فائض الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي، فهو تمويل قصير الأجل بين البنوك وعادة لفترة يوم واحد، ويدفع على هذا القرض معدل فائدة مرة واحدة عند نهاية اليوم. فالبنوك التي لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي تقرض البنوك التي لديها عجز في احتياطي لدى البنك المركزي³¹.

ج- **شهادات إيداع القابلة للتداول:** هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية، والتي يثبت فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد ولمدة محددة لا تزيد عن سنة، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد.

تتميز شهادات الإيداع بأنها لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق ولكن يمكن بيعها في السوق الثاني الذي يشمل البنوك التجارية، البنوك الاستثمار، وبنوك السمسرة³².

د- **الكمبيالات:** هي عبارة عن أداة دين قصيرة الأجل أو متوسطة لا تزيد عن خمس سنوات، يصدرها أفراد أو شركات أو دوائر حكومية، للحصول على قروض من شركات و أفراد آخرين. والكمبيالات عبارة عن عقد اقتراض يتولد عنه فوائد محددة وتستحق في تواريخ محددة³³.

30 إسماعيل عبد الفتاح، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجماعي، مصر، 2007، ص ص57.

31 عبد النافع الزري وغازي فرج، مرجع سبق ذكره، ص ص37،38.

32 إسماعيل عبد الفتاح، مرجع سبق ذكره، ص58.

33 عبد النافع الزري وغازي فرج، مرجع سبق ذكره، ص43.

هـ- **القبولات المصرفية:** نشأة هذه الأداة في سوق النقد نتيجة التطور في المعاملات التجارية الدولية منذ فترة طويلة، والقبول المصرفي عبارة عن حوالة مصرفية (وعد بالدفع يشبه الشيك) مؤجلة الدفع تصدرها البنوك تجارية وتكون مضمونة الدفع من قبل البنك الذي يتعامل معه الشركة، ويؤيد البنك قبول دفع قيمة هذه الحوالة عند الاستحقاق وذلك بكتابة كلمة "قبلت" على وجه الحوالة³⁴.

و- **الأوراق التجارية:** تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي تتراوح فترات استيفائها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، تتكون هذه الأداة قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد معينة، والتي هي عادة منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة³⁵.

ن- **اتفاقيات إعادة الشراء:** وهي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد و أسبوعين.

وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المحطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جدا، على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة³⁶.

ي- **اليورو والدولار:** مصطلح اليورو والدولار يعني ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، وقد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى إقبال الشركات المتعددة الجنسيات على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها الى أوروبا وآسيا والشرق الأوسط ومناطق أخرى، إضافة إلى طلب الحكومات على الدولار وطلب البنوك الأمريكية الأم لمواجهة احتياجاتها من أجل تغطية الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي الأمريكي أو الأغراض السيولة³⁷.

³⁴ عبد النافع زوي وغازي فرج، مرجع سبق ذكره، ص 38.

³⁵ نفس المرجع، ص 39.

³⁶ هو شيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص 143، 144.

³⁷ عبد النافع الزري وغازي فرج، مرجع سبق ذكره، ص 40.

رابعاً: المؤسسات المالية العاملة في السوق النقدية

يتمثل المشاركون في سوق النقد من مقترضين ومقرضين الأموال، وفيما يلي عرض موجز لأهم المؤسسات العاملة في سوق النقد³⁸:

أ- الخزانة العامة: وهي تمثل المقترض الرئيسي في سوق النقد، وتمثل أذونات الخزينة الشطر الأعظم من مفردات الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد، وتعرف أذونات الخزانة بأنها عبارة عن صكوك مديونية على الدولة.

ب- البنك المركزي: ويقع البنك المركزي في قمة هرم سوق النقد، وهو المهيم عليها سواء ما يقوم به من وظائف بنفسه أو بماله، من سلطات على باقي مؤسسات سوق النقد، ويعتبر البنك المركزي مصدر رئيسي للأموال في سوق النقد سواء عن طريق إصداره لأوراق النقد أو لقيامه بشراء كميات كبيرة من أدوات سوق النقد.

ج- البنوك التجارية: تعتبر لبنوك التجارية من ضمن الأطراف التي لها دورين وهما المقترض والمقرض في سوق النقد فهي تقوم بتجميع المدخرات في صورة ودائع بوسائل متباينة وعلى الجانب الآخر تقوم بتوظيف تلك الأموال عن طريق اقتراض جزء منها للمؤسسات والهيئات وتقوم باستثمار الجزء الآخر في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، فتحفظ البنوك التجارية بكميات كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد لإستفتاء متطلبات السيولة، وبمعنى آخر فإن دور البنوك التجارية في سوق النقد له وجهان³⁹:

الوجه الأول: والتي يتمثل في العمل على جلب المدخرات من المؤسسات والأفراد في صورة ودائع ذات أنواع و أجال مختلفة مثل شهادات الإيداع.

الوجه الثاني: فهو استخدام تلك الأموال سواء في شكل قروض ممنوحة أو شكل من أشكال الاستثمار في الأوراق المالية.

د- منشآت الأعمال غير المصرفية: وتتمثل وظيفته الرئيسية في تجميع المدخرات واستثمارها بدون القيام بنشاط ائتماني مباشر يتمثل في منح قروض، مثل شركات التأمين وصناديق التوفير ومؤسسات الادخار⁴⁰.

38 صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 72.

39 مصطفى محمد عبده، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، كليوباترا لطباعة والكمبيوتر، مصر، 2001، ص 143.

40 مرجع سابق، ص 143.

هـ- شركات التمويل: وتقوم بتمويل عمليات بيع السلع الاستهلاكية المعمرة، ويتم ذلك عن طريق خصم كمبيالات البيع بالتقسيط، يسحبها موزعوا هذه السلع من عملائهم وتتكون موارد شركات التمويل عادة من أموالها الخاصة وما تستطيع الحصول عليه من قروض قصيرة الأجل من البنوك التجارية⁴¹.

المطلب الثاني: أسواق رأس المال:

إن أسواق رأس المال يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

أولاً: تعريف أسواق رأس المال

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، بصورة مباشرة بالاكتتاب بالأسهم والسندات⁴². هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بأدوات طويلة الأجل من أسهم وسندات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة، مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية⁴³.

ثانياً: مكونات أسواق رأس المال:

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق مستقبلية وأسواق فورية وهي كالتالي:

أ- الأسواق المستقبلية: وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، كأن تشتري أوراق مالية وتعاقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور، والهدف من مثل هذه الصفقات هو الحد من المخاطرة التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلاً، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شراءها خلال ذلك، فيتعاقد على شراءها الآن وبسعر يتفق عليه الآن ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضاً سيتم عند التسليم⁴⁴.

ب- الأسواق الفورية: يقصد بها الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) والتي تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية⁴⁵.

41 مصطفى محمد عبده، نفس المرجع السابق، ص 144.

42 أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 120.

43 هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 68.

44 زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 14.

45 حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار كندي، مصر، 2002، ص 24.

كما تعرف على أنها سوق مستمرة ثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة يجب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد والرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية فيها بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى⁴⁶.

تنقسم أسواق الأوراق المالية أسواق أولية وأخرى ثانوية وهي كالتالي:

- الأسواق الأولية:

سوق الإصدار أو السوق الأولية وهي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو سوق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، حيث يتم بيع الأسهم والسندات في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية⁴⁷.

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة. إن التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدار الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية⁴⁸.

إن الحدود الجغرافية للسوق الأولية تتمثل بمجموعة المؤسسات المالية المنتشرة في البلد المعني، وفي الدول التي تتسم أسواقها بالصغر والنمو، تمثل المصاريف التجارية الخاصة والحكومية مهام السوق الأولية، حيث تقوم بمهمة تسويق الإصدارات الجديدة إلى الجمهور.

- الأسواق الثانوية:

وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم أو السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلا التعامل بها من قبل في السوق الأولية، فعندما يشتري أحدنا أسهم شركة من شخص آخر تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية، لأن الشخص الآخر كان قد اشترى تلك الأسهم من السوق الأولية عندما أصدرت الشركة أسهمها للمرة الأولى أو من شخص كان قد اشتراها عن طريق السوق الأولية⁴⁹.

46 صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003، ص15

47 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص130.

48 أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص121.

49 حسين عصام ، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص22

فعندما يبيع أحد البنوك أو شركات التأمين أو أحد الأشخاص ما يملكه من سندات تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية، إذن فإن الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية هي تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة، وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية بالنسبة للبائع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، وهي أيضا من الوظائف الرئيسية التي تقوم بها الأسواق المالية بشكل عام.

ويتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة لذلك هي قاعة التداول في بورصة الأوراق المالية مثل بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة نيويورك أو بورصة طوكيو.

يلاحظ أن العلاقة قوية جدا بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية حيث يكمل بعضها عمل بعض، ويجب التذكر بأن الأسواق الثانوية لا يتم فيها أية إصدارات جديدة بل يتم فيها تداول الإصدارات القديمة من حين لآخر، ومن مظاهر العلاقة القوية بين السوقين الأولية والثانوية أنه إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم من السوق الثانوية فإن هذا يؤثر بنفس الاتجاه وإيجابيا على أسعار الأسهم أو أسعار الفائدة في السوق الأولية والعكس صحيح، ويحدث هذا الأمر لأن المستثمرين النشطين ينقلون استثماراتهم بين السوق الأولية والثانوية باستمرار وحسب ما يرون أنه يحقق مصالحهم في الاستثمار فيوجد العديد من مؤسسات الاستثمار ذات النشاط الكبير في كلا السوقين، فإن ما وجدت إحدى المؤسسات أن هناك صفقة جيدة في السوق الأولية فإن ذلك قد يدفعها إلى بيع جزء من استثماراتها في السوق الثانوية لتمويل الصفقة من السوق الأولية⁵⁰.

تصنف السوق الثانوية طبقا لصيغة تنظيمها إلى أسواق منتظمة، أسواق غير منتظمة، السوق الثالثة والسوق الرابعة وهي كالتالي:

– الأسواق المنتظمة:

يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، ويدير هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق المسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة يتم التعامل في الأسواق المنتظمة في قاعة مخصصة تسمى أيضا قاعة التداول، وهي مجهزة بالأجهزة اللازمة وموظفين نشطين متخصصين وألواح لإجراء مزايدات عليها أو يكون التعامل الكترونيا، وهو تطور حديث بعد انتشار تكنولوجيا المعلومات⁵¹.

50 حسين عصام، نفس المرجع، ص 22.

⁵¹ مرجع سابق، ص 17.

– الأسواق غير المنتظمة:

أسواق مختصة بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أم غير المسجلة، فيما يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجارة والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمرين أن يختار أفضل الأسعار⁵²، وهذه الأسواق بدورها تنقسم إلى:

– السوق الثالثة:

تتكون من بيوت السماسرة ومن غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة، مهما كبر حجم الصفقة أو صغر، والمستثمرين في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية، الأسهم التي تركز عليها هذه السوق للتعامل لا تتجاوز 200 سهم، تصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الإستثمارية الكبيرة لتمنعها بخضم العمولة، التي لا يمكن الحصول عليها في السوق المنتظمة، التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة. إن السبب الرئيسي في إنخفاض العمولة بهذه السوق لكون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق كما هو الحال في السوق المنتظمة، هذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين⁵³.

– السوق الرابعة:

يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيها بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، تصنع هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، سمة السوق هي السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق مناسبة قويا للأسواق المنتظمة، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق⁵⁴.

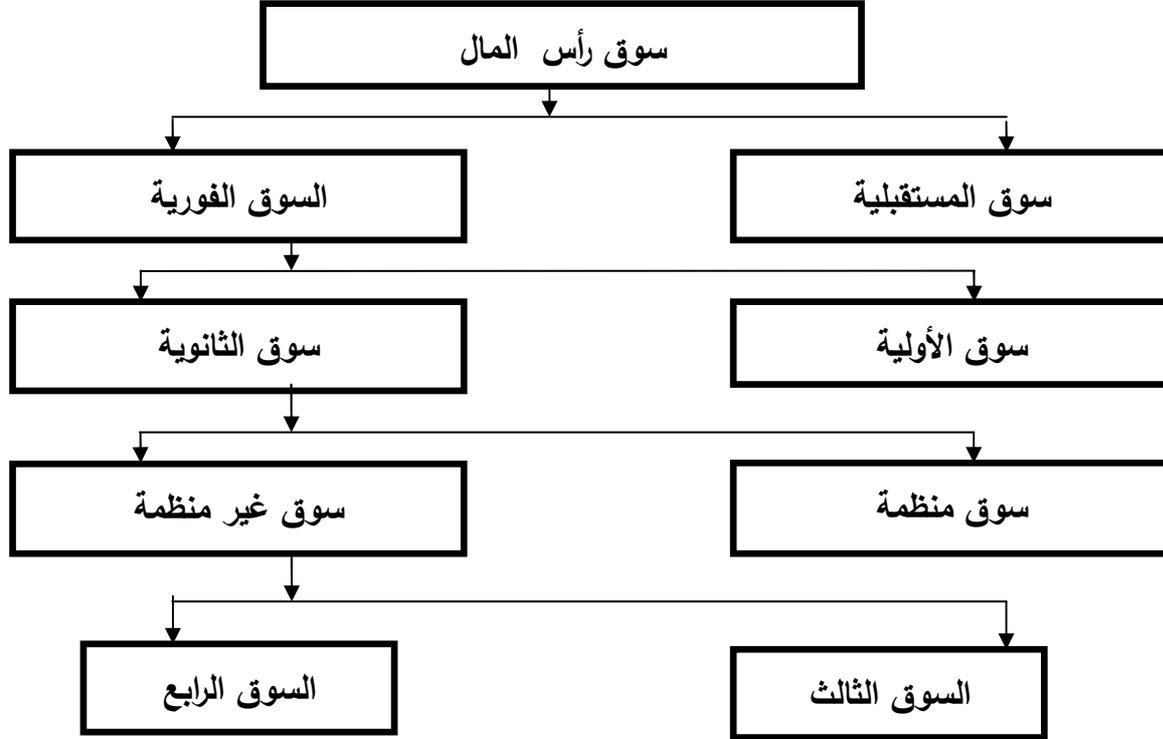
52 حسين عصام، نفس المرجع السابق، ص22.

53 أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص125

54 مرجع سابق، ص125.

وفيما يلي مخطط توضيحي لمختلف مكونات أسواق رأس المال.

الشكل رقم 02: مكونات أسواق رأس المال



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص95.

وفيما يلي جدول يبين أهم الفروق التي استخلصت من دراسة تقسيمات سوق رأس المال.

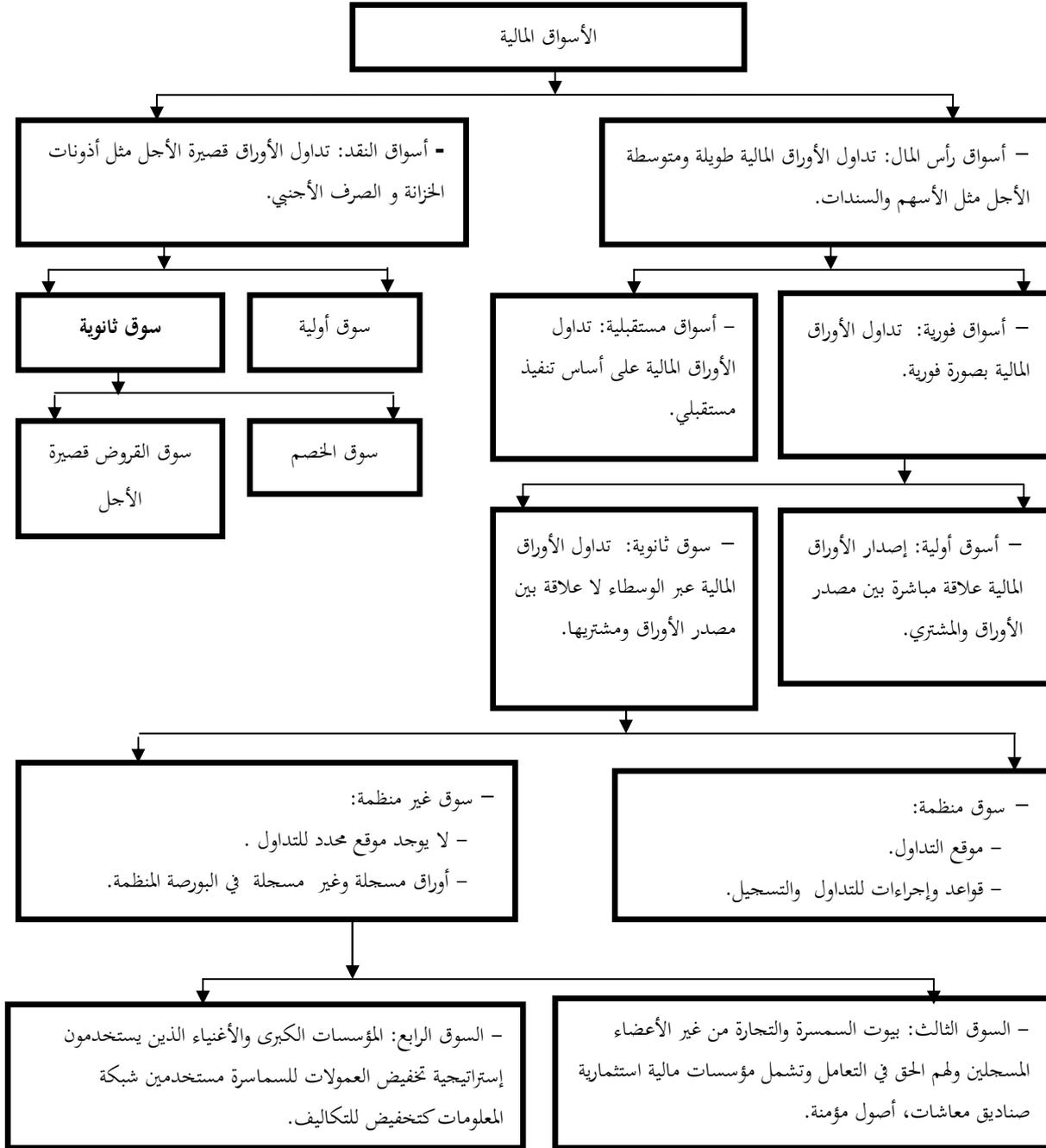
الجدول رقم 01: ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولية والسوق الثانوية.

السوق الثانوية	السوق الأولية	معايير التفرقة
- تبادل القيم المتداولة. - المؤسسات المالية المختصة والجمهور.	- إصدار القيم المتداولة. - المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المختصة.	- الوظيفة الأساسية. - المتعاملون
- توظيف الإدخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية.	- توظيف الادخار.	- الأهمية بالنسبة للمستثمر.
- البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء .	- بالخزينة العمومية، البنوك، صناديق الادخار، والبريد... إلخ.	- المؤسسات المختصة في جمع الأموال

المصدر: محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002، ص63.

وبعد دراستنا لمختلف تقسيمات الأسواق المالية، قمنا بوضع مخطط يبين مختلف تقسيمات الأسواق المالية وهو كالتالي:

الشكل رقم 03: أقسام الأسواق المالية.



المصدر: محمد محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 45.

ثالثاً: أدوات أسواق رأس المال

تتوفر في سوق رأس المال مجموعة من الأوراق المالية والمتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية والتي تتميز بكونها طويلة ومتوسطة الأجل عكس أدوات السوق النقدية التي لا تتعدى مدتها سنة.

أ- الأسهم:

- تعريف الأسهم:

للأسهم عدة تعاريف نذكر منها:

السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها في جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة⁵⁵.

يعرف 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 تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسئولة المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم⁵⁶.

الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن قيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون⁵⁷.

- قيمة السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

القيمة الاسمية: هي قيمة السهم عند إصدار أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة⁵⁸.

55 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص147.

56 طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص11

57 هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص92.

58 محمد صالح الحناوي ونحال فريد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص11.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم، وعلى الرغم من إن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا انه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا أو ربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة التالية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين} - \text{رأس المال} - \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة⁵⁹.

القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، وكذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات⁶⁰.

- أنواع الأسهم وخصائص كل منها:

- تقسيم الأسهم حسب الشكل:

تقسم الأسهم حسب الشكل إلى⁶¹:

-**الأسهم الاسمية:** تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.

59 محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص92.

60 هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص92.

61 ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص ص38-39.

- الأسهم لحاملها: لا يذكر فيها اسم المساهم، وإنما يذكر أنه لحامله، ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى أخرى.

السهم الذاتية: تصدر لإذن شخص معين أول مرة، ويتم تداولها بالتظهير ويشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية قد دفعت بالكامل.

- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

تقسم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى⁶²:

- أسهم عينة: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي نقدا.

- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أي عند صدور العقد التأسيس للشركة.

- تقسيم الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

- الأسهم العادية⁶³: الأسهم العادية تمثل أموال ملكية، يتمتع حاملها بحقوق، وحددتها الأعراف وقانون الشركات، ولكن أفضل وصف للأسهم يأتي من خلال التعرف على حقوق حملتها التي يضمنها لهم قانون الشركات وهي:

- حق في الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها الحق في الأرباح المحتجزة؛

- حق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها؛

- الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين وفي التصويت القضايا المطروحة على الهيئة؛

- حق نقل الملكية عن طريق البيع وإهدائها أو توريثها؛

- حق الأولوية في الإكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة؛

- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم وحق انتخاب مجلس الإدارة ومساءلتهم.

62 فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 82.

63 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 147.

- الأسهم الممتازة⁶⁴: ويطلق عليه اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، ويتمتع حملة الأسهم الممتازين بالحقوق التالية:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، أي قبل توزيع أي ربح على حملة الأسهم العادية، وهذا من شأنه ان يحقق نوعها من الضمان لأصحابها في الحصول على الأرباح؛

- حق الأولوية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة السهم الممتاز أو جزء من هذه القيمة قبل سداد قيمة الأسهم العادية.

وتوجد أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة كما يلي⁶⁵:

- أسهم ممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح: وتعنى الأسهم الممتازة بمجموعة الأرباح، أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما ترحل وتجمع مع المستحق في السنة المالية التالية وتحصيل هذه الأرباح المجمعة معاً، وإذا لم تكفي تجمع أرباح السنة التالية وهكذا. أما الأسهم غير مجمعة الأرباح فتعنى أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها.

- الأسهم الممتازة للاستدعاء وغير القابلة للاستدعاء: الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم والسندات فهي من ناحية يتم ردها وفقاً لما هو محدد في نشرة الاكتتاب، وهي خاصية من خصائص الدين وفي نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية من خصائص الأسهم العادية، وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مجموعة الأرباح.

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح: تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، بينما يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة.

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل: أحيانا تعطي للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقاً للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب.

64 ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 40.

65 طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 13، 14.

- الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

يتمثل الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في⁶⁶:

- حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة والأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية؛

- هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز أن يحصل عليه، ويحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية؛

- غالباً لا يكون حق التصويت الدائم لحملة الأسهم الممتازة،

- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة.

ب- السندات:

- تعريف السندات:

تعددت التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي لنفس المعنى وهي كالتالي:

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض " المصدر " بدفع مبلغ معين من المال " القيمة الاسمية " إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين⁶⁷.

السند ورقة مالية تمثل قرضاً طويلاً أو متوسط الأجل وكاملة الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة⁶⁸.

هو أداة دين لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه الحق في الحصول على فوائد تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته عند حلول اجل الاستحقاق⁶⁹.

66 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص148.

67 .B. laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris.France, 1990, P 18.

68 J Peyard , La bourse, Imprimerie Herissey a ayreux, 3 éme édition, 1993 .p 27.

69 Laurence Gitman et Michel Joehmk, Investissement et marchés financiers, Pearsom éducation France, 9 édition, 2005, p12.

من خلال هذه التعاريف نستخلص أهم المعلومات التي تصاحب هذه السندات⁷⁰:

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.

- معدل الكوبون: وهو ما يعبر عنه سعر الفائدة الاسمي على السند المصدر ويطلق عليه معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على الكوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

- أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، وهو عادة ما يكون لأجل طويلة.

- أنواع السندات:

- التصنيف طبقاً لشكل السند:

يمكن تصنيف السندات طبقاً لشكل السند إلى:

- السندات الاسمية: هي السندات التي يكتب فيها اسم المالك، يسجل هذا الاسم عند الإصدار على وجه السند، وتحتفظ الشركة بسجل خاص لحاملي السندات ويتم فيه تسجيل أي تغييرات تطرأ على الملكية نتيجة لتداول السندات⁷¹.

- السندات لحاملها: عندما يصدر السند خالياً من اسم المستثمر تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وعند تاريخ الاستحقاق يحق لحاملها استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة⁷².

- التصنيف من حيث الجهة المصدرة:

تصنف السندات من حيث الجهة المصدرة إلى⁷³:

- السندات العامة: هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل فيها الطرف المدين، أما الدائنون فهم البنوك أو الشركات القطاع العام أو الخاص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة؛

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

70 سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 2002، ص 51.

71 وليد أحمد صاني، الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية ونقود، جامعة الجزائر، السنة الجامعية، 2002-2003، ص 35.

72 وليد أحمد الصاني، الأسواق المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 110.

73 M. Donis , Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille, Québec, SMG, 1993, P61.

-السندات الخاصة: هي السندات التي تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، من أهم مميزاتهما أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

- التصنيف من حيث العوائد:

تصنف السندات من حيث العوائد إلى⁷⁴:

-السندات ذات معدل ثابتا: في هذا النوع من السندات يقدم عائدا ماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمرين من الحصول عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

-السندات ذات معدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق.

- التصنيف من حيث القابلية للتحويل:

و تصنف من حيث القابلية للتحويل إلى⁷⁵:

-سندات غير قابلة للتحويل: وهو الشكل السائد والشائع لسندات الإقراض، فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل.

-السندات القابلة للتحويل: تتميز بجميع خصائص السندات العادية إلا أنها تتميز بميزة إضافية وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات قد يفضلها الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية.

- التصنيف من حيث تاريخ الاستحقاق:

يمكن تصنيفها إلى⁷⁶:

-سندات تسديد عند تاريخ الاستحقاق: تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ استحقاقها.

-سندات تسديد قبل تاريخ الاستحقاق: وذلك بهدف تقليل ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

74 سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص52.

75 وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص 36،37.

76 G.Defosse et P.B alley , **Le bourse des valeurs**, Edition Boucheue, Alger, 16 émé Edition, 1993, P18.

- التصنيف من حيث الضمان:

يمكن تصنيفها إلى⁷⁷:

-سندات مضمونة : من أجل جذب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات الحق التصرف في هذه الأصول لإستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالإلتزامات اتجاههم.

-سندات غير مضمونة: أي أن الضمانات الفعلية لهذه السندات، هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي أي قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

- خصائص السندات:

تتميز السندات بالخصائص التالية⁷⁸:

- يعتبر السند مستند دين لحاملة على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامله التدخل في الشؤون الشركة وخدماتها؛
- لحامل السند الحق في الحصول على عائد اي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة،

- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛

- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير.

وفيما يلي جدول يبين وباختصار أوجه الفرق بين الأسهم والسندات.

77 ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 33.

78 سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص291.

جدول رقم 02: الفرق بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس مال الشركة
2- حامل السند دائن للشركة بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك فيس الشركة بقدرة رأسماله.
3- ربح السند ثابت لا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب متاجر الشركة، وقد يكون هناك خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة.	4- حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند تصفية الشركة ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفيته الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون.

المصدر: محمد صريفي، مرجع سبق ذكره، ص14.

وفيما يلي جدول يبين وباختصار أوجه الفرق بين مختلف خصائص الأوراق المالية من أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات.

جدول رقم 03: خصائص مختلف أنواع الأوراق المالية

الورقة المالية	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
عامل المقارنة			
أولاً: الحق في الحصول على دخل.	-الدرجة الأولى في السداد. -ثابت ومحدد.	-المرتبة الثانية. -ثابت ومحدد.	-المرتبة الثالثة. -المتبقي وغير محددة.
1- من حيث الأسبقية. 2- من حيث مبلغ الدخل أو العائد			
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية.	-المرتبة الأولى. -محدد.	-المرتبة الثانية . -محدد.	-المرتبة الثالثة. -المتبقي وغير محدد.
1- درجة الأسبقية. 2- المبلغ.			
ثالثاً: الحق في إسترداد والقيمة.	-محدد مسبقاً وله تاريخ سداد.	-ليس له تاريخ استحقاق.	-ليس له تاريخ استحقاق.
1- تاريخ الإستحقاق.			

المصدر: محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

ج- المشتقات:

-تعريف المشتقات المالية:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كألسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها العقود المستقبلية، عقود المبادلات⁷⁹. سميت هذه الأدوات المالية بالمشتقات المالية لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره يشتق من موجود آخر، وتعرف هذه الموجودات بالموجودات الأساسية والتي قد تتضمن مثلاً الأسهم والسندات والعملات... إلخ⁸⁰.

- أنواع المشتقات المالية:

تتمثل انواع المشتقات المالية في⁸¹:

- **الخيارات:** الخيار هو الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك، ومن الخيارات خيار أروبي وآخر أمريكي والفرق بينهما أن الأول لا ينفذ إلا في تاريخ محدد أما الخيار الأمريكي فيمكن أن ينفذ في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد، وهي:

خيار الشراء: الذي يعطي الحق لمالكة بشراء أي من الموجودات المالية.

خيار البيع: الذي يعطي الحق لمالكة في بيع الموجودات المالية بسعر محدد في المستقبل.

- **المبادلات:** هو اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات خلال مدة محددة سبق تحديدها بالتبادل بالأساس هو

استبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن السلعة مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر.

- **العقود المستقبلية:** هذه العقود تتم بين طرفين بائع ومشتري، يتعهد فيها البائع بتسليم أصل، بكميات وبسعر معين في تاريخ معين في المستقبل، فالعقود المستقبلية تعتبر عقود منظمة، حيث ظهرت حديثاً نتيجة لوجود بورصة العقود التي تدخل كطرف وسيط بين البائع والمشتري، وتضمن تنفيذ العقد بحيث تضمن أن كلا من البائع والمشتري سوف يلتزم بتنفيذ العقد وبالتالي تقل بعض مخاطر العقود الآجلة التي لم تكن مضمونة.

79 أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003، ص 211.

80 حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 15-17.

81 معارف عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 05.

- العقود الآجلة: يعرفها كولب Kolb بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد، ويكون على شكل موجود معين بوجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل.

- مستعملوا المشتقات المالية:

هناك ثلاث أنواع من مستعملي أسواق المشتقات وهم⁸²:

- المتحوطون: ويستعملون التحوط من خلال الدخول في صفقات لغرض حماية أعمالهم أو موجوداتهم ضد

التغير في بعض الموجودات الأساسية، إذ تشتري الأدوات المالية المشتقة كتحوط ولضمان امتلاك قيمة موجبة في التحركات التي تحصل على الموجودات الأساسية.

- المضاربون: وهم من يتخذ موقع في الأدوات المالية والموجودات الأخرى مع اعتبارات الحصول على أرباح من

التغيرات الحاصلة على قيمة الموجود، فهم يقبلون بمخاطرة عالية مع توقع لمكافأة عالية.

- المراجحون: إن عمل المراجحة هو استثمار الاختلافات في السعر لأدوات أو موجودات متشابهة، فالمراجح

يشترى بالسعر المنخفض ثم يبيع مباشرة بالسعر المرتفع لنفس السلعة في سوقين مختلفين.

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

يمثل مؤشر السوق قيمة بقيمة مطلقة بصورة متوسطات، أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والقياس، وتستعمل كمرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار.

أولاً: تعريف المؤشرات

يعبر عن قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس، يقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق.. الخ. الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها. يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشأة التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه⁸³

82 مرجع سابق، ص 340.

83

كما يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنتظمة⁸⁴.

ثانيا: استخدامات المؤشرات

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، ومن بين تلك الاستخدامات ما يلي⁸⁵:

أ- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:

حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد المحفظة الأوراق المالية (إيجابيا أو سلبيا) مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

ب- تقدير مخاطر المحفظة:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

ج- الحكم على أداء المديرين:

وفقا لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا، الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

84 Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), **guide de l'investisseur**, Novembre 1997, p21.

85 محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 252.

د- التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، هو ما يشار عليه عادةً بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه الحال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم

ثالثاً: المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية

المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية هي⁸⁶:

أ- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

– الرسكلة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي للدولة.

قيمة الأسهم المدرجة في السوق

$$\text{الرسكلة السوقية} = \frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

الناتج المحلي الإجمالي

– عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

ب- السيولة: وتحدد عن طريق:

– نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي؛

– الدوران: نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسكلة السوق.

ج- تقلبات العوائد: ويمكن قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة

زمنية معينة أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري.

د- درجة تركيز السوق: وتحسب بقياس الرسكلة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

86 حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، والعدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص 8.

رابعا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية

إن الحديث عن المؤشرات المعتمدة مرتبطة بالأسواق الدولية التي تتبني هذه المؤشرات.

أ- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

- مؤشر داوجونز الصناعي (DJIA)the dow jones industrial average: يحتوي هذا المؤشر 30 شركة صناعية في الولايات المتحدة الأمريكية يعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الموزون بالسعر و يعتمد على سعر السهم في السوق وأنه يجب وضع أساس للأسعار في اليوم الأول في السوق.⁸⁷ وعند إدخال وتبديل أي سهم يجري الاعتبار ومن بين أكبر الشركات الصناعية الرئيسية، علما بأن محتويات (DJIA) لا تتغير إلا بين فينة وأخرى تمتد لعدة سنوات وقد كان أخر تبديل حدث في العام 1997، إنَّ الأسهم الثلاثين تمثل حوالي 25% من إجمالي قيمة الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.

ويتحدد مؤشر DJIA بموجب الصيغة التالية:

مجموع الأسعار الجارية للأسهم الثلاثين عند الإغلاق

المؤشر =

مجموع الأسعار المعدلة بعد التجزئة للأسهم الثلاثين

ينتقد هذا المؤشر بما يلي⁸⁸:

- وجود شركات لها أسهم قابلة للتجزئة فإن أسعار هذه الأسهم تنخفض وبالتالي ينخفض وزنها في (DJIA) وذلك حتى وأن كانت هذه الشركات من أكبر الشركات وأكثرها تأثيرا على السوق المالية فيسبب ذلك انحرافا للأسفل؛
- اعتماد المؤشر على المتوسطات التي تنحرف عادة لصالح القيم المتطرفة؛
- يعتبر المؤشر انتقائيا جدا وذلك بسبب تركيزه على 30 سهما وهو عدد قليل جدا بما هو مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في السوق.

87 وليد أحمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية الدولية، مرجع سابق، ص 244.

88 هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 191، 192.

- مؤشر استاندر أند بورز⁸⁹ (Standard and Poors) S and P: في عام 1923 بدأت شركة ستاندر أند بورز الأمريكية بنشر مؤشر أسعار البورصة نيويورك يعتمد على معدل أسعار 233 سهما، وتتضمن مؤشرات إضافية لـ 26 مجموعة صغيرة.

وقد ارتفعت عدد الشركات في هذا المعدل إلى 500 شركة في عام 1957، ويعتبر هذا المؤشر من المؤشرات المرجحة، وهذا المقياس هو رقم قياسي قوم على نسبة أسعار السوق في فترة المقارنة إلى أسعار السوق في فترة الأساس وقد أعطي لفترة الأساس 1941-1943 الرقم 10 ويستخرج مؤشر ستاندر أند بورز بالمعادلة التالية: سعر السوق الحالي الإجمالي

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{سعر السوق للمجموعة في فترة الأساس}}{10} \times 10$$

سعر السوق للمجموعة في فترة الأساس

وسعر السوق = معدل أسعار الأسهم × عدد الأسهم المصدرة.

ب- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

تتمثل مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان في⁹⁰:

- مؤشر نيكاي Nikkei: تم إنشائه في 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والجمع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي العينة التي يقوم عليها المؤشر.

- مؤشر توبيكس Topix: تم إنشائه في 1986-01-04 أعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس، يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، وجاء موزنا على أساس القيمة السوقية لكافة المؤسسات المكونة للمؤشر، فهو يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

89 الجمل جمال جويدان، مرجع سبق ذكره، ص ص 289، 290.

90 محمد أمين رويل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية، وموقعها من الأسواق، دار الجامعية، مصر 2002، ص 123.

ج- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في أوروبا:

تتمثل مؤشرات أسواق الأوراق المالية في أوروبا في⁹¹:

- مؤشر كاك **CAC** لكافة الأسهم: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل وهو المؤشر الأكثر تمثيلاً يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981-12-31

- مؤشر كاك **CAC40**: يتم حسابه انطلاقاً من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987-12-31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة. وتتم عملياته حساب مؤشر **CAC40** وفق الصيغة التالية:

القيمة السوقية الحالية

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدلة}}{1000} \times 1000$$

القيمة السوقية القاعدية المعدلة

- مؤشر فاينانشال تايمز **FT-SE 100 SHARE INDEX 100**: يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك بإسم FOOTSI ويتكون من 100 سهم من الأسهم المتداولة ببورصة لندن، حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في 1983-12-30 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

91 أحمد عبد اللطيف سعد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 251.

- مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم FT-ALL-SHARE: هو مؤشر بريطاني يضم مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع والتي تشمل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل Beta.

- مؤشر داكس Dax30: وهو مؤشر ألماني يحسب من أسعار أسهم ثلاثين شركة ويتم اختيار هذه الشركات التي يتم التعامل بأسهمها الكترونياً من خلال شاشات خاصة علماً بأن سوق الأسهم الألمانية يتم التعامل فيها إما الكترونياً وإما بشكل عادي في عامة التداول. مؤشر Dax 30 يتم حسابه من أسعار أسهم أكبر ثلاثين شركة يتم تداولها في بورصة فرانكفورت، وهو مؤشر مرجع بالفوائد والأسعار أي بالأرباح الموزعة وبدأ استعماله عام 1987 وكان عدد الشركات الداخلة في حسابه يبلغ 1000 شركة ولكن تم تعديل عدد الشركات ليصبح 30 شركة في وقت لاحق.

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية

إن مفهوم الكفاءة العام مفهوم واسع ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إيجار العمل بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكاليف.

لذا سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب في المطلب الأول تعريف كفاءة السوق المالي وشروط كفاءته أما المطلب الثاني يتناول مستويات كفاءة السوق المالي و المطلب الثالث فخصصناه إلى تعريف المعلومات وتحليلها.

المطلب الأول: تعريف كفاءة السوق المالي وشروط كفاءته

سنتطرق في هذا المطلب إلى مختلف تعاريف السوق الكفاء والشروط الواجب توافرها حتى تكون السوق ذات كفاءة.

أولاً: تعريف كفاءة السوق المالي

تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة، ويتوفر للمتعاملين في السوق المالي معلومات مختلفة ستؤدي إلى تقلب هذه الأسعار⁹²، ويجب توفر في السوق المالي شرطين على الأقل حتى نستطيع القول أن هذا السوق كفؤ وهما:

- أن تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين في سواء كانت منشورة أو غير منشورة،
- أن يتم عكس هذه المعلومات وتوفرها بطريقة غير متحيزة.

لقد بين M.Reudal بأن الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي فيها تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة والتي تعكس بدورها بشكل عقلاي كافة المعلومات، المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة، وتتعدل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة⁹³.

92 وليد أحمد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 21.

93 هوشيار معروف، مرجع سابق ذكره، ص 74.

إن سوق المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية⁹⁴.

ثانياً: شروط كفاءة السوق المالي

تتمثل شروط كفاءة السوق المالي فيما يلي⁹⁵:

أ- المنافسة الكاملة: وتكون المنافسة كاملة من خلال:

- وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين؛

- حرية البيع والشراء بالكميات التي يرغبون فيها وذلك لتقليل فرص الاحتكار، هذا الشرط يجعل الأسعار في السوق المالية خاضعة لعوامل العرض والطلب.

ب - توفير السيولة للأوراق المالية التي يقيم بيعها وشرائها: في الحقيقة فإن هذا الشرط هو نتيجة لتوفر الشرط الأول وتوفر السيولة تتحقق الفرص أمام البائعين والمشتريين:

- لبيع وشراء الأسهم بالتكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛

- كما تتحقق الاستمرارية في الأسعار التي تنخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تخفف من أخطار نشوء المضاربات.

ج- توفير وسائل وقنوات الاتصال الفعالة يستطيع المتعاملون بواسطتها:

- الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي والنشر في الصحف؛

94 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 101.

95 زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص ص 199، 200.

- الحصول على معلومات دقيقة وحديثة حول سعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه وعن مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل؛

- الإطلاع على نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق والتي عادة ما توقع عبر وسائل الاتصال المرتبة والمقروءة.

د- أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق: ويجب أن تكون:

- محايدة؛

- مكونة من أفراد ذوي خبرة؛

- تعاونها في أدائها مجموعات استشارية متخصصة؛

- تستمد سلطاتها من قوانين ولوائح تهدف إلى توفير جو الاستقرار والأمان للمستثمرين.

ه- الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية حول الشركات المدرجة: أي الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في السوق وأن تكون تلك المعلومات⁹⁶:

- متعلقة بأداء تلك الشركات؛

- تبين التطلعات المستقبلية للشركات؛

- أن تكون متوفرة لجميع المستثمرين في السوق.

قام العالم Fama فاما بتلخيص هذه الشروط في بعض النقاط وهي كالآتي:

- عدم وجود تكاليف لعمليات تبادل الأسهم،

- أن تكون المعلومات مجانية،

- أن تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين في نفس السوق وأن يحصلوا على جميع المعلومات المتوفرة في نفس الوقت.

96: زياد رمضان ومروان شحوط، نفس المرجع السابق، ص 200.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة السوق ومقوماته

سنتعرف في هذا المطلب مختلف مستويات كفاءة السوق المالي من ضعيف، شبه قوي وقوي ومختلف مقوماته.

أولاً: مستويات كفاءة السوق

أ- **المستوي القوي:** يتوفر هذا المستوى على المعلومات للمتعاملين في السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، ويعنى أن تتوفر كل المعلومات في السوق بشكل عام، ولا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة (احتكار المعلومات).

ولكن هذا المستوى لا يعنى عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلقة وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية، ولكن يلاحظ على هذا المستوى أن بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي لما يتعرض هؤلاء المحللين إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة⁹⁷.

ب- **المستوى شبه القوي:** يفترض هذا المستوى أن الأسعار الجارية في السوق المالي تعكس جميع المعلومات المتوفرة للجمهور سواء كانت معلومات جيدة أو سيئة وسواء أكانت تاريخية أو منشورة حديثاً، فهي لا يمكن التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار مستقبلاً لأنها قد استنفدت دورها في صياغتها للأسعار الجارية، ولأن الأسعار الجارية لن تتغير إلا إذا وصلت معلومات جديدة غير متوفرة حالياً، وبالتالي فلن يستطيع المحلل المالي أو المستثمر من خلال الاعتماد على المعلومات العامة المتوفرة للجميع أن يحقق أرباحاً إضافية غير عادية⁹⁸.

ج- **المستوى الضعيف:** هو المستوى الذي لا تعكس فيه الأسعار المتداولة في السوق المالي الأسعار الحقيقية أو الأسعار التاريخية، ولذلك تكون الفرصة أمام المحللين وأصحاب الخبرة من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية سواء كان من خلال تطبيق ظاهرة احتكار المعلومات، أو من خلال القيام بالتحليل الدقيق المعتمد على الخبرة للوصول إلى اتخاذ قرارات تجنبهم الاستثمار في أدوات السوق المالي الغير فعالة والتركيز على الاستثمار بأدوات تحقق أرباحاً عادية⁹⁹.

97 وليد أحمد صافي وأنس البطري، نفس المرجع سابق، ص 20.

98 زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 205.

99 وليد أحمد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 21.

ثانيا: مقومات كفاءة السوق

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين وهما:

أ- **كفاءة التسعير**: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن تحملوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، لهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين¹⁰⁰.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نفس كفاءة السوق يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته؛

- قد تستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق الأرباح غير عادية.

هذا السبب غير صحيح دوما في السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على المعلومات ويحققوا أرباحا طائلة لأن وسيلة الكسب المميز في أي مجال لما تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين تصبح غير فعالة.

ب- **كفاءة التشغيل**: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين، أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مراد فيه، ويتمثل الهامش أو المدى الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها¹⁰¹. وباختصار يقصد بكفاءة التشغيل أن تتضائل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

100 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص 191، 192.

101 ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 11.

ج- التخصيص: إن المهمة الأساسية للأسواق المالية، هي تحويل فائض الأموال من لديهم الفائض، إلى من يحتاج إلى هذه الموارد، وهي مهمة ليست سهلة لأحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص، والتي يقصد بها تحويل وتخصيص الأموال المتاحة إلى أكثر التوضيفات الاستثمارية ربحية¹⁰².

المطلب الثالث: تعريف المعلومات وتحليلها

تعتبر المعلومات عن مجموع البيانات التي يحصل عليها متخذ القرارات وكلما كانت هذه البيانات صحيحة، ومتوفرة في الوقت المناسب كلما كانت الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة وفيما يلي تعريف للمعلومات وكيفية تحليلها.

أولاً: تعريف المعلومات

يمكن تعريف المعلومات بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، فالمعلومات تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومات دورها الكامل لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفيرها في الوقت المناسب، الشمول والاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية والعدالة وتعني بها توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي¹⁰³.

ثانياً: مصادر المعلومات

أ- مصادر داخلية للمعلومات:

مصدرها يكون من داخل المؤسسة كالتقرير المنظمة وغير المنظمة التي تعدها الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات الطويلة متوسطة وقصيرة الأجل يمكن استخدامها في تجميع المعلومات إضافية إلى هنا نجد مصدراً إضافياً للمعلومات ممثلاً في العمال حيث يقدمون معلومات بطبيعة غير رسمية، فالحادثة غير الرسمية مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات والمعدات الجديدة أو القديمة يمكن أن تقدم معلومات جيدة ومفيدة، كما لا نسي المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي المعلومات داخلية، جد هامة تعتمد عليها المؤسسات في التسيير والإدارة¹⁰⁴.

¹⁰² مرجع سابق، ص 12.

103 . R- Reic, *Système d'information et management de organisation*, Edition Vuibert, 1995, p10.

1.Lawrence GITMAN, Michel JOEHNK, *référence déjà cité*, p8104

ب- المصادر الخارجية للمعلومات:

وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال¹⁰⁵:

- عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة: وهي عملية متكررة وضرورية مثل المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات من مكاتب البحوث والدراسات... الخ.

- النشرات: وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الاشتراك في مجالات أو جرائد متخصصة.

ثالثا: أنواع المعلومات

في ظل الكفاءة يفترض أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المتاحة لكفاءة تلك الأوراق، أما إذا عكست الأسعار بالسوق بعض المعلومات ولم تعكس البعض الآخر تقل درجة كفاءة السوق.

ولقد صنف فاما تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الورقة المالية الى ثلاث مجموعات على النحو التالي¹⁰⁶:

أ- المعلومات التاريخية: وهي المعلومات التي تخص الفترات السابقة وتكون متاحة للجميع مثل: أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأسهم.

ب- معلومات جديدة (حالية): وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الراهن، وتكون هذه المعلومات أيضا متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية، إلا أنها قد تحتاج لبعض التفسير وربط المتغيرات بعضها البعض.

ج- معلومات خاصة: وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها تكون قاصرة على البعض دون الآخر وهم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المنشأة، إن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين التاليتين:

- الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين؛

- فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.

105 ضياء مجيد، نفس المرجع السابق، ص82.

106 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 106، 107.

د- المعلومات المستقبلية: المعلومات المتوقع حدوثها في المستقبل.

رابعاً: تحليل المعلومات

أ- التحليل الأساسي: يتصرف القارئون به يدعون بالأساسين إلى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية منها وعلى مستويات متعددة كلية وقطاعية وجزئية للمنشأة بهدف التعرف على عائدها المتوقع والمخاطر المصاحبة لذلك.

إن التحليل الأساسي يتصرف نحو المستقبل في إجراءاته أي أن التحليل الأساسي يركز على تحديد القيمة الحالية للورقة المالية¹⁰⁷.

يشمل التحليل الأساسي للورقة أي مجموعة من المتغيرات الاقتصادية (الكلية، القطاعية، الجزئية) و هي¹⁰⁸:

بالنسبة للمتغيرات الاقتصادية الكلية يتناول المحللون:

- الناتج القومي والدخل القومي ومعدلات نموها؛
- معدلات التضخم والبطالة في الاقتصاد؛
- عرض النقود والطلب عليها؛
- متوسط الدخل الفردي الحقيقي ونموه؛
- حالة الدورة التجارية التي يمر بها الاقتصاد؛
- مؤشر حالة السوق المتغيرات الاقتصادية القطاعية؛
- القيمة المضافة المتحققة وللصناعة صاحبة الورقة محل التحليل؛
- الاستخدام في الصناعة؛
- حجم الاستثمار في الصناعة؛
- حجم التسجيلات الائتمانية للقطاع؛

107 محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ص 289، 290.

¹⁰⁸ نفس المرجع، ص ص 290، 291.

- مؤشر حالة القطاع.

أما المتغيرات الاقتصادية الجزئية:

- عدد الرخص الممنوحة؛

- حجم القروض الممنوحة للمنشآت المنافسة؛

- المبيعات والمنشأة ونموها؛

- إنتاجية العمل ورأس المال في المنشأة؛

- قوائم التحليل المالي (المركز المالي) قائمة الدخل.

ب- التحليل الفني:

ينصرف القائمون به ويدعون بالفنيين إلى تحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على الورقة المالية واكتشاف تلك الأنماط من التغيرات، بما يسمح بتحديد قيمة الأوراق مستقبلاً عند اتخاذ القرار الاستثماري¹⁰⁹.

يؤمن المحلل الفني بأن أي شيء يمكن أن يؤثر على السعر سواء اقتصادياً أو سياسياً أو نفسياً أو أي عنصر آخر هو في الحقيقة ينعكس تماماً على سعر السوق، وبالتالي فإن دراسة سلوك السعر هو كل ما نحتاجه، فمن خلال دراسة الرسومات البيانية للسعر مع دعم هذه الدراسة بالمؤشرات الإحصائية الفنية فإن المحلل يجعل السوق يخبره هل هو متوجه ارتفاعاً أو نزولاً، فالمحلل الفني لا يحاول التذكري على السوق أو اختراع التوقعات، وإنما يستخدم الأدوات والتقنيات الفنية لمساعدته في عملياته دراسة سلوك السوق، فهو يعلم بأن هناك أسباب وراء ارتفاع أو نزول السوق ولكن لا يؤمن بأن معرفة هذه الأسباب يعتبر ضرورياً في عملية الخروج بالتوقعات.

إن السوق لا يتحرك عشوائياً وإنما هناك علاقة منتظمة بين الأسعار التاريخية والأسعار المستقبلية يعبر عنها التحليل الفني باتجاه السعر، الغرض الرئيسي من دراسة سلوك السوق هو التعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة خلال

109 محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 288.

تطورها لغرض المتاجرة مع هذذ الاتجاهات، لأن الاتجاه هو صديق المستثمر والقاعدة هنا أن الاتجاه سيستمر قائما حتى تظهر إشارات تنبئ بانعكاسه¹¹⁰.

خلاصة:

من خلال دراستنا لهذا الفصل، تعرفنا على الأسواق المالية التي تلعب دورا هاما في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي لها عجز مالي مع إيجاد قروض متاحة لتوظيف الأموال الفائضة وبالتالي فإن الأسواق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

ومن خلال دراستنا لهذا الفصل وجدنا أن سوق رأس المال يتكون من سوقين يرتبطان معا ارتباطا وثيقا، وهما السوق الأولي و السوق الثانوي :

- تكمن أهمية السوق الأولي أو سوق الإصدار المكون من مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال في كونها وسيطا بين المستثمرين و الجهات المصدرة للأوراق المالية، فهي تتيح للأفراد المستثمرين فرصا متعددة لاستثمار مدخراتهم، كما تتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة (من أسهم و سندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من أموال للتوسع و النمو .

- أما فيما يخص السوق الثانوي فتوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولي. فالمستثمرين و خاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها للأبد، بينما لا يستطيعون استرداد أموالهم من المؤسسة طالما هي مستمرة في نشاطها، وعليه فانه ما لم يوجد السوق الثانوي ما كان للسوق الأولي أن يؤدي دوره بكفاءة فالمستثمر كان سيتردد كثيرا قبل إن يقدم على شراء أوراقا من السوق الأولي إذا عرف أنه لا يمكن استرداد أمواله و هو ما يوفره السوق الثانوي.

110 رائد محمود أبو طربوش، الاغتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص63.

الفصل الثاني:

الأسواق المالية في الدول

النامية

تمهيد:

لقد شهدت الدول النامية تطورات هامة في اقتصادياتها خاصة على مستوى مؤسساتها المالية و لأهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية أصبح اهتمامها متزايد لجلب الموارد مع توفير الاحتياجات التمويلية و توجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية التي تعود بفوائد عليها، مما أدى إلى ضرورة الاهتمام الفعال بهذه الأسواق في الدول النامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي و تحرير اقتصادياتها لكن رغم هذا مازالت الأسواق المالية تعاني من مشاكل تعيق نشاطها و ضعف فعاليتها.

لقد كادت حاجات اقتصاديات البلدان النامية و الضعيفة إلى سوق مالية شيء إلزامي، لنهوض باقتصادياتها، وذلك لشدة تأثير الأسواق المالية على المشروعات و الإنجازات الاقتصادية، خاصة الكبرى منها، ولهذا تسعى الدول النامية إلى إقامة و دعم مثل هذه الأسواق، حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية.

يتناول هذا الفصل ثلاث مباحث في المبحث الأول عموميات حول الأسواق المالية النامية وقد تطرقنا في المبحث الثاني إلى فعالية هذه الأسواق أما المبحث الثالث فقد خصصناه إلى نماذج حول الأسواق المالية لبعض الدول النامية.

المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية

إن الأسواق المالية النامية اليوم تحظى باهتمام الكثير من الاقتصاديين والمتعاملين الدوليين، بما تميزت به من خصائص ومميزات جعلتها محط أنظار للجميع و العوائد التي تدرها على المستثمرين الأجانب.

لذا سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب في المطلب الأول تعريف الأسواق المالية النامية و تصنيفاتها، أما المطلب الثاني فتطرقنا إلى مراحل تطورها و المطلب الثالث فخصصناه إلى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية في الدول النامية وتصنيفاتها

سوف نتعرف في هذا المطلب على تعريف الأسواق المالية و مختلف تقسيماتها كما يلي:

أولاً: تعريف الأسواق المالية في الدول النامية.

يقصد بالأسواق الناشئة Marchés émergents الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد (تعريف) سوق ناشئ تفترض الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة "الناشئ" إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهذا ما يستتبع أن فرص الربح بالنسبة للمشروعات، و المر دودية بالنسبة للمستثمرين، هي أكثر أهمية من تلك التي يمكن الحصول عليها في الاقتصاديات المتطورة¹.

وهناك من يعرفها²: بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، 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.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقاً 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؛

وهذه الاختلافات تعكس 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.

¹ ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع للطباعة و النشر، لبنان، 2003، ص93.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2006/2005، ص ص

ثانيا: تصنيف الأسواق الناشئة.

يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات وهي كالتالي³:

- أ- الأسواق الناشئة الأكثر تقدما: هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة (كماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان و تايلاندا...الخ) تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة:
- معدلات تضخم منخفضة؛
 - استقرار نسبي في أسعار المصرف؛
 - أنظمة مالية ومصرفية متطورة؛
 - سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات؛
 - تبادل هام في سوق الأسهم؛
 - استخدام تقنيات متطورة نسبيا 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 شبه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقييد بالقواعد المحاسبية)، لا بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.

ب- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح: الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا و الفيلبين التي تعتبر حسب International finance corporation سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها.

فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق هي 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 مشكلاتها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد، التركيز الهام للمداخيل والثروة، عدم 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.

ج- الأسواق الحديثة النشأة أو تلك التي تعاني من الركود: في إطار تعريف أكثر شمولا للأسواق الناشئة، يمكن القول بأن هذا المصطلح ينطبق على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادياتها متقدمة، وفيما يلي أبرز ميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة هي أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطي والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفيتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فان النتائج

³ وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص، ص95-97.

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 إجمالاً في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلباً على حجم العمليات.

المطلب الثاني: مراحل تطور الأسواق المالية النامية

فيما يلي عرض مراحل تطور الأسواق المالية النامية:

أ- المرحلة الأولى:

تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي⁴:

- 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.

- #### ب- المرحلة الثانية:
- ترتفع بها السيولة ويزداد عدد الشركات المدرجة بالسوق ويبدأ المستثمرون الأجانب بالاهتمام بالتنوع باستثماراتهم فيها وتكون علاقة سوق الأسهم بالاقتصاد ضعيفة، إلا أن قطاع الشركات يعتمد بشكل متزايد على التمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية الناشئة التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر⁵.

ج- المرحلة الثالثة:

وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة ب⁶:

- تصبح عوائد السوق أقل تقلباً مع زيادة سرعة 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 طرحاً أولياً، الأمر الذي يخلق مزيداً 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.

د- المرحلة الرابعة:

وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجاً وتتميز بما يلي⁷:

1 رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 125.

5 محمد فوزي، تباين الأداء بين الأسواق المال الناشئة و المتقدمة، منتدى بوابة الشرق، 13 أبريل 2015، 10:48.

6 رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 126.

7 نفس المرجع، ص 126

- ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة؛
- يزداد السوق المالي اتساعاً؛
- انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية؛
- تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشراً للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة.

وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية في الدول النامية

هناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة وهي:

أولاً: الخطر والمر دودية:

من بين خصائص الأسواق المالية في الدول النامية الخطر و المر دودية⁸:

الخطر الذي ينجم عن استثمار ما، في أصل مالي، يوضح عادة عبر الـ Volatility أي بالفارق المعياري للمردوديات، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستناداً إلى النظرية المالية الحديثة، فإن المر دودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعاً كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

أ- الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي: نتيجة ضعف الرسملة (capitalisation) وقلة السيولة في الأسواق الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سندا تم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، باتجاهي الارتفاع والانخفاض على حد سواء، فهذه الأسواق هي أيضاً شديدة الحساسية على بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد.

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

إن تقلب أسعار القيم في البورصة هو أداة قياس كمية تجمع بين كافة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة، الخطر المرتبط بآفاق النمو الاقتصادي وبتناجج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف... الخ.

أما خطر السيولة، فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلي.

إلى جانب خطر التقلب، يوجد خطر آخر، مقتصر حصراً على الأسواق الناشئة، وهو راجع إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، وإلى عدم الضمانة (الحماية) غير الكافية الموفرة للمستثمرين، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام

⁸ ملاك وسام، مرجع سبق ذكره، ص ص 104، 105.

المالي، وأخيرا إلى غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

ب- المرد ودية المرتفعة في الأسواق الناشئة: إن ال Volatilité أو الفارق المعياري للمرد وديات الذي يميز الأسواق الناشئة يقابل عادة بزيادة في المرد ودية، هذه الأخيرة تتضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، وعبر الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات.

كما أن مرد وديات الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة، لا بل و أحيانا سلبية ، مع مرد وديات 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 مرد وديتها، وهذا يعود جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحد ذاتها من جهة وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

ثانيا: سيولة السوق ودرجة تركزه

إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها⁹:

حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصية والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة.

التركز وهو على وجه عام أكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذ ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، وإذ 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 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.

ثالثا: تنظيم السوق.

تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي¹⁰:

- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها؛

⁹ ملاك وسام، مرجع سبق ذكره، ص ص 106 - 108

¹⁰ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 132، 133

- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما ان 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.

رابعاً: المنتجات المالية المتداولة

في هذا الصدد يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق النامية وهي¹¹:

أ- **المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة**: يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة وهي تحديداً:

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

- **السندات**: شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نمواً كبيراً خلال العقد السابق، خاصة في المكسيك، الهند، تايلاندا، 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 .

- **المنتجات المالية المشتقة**: ترتبط مداخيل 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 اجل 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 (نستثنى من هذه الأخيرة بعض الأسواق كتلك التي في ماليزيا أو البرازيل) التي تعد على وجه عام أقل تنظيمياً من تلك التي توجد في البلدان المتقدمة.

ب- **إصدارات شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة**: فيما يلي هذه المنتجات:

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

ال "EDR" (European Depositary Receipt)

وال "GDR" (GLOBAL Depositary Receipt)

وال "ADR" (AMERICAN Depositary Receipt)

وهي في مجملها أسهم نموذجية مصدرة 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.

¹¹ ملاك وسام، مرجع سبق ذكره، ص 109-111.

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

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

خامسا: بعض الخصائص الأساسية الأخرى للأسواق المالية في الدول النامية

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من خصائص تتميز الأسواق المالية في الدول النامية بالخصائص التالية¹²:

أ- **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 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%.

ب- **مستوى الادخار الوطني:** تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق ناشئة من نقص مستوى ادخارها إذا ما قورن بحاجتها التمويلية، نستثني 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 ثقل 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.

ج- **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.

د- **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.

¹² ملاك وسام، مرجع سبق ذكره، ص ص 114-117.

المبحث الثاني: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية

تعتبر الأسواق المالية أداة مهمة في الاقتصاد الوطني وذلك من خلال الدور الذي تقوم به، فإن هذه الأسواق تتأثر بالمتغيرات الكلية الاقتصادية.

سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب في المطلب الأول محددات نمو الأسواق المالية النامية والمطلب الثاني تطرقنا إلى فعاليتها أما المطلب الثالث فخصصناه إلى صعوبات نموها.

المطلب الأول: محددات نمو الأسواق المالية في الدول النامية

ترجع أسباب النمو في الأسواق المالية في الدول النامية و زيادة قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية بمعدلات كبيرة إلى نوعين من العوامل نستعرضها فيما يستقبل.

أولاً: العوامل الداخلية.

يطلق على العوامل الداخلية أيضاً 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 يلي¹³:

أ- سياسات الإصلاح الاقتصادي: 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 سلباً على تدفقات رأس المال على الدول النامية.

ب- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد 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. ونظراً للتغيرات التي طرأت في مجال 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.

¹³ عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص ص 113-116.

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% و8% سنويا. لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح مؤكدة.

ج- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية: إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، ساعد 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، 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.

بالإضافة إلى حركة إصلاح القطاع المالي ساعد إتباع هذه الدول برامج تخصيص شركات قطاع الأعمال العام (الخصوصية) 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 بخصوصية شركات القطاع العام، حيث في الفترة الممتدة بين 1980-1992 تم خصخصة 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 الخصخصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلا ساهمت خصخصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى.

ثانيا: العوامل الخارجية.

بالإضافة إلى العوامل الداخلية هناك عوامل خارجية و التي تعتبر من المحددات المهمة لنمو الأسواق المالية الناشئة، وتمثل هذه العوامل في¹⁴:

- 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؛
- العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات؛

¹⁴ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 127، 128

- كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، 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 الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

- يمكن إضافة إلى هذه العوامل الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي.

وقد 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 النامية 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية النامية.

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.

كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق النامية 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.

ويعتقد 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 و كولومبيا، والمكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة ويقدر أن هناك حوالي 300 مليون دولار أمريكي من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية. وهذه المبالغ لنا أن نتصور دورها إذا تدفق إلى تلك القارة.

المطلب الثاني: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية

شهد الاقتصاد العالمي تحولات غير مسبوقه نتيجة للتطور الذي شهده أحد أهم قطاع الخدمات، ألا وهو قطاع الاتصالات والمعلومات الذي ساهم في تسهيل عملية التبادل التجاري بين الدول، كما وأن قطاع الخدمات يسهم وبشكل كبير في نشاط الإنتاج بدءاً من البحث والتطوير إلى التمويل والنقل، التوزيع والتسويق. ويحتل قطاع الخدمات أهمية كبيرة خاصة في الدول النامية إذ يساهم هذا القطاع بأكثر من نصف الناتج المحلي في العديد من الدول. وفي ضوء هذه الأهمية فإنه على الحكومات أن تولي هذا القطاع الرعاية التامة وأن تجعله أكثر انفتاحاً. إن البلدان التي أصبحت أكثر انفتاحاً أمام التجارة الدولية، تكون في العادة أكثر قدرة على المنافسة وتحقيق معدلات نمو أسرع من تلك البلدان التي لم تقم بذلك. لا يخفى أن العديد من أسواق المالية في البلدان النامية ما تزال تواجه عقبات كبيرة أمام تحقيق المكاسب المتاحة من جراء زيادة حجم التجارة وذلك بسبب طاقتها المحدودة في جانب العرض وضعف مناخ الاستثمار. وعلى الرغم من قيام العديد من البلدان النامية بمضاعفة جهودها لمعالجة أوجه القصور هذه، فإنها تجد نفسها في أغلب الأحيان محرومة من دخول أسواق البلدان المتقدمة الكبرى، نتيجة لاستمرار بقاء الحواجز التجارية الرئيسية أمام صادرات تلك الدول. كما وأن العديد من الدول النامية قد تأثرت بسبب الأزمة المالية العالمية من حيث عدم قدرتها على الحصول على التمويل اللازم لتغطية نشاطها التجاري.

وفي هذا الإطار فقد اقترن تحرير التجارة خلال العقدين الماضيين بتحقيق معدل نمو سريع في عدد من البلدان التي كانت تصنف ضمن البلدان الفقيرة، لاسيما في آسيا. وقد نجم عن الحركة الواسعة في التجارة وجود مؤسسات ذات كفاءة وسياسات اقتصادية كئيبة فعالة في تلك البلدان.

إن انتهاز سياسة تجارية أكثر انفتاحاً سوف تعود بالنفع على جميع الدول، كما يمكن دفع عجلة التنمية إذا قام كل بلد بإجراء إصلاحات في نظامه التجاري.

إن تحسين التنافسية يتم عن طريق تطوير الحوافز التشجيعية للاستثمار والحد من تكاليف التجارة، كالقيام مثلاً بتحسين الخدمات الرئيسية للمنتجين وتيسير ممارسة أنشطة التبادل التجاري. و يذكر أن فتح وتحرير الأسواق يساعد على زيادة التبادل التجاري واستقطاب الاستثمارات، فتحريم التجارة يعني إزالة الرسوم الجمركية أو تخفيفها وتقليل الحماية التجارية وإزالة القيود الجمركية وغير الجمركية، مثل المعوقات الإدارية ومعوقات الاستثمار وتحرير قطاع الخدمات وتطوير القوانين والتشريعات المنظمة للأسواق

قد قامت بعض الدول النامية بمراجعة تشريعاتها وأنظمتها ذات العلاقة، وتبنى العديد منها برامج استقرار وتصحيح هيكلية إيماناً منها بأهمية الانخراط في المنظومة التجارية العالمية. كما قامت معظم الدول العربية بإبرام اتفاقيات ثنائية أو متعددة الأطراف للتبادل التجاري مع دول الاتحاد الأوروبي والدول الصناعية الأخرى من أجل فتح الأسواق للصادرات ورفع كفاءة الإنتاج المحلي¹⁵.

¹⁵ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، العدد 27، ص 30.

إن الأهمية الكبيرة التي يحظى بها موضوع تطوير أسواق السندات المحلية في الدول النامية، هو الأمر الذي تعززت الحاجة إليه اثر تداعيات الأزمات المالية العالمية التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة، سواء من حيث تراجع التدفقات المالية والقروض المصرفية عبر الحدود أو كذلك من خلال التعديلات على المبادئ والمعايير الدولية والمتطلبات الجديدة للسيولة.

كذلك وبما لا شك فيه، أن وجود مثل هذه الأسواق النشطة يعتبر جانباً مهماً لتعزيز الاستقرار المالي من خلال ما يمكن أن ينتج عنه وجود مثل هذه الأسواق، من تطوير للنظام المالي من نظام يعتمد على المصارف كمصدر رئيسي للتمويل إلى نظام متعدد الأقطاب، كما يساعد وجود مثل هذه الأسواق على تحسين إدارة المخاطر والتقنيات المرتبطة بها لدى المؤسسات المالية والمصرفية.

إن الأسواق الثانوية تكاد تكون غير موجودة، ويرتبط ذلك بمجموعة من العوامل منها ضعف تطور السوق النقدية، وعدم تنوع قاعدة المستثمرين من حيث هيمنة المصارف على الاكتتابات فيها، إلى جانب افتقارها للعديد من المقومات الجاذبة للاستثمار سواء من حيث التشريعات أو على صعيد البنية المؤسسية والتحتية لهذه الأسواق، فمعظم أسواق السندات الحكومية النامية غير ممثلة في مؤشرات السندات العالمية التي تعكس اهتمام المستثمرين، وذلك باستثناء البعض منها ولكن بنسب ضئيلة إلى حد كبير.

أما فيما يتعلق بأسواق سندات وصكوك الشركات، وبالرغم أن الإصدارات من هذه الأدوات قد شهدت هي الأخرى نمواً ملحوظاً، إلا أن الصحيح كذلك أن هذه الإصدارات بأغلبها إما هي إصدارات مغلقة وهي شبيهة بالقروض المصرفية المجمعة، أو أنها كانت بعملات أجنبية غير العملات المحلية وبالتالي لم تساهم في تطور أسواق السندات بالعملات المحلية، كذلك يلاحظ أن معظم هذه الإصدارات إما كانت من قبل مصارف لتعزيز رسالتها، أو جاءت لتمويل مشاريع عقارية.

إدراكاً لهذه القضايا، فقد عملت العديد من الدول النامية على إدخال إصلاحات تستهدف خلق البيئة المواتية لتطور أسواق أدوات الدين. إلا أنه ومع ذلك فإنه لا يخفى أن مساعي التطوير هذه لا تزال في مراحلها الأولى في أغلب هذه الدول. ويستلزم الأمر المزيد من الجهود على جانبي العرض والطلب على هذه الأدوات.

ولعل تطوير أسواق نشطة لأدوات الدين، يتطلب في هذا الصدد أولاً توسيع وتركيز الإصدارات من السندات الحكومية لبناء منحنى عائد مرجعي، حتى لدى تلك الدول النامية التي تتمتع بفوائض مالية. كما يحتاج ذلك ثانياً إلى تطوير التشريعات والقوانين ذات العلاقة للتغلب على بعض المعوقات القانونية التي قد تعيق إصدار مثل هذه الأدوات، كما أن معالجة جوانب مثل قوانين الإفلاس وحقوق الدائنين والتطبيق الفعال لقواعد الحوكمة السليمة، تمثل هي الأخرى جوانب مهمة على صعيد بناء البيئة القانونية السليمة في هذا الشأن¹⁶.

¹⁶ صندوق النقد العربي، نفس المرجع، ص 31.

كذلك يستلزم الأمر في هذا السياق، جهوداً لتوسيع قاعدة المستثمرين نحو مشاركة أوسع لمستثمرين أساسيين مثل صناديق التقاعد والمعاشات والمؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى. ومن متطلبات التطوير أيضاً، متابعة استكمال مستلزمات البنية التحتية السليمة وبوجه خاص نظم التداول ونظم المقاصة والتسوية، بالإضافة إلى زيادة التوعية بهذه الأسواق والسعي للمزيد من الإفصاح ونشر المعلومات بشأنها.

هذا ولا يمكن تحقيق تقدم سريع وملحوس على صعيد هذه الجوانب، دون وجود تنسيق كاف لدى كل دولة بين مختلف السلطات الإشرافية فيها من جهة وبين هذه السلطات و بين المؤسسات والمتعاملين في الأسواق من جهة أخرى في إطار إستراتيجية وطنية، تضع تطوير أسواق أدوات الدين المحلية كأولوية رئيسية لها.

و لقد استوعبت الدول النامية مؤخراً أهمية وجود هذه الأسواق في اقتصادياتها بعد أن لاحظت كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة التي قطعت شوطاً بعيداً في هذا المجال حيث تتميز بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين معلومات تتعلق بالشركات التي يرغب في شراء أسهمها وتتعلق أيضاً بالسوق نفسها والتطبيق الواسع للتقنيات المتطورة للإعلام والاتصال وما يترتب عليها من إمكانية معالجة حجم أكبر من المعاملات في تلك الأسواق المالية والقدرة على نقل التطورات فيها بشكل أسرع واستجابة أكثر للمعلومات الجديدة.

إن كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة تمثل حافزاً قوياً للدول النامية نظراً لعمولة ظاهرة تقنيات الإعلام والاتصال وإمكانية إقرار نظم فعالة ومتقدمة¹⁷.

وبالإضافة إلى هذا إن نجاح الأسواق المالية في الدول النامية تتطلب توفر ما يلي :

أ- إن رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق تؤدي إلى رفع وتطور كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية.

ب- لتفعيل الأسواق المالية في الدول النامية يتطلب وجود المناخ الاستثماري وتوفير الشفافية بالإضافة إلى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق.

المطلب الثالث: صعوبات نمو الأسواق المالية في الدول النامية

تواجه الأسواق المالية في الدول النامية صعوبات ومشاكل كثيرة ومتشعبة الأمر الذي أضفى عليها صفة الضعف

في الأداء و في آلية العمل في سوق البورصة مقارنة بأسواق المال العالمية، ومن هذه المشاكل نذكر¹⁸ :

- غياب الاستقلال المالي والإداري لبعض أسواق المال النامية وقلة الصلاحيات للبورصات فيها وافتقارها لأدوات الرقابة والسيطرة التي تساعد على حسن إدارة الأوراق المالية؛

- عدم وجود مؤسسات فاعلة وساندة للأسواق المالية النامية ذات التأثير المباشر في سوق الأسهم والسندات الأمر الذي نجم عنه تقلبات حادة في أسعار الأسهم والسندات مع زيادة المخاطرة الاستثمارية في مجال الأوراق المالية والبورصات؛

- غياب مؤسسات الإيداع المالي والمركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الأدوات المالية الحديثة

¹⁷ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، العدد 27، ص 33 .

¹⁸ منتدى ستار تايمز ، www.star.times.com، تاريخ الاطلاع 26-03-2015، الساعة 23:25.

- الجاذبة لرؤوس الأموال أو التعامل بها واقتصار الأمر في التعامل المالي على الأسهم والسندات التقليدية ووسائل التمويل الأخرى؛
- صغر نطاق الأسواق المالية النامية بسبب انتشار القطاع العام وتدخل الدولة في معظم الدول النامية، مع افتقارها لأنظمة المقاصة والتسوية والمحاسبة الحديثة والتدقيق؛
- ضعف الاستثمار بصفة عامة والاستثمار المالي بصفة خاصة في اقتصاديات الدول النامية وعدم وجود ثقة للمستثمر بأداء الأسواق المالية النامية بتغطية الاستثمارات الأولية أو باسترجاع مصاريف الاستثمار في السوق المالية النامية.

المبحث الثالث: نماذج عن الأسواق المالية في الدول النامية

لقد وجدت أسواق المالية في الدول النامية منذ زمن بعيد كبورصتي القاهرة والإسكندرية بمصر، إلا أن أغلبها حديثة العهد مثل بورصة تونس وعمان، كما تتباين أسواق الأوراق المالية في الدول النامية من حيث درجة تطورها و نشاطها و تنظيمها، إلا أن ما يلاحظ في الآونة الأخيرة أن أغلبها يتجه نحو التطوير مما سمح بتحسين أداء البعض منها، خاصة بعد إدراك الدول النامية لأهمية هذه السوق، باعتبارها وسيلة لتعبئة المدخرات.

المطلب الأول: الأسواق المالية في تونس

في هذا المطلب سنتعرف على نشأة وتطور بورصة تونس ومختلف تقسيماتها والمتدخلون فيها.

أولاً: نشأة وتطور بورصة تونس

تعود أول التجارب في مجال البورصة إلى إنشاء مكتب التصفية والمقاصة الذي استمر نشاطه كمثيله في المغرب من 1937 إلى 1945، حيث شهدت هذه الفترة أول إصدار رسمي لأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، وهذا يعد مؤشرا ولو مبدئي لظهور سوق ثانوي، وفي عام 1945 تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM نتيجة لتحسين الأوضاع التي عرفتها تونس، والتي استمرت في التعامل إلى غاية 1970. وفي نهاية 1969 تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بتونس BVMT بموجب القانون 69/13 المؤرخ في 1969/020/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد وكان هذا في ظل السياسة الاقتصادية العامة التي تعطي أهمية كبيرة للقطاع الخاص، ونشير إلى أن بورصة القيم المنقولة بتونس بدأت نشاطها في ماي 1970، ويعتبر أول تاريخ لأول تسعيرة وتداول للقيم المنقولة بها¹⁹.

وبورصة القيم المالية لتونس BVTM هي مؤسسة خاصة رأسمالها مكتتب من طرف الوسطاء في البورصة فقط،

مهمتها الرئيسية هي تسيير سوق القيم المالية عن طريق:

- وضع الهياكل التقنية والإدارية لأجل السير الفعال للسوق؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالتسعير وبالعمليات السوق؛
- تعليق التسعير في حالة وجود خطر تقني أو مالي؛
- إدخال قيم جديدة للسوق؛
- مفاوضة وتسجيل العمليات؛
- تحضير قوانين لمقصورة ومراقبة الممارسات غير الشرعية.

¹⁹ يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة: دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، رسالة ماجستير، الجزائر، 2001، ص151.

وقد كان من ضمن الإصلاحات التي مست السوق المالية تعرضها للوسطاء الماليين حيث وسعت من مهامهم، وكذا المنتجات المالية الجديدة، لاسيما أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والسندات المرتبطة بمؤشر وغيرها من الأدوات التي أدخلت إلى البورصة. غير أن هذه الإصلاحات لم تأت على ما يبدو بالنتائج المرجوة على الرغم من بعض التحسن، فقد انخفض عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى أن وصل إلى 15 شركة فقط سنة 1995 مقابل 48 شركة عام 1987. كما استعملت الحكومة طريقة مبادلة ديونها الخارجية بمساهمات المستثمرين الأجانب Swaps الشيء الذي جعل العديد من هؤلاء المستثمرين يولون اهتماما خاصا للشركات التونسية المرشحة للخصوصية.

ثانيا: الإطار التنظيمي لبورصة تونس

أ- السوق النقدي :

لقد حاول المشرع التونسي إيجاد سوق نقدي، يتم فيه تبادل الودائع والقروض قيما بين البنوك المختلفة العاملة في تونس، رغبة منه في إيجاد سيولة نقدية في السوق المالي عن طريق إمكانية إقراض المصارف التي تشكو من عجز في سيولتها النقدية من البنوك التي تتمتع بسيولة نقدية عالية، وذلك بهدف تخفيف العبء عن البنك المركزي، ولهذا قام البنك المركزي التونسي بإصدار تعميم في عام 1963، سمح بموجبه للبنوك بالإقراض فيما بينها، وتبادل الودائع على أن يقوم هو بمراقبة تلك العمليات، ونظرا لضآلة رؤوس الأموال العاملة من جهة، وعدم قابلية تحويل الدينار التونسي إلى عملات أخرى من جهة ثانية، فإن السوق النقدي التونسي لم ينشط بالدرجة الكافية، الأمر اضطر المشرع التونسي للقيام بمحاولة أخرى عن طريق إصدار تشريع جديد في عام 1975، يسمح للبنك المركزي التونسي بالتدخل لإقراض البنوك التي تعاني من عجز في سيولة نقدية معينة ولكي يستطيع البنك المركزي التدخل في عمليات السوق المفتوحة، قام بإصدار سندات خزانة، كما قام بتحديد سعر الفائدة في السوق النقدي، الأمر الذي دفع البنوك إلى الاقتراض من السوق النقدي لتسديد جانب من التزاماتها، بعد أن كان سعر الفائدة حرا يحدده كل بنك على حدة، وبهذا تمكن البنك المركزي التونسي من إخضاع البنوك المختلفة لقراراته، وزاد من فعالية البنك المركزي، استعماله لوسائل مختلفة لجعل مقدار السيولة متماشيا مع متطلبات التوازن النقدي²⁰.

ب- سوق رأس المال :

يتكون السوق المالي في تونس من²¹ :

- سوق أول : مفتوح للشركات ذات الصحة المالية الممتازة إذ لكي يتم تسعير شركة على مستوى هذا السوق لابد وأن تحقق الشروط التالية :

- أن يكون رأسمالها مساويا لـ 1 مليون دينار تونسي على الأقل؛

- أن يكون لديها على الأقل 500 مساهم

¹ الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية : www.bvmt.com.tn ، تاريخ الاطلاع 15-02-2015، الساعة 21:35.

²¹ نفس المرجع.

- نشر 20% من رأس المال على الأقل بين الجمهور؛
 - أن تكون قد حققت ربحاً خلال السنوات الثلاثة الأخيرة؛
 - أن تكون قد وزعت على الأقل مرة واحدة ربحيات خلال الثلاث دورات المحاسبية الأخيرة.
- السوق الثاني : مفتوح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكنها أن تلي شروط السوق الأول، وأهم ما تتطلبه هذه السوق

- أن يكون رأس المال الاجتماعي للشركة مساوياً لـ 500000 دينار تونسي على الأقل؛
 - أن يكون لدى الشركة 100 مساهم على الأقل؛
 - نشر 10% من رأس المال على الأقل بين الجمهور؛
 - أن تكون الشركة قد حققت ربحاً خلال آخر دورة ووزعت على الأقل مرة واحدة ربحيات خلال السنتين الماضيتين؛
 - وتبقى مساهمة هذا السوق في تمويل الاقتصاد التونسي بالنظر إلى السوق الأول جد محدودة.
- سوق السندات : يتم فيه تسعير²²:

- سندات الخزينة.

- سندات التجهيز.

- السندات المصدرة من طرف المؤسسات العمومية الخاصة.

حتى عام 1990، كانت السندات تصدر أساساً من طرف الخزينة والمؤسسات العمومية التي كانت أغلبيتها بنوك تنمية. منذ 1990 تغير الوضع وعرفت الساحة التونسية تزايداً كبيراً للإصدارات الخاصة. السوق خارج التسعيرة: والذي تفاوض فيه قيم غير سائلة وغير مسجلة في السوق الأول والثاني لمؤسسات تقوم بعرض عمومي.

ثالثاً: الأطراف المتدخلة في بورصة تونس

وتتمثل في:

أ- مجلس السوق المالي التونسي:

بصدور قانون 14 نوفمبر 1994، صارت هيئة الرقابة على البورصة في تونس تدعى بمجلس السوق المالي، وتتكون من رئيس يعين بمقتضى مرسوم ومن تسعة أعضاء يحملون جميعهم الجنسية التونسية موزعون كما يلي :
 قاضي من الدرجة الثالثة، مستشار لدى ديوان الحسابات، ممثل عن وزارة المالية، ممثل عن البنك المركزي، ممثل عن جمعية وسطاء البورصة، مستشار محكمة القضاء الإداري، ثلاث أعضاء يتم اختيارهم بالنظر إلى مؤهلاتهم وخبرتهم في ما يخص العرض العمومي.

²² الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية : www.bvmt.com.tn، تاريخ الاطلاع 16-02-2015، الساعة 19:50.

يتمتع مجلس السوق المالي بالشخصية المدنية وبالاستقلالية المالية والقانونية فهو يقوم بالسهر على حماية ادخار المستثمر في شكل قيم مالية، منتوجات مالية قابلة للمفاوضة في البورصة أو أي منتج آخر متصل بعرض عمومي للادخار. ومن مهامه أيضا نجد السهر على السير الحسن لسوق القيم المالية كما أنه هو الهيئة الوصية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المالية، بورصة القيم المالية، الوسطاء في البورصة ومؤسسات الإيداع والمقاصة وتسديد القيم²³.

ب- بورصة القيم المتداولة:

هي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية²⁴:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية؛
- 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 لتعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.

ج- 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 التبادل²⁵.

رابعا: شروط الإدراج في البورصة التونسية

يستلزم جملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس وهي²⁶:

- 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؛
- تحقيق أرباح صافية لسنتين الأخرتين من الإدراج؛
- الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة؛
- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

²³ الموقع الرسمي لمجلس السوق المالي التونسي : www.cmf.org.tn، تاريخ الاطلاع 16-02-2015، الساعة 15:20.

²⁴ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 117.

²⁵ الموقع الرسمي لمجلس السوق المالي التونسي : www.cmf.org.tn، تاريخ الاطلاع 17-02-2015، الساعة 16:20.

²⁶ نفس المرجع .

خامسا: مؤشرات السوق المالي في تونس

تتمثل مؤشرات بورصة تونس في ما يلي²⁷:

أ- مؤشر TUNINDEX:

مؤشر تونانداكس هو مؤشر يبين الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية، أعطيت له قيمة 1000، وذلك في 31-12-1995.

ب- المؤشرات القطاعية:

هي الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية، أعطيت له قيمة أساس 1000 نقطة، في 31-12-2005. تتبع مؤشرات القطاع المعايير تصنيف الصناعة Industry Classification Benchmark، حيث تتكون المؤشرات القطاعية من عينة من قيم مؤشر تونانداكس المصنف في هذا القطاع، كما أنها تقوم بقياس تطور قطاع معين.

ج- مؤشر Tunindex20:

يمثل المؤشر تونانداكس 20، أداء 20 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية في تونس، أعطيت له قيمة 1000 نقطة وذلك في 31-12-2006.

سادسا: تطورات وأداء بورصة الأوراق المالية بتونس²⁸

حققت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة التونسية ارتفاعا ملموسا خلال الربع الرابع من 2014 لتعكس بذلك الاتجاه السالب الذي عرفته خلال الربع السابق. فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة ارتفاعا بنحو 11.7 في المائة عن هذا الربع الرابع، مقابل انخفاضه بنسبة 1.7 في المائة عن الربع الذي سبق. أما مؤشر بورصة الأوراق المالية بتونس، فقد عرف بدوره ارتفاعا مماثلا وبنحو 11.1 في المائة خلال نفس الفترة، وليغلق عند نحو 5090 نقطة بنهاية ديسمبر 2014.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، وتماشيا مع التحسن في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاعا بنحو 1.14 مليار دولار بنهاية الربع الرابع 2014، ووصلت هذه القيمة إلى نحو 9.3 مليار دولار. ومما لا شك فيه أن ارتفاع عدد الشركات المدرجة من 78 إلى 81 شركة خلال نفس الفترة، قد ساهم في ارتفاع هذه القيمة. من جانب آخر، ساهم تراجع سعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار بنحو 3.4 في المائة خلال هذا الربع الرابع، في تقليص قيمة التحسن في القيمة السوقية.

²⁷ الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية : www.bvmt.com.tn ، تاريخ الاطلاع 18-02-2015، الساعة 10:10.

²⁸ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد التاسع والسبعون، ص 23.

وعلى صعيد مؤشرات السيولة، وانعكاساً للتحسن المسجل في مؤشرات الأسعار، سجلت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعاً بأكثر من 230 في المائة خلال الربع الرابع 2014، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 42.5 مليون دولار. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو 468 مليون سهم، وليصل هذا العدد إلى نحو 666.6 مليون سهم، وذلك عن نفس الفترة.

المطلب الثاني: السوق المالية في مصر

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تقديم عام للبورصة المصرية وهي كالتالي:

أولاً: تاريخ البورصة المصرية

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903.

أ- بورصة الإسكندرية: خلال القرن التاسع عشر كان السوق الآجل بالإسكندرية من أقدم الأسواق الآجلة في العالم. ولقد تمت أول صفقة قطن محلية مسجلة في عام 1885 بمقهى أوربا الإسكندري والذي سمي لاحقاً ميدان محمد علي، حيث كان تجار القطن يجتمعون ويعقدون صفقات قائمة على العرض والطلب بشأن القطن وعلى مدار السنوات امتدت تلك الصفقات لتشمل نوعيات بذور القطن.

كانت السمعة الطيبة تؤثر على كل حركة، فقد نال مزارعو القطن الذين كانوا يقومون بتسليمه في الموعد المحدد ثقة المصدرين ومن ثم كانوا يتسلمون طلبات كبيرة في الموسم التالي، فكان احترام المواعيد والمصدقية ذاتا أهمية جوهرية إذا ما أرد التاجر تحقيق ربحاً.

ومن بين الخمسة والثلاثين سمسار للقطن المسجلين في عام 1950 لم يكن هناك سوى اثنين فقط من المصريين، كما تألف مديرو بورصة الإسكندرية من مزيج غير متساوي من المصريين، والشاميين واليهود.

حتى الخمسينيات من القرن العشرين كان معظم التداول يتم مع بورصة القطن "بليفربول" كشاهد على روابط مصر القوية بالإمبراطورية البريطانية. واستخدمت تجارة القطن المصرية على نحو متفاوت سياسياً خلال فترات الحروب - عكس حال النفط الآن- حيث كانت تبرز كشرط في أغلب اتفاقيات مصر الدولية، فقد كانت تلك التجارة أداة رئيسية للمساومة وكذلك أداة تعزيز للعملة المصرية.

كان هناك أيضاً لجنة القطن المصرية المشتركة ومعهد القطن، وهما مؤسستان منضمتان إلى المؤتمر الدولي للقطن. ومع مرور الوقت، أخذ عدد المصدرين الداخليين في هذه التجارة يزداد، وبينما كانت طبقة المفكرين المحليين على وشك

أن تأخذ دورها في السيطرة والتحكم، ظهرت التجارة الزراعية تحت حماية الدولة من خلال سلسلة من قوانين الإصلاح الزراعي ولذا تحول القطاع الزراعي إلى ملكيات صغيرة غير مربحة وجمعيات تعاونية بيروقراطية²⁹.

ب- بورصة القاهرة: أعاد كبير تجار وسماسرة القاهرة لفت انتباه التجار والسماسرة مرة أخرى أثناء إحدى اجتماعاتهم غير الرسمية إلى أن الوقت قد حان لكي تنتهج القاهرة نهج الإسكندرية ويكون لها بورصة خاصة بها. ومن هنا كان ميلاد بورصة القاهرة ففي يوم الخميس الموافق 21 ماي 1903 قامت اللجنة الخاصة باختيار المبنى القديم للبنك العثماني ولكن بصفة مؤقتة.

فقد كان داعمو ومناصرو قيام البورصة يتمتعون بجرأة دفعتهم إلى النجاح والنمو. وكان أمراً معروفاً للجميع أن بورصتا القاهرة والإسكندرية، عند اجتماعهما، احتلا مركزاً بين أكبر خمس بورصات على مستوى العالم في الأربعينيات. فقد كان اقتصاد مصر منتعش في كل الأوقات وبلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة وحدها 228، بإجمالي رأس مال قدره 91 مليون جنيهاً. وكان هناك 73 سمساراً ووسيطاً متوفرون يتولون شئون تجارة الأسهم. ومع قيام ثورة 1952 وبدء حركة تأميم القطاع الخاص والاتجاه إلى الاشتراكية فقد تراجع دوره بشكل كبير فقد تضائل دور البورصة المصرية بصورة كبيرة، وذلك حتى التسعينات من القرن العشرين. وفي بداية التسعينات بدأت مصر تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والذي تضمن تفعيل دور القطاع الخاص مما أعاد إحياء سوق المال المصري مرة أخرى خاصة مع وضع قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992، وفي عام 1994 تحولت البورصتان من التداول اليدوي إلى استخدام نظام الكتروني للتداول. وفي النصف الثاني من التسعينات بدأت الحكومة في تطبيق برنامج الخصخصة والذي تم طرح عدد كبير من الشركات من خلال البورصة مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصري، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى في العهد الحديث. وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها ثم تلي ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتان مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين.

وفي عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلاها في عام 2000 صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات. ولكن الركود الاقتصادي في ذلك الوقت سرعان ما أثر على أداء البورصة ودفع حركة التداول إلى الركود وكان الركود هو الاتجاه السائد ليس في مصر فقط ولكن في غالبية الأسواق العالمية. وفي عام 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID وتلاها في نفس العام استبدال النظام الإلكتروني المحلي الصنع بنظام آخر مصمم من قبل EFA العالمية، والذي تم تحديثه مرة أخرى في عام 2008 بالنظام الأكثر تطوراً

²⁹ الصفحة الرسمية لبورصة مصر، <http://www.egx.com.eg>، تاريخ الاطلاع 01-03-2015، الساعة 12:40.

المصمم X-Stream من قبل OMX Nasdaq. وفي عام 2002 تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً، كما تم إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة ليضم سوقاً للأوامر وأخر للصفقات.

وفي عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر CASE30 ليحل محل مؤشر CASE50. وفي عام 2005 تم إتمام الربط الأولي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة، وفي نفس العام تم قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات WFE. وفي عام 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الانترنت، كما شهد العام قيام شراكة إستراتيجية بين البورصة المصرية وناسداك OMX من خلال التشارك في شركة مصر لنشر المعلومات. وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس العام. وبينما في عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية. ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات تأثراً بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة.

لكن نشوء الأزمة العالمية وقيام ثورة 2011 في مصر أثر بشكل كبير على أداء البورصة المصرية حيث تراجعت أحجام التعاملات في السوق المصري بشكل ملحوظ خلال عامي 2011 و2012 وواجهت البورصة المصرية تحديات جديدة نتيجة الحراك السياسي في تلك الفترة. ولكن هذا لم يثنى البورصة المصرية عن خطط التطوير والتحديث التي تقوم بها من أجل مواكبة التطورات السريعة والمتلاحقة في عالم سوق المال، فانطلقت في يوليو 2013 إستراتيجية جديدة ومتكاملة تستهدف إعادة هيكلة السوق المصري وإعادته لمكانته الرائدة وسط الأسواق الناشئة. وستتضمن الإستراتيجية انفتاحاً كبيراً للسوق المصري على الأسواق العالمية، حيث سيتم قيد مجموعة من الشركات الإقليمية في السوق المصري للمرة الأولى تقريباً في تاريخ البورصة المصرية، كما سيتم إطلاق أول أداة مشتقة للبورصة المصرية في الأسواق العالمية بالتعاون مع نيويورك يورنكست. كما سيبدأ تركيز البورصة على زيادة مساهمتها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال المشاركة في تأسيس شركات بنظام الاكتتاب العام لتحقيق أهداف مجتمعية كبناء المدارس والمستشفيات وغيرها، مما سيسهم في خلق المزيد من فرص العمل، لتستمر البورصة المصرية في رحلة خدمة الاقتصاد المصري لأكثر من 130 عام³⁰.

ثانياً: الإطار التنظيمي للبورصة المصرية

وتتكون من³¹:

³⁰ الصفحة الرسمية لبورصة مصر، <http://www.egx.com.eg>، تاريخ الاطلاع 02-03-2015، الساعة 08:10.

³¹ حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجمعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 397.

أ- لجنة البورصة: تتكون من سبعة عشر عضواً، تسعة من السماسرة، وخمسة من الأعضاء المنضمين، وثلاثة يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، لها سلطة تأديبية على جميع الأعضاء، كما تقوم بتحديد الحد أعلى و الحد أدنى لأسعار الأوراق المالية .

ب- مكتب لجنة البورصة: يتكون من رئيس ونائب وأمين الصندوق، ويقوم المكتب بتصميم أعمال اللجنة والإشراف عليها.

ج- الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة، العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

د- الهيئة العامة لسوق المال: تتمثل أهم مهامها في مراقبة وتنفيذ اللوائح والقوانين، وحق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية، إذا صدرت مخالفة للقوانين أو للمصالح العام ويضاف إلى الأجهزة السابق ذكرها، اللجنة العليا للبورصة، هيئة التحكيم، مجلس التأديب ومندوب الحكومة.

ثالثاً: شروط و متطلبات الإدراج في البورصة المصرية.

يشترط لقبول وقيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية توافر الآتي³²:

أ- بالنسبة للأسهم:

- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسون ألف جنيه؛

- تكون الأسهم في صكوك من فئة الخمسة أسهم أو مضاعفاتها، بحيث لا تتجاوز ألف سهم في الصك

الواحد؛

- تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام، وإلا فيجب تقديم ثلاث ميزانيات مرضية عن ثلاث سنوات متتالية سابقة لطلب القيد؛

- يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل، ولا يقل المدفوع في حالة تقسيط قيمة الأسهم عن ربع تلك القيمة على أن تقيد في جدول الأسعار المؤقت حين سداد القيمة الكاملة.

ب- بالنسبة للسندات:

لا يقيد في البورصة إلا سندات الشركات التي قيدت أسهمها في البورصة فعلاً وإذا كانت الشركة أجنبية فيجب توفر الآتي³³:

- تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة؛

³² حنفي عبد الغفار ورسمية قريضا، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2002، ص ص 330، 331.

³³ حنفي عبد الغفار ورسمية قريضا، السوق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 315.

- لا تقل قيمة كل منها الاسمية بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه واحد بالتقريب؛
- تكون لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية؛
- أما إذا كانت السندات صادرة عن الحكومة والهيئات العامة، وأيضا الأوراق المالية التي تضمنها الحكومة سواء تناول هذا الضمان رأس المال أو الفوائد أو الأرباح فتقبل للقيود بقرار وزير الاقتصاد.
- بالإضافة إلى ذلك فهناك شروط بالنسبة لمزاولة مهنة السمسار في بورصة مصر والتي تتلخص في:
 - يكون مصري بالغ من العمر خمسة وعشرون سنة ومتمتعا بالأهلية القانونية؛
 - لا يكون قد أشهر إفلاسه في مصر أو في الخارج أو حكم عليه في قضايا تمس بالشرف؛
 - لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة؛
 - أن يكون قد مضى ثلاث سنوات على الأقل يعمل كوكيل لأحد الأعضاء، أو يكون قد زاول ثلاث سنوات مندوبا رئيسيا، أو أربع سنوات وسيط؛
 - يؤدي بنجاح امتحانا تحريريا وشفويا أمام لجنة القبول للتأكد من توافر المعلومات اللازمة لعملائه؛
 - يكون لديه رأس مال في مصر لا يقل عن عشرة آلاف جنيه يملك منها ثلاث آلاف نقدا على الأقل.
- وهناك أيضا شروط لمن يقبل للعمل في البورصة كوسيط أو مساعد للسمسار وهي:
 - يكون مصريا بالغ من العمر واحد وعشرون سنة ومتمتعا بالأهلية القانونية؛
 - أن يزيه السمسار الذي يرغب في أن يعمل لديه، ويستوفي الشروط المنصوص عليها في لائحة البورصات؛
 - يكون قد مضى مدة سنتين على الأقل في عمل بأجر في أحد مكاتب سمسة البورصة أو في أي مصروف في مصر.

رابعا: مؤشرات البورصة المصرية

تتمثل مؤشرات البورصة المصرية في مايلي:

أ- مؤشر **EGX30**³⁴ : قامت البورصة المصرية بتدشين المؤشر الرئيسي لها لتضمن أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط يتم ترجيحها برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم، ويتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على صناعة معينة ومن ثم يوفر تمثيلا جيدا لمختلف الصناعات والقطاعات العاملة داخل الاقتصاد المصري.

تم احتساب المؤشر ابتداء من 1 جانفي 1998 بقسمة 1000 نقطة، كما تم احتساب المؤشر مقوما بالدولار ابتداء من الفاتح من مارس 2009، وكان يصدر تحت اسم CASE30 إلى أن تم تغيير اسمه إلى EGX 30 في 1 مارس

³⁴ البورصة المصرية، قواعد المؤشر البورصة المصرية **EGX30**، أخر تحديث: جانفي 2013، تاريخ الاطلاع 04-22-2015، الساعة 14:00.

2009، ليعكس التغييرات التي طرأت على اسم البورصة حيث تم استبدال بورصتي القاهرة والإسكندرية بالبورصة المصرية وفقاً لتعديلات قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

تم تكوين لجنة مستقلة لإدارة المؤشر وتتكون حالياً من 4 أعضاء من الخبراء في المجال المالي والمصرفي بالإضافة إلى رئيس البورصة المصرية، وتبدي اللجنة الرأي في مختلف مؤشرات البورصة المصرية وتطويرها وتسويقها ومراجعتها الدورية، وكذلك غيره من المؤشرات القائمة أو التي قد تضيفها البورصة المصرية في المستقبل فيما يلي منحني يبين أداء المؤشر EGX 30 خلال ثلاث سنوات.

الشكل رقم 04: أداء المؤشر EGX 30 من 2012-05-27 إلى 2015-05-01



المصدر: <http://www.egx.com.eg>

ب_ مؤشر EGX70³⁵: أنشأت البورصة المصرية مؤشر سعري جديد يحمل اسم EGX 70 بدءاً من 1 مارس 2009، حيث يقيس المؤشر الجديد أداء سبعين شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري بعد استبعاد الشركات الثلاثين المكونة لمؤشر EGX 30. ويقوم مؤشر EGX70 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، وقد بدأ حسابه بأثر رجعي بداية من 01-01-2008، وفيما يلي منحني يبين أداء المؤشر EGX70 خلال ثلاث سنوات.

³⁵ البورصة المصرية، قواعد المؤشر البورصة المصرية EGX70، آخر تحديث: جانفي 2013، تاريخ الاطلاع 2015-04-22، الساعة 12:40.

الشكل رقم 05: أداء المؤشر EGX70 من 2012-05-27 إلى 2015-05-01



المصدر: <http://www.egx.com.eg>

ج- مؤشر EGX100³⁶:

دشنت البورصة المصرية مؤشر سعري جديد يحمل اسم EGX100 بدءاً من 2 أوت 2009، يعمل على:

- قوم مؤشر EGX100 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي للشركات كما هو الحال في مؤشر EGX30؛

- يتفادى مؤشر EGX100 التركيز على صناعة بعينها، ومن ثم يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات؛

- يشمل مؤشر EGX100 الأسهم العادية فقط، أما الأسهم الممتازة والسندات والأوراق المالية الأخرى

مثل صناديق الاستثمار فلا يتضمنها المؤشر؛

- تتم مراجعة مؤشر EGX100 بشكل نصف سنوي، حيث يتم تعديل الشركات وفقاً لنشاطها وملاحظة تكرار التداول عليها (عدد العمليات المنفذة، وعدد أيام التداول) بواسطة لجنة المؤشر المستقلة، وفيما يلي منحنى يبين أداء المؤشر EGX100 خلال ثلاث سنوات.

³⁶ البورصة المصرية، قواعد المؤشر البورصة المصرية EGX100، آخر تحديث: جانفي 2013، تاريخ الاطلاع 2015-04-22، الساعة

الشكل رقم 06 : أداء المؤشر EGX100 من 2012-05-27 إلى 2015-05-01



المصدر: <http://www.egx.com.eg>

د- مؤشر النيل³⁷: يأتي تدشين البورصة المصرية لمؤشر النيل، في إطار اهتمامها بتنشيط سوق بورصة النيل للأوراق المالية، وذلك بعد تغير آليات التداول في بورصة النيل من آلية المزايدة إلى آلية التداول المستمر في نهاية عام 2011، وزيادة عدد ساعات التداول من ساعة واحدة إلى أربع ساعات تداول في بداية أكتوبر 2013، وذلك بهدف زيادة معدلات سيولة السوق وجذب المزيد من المستثمرين إلى بورصة النيل كأحد الأسواق الواعدة في السوق المصرية.

يتم ترجيح المؤشر برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم، ويتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على صناعة بعينها ومن ثم يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات داخل سوق بورصة النيل.

تم احتساب المؤشر ابتداءً من 2 يوليو 2012 وبدء المؤشر بقيمة 1000 نقطة، قامت البورصة المصرية بتدشين المؤشر بتاريخ 2 فيفري 2014، وفيما يلي منحنى يبين أداء المؤشر النيل خلال ثلاث سنوات.

³⁷ قواعد مؤشر النيل، أخر تحديث: جانفي 2014، تاريخ الاطلاع 20-04-2015، الساعة 9:30.

الشكل رقم 07 : أداء المؤشر النيل من 2012-05-27 إلى 2015-05-01



المصدر: <http://www.egx.com.eg>

هـ- مؤشر S&P/EGX ESG³⁸: قامت البورصة المصرية بالتعاون مع كل من مركز المديرين المصري Eiod ومؤسسة ستاندرد اند بورز مؤشر S&P/EGX ESG، والذي يعد الثاني على مستوى الأسواق الناشئة، فبعد نجاح إطلاق المؤشر في الهند S&P/India ESG، تم بناء وتطوير المؤشر للسوق المصرية.

ويأتي تدشين البورصة المصرية لهذا المؤشر في إطار اهتمامها بالاتجاهات العالمية الحديثة في مؤشرات أسواق المال، والتي بدأت في التركيز على معايير التنمية المستدامة، كالحفاظ على مستويات أداء بيئي جيد، ومسؤولية اجتماعية متميزة للشركة، وإتباعها لمعايير الحوكمة الجيدة، بل أن الاتجاهات الحديثة في مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات، أخذت تركز على أهمية هذه المسؤولية في كونها إحدى الأدوات التي يمكن للشركات أن تستخدمها في إدارتها للمخاطر التي توجهها، وهو ما ظهر جليا في قيام الهند بتدشين هذا المؤشر في عام 2008، كأول سوق ناشئة، وتلاها قيام البورصة المصرية، بدراسة وبناء وتطوير هذه النوعية من المؤشرات مع المؤسسات العالمية، وفيما يلي منحنى يبين أداء المؤشر S&P/EGX ESG خلال ثلاث سنوات.

³⁸ منهجية مؤشر S&P/EGX ESG للبورصة المصرية، 2012-08-13.

الشكل رقم 08 : أداء المؤشر S&P/EGX ESG من 2012-05-27 إلى 2015-05-01



المصدر: <http://www.egx.com.eg>

خامسا: تطورات وأداء البورصة المصرية

فيما يلي بعض معطيات أداء البورصة المصرية للربع الرابع من 2014³⁹:

تراجعت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة المصرية عن الربع الرابع 2014، لتعكس بذلك الاتجاه الايجابي الذي بدأت منذ منتصف 2013، فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه السوق تراجعاً بنسبة 6.2 في المائة وذلك عن الربع الرابع 2014، مقارنة مع ارتفاعه بنسبة 13.6 عن الربع الذي سبق. أما المؤشر المحلي للبورصة المصرية، فقد انخفض بدوره بنسبة 7.1 في المائة عن نفس الفترة، وبلغ عند مستوى 8926.6 نقطة بنهاية ديسمبر 2014.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، وانسجاماً مع الانخفاض المسجل في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة تراجعاً بلغت نسبته 5.3 في المائة، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 69.9 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2014. وعلى صعيد نشاط التداول، وعلى الرغم من التراجع المسجل في كل من مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية خلال هذا الربع الرابع، إلا أن نشاط التداول استمر بالتحسن. حيث تظهر البيانات أن قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع 2014، قد سجل ارتفاعاً لتبلغ نحو 8.96 مليار دولار مقارنة مع 7.88 مليار دولار عن الربع السابق، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال ذات الفترة بنسبة 31 في المائة، ووصل هذا العدد إلى 12.92 مليار سهم وقد شكلت قيمة

³⁹ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد التاسع والسبعون، ص 47.

التداولات في شهري نوفمبر وديسمبر 2014 نحو 74 في المائة من إجمالي أحجام التداولات.

المطلب الثالث: السوق المالي في عمان

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تقديم عام للبورصة التونسية وهي كالتالي:

أولاً: نبذة عن بورصة عمان

لقد تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999، كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، حيث تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكونة من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسام وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

إذن نجد بورصة عمان تلتزم بتوفير العدالة والشفافية والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات مع المعايير العالمية، حيث تقوم بورصة عمان كذلك بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل تقنية حديثة، ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

كما تقوم بورصة عمان كذلك بإقامة علاقات تعاون مع البورصات العالمية وإبرام اتفاقيات معها، والمشاركة في الندوات والمؤتمرات العالمية، حيث تمثل عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية للهيئات الأوراق المالية⁴⁰.

ثانياً: مراحل إنشاء بورصة عمان

مر سوق المال في الأردن بمراحل امتدت منذ عقد الثلاثينات و هي⁴¹:

المرحلة الأولى: 1930-1960

بدأ إنشاء الشركات المساهمة في الأردن والتداول بأسهمها، منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، وذلك في عقد الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930، ثم شركة التبغ

⁴⁰ الموقع الرسمي لبورصة عمان، www.ase.com.jo، تاريخ الاطلاع 14-04-2015، الساعة 22:52.

⁴¹ تأسيس سوق عمان المالي، التطورات الرئيسية، موقع بورصة عمان <http://www.ase.com>، تاريخ الاطلاع 14-04-2015، الساعة

والسجائر في عام 1931، ثم تبعها تأسيس شركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951، وتجدر الإشارة هنا أنه رغم إنشاء هذه الشركات، إلا أنه لم يجرى تنظيم قانون لتداول أسهمها، الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة.

المرحلة الثانية: 1960-1974

توجت هذه المرحلة بأول إصداريه لإسناد القرض وذلك عام 1961، وأهم ما تم في هذه المرحلة هو إصدار قانون الدين العام في 1966، والذي هدف إلى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما شهدت هذه المرحلة انتشار بعض الشركات المالية.

المرحلة الثالثة: من 1975 إلى حد الآن

في هذه المرحلة بدأت الجهات المختصة، وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بإجراء دراسات مكثفة تبين منها أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه، من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه السوق، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي، وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 13-03-1977، باشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 01-01-1978.

ثالثاً: شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة عمان

يتم إدراج أي ورقة مالية في البورصة بعد تحقق ما يلي⁴²:

- تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة؛
 - إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية؛
 - عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية؛
 - وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.
- ولإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي لا بد من توفر:
- يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهما في السوق الموازي؛
 - تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر؛
 - لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع؛

⁴² الأردن، قانون الأوراق المالية، سنة 2002، المادة 03 من أحكام المادة 72 من رقم 76، ص 90.

- تقدم الشركة القوائم المالية الختامية، وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛
- يكون قد تم تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي.

ويتطلب من كل شركة تقديم المستندات التالية عند قيامها بطلب الإدراج:

- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت تابعة، أو شقيقة أو حليفة؛
- أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا، والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم؛
- كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة، وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم، ونسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركة؛
- عقد التأسيس، والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار.

رابعا: مؤشرات بورصة عمان

ويتمثل هذا المؤشر فيما يلي⁴³:

الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان:

تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتباراً من بداية عام 2004. علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة.

وبعد دراسات إحصائية مكثفة، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 وإلى سبعين شركة في عام 2001 وإلى 100 شركة في العام

⁴³ الصفحة الرئيسية لبورصة عمان، www.ase.com.jo، تاريخ الاطلاع 14-04-2015، الساعة 11.50.

2007، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة⁴⁴.

ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها، حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد اند بورز S&P وال FTSE Group وشركتي داوجونز وستوكس Dow Jones Indexes and STOXX .

وقد تم تطبيق معايير شركة داوجونز في اختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها، ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل مجموعها اقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع. ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد. ويحدد وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر، كما تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999.

ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته. يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشرها بشكل يومي. ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث

⁴⁴ الصفحة الرئيسية لبورصة عمان، www.ase.com.jo، تاريخ الاطلاع 14-04-2015، الساعة 01:50.

تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات⁴⁵.

يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد اثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط.

الجدول رقم 04: أهم مؤشرات بورصة عمان

المؤشر	2010	2011	2012
عدد الشركات المدرجة	277	247	243
القيمة السوقية (مليون دينار)	21858.2	19272.75	19,141.5
حجم التداول (مليون دينار)	6690.0	2850.25	1,978.8
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	6988.8	4072.3	2,384.12
الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم (نقطة)	5318.0	4648.4	4593.9
الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم الحرة (نقطة)	2373.6	1995.1	1957.6
الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الأسهم (نقطة)	834.4	606.8	552.3
عدد السندات المتداولة (بالألف)	0.14	0.6	0.0
قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)	0.14	0.6	0.0

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على www.ase.com.jo.

خامسا: تطورات وأداء بورصة عمان

عرفت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة عمان ارتفاعا خلال الربع الرابع 2014 ، وذلك للربع الثاني على التوالي، فقد سجل مؤشر الصندوق الخاص ببورصة عمان، ارتفاعا بنحو 3.2 في المائة خلال هذه الفترة مقارنة مع مستواه المسجل بنهاية الربع السابق. وبدوره، سجل مؤشر بورصة عمان ارتفاعا بنحو 2.4 في المائة خلال ذات الفترة، وليغلق عند مستوى 2165.5 نقطة في نهاية ديسمبر 2014، وفي ما يخص العام 2014 ككل، فان مؤشر الصندوق لبورصة عمان قد سجل مكاسب بنحو 7.4 في المائة. وعلى الرغم من التحسن في مؤشرات الأسعار، إلا أن القيمة السوقية عرفت تراجع بنحو 115 مليون دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 25.5 مليار دولار بنهاية الربع الرابع

⁴⁵ الصفحة الرئيسية لبورصة عمان، www.ase.com.jo، 14-04-2015، الساعة 02:30.

2014، وفي نفس السياق، صاحب التحسن في مؤشرات الأسعار، تحسنا في نشاط التداول من حيث عدد الأسهم وقيمة التداول خلال الربع الرابع 2014. حيث ارتفعت قيم تعاملات المستثمرين لتسجل نحو 785 مليون دولار مقارنة مع 549 مليون دولار عن الربع السابق، كما سجل عدد الأسهم المتداولة ارتفاعا من 372 مليون سهم عن الربع الثالث 2014، لتصل الى 634 مليون سهم عن الربع الرابع 2014، وجدير بالذكر أنه تم تداول نحو 48.2 في المائة من عدد الأسهم في شهر ديسمبر 2014⁴⁶.

⁴⁶ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد التاسع والسبعون، ص 15.

خلاصة:

لقد دفع عجز الدول النامية عن تسديد ديونها في الثمانينات إلى تغيير هيكلها التمويلي، باللجوء إلى الأسواق المالية العالمية واقتناء الأصول المالية المناسبة و الملائمة لحاجة التمويل سواء أصول ملكية أو أصول دين. وقد وفرت الأسواق المالية النامية اليوم الأموال للمؤسسات وخلصتها من عبء المديونية وسمح بتخفيض التكلفة وتنوع المخاطر، وأفرزت نوعين من المؤسسات الاقتصادية إحداهما مربحة و الأخرى غير مربحة. مما يعني تفاوت على مستوى الأسواق نفسها في مستوى ظروف الحماية للمستثمر وبخاصة المستثمرون الأجانب، و الدين غالبا ما تكبلهم قيود عديدة كالضريبة و الشفافية و الإفصاح.

كما بينت بعض الدراسات وأثبتت فعالية وكفاءة بعضا من الأسواق العربية كسوق عمان ولبنان وتونس، في حين اعتمدت دراسات أخرى لا تقل أهمية على معايير أخرى أثبتت من خلالها عدم فعالية الأسواق المالية العربية في تمويل الاقتصاد. والنتيجة التي يمكن أن نخلص إليها أن صعوبة الحكم على فعالية وكفاءة الأسواق من عدمه هو ما يميز أسواقنا.

إن أهم ما يميز الأسواق الأكثر تطورا وعالية الكفاءة، هو السيولة وتداولات عالية واستجابة السوق للمعلومات الجديدة، وان سعة السوق معتبرة، المعلومات متوفرة بشكل واسع بإفصاح عالي. وأن ما يعيق الأسواق النامية هو انتفاء بعض أو أغلب هذه المؤشرات، مع عدم وجود لوائح وتنظيمات تشريعية مناسبة، وعدم وجود هيئات الرقابة المستقلة، يضاف إلى ذلك إحصام أصحاب الشركات عن توسيع ملكيتهم و استثماراتهم مما يكرس ديمومة التمويل التقليدي.

الفصل الثالث:

بورصة الجزائر وشروط كفاءتها

تمهيد:

دخلت الجزائر عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد الانتقال من اقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، وذلك بغرض محاولة السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية. خاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا وأمنيا مما قلل من مخاطر الاستثمار، إذ تغيرت التشريعات في هذا الاتجاه وأقرت قانونا جديدا للمنافسة وآخر للاستثمار تميز بأنه أكثر وضوحا واستقرارا من حيث سياسات وأولويات الاستثمار.

أساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة المجالات وضمان الشفافية والمنافسة النزيفة بين المتعاملين، وسهلت إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية . وقامت بفتح بورصة الشيء الذي يزيد من فرص الاستثمار في سوق المال الجزائرية، وذلك للسماح لها باحتلال مكانة جيدة على المستوى العربي أولا والعالمي ثانيا، وأمام هذا المطلب وجب على الجزائر وضع سوق الأوراق المالية.

قمنا بتخصيص هذا الفصل لدراسة حالة بورصة الجزائر، فتناولنا في المبحث الأول تقديم لبورصة في الجزائر و المبحث الثاني شروط الدخول لبورصة الجزائر، مؤسساته و أداءه، أما المبحث الثالث فيتضمن معوقات بورصة الجزائر و سبل تفعيلها.

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد وثقافة بورصية فيها، وغياب الشفافية و الإفصاح، و عدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة، و ضعف الكفاءة المعلوماتية، إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل انجازها

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل والتي نوجزها فيما يلي:

أولاً: نشأة بورصة الجزائر

فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 و سجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الإقتصادية منذ عام 1988، و في الواقع هذه الإصلاحات الإقتصادية، التي تنبأ بالانتقال إلى إقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة و هي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الإدخار و توجيهه لتمويل التنمية الإقتصادية.

في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 1975/09/26 وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الإستقلال (الإشتراكية) و إختيار نظام إقتصادي مركزي.

في حين نجد أنه في 1988/01/12 تم تعديل جزء من القانون التجاري و نشر العديد من القوانين من بينها :
" قانون 01-88 " المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الإقتصادية، و القانون " 03-88 " و كذا 04-88 المعدلين و المكملين للأمر رقم 59-75 المؤرخ في 1975/09/26 الخاصة بالقانون التجاري و المتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الإقتصادية و القانون 01-88 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الإقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير ، منذ و أن أصبحت المؤسسات العمومية الإقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل " spa " أو شركات ذات أسهم، قانون 03-88 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حالياً الشركات القابضة) (Les Holding)¹.

¹ بورصة القيم المنقولة SGBV، <http://www.sgbv.dz/ar/>، تاريخ الاطلاع: 20-04-2015.

و المتمثلة في :

ص1 : صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛

ص2 : صندوق مناجم الفحم و الري؛

ص3 : صندوق التجهيز؛

ص4 : صندوق البناء؛

ص5 : صندوق الكيمياء ، البتروكيميا ، الصيدلية؛

ص6 : صندوق الإتصال ، الإلكترونيك و الإعلام الآلي؛

ص7 : صندوق الصناعات المختلفة؛

ص8 : صندوق الخدمات .

هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ و التسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسيير إلى الإستقلالية المالية، هذه القوانين قدمت إمكانية لقبول الأسهم بين صناديق المساهمة و المؤسسات العمومية الإقتصادية. في 1990/12/09م بعد قرار الحكومة و طريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة و شركة القيم المنقولة (B.V.M) أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها كان يقدر بثلاثة مئة و عشرون ألف دينار جزائري (= 320.000 DA) للإكتتاب أو الإشتراك و موزعة بين صناديق المساهمة الثمانية، الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في أحسن الشروط، لكن هذه الشركة (S.V.M) بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تنبأ بهذا الفرع من التفاوض ، في 1991/05/28 م ظهر شكل جديد للبورصة وهذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسيم التشريعية الثلاثة و التي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة².

ثانيا: مراحل انجاز بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية:

المرحلة الأولى: 1990 – 1992

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومنه جملة هذه الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد

² بورصة القيم المنقولة SGBV، <http://www.sgbv.dz/ar/>، تاريخ الاطلاع: 20-04-2015.

قدر رأس مالها بـ 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة³.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة؛
- مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

المرحلة الثانية: 1992-1999

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة B.V.M⁴.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25-04-1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل نشاط أي بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي الجزائري

فيما يلي مختلف تقسيمات السوق المالي الجزائري:

أولاً: السوق النقدي.

السوق النقدية في الجزائر بدأت في سنة 1990، عن طريق سبعة متعاملين فقط، خمسة بنوك عمومية وصندوق توفير وبنك استثمار⁵.

³ بورصة القيم المنقولة SGBV، <http://www.sgbv.dz/ar/>، تاريخ الاطلاع: 20-04-2015.

⁴ B.V.M: Bourse des Valeurs Mobilières, 2005.

⁵ Marches des capitaux. Des recherches, BNA, 2004.

حاليا عدد المتدخلين في السوق النقدية 38 مت دخلا :

- 22 بنك تجاري؛
 - 05 هيئات مالية؛
 - 11 مؤسسة مالية غير بنكية.
- مؤطرة بالقوانين التالية :

المرسوم رقم 03-11 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003؛
القانون رقم 91-08 الصادر بتاريخ 14 أوت 1991؛
الأمر 28-95 الصادر بتاريخ 22 أفريل 1995؛
الأمر 02-2002 الصادر بتاريخ 11 أفريل 2002.

ثانيا: سوق رأس المال

إن الإصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات والتي نتج عنها نشأة صناديق المساهمة والتي تملك أسهم المؤسسات بأقساط متساوية، وكذلك تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بإصدار قانون جانفي 1988.

ومع النظام التأسيسي لشركات المساهمة (مؤسسات عمومية)، استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات، عملت السلطات العمومية سنة 1990 بتحضير شروط قيام سوق مالية، حيث قررت الحكومة ومن خلال هيئة مؤهلة "الجمعية العامة لصناديق المساهمة"، إنشاء هيئة يعطى لها اسم شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة⁶، والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة.

واليوم سوق رأس المال في الجزائر يتكون من :

سوق أولية :

وتتضمن مجموعة من البنوك العمومية والتي تعمل على مساعدة المؤسسات على الدخول إلى البورصة وذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق والتوقيت المناسب... إلخ

سوق ثانوية :

السوق المنظمة : وتتمثل في بورصة القيم التي فتحت أبوابها في شهر جويلية من عام 1999.

⁶ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006، ص 130.

السوق غير المنظمة : ويتم بها إلى حد الآن تبادل سندات الخزينة.

المطلب الثالث: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تتمثل الهيئات السوق المالي الجزائري فيما يلي:

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة COSOB.

نصبت رسمياً هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضائها في 1995/12/27 وهذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بغية حماية المستثمرين والسهر على السير الجيد وعلى شفافية السوق، وقد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذلك. وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد حول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي⁷:

أ- السلطة التنظيمية والقانونية:

وتعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم وسير سوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة، حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية وتنشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة.

حيث أن المضاربات للوسطاء تغلط المستثمرين، حيث أي معلومات خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها بهدف التأثير على اتجاهات السوق، وتسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق والمراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين.

ب- سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالإطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة والضمان لتنفيذ الأحكام التشريعية وذلك من اجل التأكد من ما يلي:

- إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة؛
- امثال الشركات التي تقوم المصدرة لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛
- التأكد من التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل؛
- بإمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة لحسابات المؤسسة؛
- تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج.

⁷ لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، مجموع القوانين، نوفمبر 1997.

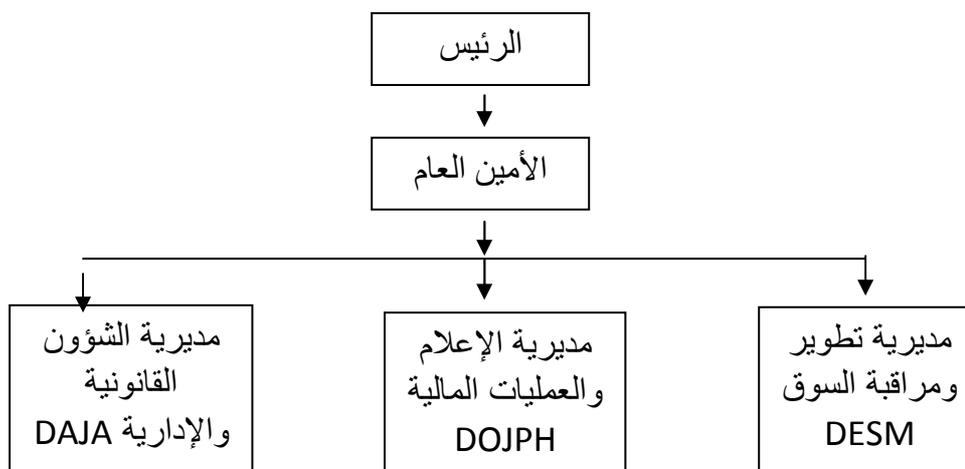
وللجنة الصلاحيات والحق في القيام بهذه التحقيقات.

ج- السلطة التأديبية والتحكيمية:

عندما يحدث أي عمل مخالف القانون أو الإجراءات التشريعية والتنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين، فيطلب وضع حد للمخالفات ولهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى، وتعاقب المخالفات في إطار صلاحياتها وتأسس كطرف مدني، أما العدالة فهي تمارس هذه السلطة عند إخلال الوسيط في عمليات البورصة بالعمليات المهنية والأخلاقية، أو المخالفات لإجراءات قانونية والتنظيمية، وتمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل النزاعات الناشئة بين الوسطاء أنفسهم، بين الوسطاء والزبائن، أو بين الوسطاء وبين هيئات المراقبة أو الإدارة.... الخ.

وخلاصة القول أن هذه اللجنة السلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، تعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم⁸.

الشكل رقم 09: الهيكل التنظيمي لـ COSOB.



Source : la source d'Alger légale et réglementaire, 1998, P02

ثانيا: شركة إدارة بورصة القيم SGBV

عملت شركة إدارة البورصة القيم منذ إنشائها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع

⁸ لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، مجموع القوانين، نوفمبر 1997.

وشراء الأوراق المالية، لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها، وتأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها المكون من 24 مليون دج.

فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة IOB، وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة COSOB، وتقوم أساسا بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في⁹:

- دعم الاقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم؛
- القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة.
- بالإضافة إلى مهام أخرى لـ SGBV تحت إشراف COSOB متمثلة في ما يلي:
- التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة؛
- التنظيم الناتج لحصص البورصة وتنظيم وتسيير نظام التداول والتسعيرة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة IOB

لإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم و مراقبة البورصة COSOB حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها، حيث ينحصر عمله في بيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه¹⁰.

و لقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهامه فيما يلي :

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه؛
- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية؛
- القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.

⁹ بمقتضى المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997.

¹⁰ نفس المرجع.

شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:
وتتمثل في¹¹:

- السن 25 سنة عند تقديم الطلب؛
- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها؛
- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة؛
- أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين؛
- توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط؛
- أن يقوم بإثبات كفاءة مقدره ب:500000دج؛
- أن يقدم طلب اعتماد لدى COSOB.

شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط:
وتتمثل في¹²:

- إهلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري؛
- امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن؛
- مقر الشركة أن يكون بالجزائر؛
- أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل؛
- إيداع طلب عند COSOB.

أنواع الوسطاء الماليين:

أ-تقسيم عام:

يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم عام إلى¹³:

- الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود: و هو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها:
- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية؛
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير؛

¹¹ La bourse d'alger : cadre légale et reglementaire, IBID, 1998, P03.

² نفس المرجع.

³ المادة 2، من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة ، رقم 96-03 المؤرخ في 03/07/1996.

- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل؛
- القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة .
- كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم و مراقبة عملية البورصة.
- الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود: وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصفقي .

ب-تقسيم خاص

يقسم الوسطاء الماليون حسب تقسيم خاص إلى¹⁴:

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء و تتميز بين الوسطاء التاليين:

- **Broker وسيط:** هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددها COSOB .
 - **Dealer تاجر :** و هو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري ويبيع لحسابه الخاص، و يتلقى كمقابل فرق الأسعار عوض العمولة و لقد حددت COSOB نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة .
 - **Jobber العميل:** يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط .
- الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر:

- البنوك الوطنية: BNP Paribas، CNEP-Banque، CPA، BNA، BADR، BEA، BDL، (أنظر للملحق رقم 07)

رابعا: المؤتمن المركزي للسندات

المؤتمن المركزي للسندات¹⁵ ::

أ- تسميته و وضعه القانوني: تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 4/03 المؤرخ في 2003/02/17 و هو شركة ذات أسهم تحمل تسميته تجارية للجزائر للتسوية تخضع للقانون الأساسي و تعين مسيرته بموافقة وزير المالية بعد إستطلاع cosob.

ب- المساهمين فيه: المساهمين المؤسسين هم 7 بنوك عمومية و 5 شركات مسعرة في البورصة و هي الأوراسي، صيدال، أليانس للتأمين وأن سي أ روية وهي تمثل الأسهم، ودحلى وهي تمثل السندات.

¹⁴ منشورات شركة إدارة بورصة القيم، SGBV، 2008.

¹⁵ بورصة القيم المنقولة SGBV، <http://www.sgbv.dz/ar/>، تاريخ الاطلاع: 20-04-2015.

ج- الأوراق المالية المقبولة في عملياته :

- سندات رأس المال (الأسهم)؛

- سندات الدين القابلة للتداول (سندات).

د- وظائف المؤتمن المركزي للسندات

تتمثل في:

- يدير حسابات الأوراق المالية الجارية لصالح ماسك حسابات حافظ السندات و بذلك يحفظ الأوراق المالية و يسهل ما بين الوسطاء الماليين؛

- ينفذ العمليات على الأوراق المالية التي تقررها الشركات المدرجة "دفع أرباح الأسهم ودفع فوائد السندات"؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالي.

هـ- إيجابيات المؤتمن المركزي للسندات :

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الوراق المالية؛

- يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية؛

- يسمح لمصدري الأوراق المالية بان يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للادخار؛

- يضمن تزامن عمليتي التسوية و التسلم؛

- تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها؛

- يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات.

و يتولى ماسك الحساب و حافظ السندات مجموعة من الخدمات يمكن تقديمها

- حفظ و إدارة الأوراق المالية التي يتعهد بها باسم أصحابها؛

- تنفيذ التعليمات التي يتسلمها؛

- يطبق العمليات على الأوراق المالية :دفع الأرباح .الفوائد . ونقل الحقوق.

يعلم أصحاب الأوراق المالية مايلي :

- تنفيذ تعليماتهم؛

- حركة حساباتهم؛

العمليات على السندات التي تتعلق بالسندات التي تمارس عليها أصحابها حقها = إشعار بالعمليات.

يدخل تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في إطار إنشاء السوق المالي بمقتضى القانون 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 و التي تهدف إلى تكوين محفظة القيم المنقولة و المنتجات المالية الأخرى و تسييرها لحساب الغير، و هي مؤهلة بمجمع الادخار مهما يكن قريب لاستثماره في السوق المالية سوق النقدي و سوق رأس المال حسب سياسة التوظيف محددة؛

يتمثل المدخرون في أولئك الذين لا يرغبون استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، فيتعهدون الى مسير محترف يقوم بتوظيف إدخاراتهم في السوق المالية و التي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فالنسبة للهيئات توظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات أسهم تتكون المحفظة من 100/60 أسهم و هيئات التوظيف الجماعي ذات سندات تتكون من 100/60 سندات و النقدية 100/60 من أدوات السوق النقدية، أما بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي المتنوعة لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في المحفظة المالية فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للمحفظة، ويتم التمييز بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و هما

- شركة استثمار ذات رأس مال متغير؛

- والصندوق المشترك للتوظيف.

تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

يتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في البداية إيداع ملف اعتماد لدى COSOB و يتضمن ما يلي¹⁶:

- مشروع القانون الأساسي فيما يخص شركة استثمار ذات رأس مال متغير و مشروع نظام فيما يخص الصندوق المشترك للتوظيف؛

- البيانات المتعلقة بمسيري هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة؛

- تنظيم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و الوسائل المخولة لها؛

- تحديد رأس المال بالنسبة للشركة الإستثمار المتغير ب 5 مليون دج و رأس مال الصندوق المشترك للتوظيف ب 1 مليون دج.

¹⁶ منشورات شركة إدارة بورصة القيم، SGBV، 2008.

تسيير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

- يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طور النشاط من خلال إصدار أسهما و حصصها و تسويقها لدى الجمهور المستثمر غير أن هذه المرحلة تكون نشرت وثيقة إعلامية تسمى النشرة الإعلامية، وتؤشر عليها قانونا cosob وتمثل المعلومات فيما يلي¹⁷ :
- تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة؛
 - سياسة التوظيف؛
 - ملومات تخص المؤسساتين و المسيرين؛
 - سير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة؛
 - كفيات الاكتتاب و الشراء؛
 - نفقات العمولات و التسيير؛
 - المؤسسات المعنية لاستلام الإكتتاب و إعادة الشراء.

¹⁷ بمقتضى المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 03-97 المؤرخ في 1997/11/18

المبحث الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر، مؤسساتها وأدائها

سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب في المطلب شروط الدخول للسوق المالي الجزائري و المطلب الثاني المؤسسات المدرجة فيه أما المطلب الثالث فخصصناه إلى أداء السوق المالي الجزائري.

المطلب الأول: شروط الدخول لبورصة الجزائر

وتكمن هذه الشروط في الخاصة والعامة و هي كالتالي:

أولاً: شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج

وهي¹⁸:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم؛
- ابد من تحديد قيمة كل سهم؛
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛
- الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة؛
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

ثانياً: شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج

وهي¹⁹:

- الحد الأدنى لرأس المال 500 مليون دينار؛
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة ح
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
- أن تقدم دليلاً عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

المطلب الثاني: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

¹⁸ بورصة القيم المنقولة SGBV ، <http://www.sgbv.dz/ar/>، تاريخ الاطلاع: 20-04-2015.

¹⁹ نفس المرجع.

سنتناول في هذا المطلب كل من المؤسسات المدرجة سابقا والمؤسسات الحالية²⁰:

أولا: المؤسسات المدرجة سابقا

أ- القرض السندي لسونا طراك²¹:

في الجزائر أول سند مفاوض أنشأ مع الإصدار السندي لسونطراك هذا القرض لمدة حياة 5 سنوات حيث انتهى في 04 جانفي 2003 يطرح بفائدة سنوية تقدر بـ 13% و هو مسجل بـ 97.5% من القيمة الإسمية للأوراق بـ: (10000 دج-50000 دج-100000 دج) و يمكن القول أن سند سونطراك وضع أقل من سعره الحقيقي.

- عملية إصدار القرض السندي:

وفقا لتأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB المحررة تحت رقم 97/001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 أعطيت الموافقة لشركة سونطراك لإصدار قرض سندي بالخصائص و الشروط المتمثلة في:

- المصدر: سونطراك Sonatrach؛

- الضامن: بنك الجزائر الخارجي BEA؛

- المبلغ: 5 000 000 000 دج؛

- طبيعة الورقة: سندات؛

- المدة: 5 سنوات ابتداء من 04 جانفي 1998؛

- فترة الاكتتاب: شهرين من 04 جانفي 98 إلى 28 فيفري؛ 1998

- تاريخ الحيازة: 01 مارس 1998؛

- سعر الفائدة: 13% ثابتة تدفع سنويا؛

- سعر الإصدار للجمهور: 97.5%؛

- عدد الاوراق: 115000 ورقة؛

- التسديد: مرة واحدة في نهاية السنة الخامسة.

- صعوبات إصدار القرض السندي:

بعد قرار إنشاء بورصة الجزائر طلبت وزارة المالية من وزارة الطاقة والمناجم الاتصال بشركة سونطراك و هذا من أجل القيام بعملية قرض سندي و هذا بهدف إعلان البورصة والإشهار بها، فكانت شركة سونطراك على القبول رغم المعارضة التي صرح بها مسئولي الشركة و حددت قيمة القرض بـ: 5 000 000 000 دج لتمويل المشروعات التي تبلغ قيمة تمويلها الحقيقية ما يقارب 19 مليار دولار لبرنامج استثماري لمدة 5 سنوات. و قد تم اختيار شركة سونطراك باعتبارها أكبر شركة عمومية من الناحية المالية، لا تعاني من عجز مالي و لديها السيولة الكافية لتحتمل أعباء هذه العملية و تحمل الخسارة في حالة وقوعها أي إمكانية تسديد كل مستحقاتها في الآجال المتفق عليها دون أي إشكال.

²⁰ بورصة القيم المنقولة SGBV ، <http://www.sgbv.dz/ar/>، تاريخ الاطلاع: 20-04-2015.

²¹ Notice D'information de l'emprunt obligatoire sonatrach.

تم تحديد مبلغ و سعر الفائدة حسب إحتياجات السوق هذا يعني أن المبلغ المقترح 05 ملايين دج، أختير كقيمة ابتدائية ليست أصلية لقيمة الإحتياجات الكلية، أما الفائدة فقد حددت أولا بنسبة 19% و لكنها لقيت معارضة و هنا خوفا من المنافسة البنكية و بالتالي تم افتراض نسبة 13% كفائدة نهائية لهذا القرض و بما أن شركة سونطراك أكبر شركة على المستوى الوطني و لديها مكانة جد حساسة على المستوى الدولي. و خوفا منها على هذه المكانة و حفظا منها على سمعتها الداخلية و الخارجية فقد عملت جاهدة لنجاح هذه العملية التي تعتبر الأولى من نوعها في حياة الشركة و التي لم تفكر إطلاقا بالقيام بهذه الطريقة الخاصة في السوق الجزائرية.

هدف الإصدار:

يهدف هذا القرض السندي الذي يعد كأول عملية من نوعها في الجزائر إلى تغطية الإحتياجات المالية لشركة سونطراك و التي سطرتها في برنامج استثماري يتمحور حول ثلاث نقاط:

- تطوير الناتج. نقل و تميع الغاز بغية الإستجابة للإلتزامات التعاقدية لتسليم الغاز.
- استرجاع الغازات المشتركة في حقوق البترول و الغاز.
- التنقيب على حقول جديدة و تطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام.

ب- الرياض سطيف²²:

أنشأة شركة الرياض سطيف سنة 1983 بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية للسميد، المطاحن، العجائن الغذائية و المعروفة آنذاك باسم SEMPAC، حولت بعدها هذه المؤسسة سنة 1990 إلى شركة أسهم و كانت ضمن أول دفعة من المؤسسات التي مرت إلى الاستقلالية برأسمال اجتماعي يقدر ب: (100 مليون دينار جزائري)، و قد ارتفع هذا الأخير إلى 850 مليون دينار جزائري. حيث حول هذا المبلغ بأكمله في سنة 1994 لصالح صناديق المساهمة للصناعات الفلاحية الغذائية.

أما في سنة 1997 ووفقا للمرسوم التشريعي رقم 95-25 الصادر في سبتمبر 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال المتعلقة بالدولة، حيث حولت أسهم رياض سطيف إلى الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية Holding agro-alimentaire حيث كانت ما بين 1995-1997 هناك عدة استثمارات من أجل الزيادة في الطاقات و التي هي في طور الإنجاز و قد وصل رقم الأعمال لسنتي 1996-1997 حوالي 21 مليار دينار لكل سنة و الذي يجعل منها واحدة من أكبر المؤسسات الجزائرية .

وكان الاهتلاك لرأسمال الجماعي لكافة وحداتها 2.525 مليار دينار كما تملك رياض سطيف نسبة 20% من أسهم شركة الهندسة و صناعة التجهيزات المحدد رأسمالها ب: 63 مليون دينار التي أنشأت بخصص متساوية بين مؤسسات الرياض الجزائر، قسنطينة، سيدي بلعباس ، تيارت و سطيف، وتشغل رياض سطيف حاليا 3021 عونا 84% منهم موجه للنشاط الرئيسي بينما يشرف على التسيير 326 إطار ويتكون الرأسمال الاجتماعي الأساسي لهذه الشركة من

²² منشورات رياض سطيف، www.riad setif.dz.

4000000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج، الذي تم دفعه إلى 5000000 سهم بنفس القيمة الإسمية لتحقيق برنامج استثماري يركز على :

- تنمية إنتاج السميد و الدقيق و العجائن الغذائية؛
- مكتبة التوظيف و الإرسال على مستوى المطاحن؛
- إدخال نظام معلوماتي في تسيير الشركات.
- دخول رياض سطيف على البورصة:

تقرر دخول رياض سطيف إلى البورصة في إطار حوصصة المؤسسات العمومية المحدد من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة و ذلك في اختيار يوم 05 فيفري 1998 على إثر هذا القرار ثم اجتماع الجمعية العامة الغير عادية للشركة و ذلك يوم 29 أبريل 1998 حيث قرر رفع رأسمال رياض سطيف باللجوء العلني للادخار.

يخص هذا الارتفاع 1 مليون سهم بقيمة اسمية 1000 دينار للسهم، إن هذه الأسهم الاسمية محررة كليا للاكتساب، وقابلة للتنازل، فهي تخول لحاملها حق الانتخاب في الجمعيات العامة، الحق في الأرباح وكذلك الحق في الربح الإضافي في حالة التصفية، بهدف تشجيع الشراكة الخاصة، فإن الشراكة القابضة الزراعية الغذائية الأساسي، فقد تنازلت عن حقوقها الإمتيازية في هذه العملية.

إن زيادة رأسمال عن طريق إصدار أسهم جديدة لدى الجمهور تهدف على تمويل تنمية القدرات الإنتاجية وعصرنة التجهيزات المحيطة والتي تسمح للشركة بتحسين ظروف تراكم الأرباح على المدى المتوسط والطويل¹.
يتكون رأسمال الاجتماعي لرياض سطيف حاليا من 4000000 سهم اسمي بقيمة اسمية تقدر ب 1000 دج على إثر نهاية إنجاز عملية اللجوء العلني للادخار موضوع هذا الإصدار.

إن الأسهم المعروضة على الجمهور أي 1000000 سهم اسمي بقيمة اسمية 1000 دج تمثل 20% من رأسمال الاجتماعي بعد الزيادة حتى يمكن القبول بالتسعيرة ليستوجب أن تكتتب هذه الأسهم من طرف 300 شخص على الأقل.

قامت بإصدار هذه الأسهم بسعر إصدار بقيمة 2300 دج، بما فيها مصاريف العمولات والرسوم حيث بدأت عملية الاكتتاب في أسهمها في 02 نوفمبر إلى غاية 15 ديسمبر 1998 حيث تم تصريف 50% من الأسهم المعروضة. وتحصلت شركة رياض سطيف على التأشير من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 98/01 المؤرخ في 1998/06/27

ثانيا: المؤسسات المدرجة حاليا

لقد تم انشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر وبموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993م ويوجد في البورصة حاليا أربع مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الاقتصادي ، بعد أن تحصلو على تأشيرة القبول من لجنة البورصة ، وهذا من الدعوة العامة للإدخار أي فتح رأسمال المؤسسات وهذه المؤسسات هي²³ :

- مجمع صيدال؛

- أليانس للتأمين ؛

- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؛

- دحلي؛

- رويية.

أ - مجمع صيدال:

لقد سبقت عملية إدخال صيدال إلى البورصة عدة اجتماعات تمهيد بين لجنة البورصة ومسئولي الشركة بغرض تحديد طرق إنجاز هذه العملية وكان دخولها وفق العملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت دون المرور بالسوق الأولى ، يقدر رأسمالها الاجتماعي ب 2 مليار دج مقسمة إلى 10000000 سهم بقيمة إسمية تقدر ب 250 دج سهم ، مجموع العرض 20% من رأسمال الاجتماعي للمؤسسة ، وحدة سعر العرض ب 800 دج مدة الاكتتاب من 15 فيفري إلى 15 ماس 1999م .

ب - مؤسسة تسيير فندق الأوراسي :

هي مؤسسة خدمية ذات نجوم تم تدشينه في 2 ماي 1975م ، وفي ظل الإصلاحات الإقتصادية بما في ذلك نزل الأوراسي في 12 فيفري 1991 م ، ليأخذ شكل مؤسسة ذات اسهم يقدر رأس مالها ب 2 مليار دج على شكل 6000000 دج سهم بقيمة إسمية تقدر ب 250 دج للسهم ، امتدت فترة الاكتتاب من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999م وكانت قيمة الإصدار للسهم 400 دج

²³ منشورات شركة إدارة بورصة القيم، SGBV، 2008.

د- شركة DAHLI:

تعتبر مؤسسة (دايوو الجزائر للفنادق والترفيه والعقارات) مؤسسة ذات أسهم برأس مال قدره 20.882.040.000 دج وقد تأسست في 09 أكتوبر 1996 بعد تعديل وضعيتها من المؤسسة الاقتصادية المختلطة DAHLI التي تم انشائها في 24 ماي 1988 ما بين ONAFEX و شركة DAEWOO.

عقد التنازل لمدة 40 سنة المبرم سنة 2001 مع مديرية أملاك الدولة أصبح من بعد بيع بالتنازل والذي ينبغي أن يفضي إلى تنازل كامل بعد الانتهاء من مشروع الجزائر مدينة.

تمارس شركة DAHLI نشاطها في ميدان العقارات والأعمال (برج مركز الأعمال الجزائر) كما أنها تنشط أيضا في الميدان السياحي، خاصة الفندقية (فندق هيلتون) بالإضافة الى نشاطاتها في الميدان الخدماتي مثل ايجار مساحات للاستغلالها كمكاتب، كما تمتد نشاطاتها الى خدمات مرتبطة بهذه النشاطات السابقة.

ه- أليانس للتأمين:

أليانس للتأمينات، شركة ذات أسهم، تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 195-07 المؤرخة في 25 جانفي 1995، والصادرة عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات.

بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (رقم 122/05)، انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين.

أليانس للتأمينات هي شركة تختص في تأمين جميع الفروع، وهي مملوكة من قبل القطاع الخاص. تحظى الشركة بثقة أكثر من 300 ألف مؤمن حيث حققت في نهاية سنة 2009 عائدا إجماليا قدره 2.8 مليار دينار ونتيجة صافية قدرها 312 مليون دينار.

أليانس للتأمينات متواجدة في جميع مناطق الجزائر إذ إن التطور الذي عرفته شبكتها التجارية سمحت لها مع نهاية سنة 2009 بافتتاح 116 مركز إنتاج، مهيكلة تحت مظلة ثمانية وكالات رئيسية، و35 وكالة مباشرة، و46 وكلاء، و27 ملحقة، موزعة على 35 ولاية.

تمتلك أليانس للتأمينات فرعين:

1. ATA (Algérie Tournig Assistance) شركة ذات أسهم أنشأت عام 2006 مع شراكة Touring Club Algérie وهي مختصة في تقديم المساعدة للأشخاص حيث تملك أليانس للتأمين ما يقارب 74.99% من حصة الشركة.

2. أورافينا Orafina شركة ذات مسؤولية محدودة مختصة في تطوير برامج الإعلام الآلي أنشأت عام 2008 يبلغ رأسمالها 10 ملايين دينار جزائري حيث تملك أليانس للتأمين ما يقارب 60% من حصة الشركة.

المطلب الثالث: أداء بورصة الجزائر

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى دراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر لخمس سنوات متتالية (2010-2014). الجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر خلال خمس سنوات متتالية.

أولاً: قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر من 2010-2014

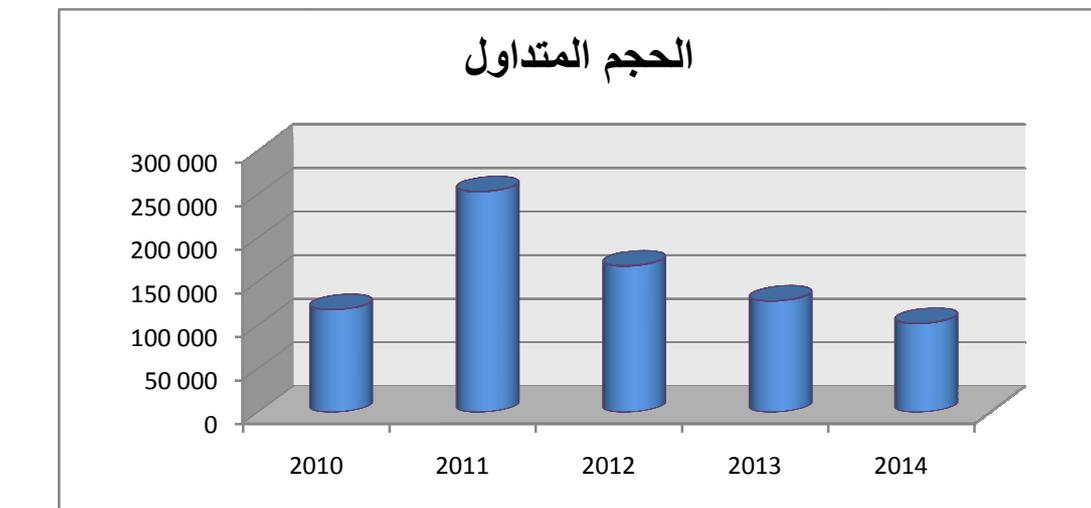
الجدول رقم 05: نشاط بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014

عدد الصفقات	القيمة المتداولة (دج)	الحجم المتداول	حجم الأوامر	عدد الأوامر	السنة
361	670069579	117729	1081977	2632	2010
520	321222985	252954	1370054	2343	2011
277	673186960	167827	2779493	5078	2012
177	101027990	127589	2673065	4271	2013
299	148946340	101950	2964284	3703	2014
1443	191445385000	768049	10868873	18027	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات من SGBV.

يمثل الجدول الموالي حجم التداول في بورصة الجزائر خلال فترة 2010-2014.

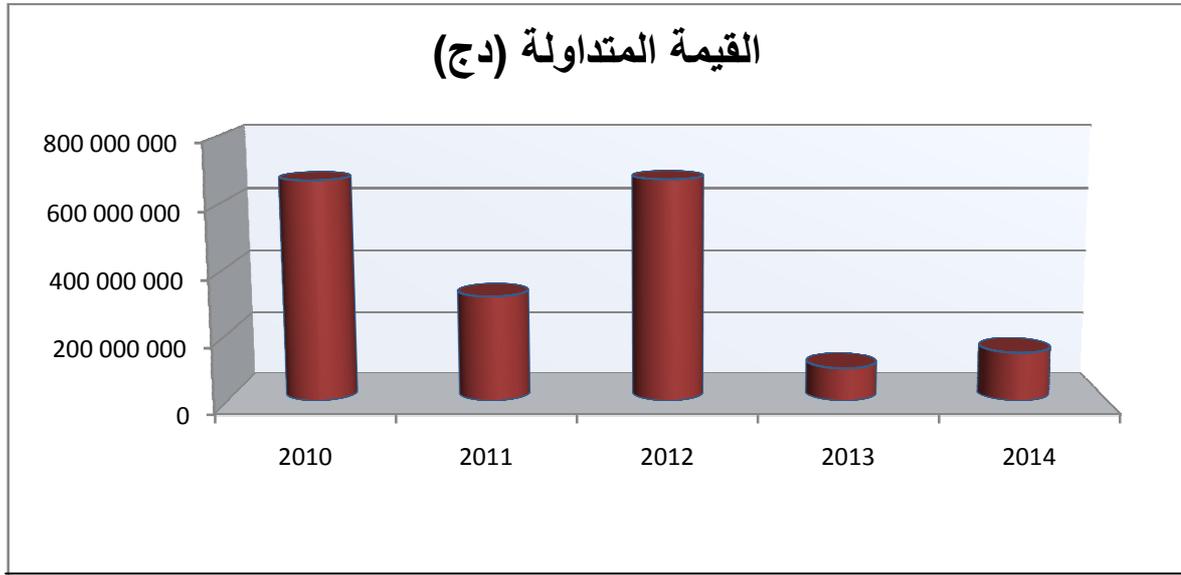
الشكل رقم (10): الحجم المتداول في بورصة الجزائر من 2010-2014



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات من SGBV.

يمثل الجدول الموالي القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال فترة 2010-2014.

الشكل رقم (11): القيمة المتداولة في بورصة الجزائر من 2010-2014



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات من SGBV.

نلاحظ من خلال المخططين السابقين والجدول رقم (05) مايلي:

- ارتفاع الحجم المتداول من 117729 سنة 2010 وبقيمة 670069579 دج ليصل سنة 2011 الى 252000 وبقيمة 321222985 دج والتي انخفضت بدورها بحوالي نصف القيمة المتداولة في 2010.
- انخفاض الحجم المتداول سنة 2012 إلى حوالي 167827 مع ارتفاع كبير في قيمة التداول والتي تظهر 673186960 دج.
- انخفاض الحجم المتداول في سنتي 2013 و 2014 ليصل إلى 101950 وذلك بقيمة تداول تمثل 148946340 دج.

إن القيمة المتداولة في حالة تذبذب (ارتفاع و انخفاض من سنة إلى أخرى) حيث انخفضت بشكل كبير جدا من سنة 2010 (670069579 دج) لتصل سنة 2014 إلى (148946340 دج) .

ثانيا: تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010-2014

فيمايلي جدول يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر.

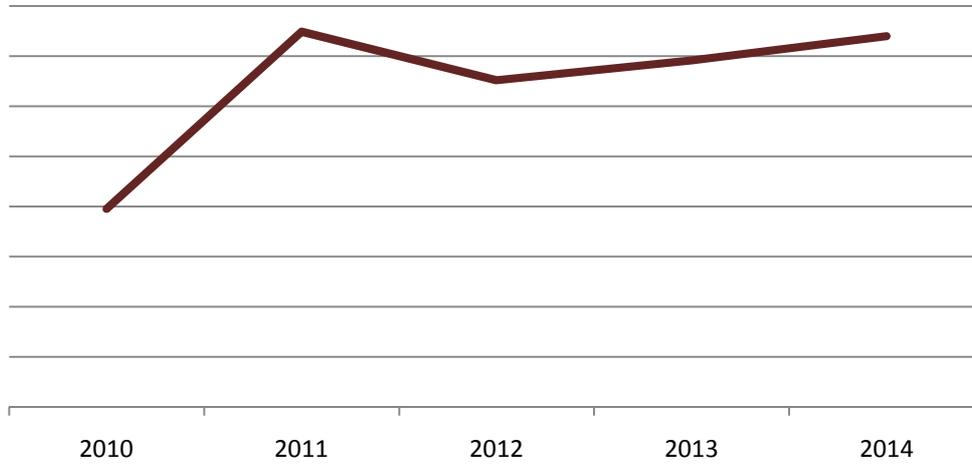
الجدول رقم (06): تطور المؤشر evolution indice

السنة	2010	2011	2012	2013	2014
المؤشر	7900000000	14967744130	13028721575	13819991460	1479324579

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

فيما يلي مخطط يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر.

الشكل رقم (12) : تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

من خلال جدول رقم (06) و الشكل (12) نلاحظ مايلي:

ارتفاع و تطور المؤشر من سنة 2010 إلى 2011 إلى أن حقق 14967744130، ثم انخفض سنة 2012 حيث بلغ 13028721575، ثم عاد ليرتفع من جديد في السنتين 2013 و 2014 ليصل إلى 1479324579. ثالثا: تطور الأسعار بورصة الجزائر من 2010-2014 فيما يلي جدول يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر.

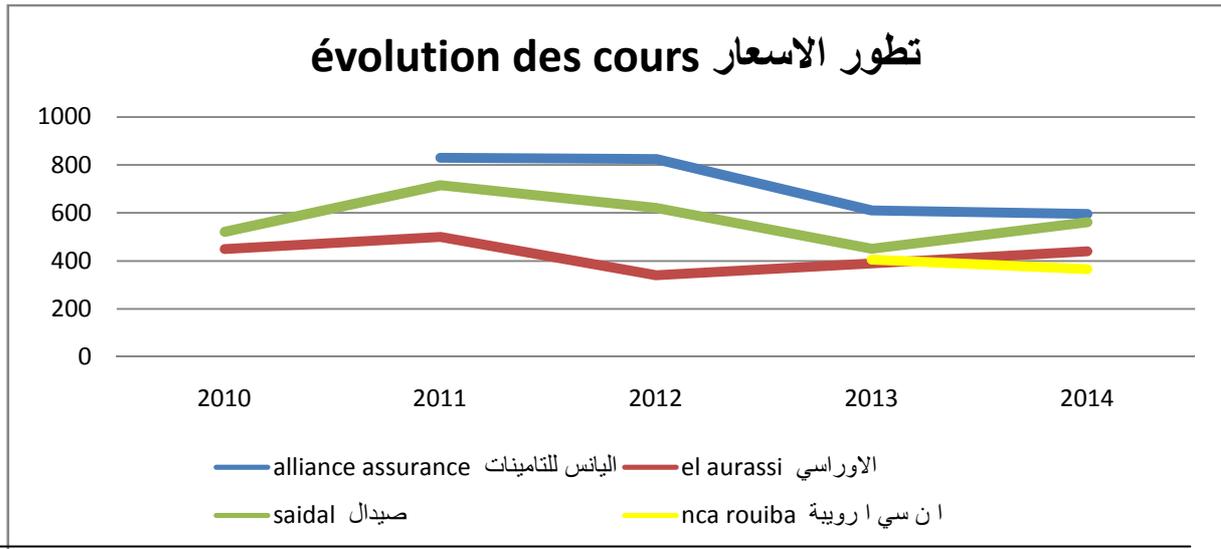
الجدول رقم (07) : تطور الأسعار من 2010 إلى 2014

السنة /المؤسسات المدرجة	2010	2011	2012	2013	2014
صيدال	520	715	620	450	560
الأوراسي	450	500	340	390	440
اليانس للتأمين	-	830	825	610	595
ان سي روية	-	-	-	405	365

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

فيما يلي مخطط يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر.

الشكل رقم (13): تطور الأسعار 2010 إلى 2014



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

من خلال الجدول رقم (07) و الشكل أعلاه نلاحظ مايلي:

- بالنسبة لأليانس للتأمين: فقد انخفضت أسعارها على التوالي حيث كانت تمثل 830، 825، 610 و 595.
- بالنسبة لصيدال: ارتفعت الأسعار من 2010 إلى 2011 من قيمة 520 إلى 715، ثم انخفضت مت سنة 2011 إلى 2013 من قيمة 751 إلى 450، ثم ارتفعت في 2014 إلى أن وصلت 560.
- بالنسبة للأوراسي: ارتفع السعر من 2010 إلى 2011 من قيمة 450 إلى 500، ثم انخفض السعر من 2011 إلى 2012 بقيمة 340، فارتفع بعد ذلك من 2012 إلى 2014 ومن قيمة 340 إلى 440.
- بالنسبة لأن سي رويبة: فلم يكن هناك تطورات لطيلة أربع سنوات من 2010 إلى 2012، ثم بعدها في سنة 2013 إلى 2014 فقد انخفضت القيم من 405 إلى 365.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها

هناك العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الفعالية في دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد وبالتالي ضرورة وضع المتطلبات والأسس التي بإمكانها فتح الآفاق أمام هذه المؤسسة التمويلية وتفعيل دورها الاقتصادي كما يتضح ذلك من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول: المعوقات الاقتصادية

فيما يلي مجموعة من المعوقات الاقتصادية التي تعرقل سير بورصة الجزائر:

أولاً: عائق الخصوصية

يضم مفهوم الخصوصية عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين²⁴، إلا أنها تتفق، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخصوصية. الخصوصية هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فان الخصوصية تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.

- وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعيين أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه.

كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخصوصية وقد حدد المرسوم التنفيذي

01-354 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001 تشكيلتها وصلاحياتها وكفاءات تنظيمها وسيرها.

وتعتبر سياسة الخصوصية من بين الأهداف التي تنشط أسواق الأوراق المالية في البورصة، لأن أهمية هذه الأخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخصوصية، وذلك أنها:

- تتمكن من بيع عدد كبير من أسهم الشركات وتنافس على حصص حقوق الملكية؛

²⁴ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 243.

- تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية.

وبالرغم من اعتبار الخوصصة في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخوصصة... الخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخوصصة الفعلية، وفيما يلي عرض لهذه المعوقات:

ثانيا: التضخم

هو الارتفاع المستمر في الأسعار ، و هذا الأخير يؤثر على نشاط البورصة ويؤدي إلى إضعاف للمداخيل ولا يسمح للعائلات بشراء الأسهم و الاكتتاب في السندات و هو ظاهرة من الصعب التحكم فيها. منذ بداية التسعينات من القرن الماضي بدأت تسود موجة تضخمية مستمرة في الجزائر، ولقد دار النقاش، في معظم الندوات واللقاءات، حول ظاهرة التضخم وأساليب معالجته، فالبعض اعتبرها ظاهرة ظرفية، واعتبرها البعض الآخر حتمية لا بد منها في مرحلة الانتقال من الاقتصاد المخطط بشكل إداري إلى نقيضه، أي اقتصاد السوق. و من أسبابها نذكر:

- العجز في ميزانية الدولة : حيث أن العجز في ميزانية الدولة يدفعها إلى استخدام سياسة توسعية في مجال الضرائب و الرسوم.

- رداءة تسيير الجهاز الإنتاجي، ويمثل القطاع العمومي في الإقتصاد الجزائري نسبة عالية و أهم السلبات التي تميز هذا القطاع مايلي:

- غياب الأداء الإنتاجي مع عطالة في الطاقة الإنتاجية بنسبة 50 بالمائة و يد عاملة غير مؤهلة في معظمها
- دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية و نظام تحفيز الأجور غير فعال مع الإصرار في كثير من الأحيان على المحافظة على سياسة إجتماعية بخصوص توظيف العمال لا تخدم عملية الانتقال إلى الإقتصاد الحر ؛
- اختلال التوازن المالي للمؤسسات العمومية ، والافتقار إلى الشروط الموضوعية في التعيينات بل إلى إعتبرات شخصية، و لهذا فإن القطاع العمومي يتميز بسوء التسيير مع العلم أن عملية تنفيذ المؤسسات في البورصة تقتضي خصخصتها و تطهيرها.

ثالثا: السوق الموازية

هو المكان الذي تتم فيه الصفقات غير المصرح بها لدى السلطات الجبائية ، مقابل أموال متداولة بدون أي أثر بنكي أو بريدي ، و الأرباح المحققة في هذه السوق جد هامة ، بالتالي توجه العائلات مدخراتها إلى هذه السوق بدل من توجيهها إلى الأصول المالية المتداولة في البورصة .

وتمثل هذه السوق في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.

رابعا: الضغط الجبائي

ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع، أو الخدمات، وحتى في الأصول المالية.

لامتصاص عجز الميزانية قامت السلطات الجزائرية المختصة بإخضاع المستثمرين إلى عدة ضرائب مثل الضريبة على الدخل الإجمالي، الضريبة على أرباح الشركات، و هذا ما جعل المؤسسات الجزائرية تنهرب من الضرائب و هذا بدوره يصعب عليها الدخول إلى البورصة نظرا للشفافية والرقابة الصارمة التي تفرضها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

خامسا: نقص الشركات المتخصصة

فبورصة الجزائر تعاني من نقص في أسهم الشركات المدرجة والمتمثلة في أربع أسهم فقط مسعرة على مستوى البورصة، وأن العدد المحدود للسندات المسعرة في بورصة الجزائر لا يقدم للمستثمر أي تنوع في فرص التوظيف الاستثماري و هكذا فإن هذا النقص في تمويل سوق البورصة طوال سنوات عدة أثر عليها تأثيرا سلبيا حيث فقد المستثمر الثقة فيما توفره من توظيف و تطور السوق ككل .

فبورصة الجزائر تنظر دوما إلى إعادة انطلاقتها، ووصول المؤسسات المتخصصة إلى أن هذه الأخيرة مازالت لم تتم فعليا على مستوى الجزائر، على الرغم من البرامج المقررة، و التي تنص على خصخصة المؤسسات العمومية إلى أنها مازالت لم تتجسد على أرض الواقع .

و لهذا يمكن القول أو الاستنتاج بأن نقص الشركات المتخصصة هو المشكل الأكبر في عجز البورصة على النهوض وأن ضرورة توفر هذه الأخيرة هي حاجة لا يمكن التغاضي عنها لإحياء البورصة من جديد .

سادسا: ضعف الإفصاح والشفافية

يعاني المستثمرون من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم ،يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات²⁵.

أما في بورصة الجزائر فان المستثمر ينتظر التقارير السنوية(سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار²⁶.

سابعا: تكاليف وأعباء الدخول إلى البورصة

اللجوء العلي للإدخار المرتقب من الدخول إلى البورصة بنجر عنه تكاليف وأعباء تتحملها المؤسسة، هذه النفقات تحتوي على المصاريف اللازمة للواجبات الإدارية والشرعية، وحقوق مكاتب الدراسات، وحقوق الوسطاء في البورصة لطبع الأسهم والسندات وكذلك الإتصال والتسويق، ومجموع هذه النفقات والأعباء تكون على العموم تتراوح بنسبة تقدر ب 5 و 10 من الناتج الصافي للإصدار، ويمكن القول بان ضخامة تكاليف الدخول إلى البورصة، إضافة إلى تكاليف الإصدار ستكون حتما عائقا أمام المؤسسات التي تفكر في الدخول إلى البورصة²⁷.

المطلب الثاني: المعوقات الاجتماعية والثقافية والسياسية والقانونية

سنتناول مختلف المعوقات الاجتماعية، الثقافية، السياسية والقانونية وهي كالتالي:

أولا: المعوقات الاجتماعية والثقافية

إن الانفجار الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط من أجل الحصول على مسكن كل هذا أدى إلى إعاقه عمل البورصة في الجزائر.

²⁵ رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، رقم 06، ماي

2006، ص 38.

²⁶ منتدى ستار تايمز، www.startimes.com. تاريخ الاطلاع 23-05-2015.

إضافة إلى ذلك نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع، وذلك لجهل الكثير منهم بمهية البورصة وأهميتها، كما أن الأمية تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة، إذ أن أغلبية المواطنين لا يعرفون إلا الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، كل هذا راجع إلى نقص التوعية عبر وسائل الإعلام وكذا عدم تخصيص برامج تعليمية تعرف بأهمية البورصة في الحياة الاقتصادية، وعليه فإن عامل غياب ثقافة البورصية يضاف إلى مجموعة العوامل التي أعاقت سير البورصة في تحقيق الأهداف المرجوة منها.

كما يعتبر العامل الديني ذو أهمية كبيرة لتوجه المدخرات من اجل توظيفها في القيم المتداولة، و تتمتع العديد من العائلات من توظيف فوائدها المالية خاصة السندات باعتبار أن عائدها يعتبر من الربا المحرمة في الإسلام.

ثانيا: العقبات السياسية والقانونية

إن العائق الأكبر الذي يواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر هو مشكل عدم الاستقرار السياسي هذا الأخ ير يعتبر الشرط الأساسي الواجب توفره لجلب المستثمرين خاصة منهم الأجانب للاستثمار في البورصة، حيث يستبعد استثمارهم في ظل أوضاع سياسية غير مستقرة، ذلك لأن كل مستثمر يسعى للحصول على أقصى حد من الضمانات لاستثماره.

أما من الناحية القانونية فنجد أن من أهم تقنيات الخوصصة هي فتح رأس مال المؤسسة العمومية من خلال بيع أسهمها في البورصة ، غير أن هذا الأمر لم يؤخذ بشكل جدي في الجزائر وهذا راجع إلى الإطار القانوني الضيق المتميز بتعدد السلطات العمومية بشأن خوصصة المؤسسات العمومية.

وفي هذا الصدد نشير إلى أن مجلس مساهمات الدولة قام بتجميد الإجراءات الرامية إلى دخول 20 مؤسسة عمومية للبورصة كآلية للخوصصة.

ضف إلى ذلك أنه رغم الجهود التي قامت بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا شركة إدارة بورصة القيم من خلال وضع قوانين تسيير نشاط البورصة في الجزائر إلا أنه يلاحظ غموض بشأن المستثمرين الأجانب.

كما ظلت تواجه من غياب المؤسسة القانونية والتشريعية التي تحكم أصول وقواعد العمل في الأسواق المالية الأولية والقانونية، أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم الأسواق وتطورها المالية التطورات الحاصلة في أسواق المال الدولية، لذا نرى التردد والغموض في إصدار التشريعات والنظم القابلة والمستوعبة لفكرة التطوير اللاحق مما أدى إلى تباطأ عملية اندماج سواق الأوراق المالية في الجزائر بمحيطها الدولي²⁸.

²⁸ منتدى سنار تايمز ، www.startimes.com ، تاريخ الاطلاع 23-05-2015.

المطلب الثالث: شروط فعالية البورصة واقتراحات تفعيلها

سنتناول في هذا المطلب شروط فعالية بورصة الجزائر واقتراحات تفعيلها.

أولاً: شروط فعالية بورصة الجزائر

تعتبر أسواق رؤوس الأموال للقيم المتداولة من أهم الأماكن المالية التي من خلالها يمكن تمويل عملية التنمية، ولا يمكن أن تضطلع هذه الأخيرة بمهمتها التمويلية للاقتصاد وبشكل فعال ما لم تكن السوق الثانوية نشطة، و منه فإنه ينبغي توافر جملة من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من تمويل توسعي وكذا تمويل العجز الميزاني للدولة وهيئاتها من خلال الأعوان الاقتصادية ذات الفوائض ونذكر من هذه الشروط :

أ- ضرورة تسوية الاقتصاد: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم شرط أساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، وذلك من خلال إتباع فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية وإعطاء دور للقطاع الخاص في تحقيق عملية التنمية المستدامة، وكذا تشجيعه و ذلك بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة و توجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمانا لبقائها.

ب-الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي للعائد لكل مواطن، مع العلم أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد و توجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، وكحاضر فان رفع مستوى عيشة المجتمع يسمح برفع حجم الادخار الوطني وعرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص الاستثمار في البورصة و بالتالي فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيه نحو الاستثمار، و إذا كان حجم المدخلات الفردية يرتبط بمتوسط الدخل الفردية الحقيقي منه الادخار فان حجم المدخرات المؤسسية تتمون مما تم توفيره من احتياطات.

ج- الانفتاح الكبير على الجمهور و التنوع في الأدوات المالية: إن أهم ما تتميز به البورصات الفعالة ما يلي:

- العدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالي؛

-تكون مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك؛

- أنها تفتقر إلى تجانس الأوراق المالية وذلك بتعدد المصدرين كذا الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات.

وعليه فان بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس الأموال، والتي تتم فيها تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس، وهذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار ، وذلك لأن تنوع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح

للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم و اتجاهاتهم، وهذا النوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة، كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطي للبورصة حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر وتجميد الادخار المستثمر في القيم المتداولة ، ومن ثم فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية .

د- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة : تكون بورصة الجزائر ذات كفاءة إعلامية إذا كانت جملة المعلومات المقدمة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار، وتسمح باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعا لهذه الأسعار، وبخصوص نظام المعلومات المتعلق بسوق البورصة، فإنه من الضروري التذكير على أن البورصة الفعالة تعني بورصة شفافية بشأن المعلومات، وعليه فإن الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية المالية والإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة ومصداقية هذه المعلومات تعتبر شرطا لازما لحسن سير بورصة فعالة، وتشير إلى إن البورصة تمثل حاليا أحسن مثال للسوق ذات الشفافية، حيث أن كل المتدخلين يملكون معرفة كاملة على السوق ومكوناتها ، غير أن الشفافية تبقى الهدف المراد تحقيقه دوما من طرف السلطات الوطنية والوسطاء والمصدرين .

هـ- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة ، و منه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي و المالي ، وذلك لان المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار و إعادة توجيهه نحو مشاريع التنمية ، وتجدد الإشارة هنا أن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع المدخرات العامة و دراسة إنشاء المشاريع الاستثمارية ، وكذا ربط العلاقة بين المدخرين و المستثمرين على النحو الذي يحقق توازن العرض و الطلب تعتبر ضرورة ملحة لحسن توجيه القدرات التمويلية الموجهة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة ، وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة و المستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس .

و- حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفها في استثماراتهم المالية : حيث يمكن إرجاع تحقيق هذا الشرط إلى جملة من العوامل أهمها :

- وجود شركات مساهمة ناجحة: حيث أن زيادة عدد شركات المساهمة و انتشارها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي و قدرتها الكبيرة على التكيف مع المستجدات و احتلالها لحصة من السوق الوطنية و الدولية ذلك يعطي انطباعات حسنة على مقدرة مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها و إمكانية توسعها و تحقيق أرباح و فيرة و منه توزيعات مرتفعة لمساهميها و من ثم تزيد ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.

- رفع معدلات الفائدة : إن السندات المطروحة للاكتتاب العام لا تجد الإقبال المطلوب إلى إذا كانت معدلات الفائدة المطبقة توفر لمن يريد توظيف أمواله في مثل هذه السندات عائد مرضي يضمن له أصل ماله الموظف و يحقق له فوائد إيجابية مقارنة مع معدل التضخم.

- التخفيض من الأعباء الضريبية : كلما انخفضت هذه الأعباء من الضرائب و الرسوم المفروضة على المدخرات المستثمرة و عوائدها كالم أدى إلى زيادة جذب المدخرات و تحفيزها.

- الحد من معدلات التضخم : و ذلك بإتباع سياسة نقدية ترمي إلى تحقيق الاستقرار النقدي الذي يعتبر عامل محدد للمدخر الأجنبي ، حيث يسمح له بتأمين تحويل صافي أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي دون أن تتآكل.

ن- تكيف البورصة مع التحولات و تحويل الهياكل الاقتصادية: إن توفر الإطار التشريعي و التنظيمي الملائم يعطي إمكانيات استثمارية معتبرة مع تسهيل المعاملات ، و توفير الحماية المطلوبة لحقوق المتعاملين ، كما أن مرونته العالية للتكيف مع المتغيرات المستجدة و إمكانية سرعة استيعابها تعطيان دفعا قويا لحركة البورصة على الدوام.

و من متطلبات البورصة الفعالة مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات الجيدة و محاولة ترقيتها و معاقبة المؤسسات السيئة و ذلك بإجراء عملية الانضمام المراقبة أو التصفية أو حتى إخراجها من قيد البورصة .

ي- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و استقرار القوانين : يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال ، حيث أن ابتعاد الدولة عن ظاهرة الحروب الأهلية أو مع الدول المجاورة و كذا التدخل الأجنبي و الحكم الديكتاتوري يساهم في استبيان الأمن الاجتماعي و في اطمئنان أصحاب الفوائض على مصير أموالهم الموظفة ، في حين أن عدم استقرار القوانين يؤثر سلبا على حرية تداول القيم و تقييدها.

ك- وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر الجهاز المصرفي دعامة أساسية لوجود بورصة فعالة ، لما يختص به بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الأدنى و ترقية و حسن توجيهه ، و ينبغي على الجهاز المصرفي بنوكه التقليدية و بنوكه المختصة في الاستثمار والأعمال و البنك المركزي الذي يسيطر على النظام المصرفي ، أن يتصف بمرونة عالية و قدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات لنقدية و كذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقق مختلف الصفقات و العمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

ثانيا: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

تتمثل اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر ما يلي:

- إصدار أدوات مالية جديدة و تنويعها؛

- مسايرة التطور في مجال الخدمات المالية؛
- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة و توفير التسهيلات اللازمة لجذبه؛
- استغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها و الترويج لما يمكن أن تحققه البورصة؛
- تبسيط وتسهيل الإجراءات القانونية و إضفاء المرونة عليها؛
- مكافحة الاقتصاد غير الرسمي الذي يمتص المداحيل الموجهة للاستثمار في القيم المنقولة؛
- تطهير المؤسسات و البنوك المرشحة لدخول البورصة؛
- محاربة ظاهرة هروب الادخار المالي و رؤوس الأموال نحو الخارج؛
- الإسراع بعملية الخوصصة التي تعد شرطا ضروريا لتطوير البورصة الجزائرية؛
- تكوين مختصين ماليين من خلال تمكينهم من تقنيات البورصة و ميكانيزماتها.

الخلاصة:

إن متطلبات الحياة الاقتصادية الواسعة والتطور الاقتصادي الذي تمر به الجزائر ، جعل الحاجة ملحة إلى رؤوس أموال ضخمة و كبيرة لتأمين مختلف الفعاليات الاقتصادية .

ومن أجل ذلك أخذت السلطات المعنية كل التدابير من تشريعات و قوانين و توفير الإمكانيات المادية و البشرية من اجل استحداث بورصة الجزائر، نظر للدور الذي تلعبه علي المستوى الداخلي و الخارجي، فبورصة الجزائر اليوم تأخذ على عاتقها مهمة خوصصة المؤسسات العمومية و كذا تمويل الاقتصاد الوطني كأولوية داخلية و إعطاء نظرة جيدة على الاقتصاد الجزائري كأولوية خارجية.

وبواسطة البورصة فإنه يمكن للشركات أن تمويل نفسها عن طريق إصدار سلسلة من الأسهم و السندات و غيرها و هذا ما يساعد على تمويلها ذاتيا.

خاتمة

خاتمة:

لقد شهدت الدول النامية تطورات هامة في اقتصادياتها خاصة على مستوى مؤسساتها المالية و لأهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية أصبح اهتمامها متزايد لجلب الموارد مع توفير الاحتياجات التمويلية و توجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية التي تعود بفوائد عليها.

هذا ما أدى إلى ضرورة الاهتمام بتطوير هذه الأسواق في الدول النامية إلا أنها تتباين من سوق لآخر من حيث درجة التنظيم والتطوير، لكن رغم هذا مازالت هذه الأخيرة تعاني من مشاكل تعيق نشاطها و تضعف فعاليتها.

لقد أصبح تطوير الأسواق المالية أمراً بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

اختبار الفرضيات:

- تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية و هذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- إن سوق المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة. بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية، و هذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
- إن رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق تؤدي إلى رفع وتطور كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية و لتفعيل الأسواق المالية في الدول النامية يتطلب وجود المناخ الاستثماري وتوفر الشفافية بالإضافة إلى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق و هذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

النتائج و التوصيات:

وبعد إتمام الدراسة خالصنا إلى مجموعة من النتائج :

- 1- هناك تأثير لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق.
 - 2- تعاني الأسواق المالية النامية من مشاكل متعددة مثل غياب الاستقلال الإداري والمالي لبعض أسواقها وغياب مؤسسات الإيداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الأدوات المالية وصغر نطاق الأسواق.
 - 3- تسريب المعلومات الجوهرية عن أسعار الأسهم والسندات وحركتها، الإشاعات والتسريبات هي أفة أسواق المال النامية.
 - 4- تختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي)، من متغير لآخر. حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق.
 - 5- تخلف الأسواق المالية راجع إلى حداثة نشأتها، مما يتطلب فترات زمنية متباعدة تشكل كل فترة مرحلة من مراحل نموها.
- من خلال النتائج المتوصل إليها خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات :
- 1- على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي هذا يساعد على تحسين كفاءة السوق.
 - 2- على الشركات المدرجة في السوق المالي أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف.
 - 3- زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات.
 - 4- تنويع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق.
 - 5- على السوق المالي اخذ بعين الاعتبار معدل الناتج المحلي الإجمالي، وذلك لأن عند زيادة معدل الناتج المحلي الإجمالي يخفض مؤشر السوق وبالتالي انخفاض الأسعار والعوائد.
 - 6- ضرورة توفّر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات بالإضافة إلى إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن طريق الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين.
 - 7- على الدولة التحكم في الاتجاهات التضخمية للأسعار كالحذ من التوسع النقدي. كلما انخفض معدل التضخم مع ارتفاع مؤشر السوق قد يساعد على تحسين أداء السوق.

أفاق البحث:

بالنسبة لأفاق البحث فإننا نطرح آفاق علمية جديدة تتمثل في:

1- دراسة كفاءة الأسواق المالية النامية ومقارنتها بالأسواق المتقدمة؛

2- تقييم أداء المحفظة المالية وفق مؤشر الكفاءة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: الكتب:

أ- الكتب باللغة العربية:

- 1- أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار معترف للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 2- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003.
- 3- أحمد عبد اللطيف سعد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 4- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة دار المبسترة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
- 5- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007.
- 6- إسماعيل عبد الفتاح، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجماعي، مصر، 2007.
- 7- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010.
- 8- برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
- 9- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 10- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 11- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار كندي، مصر، 2002.
- 12- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 13- خليل الهندي و أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 14- رائد محمود أبو طربوش، الاغتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 15- زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.

- 16- سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الاوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 2002.
- 17- - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996
- 18- صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003 .
- 19- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000 .
- 20- ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
- 21- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 22- عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجمعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000.
- 23- حنفي عبد الغفار حنفي ودسمية قريضا، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2002.
- 24- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 25- عبد الغفار حنفي و درسية قريضا، السوق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، مصر، 2001.
- 26- عبد النافع الزرري وغازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
- 27- عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 28- عمرو محي الدين، المال والصناعة، مجلة دورية، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي 2000 .
- 29- فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن، 2007.
- 30- محمد أمين زوبل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية، وموقعها من الأسواق، دار الجامعية، مصر 2002.

- 31- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 32- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 33- محمد صالح الحناوي ونحال فريد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 34- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 35- مصطفى محمد عبده، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، كليوباترا لطلبات والكمبيوتر، مصر، 2001.
- 36- معارف عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 37- ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع للطباعة و النشر، لبنان، 2003.
- 38- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 39- وليد أحمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

ب- المراجع باللغة الفرنسية:

- 40- B. laget, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition. France. 1990.
- 41- G.Defosse et P.B alley, **Le bourse des valeurs**, Edition Boucheue, Alger 16 émé Edition.1993.
- 42- j. peyard, **La bourse**, Imprimerielerissey a ayreux. 3 émé édition. 1993 .
- 43- Laurence Gitman et Michel joehmk, **Investissement et marchés Financiers**, Pearsom. Eucationfraunce, 9 édition, 2005.
- 44- M. Donis, **Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille**, Québec. SMG. 1993.
- 45- R- Reic, **Système d'information et management de organisation**, Edition Vuibert, 1995.

- قائمة المذكرات:

- 46- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006، ص 130.
- 47- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2006/2005
- 48- وليد أحمد صاني، الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الجامعية، 2003/2002.
- 49- يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، رسالة ماجستير، الجزائر، 2001.

- المجالات:

- 50- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأفطار العربية، العدد السابع والعشرون، (27)، مارس 2004.
- 51- رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، 2006.

- المنتديات:

- 52- فوزي محمد، تباين الأداء بين الأسواق المال الناشئة و المتقدمة، منتدى بوابة الشرق، 13 أبريل 2015
- 53- منتدى ستار تايمز، 23-05-2015.

- القوانين:

- 54- لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، مجموع القوانين، نوفمبر 1997.

- 55- بمقتضى المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03 المؤرخ في 1997/11/18.
- 56- المادة 2، من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة ، رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03.
- 57- منشورات شركة إدارة بورصة القيم، سنة 2008.SGBV.
- 58- المادة 03 من أحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.
- المواقع الالكترونية:
- 59- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد التاسع والسبعون، ص 23.
- 60- صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي الموحد، العدد السابع والعشرون www.amf.ae.
- 61- بورصة القيم المنقولة، <http://www.sgbv.dz/ar.sgbv>.
- 62- الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية : www.bvmt.com.tn ، تاريخ الاطلاع 15-02-2015.
- 63- الموقع الرسمي لمجلس السوق المالي التونسي : www.cmf.org.tn.
- 64- الصفحة الرسمية، <http://www.egx.com.eg> ، تاريخ الاطلاع 01-03-2015.
- 65- البورصة المصرية، قواعد المؤشر البورصة المصرية **EGX30**، آخر تحديث: جانفي 2013.
- 66- البورصة المصرية، قواعد المؤشر البورصة المصرية **EGX70**، آخر تحديث: جانفي 2013.
- 67- قواعد مؤشر النيل، آخر تحديث: جانفي 2014.
- 68- منهجية مؤشر **S&P/EGX ESG** للبورصة المصرية، 13-08-2012.
- 69- الموقع الرسمي www.ase.com.jo، تاريخ الاطلاع 14-04-2015 .

70- تأسيس سوق عمان المالي، التطورات الرئيسية ، موقع بورصة عمان [http /www.ase.com](http://www.ase.com) ،
تاريخ الاطلاع 14-04-2015.

71- منشورات رياض سطيف ، www.riad.setif.dz .

72- **Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB)**,
guide de l'investisseur. Novembre 1997.

73- **B.V.M:Bourse des Valeurs Mobilières Marches des capitaux. Des recherches**, BNA,
2004.

74- La bourse d'alger : **cadre légale, et reglementaire**, IBID, 1998.

75- Notice D'information de l'emprunt obligatoire **sonatrach**.

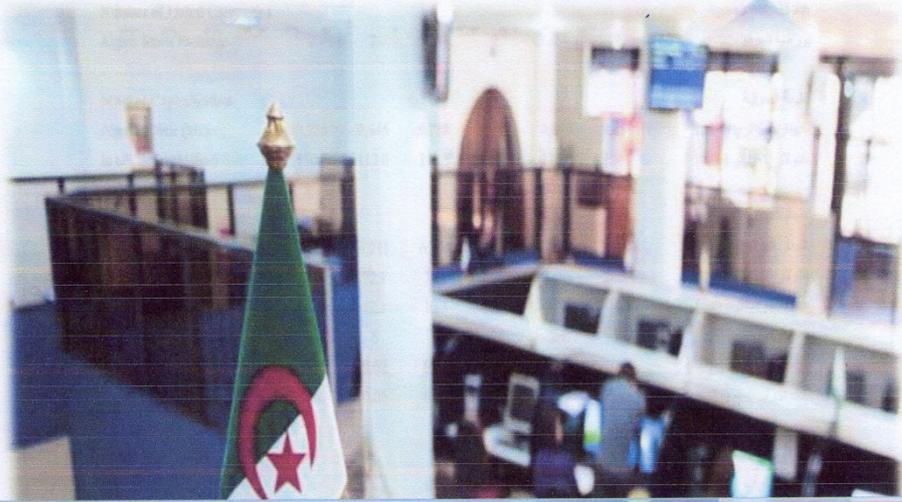
الملاحق

الملحق رقم 01

Algiers Stock Exchange

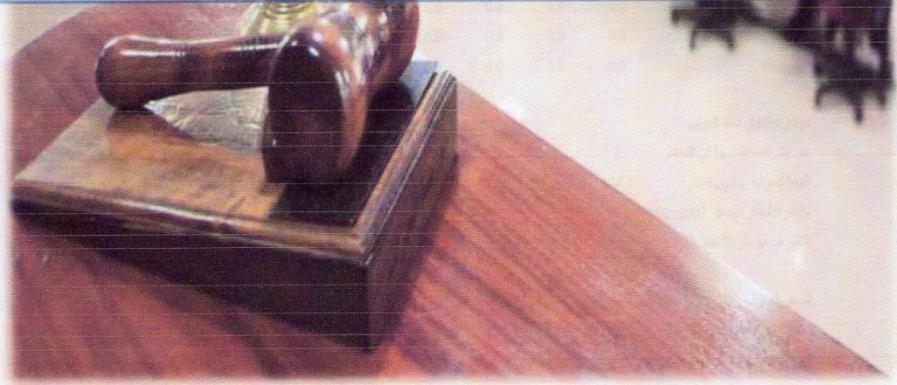
بورصة الجزائر

بورصة الجزائر
BOURSE D'ALGER



تقرير بورصة الجزائر الشهري

2015



شركة تسينير بورصة القيم | 2015

ترقيم الصفحات

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
	2014	2014	2014	2014	2014	2013	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,735	9,646	9,788	9,735	9,689	9,889	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	110.7	112.0	116.5	110.7	116.4	124.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,311	6,211	6,344	18,866	18,765	20,896	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	71.8	72.1	75.5	214.5	225.5	263.4	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	11.1	12.1	10.3	33.5	31.5	34.3	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	8.97	9.02	9.44	8.94	9.40	10.98	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.06	0.06	0.06	0.19	0.19	0.21	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	110.7	112.0	116.5	110.7	116.4	124.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	80.8	82.5	84.6	80.8	85.4	90.2	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-2.1	-2.5	-0.9	-5.3	-4.8	3.2	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	87.9	86.1	84.0	87.9	83.2	79.3	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-2.1	-2.5	-0.9	-5.7	-5.0	2.9	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Indicateurs de l'activité de la bourse d'Alger Décembre 2014

Designations	نوفمبر 2014 Novembre 2014	ديسمبر 2014 Décembre 2014	التغير % La variation %	البيانات
Fréquence de cotation	8	10	-	عدد أيام التداول
Nombre d'ordre	295	379	28,47 %	عدد الأوامر المعروضة
Volume d'ordre à l'achat	44 873	51 746	15,31 %	حجم الأوامر المعروضة للشراء
Volume d'ordre à la vente	191 577	231 684	20,93 %	حجم الأوامر المعروضة للبيع
Valeurs transigée (DA)	5 862 035	1 516 300	-74,13%	قيمة التداول (دج)
Volume transigé	10 565	3 665	-65,30%	حجم التداول
Nombre de transaction	23	20	-13,04 %	عدد الصفقات
Moyenne quotidienne des transactions	3	2	-33,33 %	المعدل اليومي للصفقات
Moyenne quotidienne des capitaux transigés (DA)	732 754,37	151 630	-79,30 %	المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)
Moyenne quotidienne des titres transigés	1 320,62	366,5	-72,24 %	المعدل اليومي لحجم التداول

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر ديسمبر 2014

Indicateurs de l'activité de la bourse d'Alger Décembre 2014

Action obligation	Cours haut أعلى سعر	Cours bas أدنى سعر	Cours moyen معدل السعر	Cours moyens pondérés متوسط السعر المرجح	أسهم والسندات الأسهم
Action					
ALLIANCE ASSURANCES	595 DA	595 DA	595 DA	573,56 DA *	البناس للتأمينات
AL AURASSI	440 DA	440 DA	440 DA	440 DA *	الاوراسي
NCA ROUBA	380 DA	365 DA	369,5 DA	369,33 DA	أن سي أروبية
SAIDAL	560 DA	550 DA	556,5 DA	551,11 DA	صيدال
Obligation					السندات
DAHLI 2016	100 %	100 %	100 %	100 %*	حتى 2016

الملحق رقم ٥٢
مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
جانفي 2015

متوسط السعر المرجح (دج)	معدل السعر (دج)	أدنى سعر (دج)	أعلى سعر (دج)	
620	607,5	620	595	الأسهم والسندات
440	440	440	440	الليانس للتأمينات
377,56	374,37	380	365	الأوراسي
560	560	560	560	أن سي أروبية
				صيدال
100 %	100 %	100 %	100 %	السندات
				داخلي 2016

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات

القيم المنقولة	عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول
الأسهم			
أليانس للتأمينات	5	777 480	1 254
الأوراسي	4	96 800	220
أن سي أروبية	25	10 622 065	28 133
صيدال	-	-	-
السندات			
داخلي 2016	2	1 500 000	150
المجموع	36	12 996 345	29 757

الملاحقا رقم 06
مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
فيفري 2015

الأسهم والسندات	متوسط السعر المرجح (دج)	معدل السعر (دج)	أدنى سعر (دج)	أعلى سعر (دج)
الأسهم				
أليانس للتأمينات	595	610,63	620	595
الأوراسي	440	440	440	440
أن سي أروبية	375	375	375	375
صيدال	555,70	557,5	555	560
السندات				
داخلي 2016	100 %	100 %	100 %	100 %

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات

القيم المنقولة	عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول
الأسهم			
أليانس للتأمينات	1	220 150	370
الأوراسي	2	264 000	600
أن سي أروبية	5	3 832 875	10 221
صيدال	9	691 850	1 245
السندات			
داخلي 2016	3	530 000	53
المجموع	20	5 538 875	12 489

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) دج

الوسطاء في عمليات البورصة	ح. التداول بيع لغير الزبائن	ح. التداول بيع للزبائن	ح. التداول شراء لغير الزبائن	ح. التداول شراء للزبائن
بنك التنمية المحلية	-	504 625	-	-
البنك الوطني الجزائري	-	238 100	-	1 500 000
القرض الشعبي الجزائري	-	1 964 200	-	134 300
بنك الجزائر الخارجي	-	1 962 240	-	-
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	76 260	-	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك	-	1 421 950	-	403 875
بي أن بي باريبا	-	6 828 970	-	10 958 170

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	ح. التداول بيع لغير الزبائن	ح. التداول بيع للزبائن	ح. التداول شراء لغير الزبائن	ح. التداول شراء للزبائن
بنك التنمية المحلية	-	1 110	-	-
البنك الوطني الجزائري	-	615	-	150
القرض الشعبي الجزائري	-	1 355	-	320
بنك الجزائر الخارجي	-	5 100	-	-
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	123	-	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك	-	3 765	-	1 077
بي أن بي باريبا	-	17 689	-	28 210

نسب مردودية السندات المسجلة في البورصة

السندات	نسب المردودية
داخلي 2016	6,74%