

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المركز الجامعي العربي بن مهيدي

\_ أم البواقي \_

معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

حائزة الأقطاب

الموضوع:

آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال

\_ مع إشارة خاصة لحالة الجزائر \_

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: مناقنت المؤسسة

إعداد الطالبة:

بن زواي نسرين

إشراف الدكتور:

بوعشة مبارك

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	أستاذ محاضر _ المركز الجامعي العربي بن مهيدي أم البواقي _	د. سحنون محمد
مقررا	أستاذ محاضر _ المركز الجامعي العربي بن مهيدي أم البواقي _	د. بوعشة مبارك
مناقشا	أستاذ محاضر _ جامعة باتنة _	د. ديلمي لخضر
مناقشا	أستاذ محاضر _ جامعة باتنة _	د. سعودي محمد الطاهر

السنة الجامعية: 2006/2007

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# التشكرات

الحمد لله الذي أعاننا على إنجاز هذا العمل.

أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ الدكتور المشرف " مبارك بوعشة " على كل المساعدة التي قدمها لي سواء من ناحية المراجع القيمة أو التوجيهات والأفكار.

شكر كبير للأستاذ الدكتور السعدي رجال على الملاحظات المقدمة في الموضوع.

كما أتوجه بفائق الشكر للأستاذين " حسين عثمانى " و " السعيد بريكة " على مساعدتي بالمراجع والمعلومات.

وأشكر مسبقا أساتذتي أعضاء لجنة المناقشة الذين سيساهمون في تقويم هذا العمل وتقييمه، وأقدر تعاونهم ومشاركتهم في ترقية ظروف البحث العلمي.

إلى أي أمي

وإخوتي

## فهرس المحتويات

I	فهرس المحتويات	01
VIII	فهرس الجداول	01
XI	فهرس الأشكال	02
XIII	قائمة الملاحق	02
أ	المقدمة العامة	03
01	القسم النظري: العولة المالية وأثرها على فعالية سوق رأس المال	03
01	تمهيد	03
02	الفصل الأول: العولة المالية وتداعياتها	03
02	تمهيد	03
03	I. مفهوم العولة	03
03	1. التطور التاريخي لظاهرة العولة وتعريفها	03
03	1.1 التطور التاريخي لظاهرة العولة	09
09	2.1 تعريف ظاهرة العولة	10
10	2. أسباب ظهور العولة الاقتصادية وآثارها	10
10	1.2 أسباب ظهور العولة الاقتصادية	12
12	2.2 خصائص العولة الاقتصادية	17
17	3. أنواع العولة الاقتصادية وآثارها	18
18	1.3 أنواع العولة الاقتصادية	21
21	2.3 آثار العولة الاقتصادية	23
23	II. ماهية العولة المالية	23
23	1. تعريف العولة المالية وتطورها	23
23	1.1 تعريف العولة المالية	25
25	2.1 تطور العولة المالية	28
28	3.1 عوامل تطور العولة المالية	36
36	2. أسس العولة المالية	

37.....	1.2	تقلص دور الوساطة في التمويل
38.....	2.2	عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال
39.....	3.2	زوال القيود التنظيمية
40.....	3	اللاوساطة المالية
40.....	1.3	الوساطة المالية
41.....	2.3	مفهوم اللاوساطة المالية
47.....	III	تداعيات، تحديات ونتائج العولمة المالية
47.....	1	تأثيرات العولمة المالية
47.....	1.1	تذبذب متزايد لمصادر التمويل
48.....	2.1	فقدان الدول لسيطرتها على السياسات الاقتصادية النقدية والمالية
	2	إيجابيات وسلبات امتداد العولمة المالية إلى البلدان النامية وإستراتيجية
49.....		مواجهتها
49.....	1.2	امتداد العولمة المالية إلى البلدان النامية
50.....	2.2	إيجابيات العولمة المالية
52.....	3.2	سلبات العولمة المالية
54.....	4.2	إستراتيجية مواجهة العولمة المالية
56.....	3	نتائج العولمة المالية على النظام المالي الدولي
56.....	1.3	مدى فعالية النظام المالي الدولي
56.....	2.3	عدم استقرار النظام المالي والنظام النقدي الدوليين
58.....		خلاصة الفصل الأول
60.....		الفصل الثاني: سوق رأس المال ( فعاليتها ومؤشرات تطورها )
60.....		تمهيد
61.....	I	أساسيات سوق رأس المال
61.....	1	مفهوم ووظائف سوق رأس المال
61.....	1.1	مفهوم سوق رأس المال
62.....	2.1	وظائف سوق رأس المال
67.....	2	أقسام سوق رأس المال

67	التقسيم حسب توقيت الإصدار	1.2
72	التقسيم حسب معيار آجال العمليات	2.2
74	3. الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال	3.1
75	1.3 المتوججات التي تمثل ملكية الشركة	1.3
82	2.3 المتوججات التي تمثل مديونية الشركة	2.3
86	3.3 المتوججات التي تجمع بين الملكية والدين	3.3
87	4.3 المتوججات المالية المتطورة	4.3
95	4. الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال	4.1
95	1.4 العارضون لرؤوس الأموال	1.4
96	2.4 الطالبون لرؤوس الأموال	2.4
96	3.4 الوسطاء الماليون	3.4
100	II. فعالية سوق رأس المال	100
100	1. مفهوم وكيفية تحقيق فعالية سوق رأس المال	100
100	1.1 مفهوم فعالية سوق رأس المال	100
102	2.1 الكيفية التي تتحقق بها فعالية السوق	102
103	2. فعالية السوق بين الفعالية الكاملة والفعالية الاقتصادية	103
103	1.2 الفعالية الكاملة	103
104	2.2 الفعالية الاقتصادية	104
106	3. المتطلبات والمرتكزات الأساسية لفعالية سوق رأس المال	106
107	1.3 متطلبات فعالية سوق رأس المال	107
108	2.3 المرتكزات الأساسية لتحقيق فعالية سوق رأس المال	108
115	4. الصيغ المختلفة لفعالية السوق	115
116	1.4 فرض الصيغة الضعيفة	116
119	2.4 فرض الصيغة متوسطة الفعالية	119
121	3.4 فرض الصيغة القوية	121
124	5. أهمية السوق الفعالة وشروط قيامها	124
124	1.5 أهمية السوق الفعالة	124
124	2.5 شروط قيام سوق رأسمالية فعالة	124

127	..... مؤشرات قياس فعالية سوق رأس المال	III
127	..... 1. حجم السوق	
127	..... 1.1 رسملة السوق	
130	..... 2.1 عدد الشركات المسجلة	
131	..... 2. سيولة البورصة	
132	..... 1.2 معدل التداول	
132	..... 2.2 معدل الدوران	
132	..... 3. درجة التقلب والتركيز في البورصة	
132	..... 1.3 درجة التقلب في البورصة	
133	..... 2.3 درجة التركيز في البورصة	
133	..... 4. فعالية تسعير الأصول المالية وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي	
133	..... 1.4 فعالية تسعير الأصول المالية	
134	..... 2.4 الهيكل المؤسسي والتنظيمي	
137	..... خلاصة الفصل الثاني	
139	..... الفصل الثالث: آثار العولمة المالية على سوق رأس المال وآلية تفعيل هذه السوق	
139	..... تمهيد	
140	..... I. الأزمات في الأسواق المالية	
140	..... 1. جوهر وطبيعة الأزمة المالية	
140	..... 1.1 مفهوم الأزمة المالية	
142	..... 2.1 أسباب الأزمة المالية	
142	..... 3.1 خصائص الأزمة المالية	
144	..... 2. أهم الأزمات المالية وآثارها	
144	..... 1.2 أزمة يوم الاثنين الأسود 1987	
156	..... 2.2 أزمة المكسيك 1995	
162	..... 3.2 أزمة جنوب شرق آسيا 1997	
180	..... II. الأزمات المالية، أوجه القصور في سوق رأس المال وآلية تفعيل هذه السوق	
180	..... 1. طبيعة تقلب رؤوس الأموال الدولية	

180.....	1.1 تشوهات متأصلة في سوق رأس المال
184.....	2.1 أنواع تدفقات رأس المال وآثارها
187.....	3.1 التفاعل بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي
188.....	2. مواجهة عدم استقرار تدفقات رأس المال قصيرة الأجل
188.....	1.2 سياسات اقتصادية تعظم من مساهمة النظام المالي في النمو
190.....	2.2 السياسات المتبعة لمواجهة الآثار السلبية
193.....	خلاصة الفصل الثالث
194.....	خلاصة القسم النظري
196.....	القسم التطبيقي: سوق رأس المال في الجزائر ومتطلبات تفعيله
196.....	تمهيد
197.....	الفصل الرابع: سوق رأس المال الجزائري
197.....	تمهيد
198.....	I. تنظيم وسير سوق رأس المال في الجزائر
198.....	1. نشأة وتعريف بورصة القيم المنقولة في الجزائر
198.....	1.1 نشأة بورصة القيم المنقولة في الجزائر
201.....	2.1 تعريف بورصة القيم المنقولة في الجزائر
201.....	2. الهيئات المنظمة والمراقبة لبورصة القيم المنقولة في الجزائر
201.....	1.2 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
205.....	2.2 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
208.....	3.2 المؤمن المركزي على السندات
210.....	3. المتدخلون في بورصة القيم المنقولة بالجزائر
210.....	1.3 الوسطاء في عمليات البورصة
215.....	2.3 المستثمرون في سوق القيم المنقولة
217.....	3.3 المصدرون في سوق القيم المنقولة
219.....	II. الأدوات المالية المتداولة، آليات وأنظمة سير عمل سوق القيم في الجزائر
219.....	1. الأدوات المالية المدرجة في سوق القيم بالجزائر وإجراءات إدراجها
219.....	1.1 الأدوات المالية المتداولة في سوق القيم بالجزائر

2.1	شروط القبول، كيفية الإدراج وإجراءات إدخال الأوراق المالية في سوق القيم	220
	بالجزائر.....	
2.	تداول وتسعير أدوات الاستثمار المالي في سوق القيم بالجزائر.....	226
1.2	أسلوب التداول في سوق القيم بالجزائر.....	226
2.2	الأوامر في سوق القيم بالجزائر.....	226
3.2	نظام التسعير في سوق القيم بالجزائر.....	227
4.2	نظام المقاصة والتسوية في سوق القيم بالجزائر.....	228
3.	الشركات المدرجة في سوق القيم بالجزائر.....	230
1.3	مجمع رياض سطيف.....	230
2.3	مجمع صيدال.....	233
3.3	مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.....	235
4.3	شركة سونطراك.....	238
241	خلاصة الفصل الرابع.....	
242	الفصل الخامس: واقع، معوقات ومتطلبات تحقيق فعالية سوق رأس المال الجزائري.....	
242	تمهيد.....	
I.	واقع ومعوقات سوق رأس المال الجزائري.....	243
1.	تقييم أداء سوق رأس المال في الجزائر.....	243
1.1	تقييم سوق الأسهم.....	243
2.1	تقييم سوق السندات.....	250
3.1	تقييم سوق الإقراض طويل الأجل.....	256
2.	مؤشرات تطور فعالية سوق رأس المال في الجزائر.....	258
1.2	مؤشر حجم السوق.....	258
2.2	مؤشر سيولة السوق.....	260
3.2	مؤشر عدم الاستقرار.....	263
4.2	مؤشر تركز السوق.....	263
5.2	مؤشر فعالية تسعير الأصول.....	264
6.2	مؤشر الهيكل التأسيسي والتنظيمي.....	265
3.	معوقات بورصة الجزائر.....	266

266.....	1.3	معوقات تتعلق بأنظمة وآليات سير عمل البورصة.....
271.....	2.3	معوقات تتعلق بالخطط البورصية.....
275.....	II	متطلبات تفعيل سوق القيم في الجزائر.....
275.....	1	1. متطلبات في الجانب التشريعي والتنظيمي.....
275.....	1.1	1.1 تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات.....
276.....	2.1	2.1 تنظيم عمليات التعامل.....
276.....	3.1	3.1 تنظيم الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية.....
277.....	2	2. متطلبات في جانب العرض.....
277.....	1.2	1.2 رفع الفعالية المعلوماتية للبورصة.....
278.....	2.2	2.2 ترقية عرض الأوراق المالية.....
279.....	3.2	3.2 تنويع أدوات الاستثمار.....
280.....	3	3. متطلبات في جانب الطلب.....
280.....	1.3	1.3 تطوير المؤسسات العاملة في البورصة.....
281.....	2.3	2.3 الرفع من مستوى الوعي الاستثماري.....
281.....	3.3	3.3 وضع قوانين لحماية المستثمرين في الأوراق المالية.....
283.....		خلاصة الفصل الخامس.....
284.....		خلاصة القسم التطبيقي.....
286.....		الخاتمة العامة.....
304.....		قائمة المراجع.....

## فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
30	تاريخ التحرير المالي في بعض دول العالم	_01_
36	وضعية المستثمرين المؤسسين في 1995	_02_
38	وزن العمليات الدولية في السندات	_03_
43	تطور الوساطة المالية في فرنسا خلال الفترة 1986_1981	_04_
44	تطور اللاوساطة المالية في فرنسا للفترة 1986_1981	_05_
116	أنواع صيغ الفعالية وفقا لنوعية المعلومات	_06_
118	معامل الارتباط في أهم البورصات الأوروبية	_07_
131	تطور عدد الشركات المدرجة في بعض البورصات العالمية	_08_
145	نسب التغير في قيم مؤشرات 23 دولة خلال سنة 1987 وخلال أكتوبر من نفس السنة	_09_
151	الهامش بين عائد الأسهم وفقا لمؤشر ستاندرد آند بور وعائدات السندات الحكومية طويلة الأجل	_10_
166	تطور الائتمان في دول جنوب شرق آسيا والدول المتقدمة خلال الفترة 1995_1965 منسوبة للناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول	_11_
170	ميكانيزم الأزمة الآسيوية	_12_

232	بطاقة فنية لجمع رياض سطيف	_13_
233	الوضعية المالية لجمع رياض سطيف للفترة 2005_2000	_14_
234	بطاقة فنية لجمع صيدال	_15_
235	الوضعية المالية لجمع صيدال للفترة 2005 _ 2000	_16_
237	بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي	_17_
238	الوضعية المالية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي لفترة 2005 _ 2000	_18_
239	فئات القرض السندي لشركة سونا طراك	_19_
244	عدد الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر خلال سنة 2005	_20_
246	حجم العرض والطلب على الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر سنة 2005	_21_
247	تطور الأسعار في سوق الأسهم خلال الفترة 2001 _ 2005	_22_
250	حجم المبادلات في بورصة الجزائر سني 2004 _ 2005	_23_
257	هيكل الودائع للفترة السنوية 2005_2000	_24_
258	هيكل القروض في الجزائر من سنة 2005_2000	_25_
259	مؤشر معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر 1999 _ 2005	_26_
260	عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	_27_
261	نسب حجم التداول في بورصة الجزائر	_28_

262	معدل الدوران في بورصة الجزائر	<u>29</u>
263	درجة التقلب في بورصة الجزائر	<u>30</u>
264	نسب قيمة التداول للشركات المقيدة في بورصة الجزائر خلال سنتي 2005 _ 2004	<u>31</u>
268	سقف الاكتتاب ف أسهم مجمع صيدال حسب فئات المستثمرين	<u>32</u>
270	مدد تنفيذ الصفقات في بورصة الجزائر	<u>33</u>

## فهرس الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
05	توسع العضوية في الصندوق بين الأعوام 1945_2003	_01_
17	( العولة ) النظام العالمي الجديد	_02_
19	الاتجاهات في حجم الواردات العالمية من السلع والخدمات التجارية ( 1980_1999 )	_03_
19	الاتجاهات في حجم الصادرات العالمية من السلع والنتاج المحلي الإجمالي العالمي الحقيقي ( 1950_1999 )	_04_
20	الاتجاهات في الاستثمار الأجنبي المباشر والأسواق العالمية لرأس المال ( 1990_1999 )	_05_
72	مكونات السوق الثانوية والعلاقة التي تربط بينها	_06_
74	مكونات أسواق المال	_07_
88	أنواع حقوق الاختيار	_08_
93	أهم أنواع عقود المبادلة	_09_
95	أهم أشكال الأدوات المالية المتداولة في السوقين المنظمة وغير المنظمة	_10_
114	المعلومات المنشورة والمتعلقة بالمؤسسة	_11_
128	تطور رسملة البورصة لأسواق الأسهم العالمية	_12_
130	تطور نصيب الأسواق الناشئة في الرسملة البورصية العالمية 1984_1997	_13_
136	مؤشرات قياس فعالية سوق رأس المال	_14_
158	آلية تراكم الضعف المالي في المكسيك	_15_

176	ديناميكية العلاقة بين " القطاع المالي " و " القطاع العميني " في ظل الأزمة الآسيوية	_16_
205	الهيكل العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	_17_
208	الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة	_18_
225	مخطط إجراء العرض العمومي للبيع ( OPV )	_19_
230	مخطط السير العام لبورصة الجزائر	_20_
244	عدد الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر سنة 2005	_21_
245	توزيع الأوامر شراء / بيع	_22_
246	توزيع حجم العرض والطلب بالنسبة لكل سهم	_23_
250	توزيع مبالغ المبادلات لسنة 2005	_24_

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
292	الحاصل المالي الخارجي للدول المتطورة حسب المصدر	_01_
293	التوزيع الجغرافي للتدفقات النقدية	_02_
294	بعض المؤشرات الخاصة بالشركات المدرجة في بورصة الجزائر	_03_
295	أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	_04_
300	تطور أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	_05_
302	تطور أسعار سهم فندق الأوراسي ومجمع صيدال خلال سنة 2005	_06_
303	القروض السنوية المصدرة خلال سنة 2005	_07_

# المقدمة

## المقدمة العامة

تعد العولمة مرحلة من مراحل التطور التاريخي، وقد ارتبطت كل مرحلة من تلك المراحل بأهداف متباينة، كما اتخذت في كل مرحلة من مراحلها وسائل مختلفة تتفق مع أسباب تلك المرحلة و أهدافها. خاصة خلال القرنين التاسع عشرة والعشرين، حيث استهدفت تحقيق مكاسب اقتصادية على أراضي ومناطق إستراتيجية.

فبالرغم من بروز معارضات لها منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، والعمل على محاصرة تداعياتها ومخاطرها الاقتصادية والسياسية والاجتماعية من خلال الاتفاقات الاقتصادية والنقدية، والمؤتمرات الدولية والإقليمية العديدة، إلا أن وتيرة العولمة تسارعت نحو الانفلات خلال النصف الثاني من القرن الماضي، واتخذت أبعادا خطيرة يدفعها التطور الهائل والمتسارع في مجالات التكنولوجيا الحديثة وتقنية المعلومات والاتصالات.

حيث تميزت نهاية القرن العشرين بانفتاح مالي كبير واتجاه سريع نحو العولمة المالية، التي فرضت نمطا جديدا في العلاقات المالية الدولية في ظل محيط مالي جديد يتميز بفعالية وقدر كبير من الاندماج محددة ملامحه ارتكازا على ثلاثة مبادئ:

— تقلص دور الوساطة في التمويل (la désintermédiation)

— عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال (le décloisonnement)

— زوال القيود التنظيمية (la déréglementation)

وفي خضم هذه التحولات التي أفضت إليها العولمة المالية برز دور أسواق رأس المال في النظام المالي، حيث أصبحت محركا مهما في تنمية الاقتصاديات المختلفة وقطبا رئيسيا فيما يخص عملية التمويل المباشر للمؤسسات، ولقد بدأ نشاط هذه الأسواق يأخذ الصبغة العالمية مع التطور الكبير في وسائل الاتصال والتكنولوجيا والتقنيات المتكورة.

والتوسع الكبير في دور سوق رأس المال إنما يعبر عن تراجع دور البنوك الناتج عن السلوك العقلاني المتبع من طرف المؤسسات الاقتصادية في اختيار مصادر تمويلها، والتي لم تعد تلجأ كثيرا إلى التمويل بالمدبونية مما قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة. الذي دفع العديد من الدول النامية إلى خلق هذه الأسواق، أو دعم القائمة منها، لتساير التغيرات العالمية من جهة ولاستقطاب رؤوس الأموال سواء على المستوى المحلي أو الدولي من جهة أخرى.

غير أن تلك التغيرات نجم عنها آثار سلبية وأخرى ايجابية بالنسبة لمختلف دول العالم، ففي شقها الايجابي كان للعملة المالية أثر مهم في التطور الكبير والتوسع الذي شهدته الأسواق المالية الناشئة في بداية التسعينات من القرن الماضي وبروزها كمراكز مهمة لاستقطاب رؤوس الأموال الدولية، كما ساهمت في إتاحة فرص أوسع أمام المستثمرين الدوليين بتحقيق عائد أعلى ومخاطرة أقل من خلال تنوع محافظهم المالية، كما تفتح المجال لأسواق رأس المال للعمل من أجل تحسين أداؤها من خلال تفاعلها الايجابي مع الأسواق المتطورة، ومحاولة إيجاد نوع من التوازن في ظل الحركية والتفاعل الكبيرين اللذين يفرضهما الشكل الحالي للنظام المالي العالمي.

أما شقها السلبي فتمثل في الأزمات المالية والنقدية التي تنتشر عدواها بين الدول بسرعة فائقة نتيجة الترابط والتكامل فيما بينها.

وقد أدت هذه الآثار السلبية إلى التفكير في إيجاد سياسات مالية ونقدية تلتزم بها الدول المتأثرة بهذه الأزمات وتخص بالدرجة الأولى النظام المالي لكل دولة ومحاولة تكييف تلك الأنظمة مع واقع وتداعيات العملة المالية.

ونظرا للمكانة التي تحتلها سوق رأس المال في النظام المالي المعاصر وتأثيرها المباشر على معدلات النمو الاقتصادي فلن يتسنى تحقيق هذا التكييف ما لم تتوفر سوق لرؤوس الأموال ذات فعالية<sup>(\*)</sup> مرتفعة.

إضافة إلى ذلك فإن هذه الدراسة سوف تكون لها فائدة كبيرة بالنسبة للجزائر التي تسعى للاندماج في الاقتصاد العالمي، فمسألة الاندماج أصبحت حقيقة ولم تعد اختيارا والاقتصاد الجزائري يؤكد دخوله في الاقتصاد العالمي من خلال اتفاق الشراكة المبرم مع الاتحاد الأوروبي 2005، ووصول المفاوضات مع المنظمة العالمية للتجارة إلى مراحلها النهائية.

فهل الاقتصاد الجزائري فعلا مهياً لتتمين انضمامه إلى الاقتصاد العالمي حتى لا يتعارض مع متطلبات العملة المالية؟ المعطيات الإحصائية تؤكد العكس الأمر الذي يتطلب ضرورة صياغة استراتيجيات مناسبة لمحاولة الاستفادة من إيجابيات الانفتاح المالي واحتواء سلبياته.

(\*) - أثناء بحثنا هذا لاحظنا استعمال كل من مصطلح: الفعالية والكفاءة للدلالة على نفس المفهوم وقد أثرنا استعمال المصطلح الأول لوروده في عنوان اشكالتنا. للتفصيل أكثر انظر:

René Revol, " Dictionnaire des sciences économiques et sociales ", Hachette Education, Paris, 2002, p p : 135\_136.

إن القطاع المالي الفعال يمثل مكوناته وعناصره المختلفة من أسواق ومؤسسات وأدوات القناة الأمثل لتعبئة المدخرات المحلية وحشدتها في شكل ائتمانات وأدوات استثمارية، ومن ثم توجيهها نحو القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأكثر فعالية وربحية، كما يعمل هذا القطاع على جذب الاستثمارات الأجنبية واستقطابها لتوفير موارد تمويلية إضافية تساهم في تمويل التنمية المحلية.

وهكذا أصبح تطوير هذا القطاع المالي ضرورة لا مناص منها، وقد أسهمت عملية الانتقال من اقتصاد الاستدانة (Economie d'Endettement) إلى اقتصاد الأسواق المالية (Economie des Marchés financiers) بشكل كبير في إعادة هيكلة هذا القطاع المالي.

ونتيجة لهذا التغيير برزت في نهاية القرن العشرين أهمية أسواق رأس المال كوسيط بين أصحاب رأس المال وبين الشركات التي تحتاج إلى تمويل، و أصحاب رؤوس الأموال يمكن أن يدخلوا من خلالها كشركاء كما في الأسهم، أو كدائنين، كما في السندات.

وقد أمكن من خلال عدد من الدراسات قياس الفائدة التي يحققها تطوير أسواق رأس المال سواء للاقتصاد ككل، أو للمستثمرين، أو للمؤسسات المالية، أو لمصدري الأسهم أو السندات.

وليس من الصعب معرفة الآلية التي يؤدي من خلالها تطوير سوق رأس المال إلى تلك الفوائد الملموسة، فأسواق رأس المال توفر بدائل أكثر كفاءة من الطرق التقليدية للتمويل، كالتمويل الذاتي أو العائلي أو البنكي، حيث توفر قنوات مباشرة للتواصل بين أصحاب رأس المال و بين الشركات التي تحتاج إليه.

ففي التمويل الذاتي أو العائلي دائرة الاختيار محدودة، و كمية رأس المال المتوفرة محدودة أحيانا أيضا. أما في التمويل البنكي فهناك الفوائد التي يجنيها البنك من خلال قيامه بدور الوسيط، و عدم قدرة صاحب المال على اختيار المشروع أو الشركة التي يتم تمويلها.

في حين تضطلع أسواق رأس المال بتوزيع رأس المال إلى أكثر الشركات فعالية أو قدرة على تحقيق الربح، حيث يتجه المستثمرون إلى شراء أسهم الشركات التي تحقق ربحا أو تلك التي تملك قدرة كامنة على النمو. وهنا تكمن الفائدة الكبرى لأسواق رأس المال؛ وهي قوتها على حمل الشركات على الانضباط، فمن خلال الرقابة والشفافية التي توفرها هذه الأسواق، تضطر

الشركات إلى تحسين أدائها، كما أن تلك الشفافية سوف تساعدها على القضاء على الفساد أو سوء الإدارة فيها.

وقصد تحقيق فعالية أعلى وأكبر لعمل أسواق رأس المال بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل الاقتصاد وزيادة معدلات الاستثمار فيه، وزيادة فرص وصول المستثمرين والمقرضين المحليين إلى مجالات الاستثمار، ومصادر التمويل العالمية لجأت جل الدول إلى اتخاذ مجموعة من الأساليب والإجراءات لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمليات سوق رأس المال والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

ولكن بالرغم من هذه الدوافع الايجابية للتحرير المالي والانفتاح على الأسواق الخارجية، إلا أن هذا المسار لم يخل من المخاطر الجسيمة التي أثرت سلبا على السلامة المالية للقطاعات المالية، في معظم دول العالم. إذ واجهت المؤسسات المالية أزمات ومخاطر الائتلاف، نتيجة للانفتاح على الأسواق المعولة والعمل بالأدوات المستحدثة المعقدة، وما واكبها من سرعة انتشار هذه الأزمات المالية حيث ساهمت حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود على انتقالها من دولة إلى أخرى ومن منطقة إلى أخرى.

ومن أهم تناقضات العولة المالية، أيضا، أن ثورة تكنولوجيا المعلومات والاتصال قد أفرزت نشوء أسواق جديدة للمال، التي استأثرت بحل الأموال المتداولة في الأسواق العالمية وتحويلها إلى أسواق المضاربات الوهمية واستثمارها في قيم افتراضية تتمثل في صكوك وعقود الديون أو عقود مبادلات وهمية تدر أرباحا عالية. وبذلك أخذت هذه الأسواق تستحوذ على أموال طائلة على حساب الموارد المالية المتاحة لتمويل إنتاج السلع والخدمات والتجارة مما يهدد القطاعات الإنتاجية بالانهيار.

واعتبرت الإصلاحات المالية والنقدية قاعدة لتحسين النظام المالي الجزائري منذ الاستقلال، حيث اعتمدت كأساس لتطوير نشاط البنوك وزيادة فعالية الادخار الأمر الذي يضمن أداء المسؤولية التي حملت على عاتقها في تمويل الاستثمارات لتشكل بذلك محور التنمية الاقتصادية.

لكن الأهداف والأبعاد التي ترمي إليها السياسة المالية جعلها تفكر في أسواق رأس المال باعتبارها قاعدة من قواعد اقتصاد السوق والسبيل الوحيد للاندماج ومواكبة العولة. إلا أن المشكل المطروح بالنسبة للجزائر هو كيفية جعل تلك الأسواق ذات فعالية في القيام بالدور المنوط بها.

وبناء على ما ذكر، يطرح التساؤل الرئيسي: " ما مدى الآثار التي تتركها العولمة المالية على سوق رأس المال ؟ وكيف يمكن لهذه السوق أن تطور من فعاليتها للتجاوب مع تداعيات هذه العولمة ؟ وما هو واقع ومتطلبات تحقيق ذلك بالنسبة لسوق رأس المال في الجزائر ؟ "، وهذا التساؤل يقودنا إلى طرح أسئلة أخرى فرعية حول طبيعة وأسباب الأزمات المالية التي تتعرض لها أسواق رأس المال ومختلف الإجراءات والأساليب التي من شأنها أن تحد من إمكانية تعرض هذه الأسواق لمثل هذه الأزمات وبالتالي تساهم في تفعيلها وأخيرا حول المعوقات التي تحول دون تطوير سوق رأس المال في الجزائر ومتطلبات تحقيق فعالية هذه الأخيرة.

#### فرضيات الدراسة:

كمنطلق للإجابة على هذه التساؤلات وضعنا مجموعة من الفرضيات والتي سوف يفحصها هذا البحث، وتمثل هذه الفرضيات فيما يلي:

ـ للعولمة المالية آثار بارزة على نشاط أسواق رأس المال، منها الايجابية والسلبية.

ـ إن الإستراتيجية المثلى للتجاوب مع تداعيات العولمة المالية هي توفير بيئة ملائمة لنشاط سوق رأس المال من خلال اختيار سعر الصرف المناسب ومراعاة الشروط المسبقة للتحرير التدريجي لحركة رأس المال والتي من بينها وجود نظام مالي قوي مدعم بوضع رقابة وتشريعات للمؤسسات المالية.

ـ نرجع الأزمات المالية إلى تفاقم جملة من الأسباب منها الاقتصادية، المالية والنقدية.

#### أهداف الدراسة:

تتمثل الأهداف الرئيسية لهذه الدراسة في:

ـ محاولة الإلمام بمختلف التحديات المرتبطة بالعولمة المالية وآثارها على سوق رأس المال، ومدى قدرة هذه الأخيرة على احتواء الآثار السلبية وتعظيم الايجابيات.

ـ توضيح مكانة ودور سوق رأس المال الفعال في النظام المالي وتأثيره على فعالية الاقتصاد ككل.

ـ إبراز معوقات ومتطلبات فعالية السوق المالي الجزائري.

– إرساء بعض القواعد العلمية والعملية من أجل تفعيل أداء السوق محل الدراسة –  
السوق المالي الجزائري – في مواجهتها لتلك التحديات من منطلق الدور المحوري الذي تلعبه  
هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الأكثر كفاءة.  
أسباب اختيار الموضوع:

الاهتمام الكبير المعطى لموضوع العولمة المالية وفعالية أسواق رأس المال من قبل  
الدراسات الحديثة، وخاصة في الجزائر باعتبارها بلد في طريق النمو لا بد لها من التفكير في  
هيكل هذه الأسواق ووضع آليات أكثر فعالية لتحقيق الاندماج في الاقتصاد العالمي.

#### منهج الدراسة:

ولمعالجة موضوع العولمة المالية وآثارها على فعالية سوق رأس المال اعتمدنا على المنهج  
الوصفي التحليلي، الذي يقوم على جمع المعلومات وتصنيفها وتحليلها وكشف العلاقات بين  
أبعادها المختلفة من أجل تفسيرها تفسيراً كافياً للوصول إلى استنتاجات عامة. كما لجأنا إلى  
المنهج الإحصائي في الجزء التطبيقي من هذا البحث كون هذا المنهج يتلاءم بشكل كبير مع هذا  
القسم من الدراسة.

#### أدوات جمع، عرض وتحليل البيانات:

لقد تم الاعتماد على أدوات متعددة من أجل حصر جميع جوانب الموضوع وإثراء الدراسة  
حيث تم الاعتماد على:

– مصادر متنوعة من كتب وبحوث ومجلات متخصصة إضافة إلى مجموعة من الرسائل  
العلمية، وذلك من أجل تغطية الجوانب النظرية للموضوع.

– البحث الميداني وهذا بغرض الإحاطة بالقسم التطبيقي للدراسة، وذلك من خلال  
معاينة مجموعة من الوثائق والمطبوعات الخاصة بالبورصة، وكذلك تلك التي تتعلق بالشركات  
المسجلة بهذه الأخيرة والتي تسمح بتسجيل المعطيات التي تمثل المادة الأساسية للتحليل والتقييم،  
بالإضافة إلى الاستعانة ببعض مواقع الانترنت كمصدر للإحصائيات فيما يتعلق بسوق رأس  
المال الجزائري.

– الجداول لعرض المعطيات بصفة مفصلة ثم القيام بتحليل تلك المعطيات، وفي الأخير  
مثلنا البعض منها برسومات بيانية من أجل التوضيح أكثر.

## أقسام الدراسة:

من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة في هذا البحث والتأكد من الفرضيات الموضوعية، تم تقسيم دراسة الموضوع إلى جزأين. الجزء الأول نظري والجزء الثاني تطبيقي. القسم الأول وتم التعرض فيه للأرضية النظرية لظاهرة العولمة المالية وسوق رأس المال بشكل عام. ويندرج ضمن هذا القسم ثلاثة فصول كما يلي:

ـ الفصل الأول: تناولنا فيه مختلف جوانب ظاهرة العولمة، والعولمة المالية كإحدى التحليلات الحديثة لظاهرة العولمة الاقتصادية، بالإضافة إلى الرهانات الكبرى التي تفرضها العولمة المالية وتواجهها الدول والنظام الدولي ككل.

ـ الفصل الثاني: تعرضنا فيه للجوانب النظرية لسوق رأس المال وذلك من خلال الأقسام التالية: أساسيات سوق رأس المال، فعالية سوق رأس المال، مؤشرات قياس تطور فعالية سوق رأس المال.

ـ الفصل الثالث: تطرقنا فيه لآثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال وذلك من خلال تناول أهم الأزمات المالية التي تعرضت لها الأسواق المالية، أوجه القصور في سوق رأس المال وآليات تفعيل هذه السوق مع تداعيات العولمة المالية.

القسم الثاني: وهو الجزء التطبيقي، حيث يتناول دراسة حالة سوق رأس المال في الجزائر وسبل تفعيل هذه السوق. ويضم هذا الجزء فصلين هما:

ـ الفصل الرابع: عالجتنا فيه تنظيم وسير سوق رأس المال في الجزائر، الأدوات المالية المتداولة فيه وكيفية ضبط التعامل في هذا السوق.

ـ الفصل الخامس: خصص لدراسة واقع ومعوقات سوق رأس المال في الجزائر ثم محاولة قياس تطور فعالية هذا السوق من خلال اعتماد عدة مؤشرات منها حجم السوق وسيولته، لتعرج في الأخير على جملة من المتطلبات التي يجب العمل على تحقيقها للوصول إلى الفعالية المطلوبة والتي تسمح لبورصة الجزائر بالقيام بالدور المنوط بها.

وفي الأخير خصصنا حائمة عامة لهذه الدراسة تأتي لعرض أهم النتائج التي يتم التوصل إليها مع تقديم جملة من الاقتراحات.

## مشاكل وعوائق الدراسة

ونشير هنا إلى أن هذا البحث وكغيره من البحوث واجه العديد من المشاكل والصعوبات يمكن إجمالها في النقاط التالية:

— قلة الدراسات والنقاشات التي تتناول بورصة الجزائر، حيث انحصرت الدراسات التي قامت بمعالجة بعض جوانب هذا الموضوع في عدد من الندوات المتفرقة وبعض المقالات المنشورة.

— عدم إمكانية التقويم الميداني لهذه التجربة بسبب العدد المحدود من المؤسسات المدرجة في البورصة.

— عدم تمكن بورصة الجزائر الباحثين من الملاحظة الميدانية، الذي قد يؤدي إلى إبداء آراء غير سديدة فيما يخص التطور الفعلي للبورصة.

# القسم النظري

# القسم النظري: العولمة المالية وأثرها على فعالية سوق رأس المال

يهدف الوصول إلى الأهداف المسطرة لهذه الدراسة، خصص هذا القسم للإلمام بالجانب النظري. وقد تم تقسيم هذا الجانب إلى ثلاثة فصول، حيث سيتم التعرض في الفصل الأول إلى العولمة المالية وتداعياتها من خلال التطرق إلى المراحل التاريخية لتطور العولمة وتعريفها خاصة من الجانب الاقتصادي، أسباب وخصائص ظاهرة العولمة الاقتصادية، تجلياتها الحديثة. ماهية العولمة المالية كإحدى هذه التحولات الحديثة والركائز التي تقوم عليها، هذه الأخيرة التي غيرت ملامح المحيط المالي الدولي من خلال التحول من أسلوب التمويل غير المباشر إلى الأسلوب المباشر، وإيجاد أدوات مالية جديدة وبذلك أعطيت أهمية أكبر للسوق المالية وأصبحت من الركائز الأساسية التي يقوم عليها التخصيص الأمثل للموارد المتاحة في الاقتصاد.

من هذه الأهمية، جاء الفصل الثاني ليركز على سوق رأس المال فعاليتها ومؤشرات تطورها من خلال التعرض إلى دور ومكانة سوق رأس المال في الاقتصاد باعتبارها أهم أقسام أسواق رأس المال بالتطرق إلى تنظيم عملها ومختلف أساسياتها. ولأنه كلما زادت فعالية هذه السوق كلما عكست أسعار الأوراق المالية قيمها الحقيقية مما يعني وجود درجات لفعالية السوق أدرجنا عدة مؤشرات تقيس مدى تطور فعالية هذه الأسواق.

في حين خصص الفصل الثالث للحديث عن الأزمات المالية كمخلفات سلبية كانت عولمة الأسواق المالية أحد مسبباتها وإدراج بعض الأزمات محاولة منا لاستخراج الأسباب التي تكمن وراءها والآثار التي خلفتها وأخيرا محاولة الخروج ببعض الدروس المستفادة لتجنب مثل هذه الأزمات في المستقبل.

والتطرق بعدها إلى الأسباب الفعلية التي يعود إليها هذا الاضطراب، عدم الاستقرار، والتقلبات التي تعرفها سوق رأس المال نتيجة التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل. ومحاولة التعرض لبعض السياسات الوقائية التي تكفل للدول تجنب ويلات هذه الأزمات ومخلفاتها.

# الفصل الأول

## الفصل الأول: العولمة المالية وتداعياتها

تمهيد:

أصبحت العولمة (mondialisation) من أكثر الكلمات استخداماً في الأدبيات المعاصرة. وقد تم تعريف العولمة على أنها إكساب الشيء طابع العالمية (Internationalisation) (\*)، وجعل نطاقه وتطبيقه عالمياً، وأضحت ظاهرة العولمة الهاجس الطاغي في المجتمعات المعاصرة، فهي تستقطب اهتمام الحكومات والمؤسسات ومراكز البحث ووسائل الإعلام.

لقد أسهمت عوامل عدة في ظهور مفهوم العولمة، وعليه بدأ التوجه نحو عولمة الكثير من مناحي الحياة الاقتصادية، اجتماعية، سياسية، ثقافية وإعلامية. ويبدو أن عولمة الاقتصاد تعد أبرز جوانب العولمة حيث يلاحظ تزايد الشركات متعددة الجنسيات لا سيما في العقد الأخير من القرن العشرين، كما شكلت العولمة المالية الوجه الآخر لهذه الظاهرة.

فإذا كانت العولمة الاقتصادية والسياسية والثقافية تتمثل في تدويل السلع والخدمات والمعلومات والأفكار والقيم، فإن العولمة المالية تتمثل في تدويل مصادر التمويل والسيطرة على الادخار العالمي.

وبذلك رسمت العولمة المالية واقع مالي جديد يمثل تحديات وتحذيرات وفرص لكل الدول المتقدمة منها والنامية. وتكمن قدرة الدول على التكيف مع هذه التحديات في إدارتها الداخلية والموارد المتاحة بل في المناخ الاستثماري ككل. ومن ثم فإن المكاسب المتحققة لكل دولة من جراء العولمة المالية ليست بالتساوي ويرجع ذلك إلى قدرة كل دولة في التكامل مع النظام العالمي.

(\* ) L' 'internationalisation': تشير إلى نمو الصادرات والواردات للسلع، بالنسبة للمجتمع نسبة القيمة المضافة المصدر، وللدولة حجم الصادرات المتأتبة للناتج الوطني الإجمالي، تعطى مؤشراً جيداً للعالمية.

— La mondialisation: تشير إلى رؤوس الأموال المصدر، تطور تقسيم العمل الدولي، المعدات الإنتاجية تنحرك (إعادة توطين)، ثم تندمج لتحقيق جزء من نفس المنتج المجمع من السلع، من خلال منطقة جغرافية مختلفة لكن تابعة لمركز قرار رئيسي. للمزيد راجع:

J. Bremond, A. Geldan, " Dictionnaire économique et social, 100 article thématiques, 1200 définitions ", Hatier, Paris, 1981, p : 284.

## I. مفهوم العولمة:

العولمة كظاهرة نمت وتطورت لتكتسي كل جوانب الحياة مرت بمراحل تطور عديدة. وهي في مسارها هذا جذبت اهتمام العديد من الباحثين والمسؤولين الذين حاولوا تناولها بهدف ضبط مفهومها والتعرف على آلياتها، ولقد أولوا اهتماما كبيرا للجانب الاقتصادي.

وساهمت عوامل كثيرة في تطور العولمة الاقتصادية أكسبتها خصائص ميزتها عن غيرها من المراحل التي سبقتها، وبرز من خلال تطورها هذا نوعين أساسيين لها العولمة الإنتاجية والعولمة المالية.

ولقد مست العولمة الاقتصادية كل الدول بما فيها المتقدمة والنامية مما خلق آثارا اتسم بعضها بالإيجابية والبعض الآخر بالسلبية.

## 1. التطور التاريخي لظاهرة العولمة وتعريفها:

إن ظاهرة العولمة لم تكن وليدة السنوات الأخيرة، بل مرت بمراحل تطور عديدة كي تصل إلى صورتها الحالية والتي نتفاعل معها الآن.

وقد حاول العديد من الباحثين الوصول إلى تعريف شامل لهذه الظاهرة ونتج عن ذلك تعاريف اختلفت باختلاف توجهاتهم.

## 1.1 التطور التاريخي لظاهرة العولمة:

إن للعولمة تاريخا قديما، وبالتالي فهي ليست نتاج العقود الماضية وإن ما جعلها تبرز في هذه المرحلة، هو تعميق آثار الثورة العلمية والتكنولوجية من جانب، والتطورات الكبرى التي حدثت في عالم الاتصال من جانب آخر<sup>(1)</sup>.

وفي محاولتنا لتتبع النشأة التاريخية للعولمة نعتمد المراحل التاريخية الأربع التي مر بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد والتي يمكن إيجازها على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

المرحلة الأولى: بدأت من منتصف القرن التاسع عشر حتى نهاية الحرب العالمية الأولى.

(1) - منير الخمش، "العولمة... ليست الخيار الوحيد"، الأهالي للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، الطبعة الأولى، 1998، ص: 18.

(2) - للمزيد راجع:

— كرم نعمة النوري، "آفاق العولمة في البلدان النامية"، دار الإصدار البلغارية، جمهورية بلغاريا، 2005، ص: 4-7. متوفر على الموقع:

(www.Univ-vt.bg)

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود القليل من الحواجز المصطنعة التي تقف حجر عثرة أمام حرية التبادل الاقتصادي بين دول العالم، الأمر الذي أدى إلى تزايد وسهولة تدفق رؤوس الأموال والأفراد عبر الحدود.

إن هذه الفترة شهدت تطورات هامة في وسائل الإنتاج وفي المنتجات الأمر الذي اقتضى التطور في حجم المشروع وتنظيمه. ومن هنا أصبحت معظم المشاريع تميل إلى اقتصاديات الحجم الكبير كما تحقق فيها التكامل الرأسي والأفقي، وكذلك شهد الثلث الأخير من القرن التاسع عشر ظهور الشركات القابضة ( Holding Companies ) في كل من بريطانيا وألمانيا وفرنسا وبلجيكا. وصاحبت حركة الهجرة من أوروبا إلى دول العالم الأخرى انتقال رؤوس الأموال التي أسهمت في إنتاج المنتجات الأولية المختلفة والتي كانت دول أوروبا الصناعية في حاجة لها نتيجة لزيادة سكانها من ناحية، وزيادة المدخيل الناجمة عن التصنيع وما يترتب عن ذلك من زيادة في الاستهلاك من الناحية الأخرى.

وقدرت الأموال التي وضفت في الخارج سنة 1913 بحوالي 9\_10 مليار جنيه إسترليني، كما بلغ عدد المهاجرين في نفس الفترة حوالي 46 مليون نسمة. ولقد بدأ انسياب رؤوس الأموال يظهر بصورة جلية اثر انتهاء الحروب النابليونية، حيث قدرت الأموال التي خرجت من أوروبا منذ انتهاء هذه الحروب وحتى منتصف الخمسينات من القرن الماضي للاستثمار في الخارج بحوالي 420 مليون جنيه إسترليني، ارتفعت إلى ثلاثة أضعاف هذا الرقم في سنة 1870 ثم زادت بعد ذلك زيادة كبيرة حتى بلغت 9500 مليون جنيه إسترليني في سنة 1914. إذ كانت بريطانيا المصدر الأول لرؤوس الأموال حيث ساهمت ب 43 % من مجملها في حين ساهمت فرنسا بحمسها وجاء الباقي من ألمانيا والولايات المتحدة وبلجيكا وهولندا وسويسرا. والدول الأوروبية هي التي تلقت أكثر من ربع تلك الأموال ثم تأتي بعد ذلك أمريكا الشمالية وبعدها أمريكا اللاتينية.

المرحلة الثانية: وقد استمرت منذ نهاية الحرب العالمية الثانية إلى غاية سنة 1973.

بانتهاى الحرب العالمية الثانية وتوقيع معاهدات السلام أنشأت الأمم المتحدة و العديد من الوكالات المتخصصة و أهمها البنك الدولي للإنشاء و التعمير و صندوق النقد الدولي، وأخذت الدول تعيد بناء ما دمرته الحرب وتقوم بسياسات مختلفة لتحقيق النمو والتطور الاقتصادي. وقد لجأت دول العالم المتقدمة والنامية إلى التكامل الاقتصادي فيما بينها، بعد الحرب العالمية الثانية، باعتباره أفضل أسلوب لتحقيق مزايا مبدأ الحرية وتجنب مساوئ الحماية الاقتصادية من خلال إقامة وحدات اقتصادية كبيرة تستطيع تحقيق أكبر قدر من الفعالية

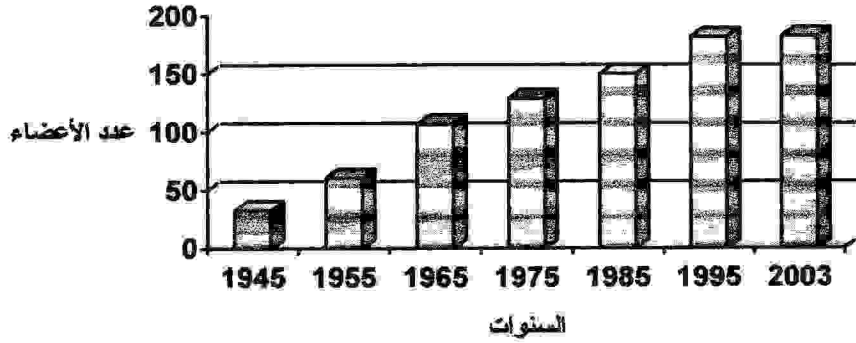
الاقتصادية في استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة بها، ومن ثم الوصول إلى تحقيق أكبر قدر من الرفاهية الاقتصادية لغالبية السكان في العالم.

وقد شهدت هذه المرحلة البداية الحقيقية لتكوين النظام الاقتصادي العالمي، وقد ارتكز هذا النظام على ثلاث دعائم أساسية:

الأولى: إنشاء نظام نقدي دولي يتم إدارته من خلال صندوق النقد الدولي ( International Monetary Fund )، الذي أنشأ في سنة 1944 وبدأ مزاولة نشاطه في سنة 1947.

تزايد عدد الأعضاء في الصندوق منذ تأسيسه بوثيرة شبه ثابتة كما يظهر الشكل رقم (01) فقد بلغ عدد أعضائه 183.

الشكل رقم (01): توسع العضوية في الصندوق بين الأعوام 1945\_2003.



المصدر: أحمد حسن عنان، "جدلية العولمة"، دار كيوان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، دمشق، 2006، ص: 289.

أما الثانية: فهي قيام نظام مالي دولي يتولى إدارته البنك الدولي (World Bank)، والذي بدأ مزاولة أعماله في سنة 1946.

وقامت الدعامة الثالثة من ركائز هذا النظام في تلك المرحلة في إنشاء نظام تجاري دولي تشرف سكرتارية الجات (GATT) (\*) \_ التي أنشأت في سنة 1947 \_ على إدارته من خلال إجراء مفاوضات متعددة الأطراف سميت بجولات الجات.

(\*) \_ الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة - General Agreement on Tarrifs and Trad .

المرحلة الثالثة: من سنة 1974 إلى سنة 1990.

تبيحة لاتساع الفجوة ما بين الدول النامية والدول المتقدمة خلال المرحلة السابقة، ظهرت الحاجة الملحة إلى نظام اقتصادي دولي جديد تتحقق فيه مصلحة جميع الأطراف بما فيها الدول المتقدمة ذاتها، وهذا الأمر يقتضي تعديل نظام العلاقات الاقتصادية الدولية فيما يتعلق باستراتيجيات التنمية والسياسات الاقتصادية والاجتماعية.

في هذه المرحلة كان على البلدان النامية أن تتحرك بشكل جماعي للإسهام وبفعالية في تشكيل هذا النظام الجديد وذلك من خلال حركة عدم الانحياز، وهذا ما حصل فعلا من خلال الدعوة إلى إقامة نظام اقتصادي دولي جديد أثناء مؤتمر القمة الرابع لدول عدم الانحياز الذي عقد في الجزائر في سنة 1973 وكان من أهم مقرراته التقدم بطلب إلى الأمم المتحدة لعقد دورة خاصة للجمعية العامة للأمم المتحدة لمناقشة تلك القضية. وتم دعم هذا الطلب ومساندته بقوة من طرف الدول النامية، وهو ما أسفر عن انعقاد هذه الدورة خلال شهري أبريل وماي 1974 وانتهاء مناقشتها بإقرار وثيقتين:

أ\_ الإعلان بشأن إقامة نظام اقتصادي دولي جديد وذلك بموجب القرار رقم 3201، والذي أكد على تصميم دول العالم على العمل من أجل إقامة نظام اقتصادي دولي جديد قائم على العدالة والمساواة والترابط والمصلحة المشتركة والتعاون بين الدول بغض النظر عن نظمها الاقتصادية والاجتماعية.

ب\_ برنامج عمل من أجل إقامة نظام اقتصادي دولي جديد وذلك بموجب القرار 3202، وقد تضمن البرنامج النقاط التالية<sup>(1)</sup>:

- نظام النقد الدولي وعلاقته بتمويل التنمية في البلدان النامية؛
- المشكلات المتعلقة بالمواد الخام والمواد الأولية وأثرها على التجارة والتنمية؛
- انتقال التكنولوجيا؛
- إجراءات الرقابة على الشركات متعددة الجنسيات؛
- وسائل تشجيع الصناعة في الدول النامية؛
- ميثاق حقوق الدول وواجباتها الاقتصادية؛

(1) \_ بوبكر بوخريسة، "الجزائر والعملة: مظاهر المبادرة والخضوع"، الملتقى الدولي "الجزائر والعملة" قسم علم الاجتماع، منشورات جامعة منتوري قسنطينة، 2001، ص ص: 299\_300.

- تنمية التعاون بين الدول النامية؛
- مساعدة الدول على ممارسة سيادتها الدائمة على مواردها الطبيعية؛
- دعم دور منظمات الأمم المتحدة في مجال التعاون الاقتصادي الدولي؛
- برنامج طوارئ لمساعدة الدول الأقل نمواً.

وقد استمرت الجهود بعد هذا الإعلان من أجل بلورة النظام الاقتصادي الجديد، حيث أصدرت الجمعية العامة للأمم المتحدة في ديسمبر 1974 القرار رقم 3281 الخاص بإقرار ميثاق حقوق الدول وواجباتها الاقتصادية. ويهدف هذا الميثاق إلى إقامة النظام الاقتصادي الذي يكفل الفرص والمعاملة المتكافئة بين جميع الدول.

ولقد تميزت هذه المرحلة بتعدد المؤتمرات الدولية التي تهدف إلى تغيير النظام الاقتصادي الدولي. ومن أهم نتائج هذه المرحلة هو تزايد قوة تأثير صندوق النقد والبنك الدوليين وإشرافهما على تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي في الكثير من البلدان النامية، كما برزت في نهاية هذه المرحلة العديد من التطورات والتغيرات التي تمثل قوى دفع نحو النظام الاقتصادي العالمي الجديد.

المرحلة الرابعة: والتي تمتد من 1991 حتى وقتنا الراهن.

في هذه المرحلة نستطيع القول بأن الولايات المتحدة الأمريكية تزعمت دول العالم في المطالبة بنظام اقتصادي عالمي جديد لا سيما بعد حرب الخليج الثانية وسقوط النظام العراقي. لقد تغير العالم بعد هذه الأحداث، وظهر هذا من خلال مجموعة من التغيرات الجذرية التي كانت بمثابة الإعلان عن بداية تكوين وتشكيل معالم آليات النظام الاقتصادي العالمي الجديد وكان في مقدمة هذه التغيرات اتجاه معظم دول العالم إلى انتهاج سياسات الاقتصاد الحر وتغليب آليات السوق وتبني برامج موسعة للخصخصة والتخلي عن التخطيط المركزي والاقتصاد الموجه هذا بالإضافة إلى قيام العديد من دول العالم بإزالة القيود والحواجز أمام حركة التجارة الدولية وانتقال رؤوس الأموال والاستثمارات وإنشاء التكتلات الاقتصادية. وبالتالي فإن هذا يؤدي إلى زيادة الاتجاه تدريجياً نحو عملة الاقتصاد العالمي وتحويل العالم إلى قرية صغيرة في عالم التقدم التكنولوجي الهائل. لقد شهدت هذه المرحلة إنشاء منظمة التجارة الدولية (OMC) في جانفي 1995 لتحل محل سكرتارية الجات، وذلك بعد انتهاء جولة أوروغواي سنة 1994 بالتوقيع على إعلان مراكش من جانب 117 دولة للتركيز على حركة

التجارة الدولية لتتشارك بذلك مع صندوق النقد والبنك الدوليين في إدارة النظام الاقتصادي العالمي<sup>(1)</sup>.

إذن خلال القرن العشرين كان للعملة سجل متباين إلى حد ما، فالفوائد الاقتصادية كانت باهرة حيث ساهمت العملة بقدر مهم في زيادة نصيب الفرد من الدخل الحقيقي في العالم إلى مستوى لم يبلغه طوال تاريخه. ولكن من ناحية أخرى وقعت حربان عالميتان و على مدى سنوات طويلة كان هناك تهديد حقيقي بنشوب حرب عالمية ثالثة أشد تدميراً.

وحتى الآونة الأخيرة استمر الاستعمار في بعض المناطق، مستخدماً أحياناً أشكالاً جديدة من الوحشية. ولا شك في أن العملة تفسد الأغلبية العظمى من الأنشطة الإنسانية، فهي لا تعني عملة الأسواق فقط بل عملة الإنتاج مع تحريك كبير ما بين الدول للعوامل المشاركة، ومن جهة أخرى فالعملة هي أيضاً مالية بواسطة عمل قنوات البورصات في جميع القارات، وهي أيضاً ثقافية بنشر الآراء وطرق التفكير، وهي أيضاً بيئية بعدم التوازن البيئي الذي تحدثه، ووبائية بتداول الفيروسات الناجمة عن تزايد تجارة الطيران، وأخيراً هي عسكرية لأن غياب الأمن الجماعي يؤدي إلى حروب إقليمية وعرقية<sup>(2)</sup>.

ومن عرضنا لتاريخ العملة يمكن أن نستخلص ثلاثة دروس<sup>(3)</sup>. الأول أن اتجاه العملة الجلي طوال القرون الماضية سيستمر على الأرجح وربما بوتيرة أسرع. ومن الواضح إن التحسن الذي يطرأ على التكنولوجيا والذي يسمح بحدوث الاندماج بأقل تكلفة سيستمر، كما أن الرغبة في استغلال الفرص التي تتيحها وسائل الاندماج الأرخص لا تفتقر. ثانياً، العملة لم تكن مطلقاً ظاهرة نافعة تماماً أو غير ضارة على الإطلاق ولن تكون كذلك على الأرجح، فكثيراً ما كان لها جانبها القبيح. وعلى ذلك كانت العملة دائماً مسألة مثيرة للجدال. ثالثاً، ارتباط الجانب القبيح من العملة، وخاصة الجانب الأشد قبحاً، ارتباطاً أساسياً بما قد يسمى بالعملة عن طريق الإكراه أو الإكراه وليس عن طريق التبادل الطوعي أو الاستثمار أو نشر المعرفة.

ومع إدراك أن العملة الاقتصادية التي هي موضوع حديثنا تقع ضمن التصنيفات الطوعية يتعين أن تثير قدراً أقل من المخاوف منه في حالة العملة التي تطبق بالإكراه.

(1) - كرم نعمة النوري، مرجع سابق، ص: 8-9.

(2) - مبارك بوعشة، "العملة مقارنة اقتصادية"، الملتقى الدولي "الجزائر والعملة" قسم علم الاجتماع، مرجع سابق، ص: 155.

(3) - مايكل موسى، "مواجهة تحديات العملة"، وقائع ندوة حول "العملة وإدارة الاقتصادات الوطنية" المنعقدة في 18/19 نوفمبر 2000 بأبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي، طباعة شركة الفجر،

## 2.1 تعريف ظاهرة العولمة:

إذا أردنا أن نقرب من صياغة تعريف شامل للعولمة، فلا بد أن نضع في الاعتبار ثلاثة عمليات تكشف عن جوهرها<sup>(1)</sup>:

العملية الأولى تتعلق بانتشار المعلومات بحيث تصبح مشاعة لدى جميع الناس، العملية الثانية تتعلق بتذويب الحدود بين الدول، والعملية الثالثة هي زيادة معدلات التشابه بين المجتمعات والمؤسسات.

وكل هذه العمليات قد تؤدي الى نتائج سلبية بالنسبة لبعض المجتمعات، والى نتائج ايجابية بالنسبة لبعضها الآخر.

إن مفهوم العولمة الذي أصبح متداولاً في السنوات الأخيرة هو مصطلح قياسي يشمل كل مجالات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية<sup>(2)</sup>، وهذه الكلمة تعبر في دلالتها اللغوية على جعل الشيء عالمياً. وهو المعنى الذي حدده المفكرون باللغات الأوروبية للعولمة: (GLOBALISATION) في الإنجليزية والألمانية ويقابلها في الفرنسية (MONDIALISATION). ووضعت كلمة العولمة في اللغة العربية مشتقة من العالم على وزن (فوعلة) أو (فعلة) وهو رباعي مخترع مقابلاً حديثاً للدلالة على هذا المفهوم الجديد<sup>(3)</sup>. وما يهمنا هنا ليس الجانب اللغوي ولكن الجانب الاصطلاحي وخاصة من الجهة الاقتصادية.

وقد عرف الأستاذ محمد الأطرش العولمة الاقتصادية كما يلي: " تعني العولمة الاقتصادية كتعريف مثالي اندماج أسواق العالم في حقول انتقال السلع والخدمات والرساميل والقوى العاملة ضمن إطار من رأسمالية حرية الأسواق بحيث تصبح الأسواق سوقاً واحدة كالسوق القومية"<sup>(4)</sup>.

أما صادق العظم فالعولمة بالنسبة إليه " تعني وصول نمط الإنتاج الرأسمالي إلى نقطة الانتقال من عالمية دائرة التبادل و التوزيع والسوق والتجارة إلى عالمية دائرة الإنتاج

(1) \_ السيد يسون، " مفهوم العولمة"، بحوث ومناقشات الندوة الفكرية التي نظمها مركز دراسات الوحدة العربية " العرب والعولمة"، الطبعة الثانية، بيروت، ديسمبر 1998، ص: 27.

(2) \_ بلوج بولعيد، " العولمة المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول النامية (مع إشارة للجزائر)"، ملتقى حول " La quête de l'émergence face à la contrainte de la globalisation financière au contexte économique Algérien"، جامعة عنابة، 8/7 ديسمبر 2004، ص: 01.

(3) \_ بن عيشي بشير وحامد نور الدين، " العولمة والاتحاد النقدي"، ملتقى دولي حول " البيرو و اقتصاديات الدول العربي: فرص وتحديات"، جامعة الأغواط، 20/18 أبريل 2005، ص: 87.

(4) \_ بلوج بولعيد، مرجع سابق، ص: 03.

وإعادة الإنتاج<sup>(1)</sup>، فظاهرة العملة تجسد حلقة من حلقات تطور النظام الرأسمالي الذي يعمل من أجل توسيع تنميط هذا النظام على المستوى العالمي بهدف خلق آليات وضوابط وظروف جديدة لحل أزماته الدورية.

ويعرفها أوليفيه دولغوس: " العملة هي تبادل شامل إجمالي بين مختلف أطراف الكون يتحول العالم على أساسه الى محطة تفاعلية للإنسانية بأكملها، وهي نموذج للقرية الصغيرة الكونية التي تربط ما بين الناس والأماكن ملغية المسافات، ومقدمة المعارف دون قيد، وهي ليست وليدة الرأسمالية أو السوق، أما تقنيات الاقتصاد والسياسة والاجتماع والثقافة وتتجاوز النظم والإيديولوجيات، وتعد تشكيلة متنوعة من الأنظمة والبنى تحدد ممثليها الدول الكبرى والشركات متعددة الجنسيات والمنظمات العالمية، وهي ليست أكثر من حركة جهنمية تنطلق بسرعة وتحطف في طريقها الآمال والأحلام"<sup>(2)</sup>.

في الأخير يمكن القول أن العملة تعني بشكل عام اندماج أسواق المال في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة وانتقال رؤوس الأموال والبضائع والخدمات والقوى العاملة والثقافات والتقانات عبر الحدود دون حواجز أو عوائق، مما يؤدي إلى اختراق الحدود الوطنية وإلى الانحسار الكبير في سيادة الدولة. والعملة هي نتيجة تكون شركات مالية وصناعية وبنوك عابرة للقارات والتي أوجدت الأدوات الهامة من أجل عملة الاقتصاد.

## 2. أسباب ظهور العملة الاقتصادية وخصائصها:

إن أي ظاهرة يجب أن تكون هناك أسباب كان لها الدور في إيجادها وتحديد معالمها، وميزات تميزها أو ترسم مفهومها. كذلك العملة الاقتصادية تكاملت أسباب معينة حددت أبعادها وميزتها خصائص معينة.

### 1.2 أسباب ظهور العملة الاقتصادية:

إذا ما ركزنا على العملة من المنظور الاقتصادي، يثار الحديث عن أسبابها أي جملة العوامل التي ساهمت في الوصول إلى التطبيق شبه الكامل و على المستوى الدولي لسياسات التحرير الاقتصادي، والتي من شأنها إزالة القيود التقليدية و الحماية التي أعاقت لفترات عديدة حرية انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال والأفراد عبر الحدود الوطنية.

(1) - صادق جلال العظم وحسن حنفي، " ما العملة "، دار الفكر، دمشق، 1999، ص: 107.

(2) - مبارك بوعشة، مرجع سابق، ص: 156.

ويتلخص بعض هذه الأسباب في الآتي<sup>(1)</sup>:

- \_ التطور التكنولوجي والمعلوماتي من خلال تطور الاتصالات وظهور الانترنت، حيث تعتبر الثورة العلمية والتكنولوجية من أهم العوامل التي ساهمت في زيادة حجم التجارة الدولية وتدفقات رؤوس الأموال والاستثمارات، وظهور التجارة الالكترونية عبر الانترنت.
- \_ اتفاقية الجات (GATT) ونجاح المباحثات حول تحرير التجارة الدولية في دورة أورغواي الأخيرة.
- \_ انتهاء الحرب الباردة بين المعسكرين الشرقي والغربي.
- \_ التقدم الكبير في تكنولوجيا النقل والمواصلات وتكنولوجيا الطباعة وغيرها.
- \_ التراجع في قوة الدولة والتغير الواضح في وظائفها، فانحسار دور الدولة في مجال الإنتاج وأدواته في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، والسعي المحموم وراء تبني سياسات لحماية منتجها من المنافسة الخارجية قد مهد الطريق الى غزو الشركات متعددة الجنسيات لأسواق الدول النامية وحتى المتقدمة أيضا، مع استمرار تقلص دور الدولة في السيطرة على اقتصادها.
- \_ زيادة الميل الدولي الى التكتلات الإقليمية والدولية، فقد ظهر العديد من التكتلات الاقتصادية الإقليمية، مثل الاتحاد الأوروبي، والنافتا، واتحاد الآسيان، ومجلس التعاون الخليجي، ومشروع منطقة التجارة الحرة العربية ومشروع السوق الشرق أوسطية ومحاولات الشراكة الثنائية بين الاتحاد الأوروبي وكل دولة على حدا.
- \_ التحالفات الإستراتيجية لشركات عملاقة عالمية خاصة في القطاعات المصرفية والصناعة والنفط، لتتواكب مع متطلبات التنافس الشديد في الأسواق العالمية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن 92 % من أصل 4200 تحالف استراتيجي بين الشركات المتعددة الجنسيات تمت في بداية عقد التسعينات من القرن الماضي بين شركات من الأطراف الثلاثة الكبرى في الاقتصاد العالمي وهي الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي واليابان.
- \_ ظهور ما يسمى بمعايير الجودة العالمية.

(1) \_ للمزيد من المعلومات راجع:

\_ كرم نعمة النوري، مرجع سابق، ص: 13\_17.

\_ عمر صقر، "العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 9\_16.

\_ عبد السلام أبو قحف، "العولمة = طفل الخطيئة لثورة المعلومات والاتصالات - التنوير الرائف"، الملتقى الدولي العلمي الأول حول "العولمة

وانعكاساتها على البلدان العربية"، المركز الجامعي سكيكدة، 14/13 ماي 2001، ص: 61\_62.

– تزايد حركة التجارة والاستثمارات الأجنبية.

– الاعتقاد الشائع بجمتية العملة أو بضرورة السير في فلكها، وحشد وسائل الإعلام على مستوى كل دولة للترويج لذلك، وألا يصبح الشعب بداية من العامل البسيط وانتهاء بالرؤساء والقيادات متخلفون عن ركب التقدم المزعوم.

## 2.2 خصائص العملة الاقتصادية:

للعملة الاقتصادية مجموعة خصائص رئيسية تميزها عن غيرها من المفاهيم لعل أهم هذه الخصائص ما يلي:

### 1.2.2 سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية:

إن أهم ما يميز العملة هو سيادة آليات السوق واقتراثها بالديمقراطية واتخاذ القرارات في إطار من التنافسية من خلال الاستفادة من الثورة التكنولوجية وتعميق فكرة القدرة على الإنتاج بأقل تكلفة ممكنة وبأحسن جودة والبيع بسعر تنافسي في أقل وقت ممكن، حيث أصبح الزمن أحد القدرات التنافسية الهامة التي يجب اكتسابها عند التعامل في ظل العملة.

### 2.2.2 ديناميكية مفهوم العملة:

تؤكد هذه الديناميكية يوما بعد يوم بدليل احتمالات تبدل موازين القوى الاقتصادية القائمة حاليا وفي المستقبل فحتى الولايات المتحدة الأمريكية نفسها تسعى بكل قوة لامتلاك القدرات التنافسية حتى تستطيع منافسة باقي الأطراف الأخرى والتي تخطوا خطوات كبيرة نحو المستقبل مثل الصين، وتتعلق ديناميكية العملة في سعيها إلى إلغاء الحدود السياسية و التأثير على دور الدولة في النشاط الاقتصادي، كما يمكن أن نراها أيضا في ردود الأفعال المضادة من قبل المستفيدين من الأوضاع الاقتصادية الحالية حفاظا على مكاسبهم و من قبل الخاسرين في تلك الأوضاع خاصة في الدول النامية في حالة تكتلها للدفاع عن مصالحها.

### 3.2.2 تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل:

يعمق هذا الاتجاه ما أسفرت عنه تحولات عقد التسعينات من القرن الماضي من اتفاقات تحرير التجارة العالمية وتزايد حرية انتقال رؤوس الأموال مع وجود الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، حيث يتم في ظل العملة إسقاط حاجز المسافات بين الدول مع ما يعنيه ذلك من تزايد احتمالات التأثير والتأثر المتبادلين وإيجاد نوع جديد من تقسيم العمل الدولي الذي تتم بمقتضاه العملية الإنتاجية خاصة الصناعية بين أكثر من دولة بحيث يتم تصنيع مكونات أي منتج نهائي في أكثر من مكان واحد كما أصبح امتلاك القدرة التنافسية الركيزة الأساسية في

بمجال التبادل التجاري وهو ما عمق الاتجاه نحو الاعتماد المتبادل، والذي يعني تعاظم التشابك بين الأطراف المتاجرة ويؤدي هذا التشابك إلى خلق علاقة في اتجاهين بين كل بلد وآخر، أو بين مجموعة وأخرى فإذا كانت التبعية الاقتصادية تنطوي على تأثير أحد الطرفين على الآخر، وبالتالي يكون أحدهما تابعا والآخر متبوعا فإن الاعتماد الاقتصادي المتبادل يعني وجود تأثير من كل الطرفين على الآخر يكون كلاهما تابعا ومتبوعا في نفس الوقت<sup>(1)</sup>.

#### 4.2.2 وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي:

تتسم العولمة بوجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي خاصة المنتج ذو الطبيعة الصناعية، حيث نجد العديد من المنتجات الصناعية مثل السيارات والأجهزة الكهربائية يتم تجميع مكوناتها في أكثر من دولة بحيث تقوم كل واحدة منها بالتخصص في صنع أحد المكونات فقط، ويرجع ذلك إلى تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات في ظل العولمة وكذا الثورة التكنولوجية، ومن أهم الأنماط الجديدة لتقسيم العمل ظهور هذا الأخير بين البلاد المختلفة في نفس السلعة وأصبح من المألوف بل والغالب ظهور نفس السلعة في قائمة الصادرات والواردات لنفس البلد، وهو ما يعرف بتقسيم العمل داخل الصناعة الواحدة كما أن تجزأ السلعة الواحدة وهذا النوع من التخصص أصبح من أهم مظاهر تقسيم العمل بين البلدان الصناعية والنامية.

وعليه أصبح من الممكن أمام الكثير من الدول النامية فرصة لاخترق السوق العالمية في الكثير من المنتجات حيث تتجه الأنظار الجديدة لتقسيم العمل الدولي لتلك الدولة باكتساب مزايا تنافسية في دائرة واسعة من السلع<sup>(2)</sup>.

#### 5.2.2 تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات:

تعتبر الشركات عابرة القوميات عملية النشاط أحد السمات الأساسية للعولمة فهي تأثر بقوة على الاقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل استثمارات مباشرة وتؤكد ظاهرة العولمة في كافة المستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية. وقد بدأت هذه الشركات نشاطها بعيدا عن أسواقها الوطنية تحت تأثير عاملين<sup>(3)</sup>:

(1) \_ عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 22\_24.

(2) \_ المرجع السابق، ص: 25\_26.

(3) \_ منير الحمش، مرجع سابق، ص: 21\_22.

العامل الأول: التخلي عن الحرب كوسيلة لحسم التناقضات في المصالح بين شركات تنتمي لدول مختلفة. وكان ذلك حتميا بعد تصنيع أسلحة الدمار الشامل.

والعامل الثاني: حركة التحرر الوطني التي أثمرت أوضاع الإمبراطوريات الاستعمارية التي كانت سائدة حتى نهاية الحرب العالمية الثانية.

ومن المؤثرات الأخرى الدالة على تعاظم دور الشركات المتعددة الجنسيات العالمية ما يلي<sup>(1)</sup>:

- 1\_ أكبر 500 شركة متعددة الجنسيات في العالم يبلغ إجمالي إيراداتها حوالي 45 % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، كما تستحوذ في مجموعها على حوالي 40 % من حجم التجارة الدولية ومعظم الاستثمار الأجنبي المباشر في أنحاء العالم.
  - 2\_ حوالي 80 % من مبيعات العالم تتم من خلال الشركات المتعددة الجنسيات.
  - 3\_ لدى الشركات المتعددة الجنسيات حوالي ضعف الاحتياطي الدولي من الأصول السائلة من الذهب والاحتياطات النقدية الدولية المتوافرة.
  - 4\_ الدور القائد الذي تلعبه الشركات المتعددة الجنسيات في الثورة التكنولوجية التي يرجع معظمها لجهود البحث والتطوير التي قامت بها هذه الشركات.
- ولعل من الواضح أن هذه المؤثرات وغيرها توضح تماما الدور المتعاظم للشركات المتعددة الجنسيات في العملة.

## 6.2.2 تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة العملة:

أصبحت هناك ثلاث مؤسسات تقوم على إدارة العملة من خلال مجموعة من السياسات النقدية، المالية والتجارية المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم دول العالم وهذه المؤسسات هي<sup>(2)</sup>:

- 1\_ صندوق النقد الدولي وهو المسؤول عن إدارة النظام النقدي للعملة. ويعتبر المؤسسة الاقتصادية العالمية التي تمثل أحد الأركان الرئيسية في النظام الاقتصادي العالمي الجديد والتي تعمل على تحقيق الاستقرار النقدي العالمي، وبدأ تكوينه مع نهاية الحرب العالمية الثانية مع توقيع معاهدة "بريتون وودز" في صيف سنة 1944.

(1) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 07.

(2) - كرم نعمة النوري، مرجع سابق، ص: 14\_16.

2\_ البنك الدولي و توابعه وهو المسؤول عن إدارة النظام المالي للعملة. وينظر للبنك الدولي على أنه المؤسسة الاقتصادية العالمية التوأم لصندوق النقد الدولي، والذي أنشأ في إطار تشكل النظام الاقتصادي العالمي ما بعد الحرب العالمية الثانية ونتيجة لاتفاقية "بريتون وودز" من منظور الحاجة إلى مؤسسة اقتصادية تمنح القروض الطويلة الأجل لتكامل عمل الصندوق؛ حيث أن مسؤولياته تنصب أساساً على سياسات التنمية والاستثمارات، وسياسات الإصلاح الهيكلي وسياسات تخصيص الموارد في القطاعين العام والخاص، وكذلك يهتم البنك الدولي بصفة رئيسية بالجدارة الائتمانية لأنه يعتمد في تمويله على الاقتراض من أسواق المال.

ونشير هنا إلى العلاقة الوثيقة بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، حيث أن صندوق النقد الدولي لا يمكن أن يقوم بواجباته بشكل فعال إذا لم تكن هناك قروضا طويلة الأجل للمساهمة في تنمية الدول التي دمرتها الحرب والتي يعاني اقتصادها من الكساد، ويركز البنك الدولي في الوقت الحاضر نشاطه على تمويل التنمية في الدول النامية.

وبهذا الوضع فالبنك الدولي يمكن أن يكمل الأهداف الأساسية لنشاط صندوق النقد الدولي ويساعد على الاستقرار الدولي في مجالات تمويل التنمية.

3\_ منظمة التجارة العالمية المسؤولة عن إدارة النظام التجاري للعملة. وهي تعتبر منظمة اقتصادية عالمية النشاط وتعمل ضمن منظومة النظام الاقتصادي العالمي الجديد، على إدارة وإقامة دعائم النظام التجاري الدولي وتقويته في مجال تحرير التجارة الدولية، وزيادة التبادل الدولي والنشاط الاقتصادي العالمي، وتعمل سوية مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في رسم وتوجيه السياسات الاقتصادية الدولية المؤثرة على الأطراف المختلفة في العالم. وشملت منظمة التجارة العالمية وقت إنشائها في أول جانفي 1995 حوالي 110 دولة منهم 85 من الدول النامية وأمامها طلبات أخرى للانضمام.

إن ما سبق يؤكد مدى الارتباط الوثيق بين عمل وسياسات مؤسسات التمويل الدولي وتوجهات العملة والتمهيد لها، والتحفيز على الأخذ بها، وهو ما يؤكد البنك الدولي في تصوره عن دوره في القرن الواحد والعشرين، حيث يؤكد على " أهمية تدعيم السياسات والإصلاحات المحلية لوضع الأساس اللازم لتحقيق نمو قوي، وعلى الصعيد العالمي ستردهر البلدان التي لديها أفضل قدرة على الاستفادة من الفرص التي تتيحها العملة مع إدارة مخاطرها بفعالية، أما البلدان التي لا تتأقلم فإنها ستتخلف بدرجة متزايدة، مما يخلق فجوات أوسع عالميا

بين من يملكون وبين من لا يملكون"<sup>(1)</sup>، وهذا يعني أن من ينخرط في إطار العملة ويحقق ما تفرضه سيحقق نمواً أكبر، ومن لا يقوم بذلك فإنه سيحقق تخلفاً أكبر في القرن الواحد والعشرين حسب رؤية وتصور البنك الدولي.

## 7.2.2 تقليص دور سيادة الدولة القومية وإضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية:

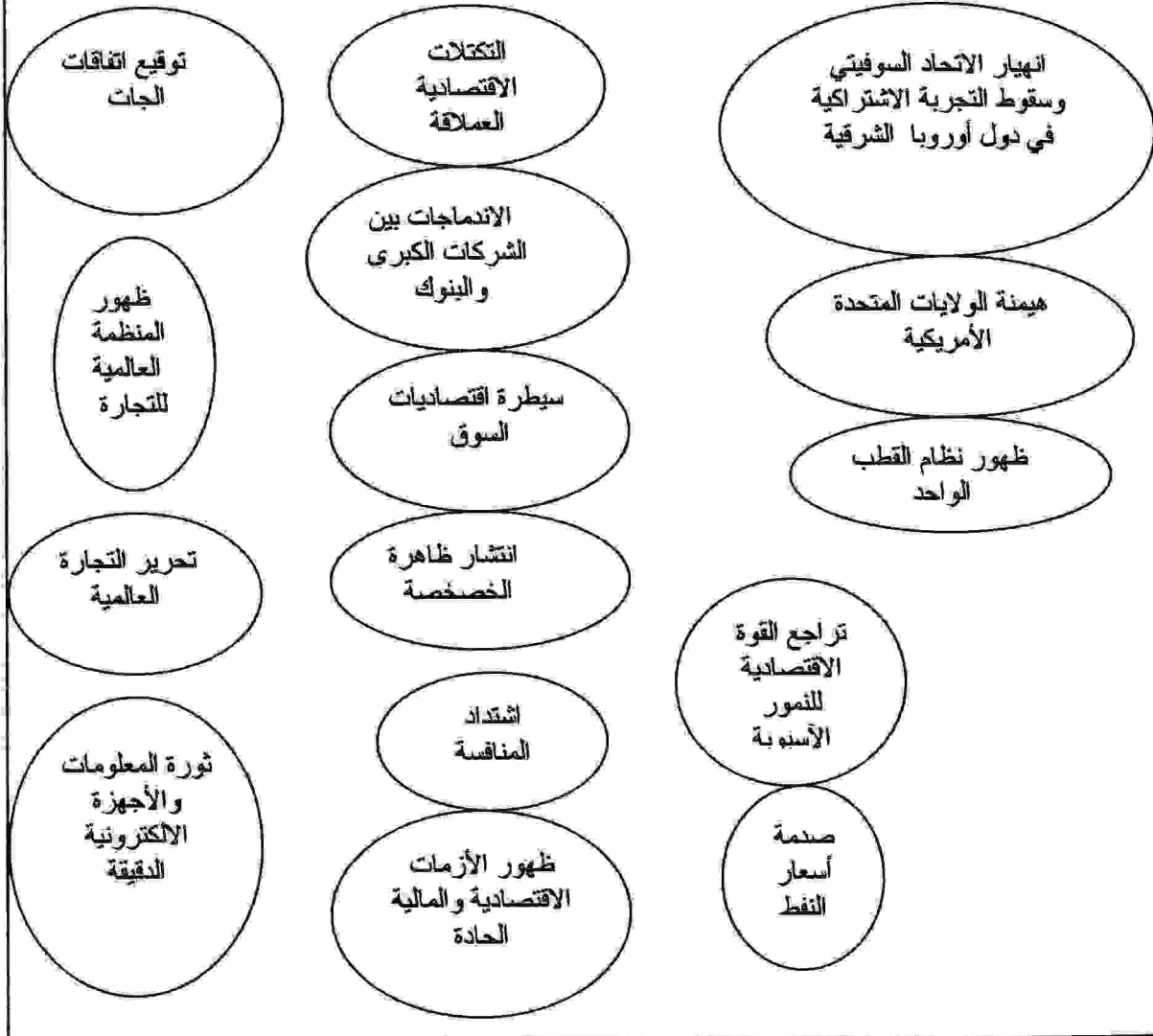
حيث أدت العملة إلى إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية إذ اضطرت الحكومات في مختلف بلدان العالم إلى إلغاء قوانين التحكم في السوق وتطبيق قوانين تحرير الأسواق حتى قبل أن تتمكن من إيجاد وسائل رقابية جديدة، ولعل مبعث ذلك أن استيعاب الدولة تتمثل في اكتساب ثقة الأسواق العالمية غير أن ثمن هذا التحول في دور الدولة كان باهظاً لأنه نتج عن تضعف سلطة الدولة<sup>(2)</sup>.

ويمكن تلخيص ملامح العملة في الشكل رقم (02).

(1) - فليح حسن، "مؤسسات التمويل الدولي في ظل التوجهات نحو العملة"، ملتقى دولي حول "العملة وانعكاساتها على البلدان العربي"، مرجع سابق، ص: 143.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 27.

## ( العولمة ) النظام العالمي الجديد



المصدر: بعلوج بولعيد، " استثمار الشركات المتعددة الجنسيات في ظل العولمة "، ملتقى دولي حول " العولمة وانعكاساتها على البلدان العربية "، مرجع سابق، ص: 260.

وعموما مهما تكن الأسباب والخصائص التي تقف وراء هذه الظاهرة فقد أخذت مكانتها كظاهرة مست العديد من المجالات وتجلت في عولمة للإنتاج وعملة مالية وبالتأكيد ضمن تجلياتها هذه خلفت العديد من الآثار.

## 3. أنواع العولمة الاقتصادية وآثارها:

العولمة الاقتصادية خلال مراحل تطورها برز نوعين منها العولمة الإنتاجية والعولمة

المالية.

كما ساهمت العولمة الاقتصادية في إيجاد العديد من الآثار، هذه الأخيرة التي قسمت المجتمع الدولي ما بين معارض لفكرة العولمة ويستند في ذلك على آثارها السلبية، ومؤيد لهذه الفكرة مؤكدا على إيجابيتها، وقسم آخر يقرر التفاعل مع العولمة وذلك بأخذ ما هو جيد منها وتجنب ما هو سيء.

### 1.3 أنواع العولمة الاقتصادية:

إن المتتبع لتطورات العولمة يجد أن هناك مجموعة رئيسية من التغيرات العالمية تحدث على نطاق واسع، وتمثل في النمو السريع للاستثمار الأجنبي المباشر وكذلك النمو السريع للمعاملات المالية، وتساعد الثورة التكنولوجية وتكامل نظام الاتصالات بشكل كبير بالإضافة إلى تكامل الأسواق العالمية في مجال السلع.

والتأمل في هذه التغيرات العالمية يكشف أن العولمة تتحدد في نوعين رئيسيين: العولمة الإنتاجية أو عولمة الإنتاج، والعولمة المالية، وسنحاول إيضاح كل نوع على حدى:

#### 1.1.3 عولمة الإنتاج:

بعد الحرب العالمية الثانية والأزمات الاقتصادية عادت عملية تكامل المجال الاقتصادي للاهتمام، وذلك بنمو متماسك سواء في الدول الصناعية أو في الدول المتحررة حديثا، هذا النمو المتزايد عمليا حتى سنة 1973 قاد إلى تشكل مجموعات صناعية كبرى نتيجة لموجة التركيز المتتالية في الاقتصاديات الأكثر تقدما، وهذه المجموعات بلغت أبعادا دولية تبلورت مع مجموعة من الظروف لإنتاج ما يسمى "عولمة الإنتاج" والتي تعد أقل تأثيرا للصدمات على الاقتصاد العالمي<sup>(1)</sup>.

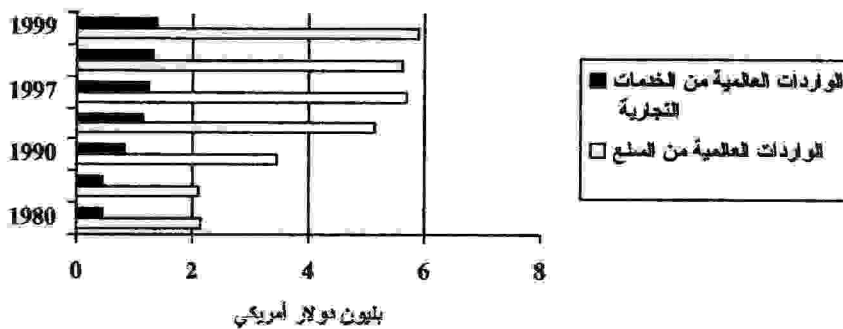
وتتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات وتتلور من خلال التجاهين<sup>(2)</sup>:

(1) \_ بن عشي بشير وحامد نور الدين، مرجع سابق، ص: 90.

(2) \_ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 32-33.

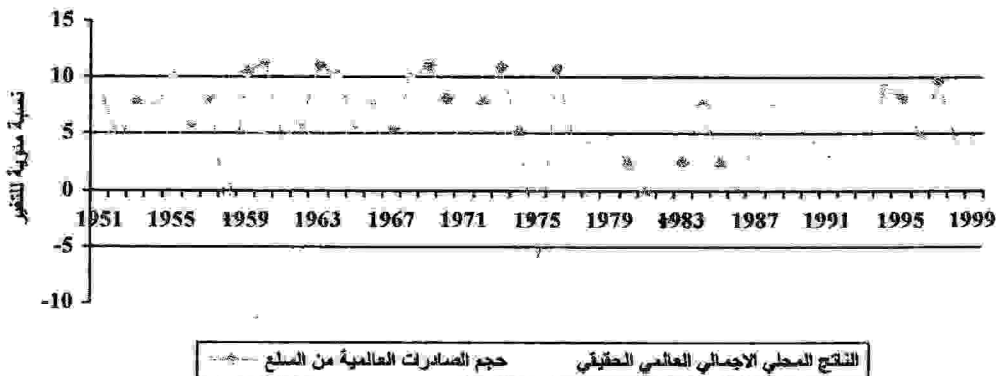
الاتجاه الأول والخاص بعمولة التجارة الدولية: حيث زادت التجارة الدولية بدرجة كبيرة خلال عقد التسعينات من القرن الماضي إذ بلغ نمو معدل التجارة العالمية ضعفي نمو الناتج المحلي الإجمالي، فقد زاد معدل التجارة العالمية حوالي 9 % سنة 1995 بينما زاد الناتج العالمي بنسبة 5 % فقط وبالطبع زاد نصيب التجارة العالمية بقوة وبالإضافة إلى مشاركتها في زيادة الناتج العالمي و يضاف إلى ذلك أن 90 % من التجارة العالمية دخل في مجال التحرير. وذلك ما يوضحه الشكل رقم (03)، رقم (04).

الشكل رقم ( 03 ): الاتجاهات في حجم الواردات العالمية من السلع و الخدمات التجارية (1999\_1980).



المصدر: مايكل موسى، مرجع سابق، ص: 63.

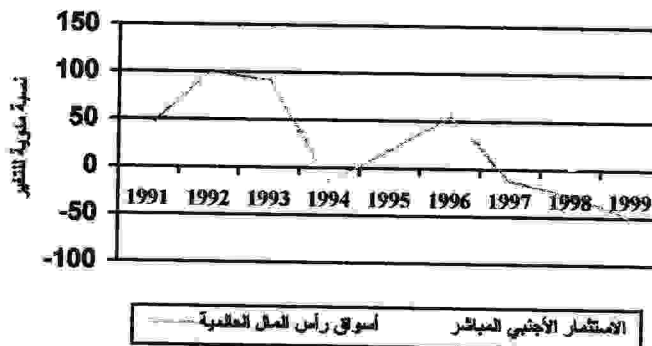
الشكل رقم ( 04 ): الاتجاهات في حجم الصادرات العالمية من السلع و الناتج المحلي الاجمالي العالمي الحقيقي (1999\_1950).



المصدر: مايكل موسى، مرجع سابق، ص: 62.

الاتجاه الثاني والخاص بالاستثمار الأجنبي المباشر: حيث يلاحظ أن معدل نمو الاستثمار الأجنبي المباشر زاد بمعدل أسرع وأكبر من معدل نمو التجارة العالمية، إذ كان معدل نمو الاستثمار المباشر يبلغ في المتوسط حوالي 12% خلال عقد التسعينات من القرن الماضي ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى تزايد دور الشركات متعددة الجنسيات في إحداث المزيد من العملة والتي تعمل بدورها على تكوين المزيد من التحالفات الإستراتيجية فيما بينها. وهو ما يوضحه الشكل رقم (05).

الشكل رقم (05): الاتجاهات في الاستثمار الأجنبي المباشر و الأسواق العلمية لرأس المال (1990\_1999).



المصدر: مايكل موسى، مرجع سابق، ص: 64.

### 2.1.3 العملة المالية:

إن تسارع قطار العملة وتنامي حركة الاندماج في الاقتصاد العالمي ذهب بالبعض إلى الاعتقاد: " أنه لا يوجد شيء صار يربط أمم العالم بعضها إلى البعض الآخر مثلما تقوم به الأسواق المالية العالمية"<sup>(1)</sup>. وتعتبر العملة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا<sup>(2)</sup>.

(1) \_ عبد اللطيف بلغرسة وناصر بلحاج، " السياسة المصرفية والتقنية الإسلامية في إطار العملة المالية \_ اتجاه للمسايرة أم ميل للمغايرة؟ \_"،

ملفتى حول " La quête de l'émergence face à la contrainte de la globalisation financière au contexte

économique Algérien"، مرجع سابق، ص: 02.

(2) \_ بن عشي بشيرو حامد نور الدين، مرجع سابق، ص: 90.

إذ تتجسد العملة المالية في ترابط وتشابك العلاقات المالية تأثيرا وتأثيرا فيما يخص تبادل وتداول وتصفية الديون والأصول النقدية والمالية خارج الدول الوطنية عبر الأسواق المالية العالمية والتي تشمل سوق العملات وأسواق الأسهم والسندات والقروض والأدوات المالية الأخرى.

وعملياً التحرير المالي الدولي التي تقوم عليها عملة الأسواق المالية يكمن جوهرها في تحرير حساب رأس المال أي إلغاء الخطر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية كميزان المدفوعات فيما يخص الديون وأسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية إذ يقتضي كل ذلك إلغاء القيود على معاملات العملة الأجنبية والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بمعاملات المؤسسات الاقتصادية والتي تشمل الودائع غير المقيمة والاقتراض البنكي الخارجي وكذا القروض والودائع الأجنبية، كل ذلك وغيره لم يكن ليتجسد لولا ظهور وتطور التجارة الإلكترونية.

ذلك أن التقدم التكنولوجي الهائل في مجال الاتصالات والمعلومات قد لعب دوراً بالغ الأهمية في اندماج وتكامل الأسواق المالية حيث تم التغلب على الحواجز المكانية والزمانية بين الأسواق الوطنية المختلفة، وانخفضت كلفة الاتصالات السلكية واللاسلكية وعمليات المحاسبة إلى مستويات واضحة، مما كان له أثراً كبيراً في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق إلى آخر وزيادة الروابط والصلات بين مختلف الأسواق، وعبر شبكة تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات الحديثة أمكن معرفة حركة الأسعار في عشرات الأسواق المالية والمقارنة بينها واتخاذ القرارات المناسبة لعمليات البيع والشراء وأنجاز المعاملات في لمح البصر<sup>(1)</sup>.

وهذا ما سنتعرض له في المبحث الثاني الموالي.

### 2.3 آثار العملة الاقتصادية:

تختلف العملة عن أي مرحلة سبقتها، ومن ثم تختلف آثارها على اقتصاديات الدول عن تلك الآثار التي خلفتها المراحل التي سبقتها، ومنها الإيجابية والسلبية<sup>(2)</sup>:

#### 1.2.3 الآثار الإيجابية:

— زيادة تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي، الذي يمثل فرصة هامة لزيادة رفاهية الدول النامية و المتقدمة في الأجل الطويل على حد سواء.

(1) عبد اللطيف بلغرسة وناصر بلحاج، مرجع سابق، ص: 2\_3.

(2) عمر صقر، مرجع سابق، ص: 16\_17.

– تطرح العملة مزايا عديدة وهي تشبه إلى حد كبير مزايا التخصص وتوسيع نطاق الأسواق، عن طريق التجارة. بالإضافة إلى إمكانية زيادة تعبئة المدخرات المالية وزيادة المنافسة بين الشركات.

– تقدم العملة فرصا لزيادة الفعالية في تخصيص الموارد في اتجاه مناطق المزايا النسبية.

– إن زيادة الاعتماد الاقتصادي العالمي المتبادل يترتب عليه زيادة الإنتاجية وتقدم مستويات معيشية أفضل.

### 2.2.3 الآثار السلبية:

– من سلبيات العملة انخفاض الطلب على العمالة غير الماهرة و زيادة البطالة، إلى جانب فقدان السلطات الوطنية القدرة على التحكم في سياساتها الاقتصادية.

– انخفاض قدرة الدول على التميز الضريبي بسبب القيود التي وضعت على هيكلها الضريبي و مستوياته و ذلك في ظل القدرة النسبية لعوامل الإنتاج على الانتقال.

– إن زيادة تكامل أسواق المال، سترتب عليه تغيرات كبيرة وسريعة في تدفقات رأس المال، الأمر الذي يستدعي إتباع الدولة لسياسة مالية متشددة.

– يترتب عن العملة آثار سلبية على الدخل، نظرا لزيادة الفجوة بين أجور العمال الأقل مهارة و أجور العمال الأكثر مهارة.

– إن زيادة ارتباط الاقتصاديات بالأسواق المالية الخارجية، والاختلالات الأخرى يؤدي إلى أن الأزمات الاقتصادية في إحدى الدول الاقتصادية الكبرى، يظهر في الحال عبر الكرة الأرضية، مع إمكانية حدوث آثار مدمرة على تلك الدول التي لا تستطيع مواجهة تلك الأزمات والمشاكل القادمة من الخارج.

وعموما سنخوض بشيء من التفصيل في هذه الآثار، وبالتحديد في آثار العملة المالية باعتبارها إحدى التحليلات الحالية للعملة الاقتصادية بعد أن تناولنا الجانب المفهومي لهذه الظاهرة والتي سنتعرض لها في المبحث الموالي.

## II. ماهية العملة المالية:

كما ذكرنا سابقاً، العملة المالية كإحدى تجليات العملة الاقتصادية الحالية وهي حديثة النشأة بالمقارنة مع العملة الاقتصادية. تعرض لها العديد من الباحثين من خلال ضبط مفهومها ومحاولة تصور أبعاد تطورها وقد ساهمت العديد من العوامل في تطورها. وتتحكم العملة المالية في المحيط المالي من خلال ثلاث مبادئ: تقلص دور الوساطة في التمويل، عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال وزوال القيود التنظيمية. ساهمت هذه المبادئ الثلاث في إيجاد محيط أكثر تحرراً وانفتاحاً مما ساهم أكثر في خلق مفهوم القرية المالية الواحدة. واللاوساطة المالية كأحد هذه المبادئ ساهمت في انتقال الاقتصاد المالي من المالية غير المباشرة إلى المالية المباشرة وبالتالي أعطت لأسواق رأس المال وزناً أكثر في عمليات تمويل الاقتصاديات وسمحت أيضاً للبنوك التجارية بأن تكون أحد أهم المتعاملين الماليين في هذه الأسواق.

## 1. تعريف العملة المالية وتطورها:

بالرغم من تعدد التعاريف التي رصدت لتغطية مفهوم العملة المالية إلا أنها لم تختلف في مضمونها وحاولت جميعاً أن تلمس كل جوانبها.

وللعملة المالية مراحل اجتازتها لتصل إلى ما هي عليه اليوم وقد ساهمت في ذلك طبعاً عوامل كثيرة حددت الشكل الحالي للعملة المالية.

## 1.1 تعريف العملة المالية:

تعددت تعاريف العملة المالية بصورة عامة، بالرغم من عدم وجود اختلاف حول تعريف الشكل الحالي لها، ولا حول تصور الشكل النهائي، فهي تتمثل في ذلك التشابك والترابط شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول، والذي بدأ يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة وبريطانيا ما بين 1979 و1982 ثم في باقي الدول الصناعية الرئيسية الأخرى بعد ذلك، وتطبيق أسعار الصرف المرنة وتحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية<sup>(1)</sup>.

(1) - محفوظ جبار، "العملة المالية وانعكاساتها على الدول النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد 07، ديسمبر 2002،

وينصرف مفهومها عند الانكثاد ( UNCTAD )<sup>(\*)</sup> إلى زيادة تفاعل الدول في التجارة العالمية والاستثمار الأجنبي المباشر وأسواق رأس المال، كما زاد من عمليات العملة وحفزها التقدم في النقل والاتصالات، وتحرير وإلغاء القيود على تدفقات رأس المال والتجارة على المستويين المحلي والدولي<sup>(1)</sup>.

وتعرف أيضا على أنها: " الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية"<sup>(2)</sup>.

وبالتالي فإن العملة المالية تتمثل في ذلك التكامل والترابط بين الأسواق المحلية والعالمية لتشكيل بذلك سوقا عالمية موحدة تتلاشى معها كل الحواجز والقيود المفروضة وذلك من خلال انتهاج سياسات مالية تحريرية تضمن حرية تدفق رؤوس الأموال بما يحقق الفعالية في تخصيصها وتوجيهها نحو القطاعات الأمثل.

و يمكن الاستدلال عن العملة المالية بمؤشرين هما<sup>(3)</sup>:

**المؤشر الأول:** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول سنة 1980 بينما وصلت الى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عم 1996 وعلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس السنة.

**المؤشر الثاني:** هو تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، إذ أن الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات من القرن الماضي إلى حوالي 1.2 تريليون دولار سنة 1995 وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس السنة.

(\*) مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية.

(1) - عمر صقر، مرجع سابق، ص: 06.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 33.

(3) - صالح مفتاح، "العملة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 02، جوان 2002، ص: 216\_217.

و تتميز العملة المالية بظاهرتين<sup>(1)</sup>:

**الأولى:** المدى أو النطاق، وهي مجموعة من العمليات التي تشمل معظم أنحاء العالم أو تعمل على النطاق العالمي، ومن ثم ينصرف هذا المفهوم إلى البعد المكاني للعملة الذي يتضمن كذلك تقليل المسافة الاقتصادية بين الدول والمناطق، وبين أطراف التعامل أنفسهم. الأمر الذي يقلل من فعالية السياسات المحلية، في مواجهة الحكومات الأخرى.

**الثانية:** الكثافة أو العمق، وتتضمن زيادة مستويات التفاعل والترابط والاعتماد المتبادل بين المجتمعات والدول التي يتكون منها المجتمع العالمي. ومن ثم فإن العملة تتضمن البعد المكاني، بالإضافة إلى زيادة الاتجاه نحو تعميق العمليات العالمية.

## 2.1 تطور العملة المالية:

إذا كانت للعملة الاقتصادية جذور تمتد إلى القرن الخامس عشر حسب العديد من الدراسات ومنها نموذج رونالد روبنسون، فإن العملة المالية حديثة النشأة نسبياً<sup>(2)</sup>، حيث تعود البذور الأولى لهذه الظاهرة إلى الستينات والسبعينات من القرن الماضي ثم تلاهت تطوراتها بسرعة في الثمانينات من القرن الماضي إلى أن أصبح في فترة التسعينات من نفس القرن يوصف العالم بأنه دولة واحدة يتأثر بأي قرار يصدر في أي جزء منه وهكذا اندمج النشاط المالي للدول النامية في الاقتصاد العالمي، وتداخل نشاط الأسواق المالية وأصبح يتمتع بصفة عملة النشاط المالي واندماج الأسواق المالية، كما أن حركة الأموال أصبحت لا تعرف حدوداً لها و تجوب العالم بحرية كبيرة دون قيود وإن كانت هذه الأنشطة قد بدأت بصفقتها تابعة لعملة النشاط الإنتاجي ولكنها اكتسبت بعد ذلك استقلالية خاصة، وأصبحت لا تتعدى المعاملات والتسويات التي تتم في أسواق الصرف العالمية لاحتياجات التبادل السلعي سوى 10 % من حجم الصفقات اليومية في هذه السوق<sup>(3)</sup>. ومهما يكن فقد مرت العملة المالية بالمراحل التالية:

### 1.2.1 مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:

استمرت هذه المرحلة من 1960 وحتى سنة 1979 وتميزت بما يلي<sup>(4)</sup>:

– تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة، بصورة مستقلة.

(1) – عمر صقر، مرجع سابق، ص: 08.

(2) – محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 185.

(3) – صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 217.

(4) – محفوظ جبار، "العملة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة"، ملتقى دولي حول "الجزائر والعملة"، مرجع سابق، ص: 95-96.

- ظهور و توسع أسواق الأورو-دولار<sup>(\*)</sup>، بدء من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية.
- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية ( للإشارة فإن أسواق الأورو-دولار هي أسواق فيما بين البنوك )، أي التمويل بوساطة بنكية أو التمويل غير المباشر.
- انهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك ( الجنيه الإسترليني والدولار )، وذلك مع نهاية عشرية الستينات من القرن الماضي.
- انهيار نظام ( Bretton Woods ) في أوت 1971، وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار العملات أثناء إجراء التسويات الدولية، وبذلك دخلت سوق الصرف دوامة العملة المالية.
- ظهور أسواق الأوراق المدينة مثل سندات الخزينة.
- إدماج البترو دولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل. فمثلا سجلت دول الخليج العربي فائضا مقداره 360 مليار دولار خلال ثمان سنوات ( 1974\_1981 )، مما زاد في نسبة الادخار العالمي و ظهور القروض البنكية المشتركة.
- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم، والتي منحت العديد من القروض الدولية.
- بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.
- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة كالمستقبليات والاختيارات على العملات وأسعار الفائدة.
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة، لا سيما الولايات المتحدة.

### 1.2.2.1 مرحلة التحرير المالي<sup>(1)</sup>:

لقد تزامنت هذه المرحلة مع وصول السيدة مارغريت تاتشر ( Margaret Thatcher ) إلى الحكم في بريطانيا وتولي بول فولكر ( Paul Volker ) رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، وهما معروفاً بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي. امتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 وتميزت بما يلي:

<sup>(\*)</sup> – الأورو-دولار: هي عبارة عن ودائع دولارية ( حسابات دولارية ) لدى بنوك غير أمريكية ( اختلاف بين عملة الوديعة وعملة البنك ).

<sup>(1)</sup> – محفوظ جبار، " العملة المالية وانعكاساتها على الدول النامية "، مرجع سابق، ص: 187\_188.

– المرور إلى مالية السوق أو اقتصاد السوق المالية، على غرار اقتصاد السوق. صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي.

– رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، وبذلك رفعت كافة الحواجز في وجهها دخولا وخروجاً. اعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي.

– التوسع الكبير في أسواق السندات ( 30% من مجموع الأصول المالية المصدرة عالمياً )، وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجزات في ميزانياتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية، لا سيما سندات الخزانة. إنها مرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية. من ناحية أخرى توفر مجال أوسع بالنسبة لموظفي رؤوس الأموال، إذ أدى فتح هذه الأسواق أمام المستثمرين الأجانب، بالإضافة إلى تطبيق سياسات نقدية مغرية للمقرضين منهم، إلى عولمة تلك الأسواق.

– توسيع وتعميق الإيداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة.

– توسع صناديق المعاشات و الصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة، هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

### 3.2.1 مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة<sup>(1)</sup>:

امتدت هذه المرحلة من 1986 وحتى الآن، وتميزت بما يلي:

– تحرير أسواق الأسهم. لقد كانت الانطلاقة من بورصة لندن في 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم "Big Bang"، وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك بتحرير أسهمها، مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها، على غرار أسواق السندات.

– ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات من القرن الماضي وربطها بالأسواق المالية العالمية، مما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية. تم ذلك بربطها بشبكات الاتصال وتسجيل أدوات مالية أجنبية فيها، الشيء الذي زاد من تدفق رؤوس الأموال نحوها.

(1) – محفوظ حجار، "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة"، مرجع سابق، ص: 97-98.

– الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية، والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية، لا سيما في الولايات المتحدة.

– زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة، وذلك باستعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية، بحيث أصبح بإمكان المستثمر الياباني شراء الأدوات المالية التي يرغب في الاستثمار فيها في الولايات المتحدة باستعمال أطراف الحاسوب الموجودة في اليابان بكل سهولة، أكثر من هذا قد تكون تلك الأدوات مدرجة في البورصة اليابانية. وهكذا بالنسبة للمستثمر الأمريكي أو البريطاني أو الألماني...

– زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف.

– تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها.

– زيادة كبيرة في عدد وحجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة.

– توسع التمويل المباشر ( باللجوء إلى الأسواق المالية )، وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية، حتى من طرف دول ومناطق خارج دول منظمة التعاون والتنمية ( OCDE ).

### 3.1 عوامل تطور العولمة المالية:

من العوامل التي ساعدت على تطور النشاط المالي واندماج الأسواق ما يلي:

#### 1.3.1 الاختلالات في الموازين الجارية<sup>(1)</sup>:

لقد ساعد النمو في احتياجات التمويل الخارجي للولايات المتحدة الأمريكية بالتزامن مع ازدياد الفائض الجاري لليابان والاتحاد الأوروبي؛ على دعم تطور تدفقات رؤوس الأموال الدولية، ولقد عكست هذه الوضعية في الواقع تدهور معدل الادخار الوطني في الولايات المتحدة، بينما بقي المعدل الياباني في مستوى عال، حيث اقتصر ثلثا التدفقات الدولية على تحويلات بين اليابان والولايات المتحدة في الثمانينات ( فقد مولت اليابان العجز الجاري الأمريكي ). كذلك بالنسبة للدول النامية، فقد تراجعت أرصدها الجارية بشكل عام في نهاية الثمانينات، وبداية التسعينات من القرن الماضي بالتناظر مع النمو الملحوظ لأرصدة بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ( OCDE ).

(1) – أسماء بلميهوب، " العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة "، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص

اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2004/2003، ص: 5\_6.

**2.3.1 تصاعد الرأسمالية المالية<sup>(1)</sup>:**

لقد حققت الرأسمالية المالية نموا مذهلا خلال العشريتين الأخيرتين، ويتضح ذلك في الهيمنة التي يمارسها رأس المال المالي على كل النشاطات، وهو يتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية ( البنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات، بنوك الأعمال... ) حيث تميز رأس المال المالي بنمو كبير مع درجة تركيز عالية جعلت معدلات الربح التي يحققها تفوق بعدة أضعاف تلك المثبتة في قطاعات الإنتاج الحقيقي مما أضفى على النشاط المالي نوعا من الاستقلالية في تحركاته، كما أنه اكتسب أيضا طابعا ريعيا من خلال اعتماده على توظيف رأس المال وبيع الأوراق المالية، وانسحابه من الاستثمارات والمشروعات الإنتاجية الحقيقية التي أصبحت أرباحها ضعيفة وغير مغرية... إضافة إلى الدور الفعال الذي لعبه رأس المال المالي من خلال ما قدمه من موارد مالية لمختلف البلدان والمناطق سواء في شكل قروض أو استثمارات مالية.

**3.3.1 الاندماجات الإقليمية:**

التي أدت إلى تأسيس أسواق إقليمية، وهي من بين العوامل المحفزة على توسع المبادلات التجارية من جهة، وتزايد تدفقات رؤوس الأموال فيما بين أعضاء التكتل، كما أن لتطور سوق العملة الأوروبية الدور الكبير في نشر ثقافة الانفتاح المالي، وفي وضع الأسس والركائز لإقامة سوق موحدة للنقد، ليس فقط على مستوى المجموعة الأوروبية، ولكن سوق نقدية كلية على المستوى العالمي، وهي تساعد في تأهيل كل من الأسواق والدول وكذلك المتعاملين الماليين على اتخاذ البعد الدولي في النشاط.

**4.3.1 إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال:**

تم إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الأوروبية سنة 1958، وبالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية قامت باتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال سنة 1959 ثم اتبعت الدول الأخرى هذا النظام وهكذا تضاعف عدد الدول التي عمدت إلى إلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، وهذا العامل قد أدى إلى اندماج الأسواق المالية، بحيث أصبح أداء بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة وخاصة من حيث تنوع المحفظة المالية للمستثمرين. ويوضح الجدول رقم (01) تواريخ إجراء عمليات التحرير المالي في عدد من البلدان.

(1) - المرجع السابق، ص: 06.

## جدول رقم (01): تاريخ التحرير المالي في بعض دول العالم.

الدولة	بداية التحرير	الدولة	بداية التحرير
الولايات المتحدة	1982 <sup>(*)</sup>	إندونيسيا	1983
كندا	1980	الأرجنتين	1987
اليابان	1979	البرازيل	1989
المملكة المتحدة	1981	شيلي	1974
فرنسا	1984	كولومبيا	1980
ألمانيا	1984	المكسيك	1989
إيطاليا	1980	البيرو	1991
أستراليا	1983	فنزويلا	1991
نيوزلندا	1980	إسرائيل	1987
هونغ كونغ	1980	جنوب إفريقيا	1980
كوريا الجنوبية	1983	بنجلاديش	1988
ماليزيا	1978	الهند	1989
الفلبين	1981	باكستان	1989
سنغافورة	1978	المغرب	1991
تايوان	1979		

المصدر: أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 7.

### 5.3.1 التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالي:

يعتبر النمو الذي حققته بعض الدول النامية في الفترة الأخيرة أحد أهم أسباب العولمة نظرا لزيادة نصيبها من الناتج المحلي الإجمالي. بحيث ارتفع نصيب دول شرق آسيا في الفترة ( 1965 \_ 1988 ) من الناتج المحلي الإجمالي للعالم من 5% إلى 20%، ومن الناتج الصناعي العالمي من 10% إلى 23%، وزاد نصيب القطاع الصناعي من الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية منخفضة الدخل 27% سنة 1965 إلى 34% سنة 1988.

ويعود تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي إلى برامج الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها هذه الدول وما تحتويه من توجهات لتدعيم الصادرات، بالإضافة إلى زيادة الاستثمارات

<sup>(\*)</sup> - بعض المراجع تذكر أن بداية التحرير المالي في الولايات المتحدة الأمريكية هو في سنة 1982 في حين البعض الآخر يقول سنة 1959، وقد أخذنا بالسنتين تبعاً لكل مصدر.

الأجنبية المباشرة في بعض الدول النامية، أدى إلى زيادة نصيب الدول النامية من التجارة العالمية من 23 % سنة 1985 إلى 29 % سنة 1995، كما ارتفعت التجارة بين الدول النامية من 31 % من إجمالي تجارة الدول النامية سنة 1985 إلى 37 % سنة 1995، كما زاد نصيب المنتجات الصناعية من إجمالي صادرات الدول النامية من 47 % سنة 1985 إلى 89 % سنة 1995. (1)

كما اتجهت الدول النامية نحو تحرير القطاع المالي المصرفي وعمدت كثير من هذه الدول إلى توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة وخفضت من نسب الاحتياطي القانوني، وعملت على خصوصية البنوك وشركات التأمين، وإلغاء الحواجز التي تفصل بين السوق المحلي والدولي للأوراق المالية، مما أدى إلى إدماج السوق المالية المحلية في الأسواق المالية العالمية وتسارع حركية العملة.

### 6.3.1 تطور أسواق عملات الأورو الدولية<sup>(\*)</sup> (Euro Currency Market):

تتمتع هذه الأسواق، وخاصة سوق الأورو دولار (Euro\_Dollar) بالحرية وعدم خضوعها للقيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، فمثلاً عندما يودع مقيم أمريكي أمواله بالدولار في أحد البنوك الأوروبية، فإن هذه الودائع تعتبر ودائع عملات الأورو ويطلق على هذه العملة بالأورو دولار<sup>(2)</sup>، وتطورت هذه الأسواق بفعل عدة عوامل منها<sup>(3)</sup>:

أ- إعلان معظم الدول الأوروبية قابلية عملاتها للتحويل.

ب- سيطرة الحرب الباردة على العلاقات الاقتصادية الدولية وإيداع الأرصدة بالدولار للدول الشيوعية بالبنوك الأوروبية وخاصة بنوك لندن.

ج- اضطراب ميزان المدفوعات الأمريكي وفرض بعض القيود النقدية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وخاصة وضع حدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع بالدولار.

د- ارتفاع أسعار البترول في بداية السبعينات، وتكون الفوائض المالية الدولارية للدول المصدرة للنفط، والتي تم إيداعها في المراكز المالية الرئيسية بأوروبا.

(1) - عمر صفقر، مرجع سابق، ص: 11-12.

(\*) - مصطلح سوق عملات الأورو يشير إلى سوق العملات المقومة بعملات دول معينة، ولكنها تودع خارج حدودها الوطنية.

(2) - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 218.

(3) - هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العملة"، بنك الكويت الصناعي، العدد 58، سبتمبر 1999، ص: 10.

٥- عدم وجود أية قيود تنظيمية أو رقابية على المعاملات التي تتم في هذه السوق، وبالتالي انخفاض تكلفة الائتمان في هذه السوق بالمقارنة مع مثلتها في الأسواق المحلية الأخرى، وقد قامت البنوك التي تتلقى ودائع الأورو من جانبها بتدوير هذه الأموال في صورة قروض للدول النامية في آسيا وإفريقيا وبصفة خاصة لدول أمريكا اللاتينية.

### 7.3.1 تطور أسواق السندات الدولية:

بدأت أسواق السندات الدولية تحتل مركزا بارزا في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينات من القرن العشرين، أما في الفترة الحالية فتمثل أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل كما أن لتطور هذه السوق دورا مهما في تسارع عولمة أسواق المال. وتعود أهميتها إلى كونها أداة استثمارية طويلة الأجل لمساهمتها في إعادة توزيع المدخرات المتوافرة عالميا على جميع مختلف المقترضين من كافة أرجاء العالم، وبتعامل كثير من البنوك في السوق الثانوية لسندات الأورو، وتمتاز بأنها توفر عائدا مضمونا وقلّة المخاطر لحاملها، وذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال استحقاقها، وأصبحت هذه السوق جزء لا يتجزأ من عمليات التمويل الدولي مما ساعد على نشأة سوق رأس المال طويل الأجل<sup>(1)</sup>، وتنطوي أسواق السندات الدولية على التعامل في نوعين رئيسيين من أسواق السندات وهما<sup>(2)</sup>:

— سوق سندات الأورو Euro\_Bond Market

— سوق السندات الأجنبية Foreign\_Bond Market

**1\_ سندات الأورو:** وهي مشتقة من اسم السندات الأوروبية وهي سندات تصدرها جهات مقرضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب، فمثلا مؤسسة جزائرية تقوم بإصدار سندات محرة بالدولار الأمريكي ثم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو باريس... الخ، فهذه السندات يطلق عليها سندات الأورو دولار.

**2\_ السندات الأجنبية:** وهي سندات تصدرها جهات مقرضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها، أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها، فمثلا: مؤسسة جزائرية تقوم بإصدار سندات محرة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك، فهذه السندات تسمى السندات الأجنبية.

(1) - المرجع السابق، ص: 10\_11.

(2) - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 219.

## 8.3.1 تطور وسائل الوقاية من المخاطر:

عرفت سنوات السبعينات والثمانينات من القرن الماضي ظهور العديد من الأدوات المالية الجديدة التي تسمى الابتكارات أو المشتقات المالية وهي من الأدوات الاستثمارية التي تمنح مستخدميها حق بيع وشراء الأسهم والعملات الأجنبية بسعر متفق عليه، أو حق إجراء تسويات نقدية عندما تحدث تغيرات في أسعار الفائدة أو الأسهم أو أسعار صرف العملات الرئيسية<sup>(1)</sup>، وللوقاية من هذه المخاطر يتم استخدام أنواعا من المشتقات المالية أهمها:

أ\_ الخيارات ( Options )<sup>(2)</sup>:

إن خيار الشراء أو البيع يمنح البائع الحق في شراء أو بيع الأسهم في أوراق معينة بسعر محدد خلال وقت محدد مقابل هامش فيكون فيها تنفيذ العقد اختياريا من قبل المشتري، أي يمنح للمستثمر حق بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات والعملات إلى طرف آخر بسعر محدد مقدما، وقد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة.

## ب\_ العقود المستقبلية ( Futurs Forward Contracts ):

هي عقود قانونية ملزمة تنص على أن التبادل يكون في المستقبل للأصول المالية ( الأسهم\_السندات ) بين بائع ومشتري، وتنص على أن يسلم البائع الأصل في وقت محدد مقابل مبلغ محدد من المشتري يتفق عليه أثناء التعاقد وبالتالي فهذه السوق هي سوق عقود مستقبلية للأسهم والسندات ولكن من خلال اتفاقات يتم تنفيذها لاحقا. تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية محددة من احد الأدوات المالية المعينة بذاتها بسعر محدد في وقت إبرام العقد.

## ج\_ المقايضات ( Swaps ):

وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين بكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

(1) \_ هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 12\_13.

(2) \_ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص: 06.

كما تجمع عملية مبادلة العملات بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلاً في نفس الوقت أو العكس، أي بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما شراء و الآخر عقد بيع و قيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين و تفصل بينهما فترة زمنية<sup>(1)</sup>.

وقد قام بنك المدفوعات الدولية (BRI) بإحصائيات لسوق المشتقات المالية في 26 دولة فقدرت بحوالي 47.5 تريليون دولار أمريكي في سنة 1995 منها 56 % في شكل عقود مشتقات مالية مرتبطة بأسعار الفائدة بينما 42 % كانت في شكل عقود مشتقات مالية مرتبطة بأسعار صرف العملات<sup>(2)</sup>.

### 9.3.1 زيادة أهمية تدفق رؤوس الأموال والاستثمار الأجنبي المباشر:

يوضح تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لسنة 1997 الصادر عن صندوق النقد الدولي مؤشرات زيادة أهمية تدفقات رأس المال الخاص والاستثمار الأجنبي المباشر، فمنذ منتصف الثمانينات من القرن الماضي بدأت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى العالم في الزيادة. أما بالنسبة للدول النامية فقد بلغ صافي تدفق رأس المال الخاص حوالي 150 مليار دولار سنوياً في الفترة ( 1996\_1993 ) وتمثل الزيادة حوالي 6 أضعاف المتوسط السنوي للتدفقات في الفترة ( 1989\_1983 ) وزادت تدفقات رأس المال الخاص من 0.5% من إجمالي الناتج المحلي للدول النامية في الفترة ( 1989\_1983 ) إلى 2 - 4 % من إجمالي الناتج المحلي سنوياً خلال الفترة ( 1996\_1994 ) واتخذت هذه التدفقات أشكالاً متعددة وقد كان للاستثمار الأجنبي المباشر الجزء الأكبر من هذه الزيادة<sup>(\*) (3)</sup>.

ومن حيث التوزيع الجغرافي مازالت التدفقات المالية الخاصة منحصرة في عدد من الدول النامية، وتشير الدراسات إلى أن الجزء الأكبر من هذه التدفقات يتجه إلى الدول ذات الأسواق الناشئة التي كانت تتمتع بمعدلات نمو اقتصادي مرتفعة نسبياً.

(1) - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 220.

(2) - هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 14\_15.

(\*) - أنظر الملحق رقم ( 01 ).

(3) - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 220\_221.

فتستحوذ دول آسيا وأمريكا اللاتينية على القدر الأعظم من هذه التدفقات في صافي الاستثمار المباشر خلال الفترة 1993\_1994\_1995<sup>(\*)</sup> (1).

### 10.3.1 التطور التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات<sup>(2)</sup>:

خلال النصف الثاني من السبعينات والثمانينات من القرن الماضي شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة والتي نتجت عنها ثورة أخرى في عالم الاتصالات والإعلام الآلي والمعلومات والبرامج مما ساعد على تطوير الاندماج لأسواق المال الدولية وتسارع حركة العملة، كما حدث انخفاض كبير في تكلفة النقل والاتصالات، فانخفضت تكلفة المكالمات الهاتفية بحوالي 60 مرة منذ سنة 1930، وكذلك انخفضت تكلفة النقل بين الدول المختلفة نتيجة للتطور التكنولوجي وكان لظهور الفاكس وشبكات الكمبيوتر المساهمة في تذليل عقبة الحدود الجغرافية. فأصبح بالإمكان لملايير الدولارات أو أي من العملات الأخرى أن تتجاوز الحدود في دقائق معدودة وهكذا فان التطور التكنولوجي المذهل رفع من سيولة الأسواق المالية وسهولة تدفق الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة.

### 11.3.1 نمو دور المستثمرين المؤسسين<sup>(3)</sup>:

إن التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال الدولية، تنساب من خلال ثلاثة أنواع من المتعاملين: البنوك والمؤسسات والمستثمرون المؤسسون، ويمثل النوع الأخير الفئة الأكثر أهمية نظرا للكثافة المعتبرة من رؤوس الأموال التي يديرونها وهي المتمثلة أولا في صناديق المعاشات التي تدير أموال التقاعد بالرسملة ( أي استثمارها بالرسملة )، حيث انتقلت توظيفاتها المالية من 3900 مليار دولار، في 1988 إلى 6900 مليار دولار في 1993. وتأتي بعد ذلك مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ( OPCVM ) والصناديق المشتركة التي ارتفعت أصولها لنفس الفترة من 1800 إلى 3000 مليار دولار، وأخيرا الصناديق المضاربة والتي يكون حجم أصولها ضعيفا نوعا ما، ولكن وزنها مؤثر على توازن الأسواق. يكون تدخل هؤلاء المستثمرين في السوق سواء للتغطية أو المضاربة، ويقدر مبلغ الأوراق الأجنبية التي يحوها المستثمرون المؤسسيون بحوالي 10000 مليار دولار، أي ما يقارب 10% من إجمالي ما تملكه من الأوراق المالية، ولقد مثلت هذه الأشكال من مؤسسيه الادخار إحدى أكثر

(\*) أنظر الملحق رقم ( 02 ).

(1) \_ هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 17.

(2) \_ عمر صفق، مرجع سابق، ص: 15.

(3) \_ أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 9\_10.

الظواهر بروزا وتميزا في الاقتصاد العالمي منذ خمسة عشرة سنة، ويرجع هذا التطور الكبير إلى عدة عوامل منها: تصاعد العجز في الخزائن العمومية، الخصوصية، ارتفاع الأموال الخاصة في المؤسسات، الشيخوخة...

والجدول رقم (02) يوضح أنواع المستثمرين المؤسسين وتوزيعهم عبر بعض الدول.

### جدول رقم (02): وضعية المستثمرين المؤسسين في 1995.

الأرقام المجمعة	أقسام محافظ الأصول المالية ب%				بالنسبة المئوية
	صناديق المعاشات	شركات التأمين	مؤسسات التوظيف	بملايير الدولارات	
الولايات المتحدة	62	35	57	10501	50
اليابان	9	24	8	3035	14
المملكة المتحدة	11	10	4	1790	9
فرنسا	0	7	9	1159	6
ألمانيا	1	8	6	1113	5
البلاد المنخفضة	5	3	1	626	3
سويسرا	3	2	1	452	2
بلدان أخرى	9	11	14	2273	11
المجموع مليار دولار	6710	8088	6152	20949	-
نسبة مئوية	32	39	29	-	100

المصدر: بلميهوب أسماء، مرجع سابق، ص: 10.

حسب الجدول رقم (02)، فإن حجم الأصول المالية المسيرة من طرف المستثمرين المؤسسين للبلدان المصنعة العشرة يصل إلى حوالي 21000 مليار دولار في 1995 وهو يفوق الناتج الوطني الإجمالي لهذه البلدان، ولكن تركيز هذه الأصول هو بشكل واضح لصالح الولايات المتحدة (50 %) مقابل (14 %) فقط لليابان و (9 %) للمملكة المتحدة.

في الأخير، وبعد إحاطتنا بمفهوم ظاهرة العولة المالية ومحاولتنا إبراز تطورها والعوامل التي ساعدت على هذا التطور سنبيين من خلال المحور الموالي الدعائم التي قامت عليها العولة المالية وحاولت من خلالها التحكم في المحيط المالي ورسم سياسته.

### 2. أسس العولة المالية:

كان تجاوز الوساطة والتخلص من القيود وإزالة الحواجز فيما بين الأسواق حتى الآن المحركات الدافعة لظاهرة العولة المالية في سنوات الثمانينات من القرن العشرين. وهذه الأسس الثلاثة تشهد على تراجع مبشر للدول أمام القدرة الحركية للتكامل المالي الذي انطلق في السنوات الستينات من القرن الماضي.

الدول وقد عجزت عن النضال ضد الكتلة الضخمة من رؤوس الأموال المضاربة الدائرة في الأسواق العالمية استسلمت للتآلف مع هذه الحقيقة الجديدة موفرة الشروط الملائمة للمحافظة

على رؤوس الأموال عندها أو لاجتذابها. وكان على الدول من أجل تحقيق ذلك، ليس فقط إزالة العراقيل أمام حركة رؤوس الأموال الدولية و إنما كان عليها أيضا أن تتراجع عن القسم الأعظم من اقتطاعاتها الضريبية على مداخيل رأس المال<sup>(1)</sup>.

## 1.2 تقلص دور الوساطة في التمويل *La désintermédiation*:

كان لابد لأزمة الاقتصاد الدولي للاتئمان الخاص القائم على إعادة تدوير الدولارات النفطية أن تعود في أعوام الثمانينات من القرن الماضي إلى إعادة تركيز المالية الدولية على التدفقات شمال-شمال. وفي الواقع كانت أزمة الديون في البلدان النامية أحد أسباب هذا التطور أكثر من كونها نتيجة له. وكان لتبدل السياسة النقدية الأمريكية بعد سنة 1979 تأثير على النظام النقدي الدولي أثر عمقا بسبب تزامنها مع انتخاب الرئيس "رونالد ريغان" من جهة ومع التضخم الهائل في عجز الموازنة الأمريكية من جهة أخرى. فقد ارتفع عجز الإدارات الأمريكية من 0.5 % من الناتج المحلي الإجمالي بالمتوسط للمدة من 1971-1981 إلى 3.5 % من الناتج المحلي الإجمالي من 1982 حتى 1986. وبسبب وزن الاقتصاد الأمريكي كان لابد نتيجة هذا التراجع في أسواق رأس المال، أن تقفز معدلات الفوائد للمدة الطويلة مما أدى إلى حرمان المدينين الضعفاء ماليا من الحصول على القروض. ومعدل الفائدة الحقيقية على السندات بالدولار للأمد الطويل الذي انخفض من 3 % بالمتوسط خلال المدة 1960-1972 إلى 0.5 % بين 1972 و 1980، قفز فجأة إلى 9 % سنة 1983 قبل أن يتراجع تدريجيا حتى نهاية الثمانينات من القرن الماضي. وراوح منذ ذلك التاريخ حوالي 4 %، ما يمثل بالمتوسط لعدة سنوات، أعلى معدل تاريخي منذ سنوات الثلاثينات من القرن الماضي.

وفي حين حلت الولايات المتحدة محل الاقتصاديات النامية كأول قطب مدين في الأسواق المالية العالمية كانت ألمانيا الاتحادية واليابان تأخذان محل منظمة الدول المصدرة للنفط كمصدر لرؤوس الأموال. غير أن هذه الأشكال في التمويل شمال - شمال تختلف بعمق عن اقتصاد المديونية المسمى جنوب - جنوب (بسبب تغذيته أساسا من منظمة الدول المصدرة للنفط) الذي كان مهيمنا في السبعينات من القرن الماضي. وأزمة الجهاز المصرفي في الأسواق الأوروبية أفسحت المجال فعلا أمام حركة واسعة من تجاوز الوساطة المصرفية<sup>(2)</sup>. فقد تخلت المصارف، بسبب اضطرارها لتخفيض تعرضها للخطر (الإفلاس، أسعار الصرف، معدلات الفوائد...)

(1) - جاك أد، "عولمة الاقتصاد من الشكل إلى المشكلات"، ترجمة مطانيوس حبيب، دار طلاس للدراسات والترجمة والنشر، الطبعة الأولى، دمشق، 1997، ص: 123.

(2) - المرجع السابق، ص: 121.

إلى حد كبير عن الوساطة التقليدية لتكرس نشاطها في القسم المالي من أسواق الرأسمال الدولية ومحل القروض الأوروبية لسنوات السبعينات من القرن الماضي حلت عودة قوية للتمويل المباشر أي التمويل بإصدار الأوراق المالية وتوظيفها في الأسواق المالية<sup>(1)</sup>. وذلك ما يوضحه الجدول رقم (03).

الجدول رقم (03): وزن العمليات الدولية في السندات<sup>(\*)</sup>.

1993	1990	1985	1980	1975	
135	92	36	9.3	4.2	الولايات المتحدة
79	121	63	1.6	1.8	اليابان
170	55	34	0.6	5.1	ألمانيا
196	59	29	0.7	3.3	فرنسا
275	27	04	0.2	0.9	إيطاليا
1016 <sup>(**)</sup>	689	366	م.غ	م.غ	المملكة المتحدة
153	64	27	9.6	3.3	كندا

المصدر: جاك أدا، مرجع سابق، ص: 123.

يلاحظ من الجدول رقم (03) زيادة في وزن العمليات الدولية في السندات من فترة الى أخرى وخصوصا الفترة 1990\_1993 أين تلاحظ الزيادة بشكل واضح وبالنسبة لكل الدول.

## 2.2 عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال : Le décloisonnement

وهي عملية سمحت بانفتاح الأسواق الوطنية على بعضها وذلك من خلال رفع الرقابة على الصرف، إضافة إلى انفتاح وتوسع الأقسام الموجودة داخل هذه الأسواق أي إلغاء تقسيم

<sup>(1)</sup> \_ Jean-Pierre Allégret, Bernard Courbis, " Monnaies, finance et mondialisation ", Vuibert " dyna'sup ", Paris, 2000, p : 122

<sup>(\*)</sup> \_ مجموع عمليات البيع والشراء بين المقيمين وغير المقيمين بغرض الاستثمار في مخفظة الأوراق المالية.

<sup>(\*\*)</sup> \_ أرقام سنة 1991.

أو تجزئة الأسواق، و هذا يعني إمكانية التعامل في مجموعة من النشاطات على عدد من الأسواق أكثر اتساعا من السابق.

وتجدر الإشارة إلى أن الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق، والتي برزت أولا في الولايات المتحدة، قد توصلت إلى إلغاء بعض التمييزات التقليدية التي كانت تفصل بين البنوك التجارية وبنوك الاستثمار المتخصصة في توظيف القيم المنقولة. في بريطانيا تم مزج وظائف الوسطاء الماليين والسماسرة، كما سمح أيضا لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية، أما في فرنسا فقد تم إنشاء السوق الآجلة الدولية حيث اتسعت سوق السندات وسوق إيصالات الإيداع...

وإجمالا يمكن القول أن عملية الفصل بين أقسام الأسواق المالية أدخلت منافسة أكثر بين المتعاملين وذلك من خلال عدم التخصص وتحرير الرسوم الجمركية كما سمحت أيضا بعرض مدى أوسع للأوراق المالية عن طريق عدم التقسيم وخلق منتجات جديدة<sup>(1)</sup>.

### 3.2 زوال القيود التنظيمية *La déréglementation*

إن التكاثر في الأدوات المالية وفي أقسام الأسواق يعطي أسواق رؤوس الأموال العالمية هيئة معرض للأخطار.

وبدون شك لم تكن سلسلة التجديدات المالية لتحدث لولا التخلص من القيود التنظيمية للأسواق المالية. هذه الموجة التي انطلقت من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، ما لبثت أن انتشرت في كل العالم الصناعي في سنوات الثمانينات من القرن الماضي. وهذه السيرورة التي تتجه نحو الاستمرار ذاتيا تتركز عالميا على تحرير المنافسة بين المؤسسات المالية بإزالة الحدود بين مختلف فئات المؤسسات ( بنوك الإيداع، بنوك الأعمال ). فعملية التخلص من القيود تسعى على نحو رئيسي إلى إزالة العراقيل من وجه حركة رؤوس الأموال وكذلك تحرير عمليات القطع الأجنبي تدريجيا<sup>(2)</sup>.

إذن ظهور هذه السلسلة من الأدوات المالية الجديدة والمتمثلة في المشتقات المالية ( الاختيارات، العقود المستقبلية وعقود المبادلة ) سيساهم بشكل واسع في إدارة عدم الاستقرار والتذبذب الذي ميز النظام المالي العالمي اثر تطبيق مبدأ إزالة القيود التنظيمية أمام التدفق الحر لرؤوس الأموال، حيث تسمح هذه الأدوات بتسيير المخاطر المتعلقة بأسعار الفائدة

(1) \_ Jean-Pierre Allégret, Bernard Courbis, *Op-cit*, p : 118.

(2) \_ جاك أدا، مرجع سابق، ص: 122\_123.

المتحركة، وتذبذب معدلات الصرف، والمرور من قسم في السوق الى آخر ( معدل متغير، معدل ثابت، أسواق نقدية، أسواق آجلة )، وأيضا الانتقال بسهولة أكبر من عملة الى أخرى.

### 3. اللاموساطة المالية:

إن تمويل المؤسسة عادة ما يمر إما بالمساهمين المالكين لها أو بالبنوك والمؤسسات المالية المختصة في الإقراض. فإذا تم تمويل المؤسسة أو رفع رأسمالها بالمساهمة المباشرة للمالكين أو بضم الأرباح المحتجزة اتسمت العملية بالتمويل المباشر أو اللاموساطة المالية، بالإضافة طبعا إلى إصدار أسهم جديدة. أما إذا لجأت المؤسسة للبنوك لتمويل نشاطاتها أو توسعها اتسمت العملية بالتمويل عن طريق الوساطة البنكية.

### 1.3 الوساطة المالية:

تعرف الوساطة بأنها: " تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، حيث تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخار ( الفوائض المالية ) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة، والقيام بمنح قروض إلى أطراف أخرى" (1).

حيث ظل شائعا لمدة طويلة من الزمن أن تقوم البنوك بجمع المدخرات من الجمهور مقابل سعر فائدة محدد ومتفق عليه، ثم تقوم مرة أخرى بإقراضها إلى الجهات المحتاجة للتمويل، لا سيما منشآت الأعمال، ويكون ذلك طبعا بسعر فائدة أعلى وهذا بهدف تغطية مصاريف التسيير وتحقيق هامش ربح من وراء ذلك (2). غير أن مفهوم الوساطة المالية قد اتسع في اتجاهين على الأقل (3):

**الاتجاه الأول:** هو أن الوسطاء أصبحوا يستثمرون المدخرات المجتمعة لديهم تحت أشكال مختلفة؛ كسواء المنتوجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم وسندات وغيرها وتحقيق الأرباح من وراء ذلك، هذا بالإضافة إلى أنهم أصبحوا يصدرون أوراقا مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح.

**الاتجاه الثاني:** يتمثل في قيام مؤسسات عديدة أخرى بهذه الوظيفة والتي كانت محتكرة من قبل البنوك. ولقد تم حصر حوالي ستة (06) فصائل من المؤسسات البنكية وغير البنكية التي تقوم بالوساطة المالية والمتمثلة في:

(1) الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص: 07.

(2) أحمد بوراس، "أسواق رؤوس الأموال"، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2003/2002، ص: 66.

(3) محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2002، ص: 8-9.

**1\_ البنوك:** بما في ذلك البنوك المركزية التي تتولى جمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يتوفرون على سيولة فائضة وإعادة إقراضها إلى أعوان اقتصاديين آخرين هم في حاجة إلى هذه الأموال، خاصة المؤسسات.

**2\_ صناديق الادخار والاحتياط:** التي تأخذ العديد من الأشكال مثل الصندوق الوطني للادخار والاحتياط. فعلى الرغم من تخصص هذا الأخير في ميدان السكن إلا انه من الممكن أن يقوم بتوظيف فوائضه المالية سواء في شراء أدوات مالية إن وجدت سوق لذلك أو إقراضها إلى طالي رؤوس الأموال.

**3\_ هيئات التوظيف الجماعي:** وهي عبارة عن هيئات أو مؤسسات تختص في التوظيف الجماعي في الأوراق المالية ( OPCVM )، والتي تتكون أساسا من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ( SICAV ) والصناديق المشتركة للتوظيف ( FCP )، وهي تقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المتجمعة لديها من إصدار الأوراق المالية بتسيير المحافظ المالية ونشاطات مالية أخرى.

**4\_ المؤسسات المالية المتخصصة:** وهي المؤسسات التي تقوم بإصدار أسهم وسندات طويلة الأجل للحصول على الأموال المستعملة في الإقراض للغير، لا سيما المؤسسات والجمهور، والحصول على عائد من وراء ذلك.

**5\_ الشركات المالية:** وهي التي عادة ما تخصص في تمويل عمليات البيع الآجلة والإقراض العقاري، وبذلك فهي تحصل على معظم الأموال من إصدار السندات.

**6\_ شركات التأمين:** وهي التي تجمع الأموال ممن يقومون بتأمين ممتلكاتهم وكذا التأمين على الحياة. وعادة ما تكون لهذه الشركات فوائض مالية هامة توظفها في الأوراق المالية، العقارات وتقرض جزء منها للشركات وباقي المتعاملين الاقتصاديين الذين هم في حاجة لهذه الأموال.

إذن يمكن القول أن وظيفة الوساطة المالية لم تبق من مهمة البنوك وحدها، كما لم تقتصر هذه الوظيفة على جمع المدخرات وإقراضها للمحتاجين لمصادر التمويل، بل توسع مفهوم الوساطة في الأنظمة المالية المعاصرة ليشمل نشاطات أخرى كإصدار المنتجات المالية وتوظيف الفوائض تحت أشكال مختلفة.

### 2.3 مفهوم الوساطة المالية:

باعتبار أن مصادر التمويل هي: إصدار الأسهم العادية، أسهم ممتازة، أرباح محتجزة واحتياطيات، إصدار سندات والحصول على قروض قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل وغيرها، فإن

تكلفة رأس مال أي مؤسسة هي مجموع تكاليف التشكيلة من تلك المصادر التي تكون هيكل رأس مالها مرجحة بنسبها في المساهمة في التمويل الكلي. لذا يستوجب على المؤسسة الموازنة بين المخاطر التي تتولد عن الاعتماد على الاستدانة بكثرة في التمويل وبين العائد على السهم أو على الاستثمار بصفة عامة. فهي مطالبة باختيار التوليفة المثلى للتمويل ورسم سياستها الاستثمارية والتمويلية التي تتماشى مع وضعيتها وطبيعتها، لتمكن في النهاية من تعظيم ثروة الملاك ورفع قيمة المؤسسة في البورصة.

### 1.2.3 تعريف اللأوساطة المالية:

على الرغم من المزايا التي تمتاز بها الديون باعتبارها مصدر من مصادر التمويل، إلا أنها لا تخلو من عيوب لا سيما عندما يكون العائد على الاستثمارات أقل من تكلفة القروض المستعملة. فعندئذ تنخفض أرباح المساهمين ويزيد احتمال تدخل الدائنين في تسيير المؤسسة. كما أن انخفاض نسبة التضخم يجعل المؤسسة تتمول بأسعار فائدة أعلى من تلك السائدة في السوق، أي ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة لها على مدى الفترة التي انخفضت منها نسبة التضخم.

كما تجب الإشارة إلى أن تكلفة الوساطة المالية في حد ذاتها ترتفع من سنة لأخرى مكلفة البنوك والمؤسسات المختصة أموالاً طائلة فتكلفة الوساطة بالنسبة للبنوك والمؤسسات الوسيطة الفرنسية على سبيل المثال قد ارتفعت من 5.2 % من مجموع رؤوس الأموال المستعملة في الوساطة سنة 1972 إلى 6.5 % سنة (1) 1981.

إن عيوب التمويل عن طريق الوساطة المالية قد بينت أكثر فأكثر أهمية التمويل المباشر، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة. وعليه فقد عرفت اللأوساطة المالية بأنها: " تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية، وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين " (2).

### 2.2.3 توسع اللأوساطة المالية:

شهدت سنوات الثمانينات من القرن الماضي تراجع في حجم التمويل بالوساطة، بينما حقق التمويل المباشر قفزة هائلة خلال تلك السنوات. حيث كان هيكل التدفقات الدولية قبل 1982 يمر عبر وساطة النظام المصرفي، إذ كانت في أغلبها عبارة عن قروض قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل بأسعار فائدة متفاوتة في شكل قروض رسمية وأخرى تجارية، وقد تزايدت خلال

(1) - محفوظ جبار، " البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية "، مرجع سابق، ص: 25-26.

(2) - المرجع السابق، ص: 29.

الفترة 1960\_1981 بمعدل يفوق 20 % سنويا، ولكن فيما بعد، أدى التصاعد في عجز الموازنة والعجز الخارجي للولايات المتحدة إضافة إلى أزمة المديونية وتحول التدفقات المالية الدولية إلى بلدان الشمال، إلى تحول النظام المالي الدولي إلى منطق المالية المباشرة، فالتمويلات والتوظيفات الدولية سوف تؤديها كل من الدول والشركات الكبرى مباشرة على السوق المالية دون ضرورة تحمل تكاليف الوساطة البنكية<sup>(1)</sup>. والجدول رقم (04) يوضح مدى تطور الوساطة المالية في فرنسا.

الجدول رقم (04): تطور الوساطة المالية في فرنسا خلال الفترة 1981\_1986.

( وحدة القياس: مليار فرنك )

السنة	1981	1982	1983	1984	1985	1986
التمويل بواسطة مؤسسات القروض ( بواسطة ) ( A )	317.3	406.8	390.4	353.6	373.5	221.6
التمويل بدون وساطة ( B )	92	123	161.7	199.3	226.5	340.4
مبالغ التمويل الإجمالي ( C )	409.3	529.8	552.1	552.9	600	562
نسبة الوساطة المالية ( A/C )	0.78	0.77	0.71	0.64	0.62	0.39

المصدر: محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 31.

يلاحظ من الجدول رقم (04) أن نسبة الوساطة المالية قد تراجعت من سنة لأخرى خلال الفترة 1981\_1986، الشيء الذي يشير إلى التخلي التدريجي عن البنوك ومؤسسات الإقراض الأخرى فيما يخص تمويل المؤسسات. مما يعني التوجه نحو التمويل بدون وساطة مالية، كما هو مبين في الجدول رقم (05).

(1) - أسماء بلمهوب، مرجع سابق، ص: 26.

جدول رقم (05): تطور اللاموساطة المالية في فرنسا للفترة 1981\_1986.

السنة	1981	1982	1983	1984	1985	1986
نسبة اللاموساطة المالية % (B/C)	0.22	0.23	0.29	0.36	0.38	0.61

المصدر: مقتبس من الجدول السابق.

يوضح الجدول رقم (05) مدى تطور نسبة اللاموساطة المالية في فرنسا، منذ سنة 1981 إلى سنة 1986 حيث انتقلت من 0.22 % إلى 0.61 %.

كما يمكن الإشارة أنه في سنة 1970 بلغت نسبة تمويل مؤسسات القرض الفرنسية 63 % من تمويلها الخارجي في حين لم تتجاوز 48 % سنة 1992.

أما إذا أخذنا بالإضافة إلى مؤسسات القرض هيئات التوظيف الجماعي (OPCVM) وشركات التأمين، فإن نسبة التمويل بلغت 56 % في سنة 1992 مقابل 67 % في 1978. أما بالتعبير النقدي، الانخفاض أكثر وضوح حيث تراجع المعدل من 71 % إلى 45 % بالنسبة لمنشآت القرض. أما بالنسبة للشكلان الآخران لمنشآت القرض المذكوران أعلاه فتراجعت النسبة من 74 % إلى 56 %، في نفس الوقت إصدارات الأسهم ارتفعت بقوة.

هذه النتائج أدت ببعض المحللين إلى التحدث عن تحول جذري في أساليب التمويل بحيث تكون قد مررنا من اقتصاد استدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية، أي تغلب التمويل المباشر على التمويل غير المباشر<sup>(1)</sup>.

### 3.2.3 التوريق<sup>(\*)</sup> Titrisation:

يعطى للتوريق معنيان، معنى واسع ومعنى ضيق:

#### 1.3.2.3 التوريق بالمعنى الواسع:

يقصد بالتوريق، انتشار الأوراق المالية و زيادة التعامل بها<sup>(2)</sup>، ويتعبّر آخر توجه مختلف الأعوان الاقتصاديين إلى سوق رأس المال لاستثمار و توظيف فوائضهم النقدية أو لطلب احتياجاتهم التمويلية بطريقة مباشرة بدلا من التوجه إلى النظام المصرفي حيث التمويل بالطريقة

(1) Jaques Bichot, " La monnaie et les systèmes financiers ", Ed.Ellipses marketing S.A, 1997, p : 136.

(\*) شهدت الساحة التشريعية الجزائرية إصدار قانون خاص بالتوريق، القانون رقم 05\_06 الصادر في 20 فيفري 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية. للمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 15، بتاريخ 12 مارس 2006.

(2) مصطفى جعوان، " النظام المصرفي الجزائري ( إشكالية الاندماج في النظام المصرفي العالمي )"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية، كلية العلوم التجارية، المركز الجامعي تبسة، 2004/2005، ص117.

غير المباشرة وهذا ما يطلق عليه البعض بفشل الوساطة التقليدية ( désintermédiation )، غير أن البعض الآخر يرى عدم ملائمة هذا المصطلح ( désintermédiation ) لكي يعكس تلك الظاهرة، واقترحوا عوضاً عنه مصطلح التوريق (Titrisation) ومصطلح التسوق ( Marchésiation ) (1).

### 2.3.2.3. التوريق بالمعنى الضيق:

التوريق في معناه الضيق هو قيام المؤسسات المالية والمصرفية بتحويل حقوقها المالية غير السائلة وغير المتداولة والمضمونة بأصول عينية، إلى مساهمات على شكل أوراق مالية قابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة، وذلك بواسطة مؤسسة مالية مختصة بعملية التوريق (2). فالتوريق بذلك تحويل لمبالغ من القروض التابعة لمؤسسات متخصصة إلى أدوات مالية يمكن تداولها، حيث تباع بعد ذلك في الأسواق المالية للمستثمرين، ويمكن الاستعانة في ذلك بـ "مخبر أو بيت سمسة" (3).

والسمة الرئيسية في منطق التوريق هو نشر وتوزيع المخاطرة الذي تسمح به. أولاً توزيع المخاطرة رقمياً لأن خطر عجز المدينين عن الدفع لم يعد مركزاً على عدد قليل من البنوك المتعددة الجنسيات المرتبطة فيما بينها بعلاقات وثيقة. ومن ثم توزيع المخاطرة نوعياً لأن كل جزء من المخاطرة المتعلق بسند محدد يفسح في المجال أمام إيجاد أدوات خاصة للحماية قابلة للتداول في سوق ما (4).

ومن مزايا و فوائد عملية التوريق نذكر (5):

- \_ تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول مما يساهم في زيادة السيولة لدى الشركات أو المؤسسات.
- \_ مساعدة الشركات ذات العجز المالي على تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة وطويلة الأجل.
- \_ خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول.

(1) \_ Jean-Pierre Allegret, Bernard Courris, Op-cit, p : 122.

(2) \_ محمد صالح الخناوي وحلال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 315.

(3) \_ محفوظ جبار، " البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية "، مرجع سابق، ص: 35.

(4) \_ جاك أدا، مرجع سابق، ص: 122.

(5) \_ محمد صالح الخناوي وحلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 318.

– زيادة فعالية التمويل الداخلي عن طريق استخدام حقوق المساهمين في تمويل الأصول الأخرى بعد أن يتم التصرف في الأصول المدينة بتحويلها إلى شركة التوريق.

– زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

– تعتبر وسيلة جيدة لخصخصة شركات قطاع الأعمال حيث يتم إعادة تحسين هيكلها المالي قبل البيع من خلال الطرح العام.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الظاهرة قد مست العديد من الدول النامية التي تثقل الديون الخارجية كاهلها. إذ بعد ازدياد مخاطر عدم التسديد لتلك الديون في بداية الثمانينات من القرن الماضي عمدت البنوك الدائنة بالاستعانة ببعض بيوت السمسرة، إلى تحويل تلك الديون إلى أدوات مالية تتداول في الأسواق المالية أو تحويلها إلى مساهمات ( مشاركة في رأس المال ) في الشركات المخصصة. حيث بيعت تلك الديون بأقل من قيمتها الاسمية، تبعاً لدرجة المخاطر لكل منها<sup>(1)</sup>.

(1) – محفوظ جبار، " البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية "، مرجع سابق، ص: 36.

## III. تداعيات، تحديات ونتائج العولة المالية:

على الرغم من وجود بعض المزايا الناجمة عن العولة المالية إلا أن التحليل لهذه الظاهرة ومدى إيجابيتها لا يكتمل إلا بسرد أبرز آثارها، إن كان على النظام المالي الدولي ككل، أو على الأنظمة الاقتصادية والمالية، وخاصة فيما يتعلق بالدول النامية والتي تشكل بالنسبة لها هذه الآثار فرصا إذا ما أحسن استخدامها كما أنها في نفس الوقت تشكل تحديات كبيرة.

## 1. تأثيرات العولة المالية:

تؤثر العولة المالية على الأنظمة النقدية والمالية من خلال عدم الاستقرار الناتج عن التذبذب في مصادر التمويل هذا من جهة، ومن جهة أخرى فقدان الدول لسيطرتها على السياسة النقدية والمالية، ويمكن إجمال بعض تلك التأثيرات فيما يلي:

1.1 تذبذب متزايد لمصادر التمويل<sup>(1)</sup>:

ينتج التذبذب أساسا عن النشاط غير المقيد للمستثمرين المؤسسين الذين يعتمدون ( لأغراض ربحية ) إلى إعادة تشكيل حوافظهم المالية باستمرار، ويمكنهم التعامل في هذه الأوراق بيعا وشراء عدة مرات، مما يجعلها تبدو أكثر أهمية عشرات المرات من التدفقات الصافية للاستثمارات المسجلة.

ويختلف هذا التذبذب تبعا لطبيعة التدفقات، فالاستثمارات المباشرة هي أكثر التمويلات الدولية استقرارا نظرا لأنها تتبع إستراتيجية طويلة الأجل. كذلك القروض الدولية تتميز بنوع من الاستقرار لأنها تصل عادة إلى آجالها. وتتميز الاستثمارات في المحافظ ( أسهم، سندات...) بأنها أكثر مصادر التمويل تذبذبا.

ويختلف التذبذب أيضا تبعا لالتزامات وتعاقبات المستثمرين الدوليين، كما هو الأمر في السنوات الأخيرة مع وصول استحقاقات عقود " التعاقد بالرسحمة "، مما دفع صناديق المعاشات البريطانية إلى الاستثمار في الأصول الأكثر سيولة، وهذا يقترب كثيرا من سلوك المتعاملين في الأجل القصير، بمعنى رغبتهم في تعظيم القيمة الفورية لمحافظهم المالية على حساب الإستراتيجية طويلة الأجل.

كما يختلف التذبذب تبعا لطبيعة المستثمرين، فشركات التأمين تتميز بسلوك مستقر نوعا ما، ولا تتصرف كصناديق الاستثمار، والصناديق المشتركة أو بيوت الأوراق المالية، حيث شكل نشاط " الصناديق المضاربة " عاملا لعدم الاستقرار، فبالرغم من أن حجم أصولها

(1) - أسماء بلهوب، مرجع سابق، ص: 28.

ضعيف نسبياً، ولكن وزنها قوي على أسواق رؤوس الأموال لأن غرضها بالتحديد هو اتخاذ وضع مضاري مناسب.

## 2.1 فقدان الدول لسيطرتها على السياسات الاقتصادية النقدية والمالية<sup>(1)</sup>:

مع تزايد حدة العملة المالية، وتزايد تكامل الأسواق المالية، المحلية مع الخارجية، تفقد الدول سيطرتها وسيادتها الوطنية على كل من السياسة النقدية والمالية، ويتجلى ذلك من خلال فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية، الذي يؤدي إلى حدوث التضخم، وتغير أسعار الفائدة الحقيقية.

وبذلك فإن تحديد أسعار الفائدة سيخرج عن سيطرة البنك المركزي، حيث سترتبط أسعار الفائدة المحلية وخاصة قصيرة الأجل مع أسعار الفائدة الخارجية، لذلك فإن أي محاولة لتحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف لا تتفق مع مثيلاتها في الخارج يمكن أن تؤدي إلى حدوث تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال القصيرة الأجل نحو الدولة أو خارجها. وكل هذا سيؤدي إلى الحد من قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية وسعر الصرف لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي وذلك من خلال تأثيرها بحركة رأس المال.

أما تأثيرات العملة المالية على السياسة المالية فإنها تظهر في الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية، حيث تلجأ الشركات والمستثمرين الكبار في الدول الصناعية للخروج باستثماراتهم من الدول التي تكون فيها معدلات الضرائب مرتفعة لدول تكون فيها هذه الأخيرة أقل، وذلك لإضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق أهدافها.

كما أنه مع تزايد خروج رؤوس الأموال خارج الحدود الوطنية بسبب ارتفاع معدلات الضرائب ستزداد معدلات البطالة في دول نزوح رأس المال ولمقابلة ذلك ستضطر الحكومات لخفض معدلات الضرائب على الشركات مما سيؤدي لانخفاض الإيرادات الضريبية وزيادة عجز الموازنات العامة، وقد تكون الدولة عندئذ مجبرة على التخلي عن بعض البرامج الاجتماعية.

(1) - اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

- ناهد طلاس العدة، "العملة محاولة في فهمها وتبسيطها"، ترجمة هشام حداد، دار طلاس للدراسات والترجمة والنشر، دمشق، 1999، ص: 130.

- بيرودي نعيمة و بلعربي عبد القادر، "تياز عملة الأسواق المالية إلى أين...؟"، ملتقى دولي حول "سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات" - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص: 13.

- Gérard Marie Henry, "Les marchés financiers", Armand Colin, Paris, 1999, p p : 80\_81.

إذن التكامل المالي يخلق ارتباطات متبادلة في الظروف الاقتصادية، وكذلك يولد ارتباطات متبادلة بين أدوات السياسات الاقتصادية الوطنية. حيث أن السياسات المتعلقة بالموازنة والسياسات المالية تتفاعل ولا يعود لها التأثير نفسه حين يتم التفكير بالاقتصاد المفتوح فمن المستحيل على سبيل المثال، التوفيق بين التحرك الكامل لرؤوس الأموال، وثبات أسعار الصرف والإدارة الذاتية للسياسة النقدية في حال اقتصاد ضعيف. والأهم من ذلك، أن عبء الأسواق المالية سيفرض من الآن فصاعداً على الحكومات التزاماً بالمصداقية. إذا لم يتم الرفاء به، يمكن أن يقود إلى عواقب وخيمة جداً كاتفجار النظام النقدي الأوروبي سنة 1993.

فإذا كان من أهداف العملة تشجيع النمو العالمي، وبالتالي يمكن إدراكها على نحو إيجابي، فإنها تنطوي على العديد من الظواهر التي تبدو رهاناتها وامتداداتها حساسة بالنسبة للنظم المالية المتعلقة بالدول المتطورة فما بالك والسياسات الاقتصادية للدول النامية لاشك وأنها ستكون ذات أهمية أكبر.

## 2. إيجابيات وسلبيات امتداد العملة المالية إلى البلدان النامية وإستراتيجية مواجهتها:

لم تظهر الأسواق في الدول النامية كاستجابة فقط للطلب المحلي على رؤوس الأموال وإنما أيضاً كنتيجة لرغبة من جانب المستثمرين الأجانب لاستثمار أموالهم في الدول الأقل نمواً. وقد أتاحت عمليات الإصلاح والتكييف الهيكلي التي باشرتها الدول النامية إلى جانب مجموعة من العوامل الخارجية إلى حدوث تدفقات مالية هائلة إلى مجموعة من الدول النامية.

### 1.2 امتداد العملة المالية إلى الدول النامية<sup>(1)</sup>:

لقد برزت مساهمة الدول النامية في الحركة القوية للعملة المالية منذ التسعينات من القرن الماضي بتغير طبيعة تمويلها والذي كانت تسيطر عليه البنوك والقروض المصرفية في السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن الماضي، لصالح الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات الاستثمار في المحافظ المالية.

إذ بلغت تدفقات رؤوس الأموال إليها مبالغ هائلة في العقود الثلاثة الماضية، واتخذت هذه التدفقات أشكالاً متعددة، ولكن التزايد الحاد فيها يعزى في الجزء الأكبر منه إلى الزيادات في تدفقات الاستثمار في الأسهم والسندات<sup>(\*)</sup> والنمو القوي في الاستثمار الأجنبي المباشر. وقد كان استثمار المحافظ المالية أسرع مكونات تدفقات رؤوس الأموال الخاصة نمواً.

(1) هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 21\_16.

(\*) أنظر الملحق رقم (01).

ويمكن إرجاع الزيادة في تدفق رؤوس الأموال الخاصة والمتجهة إلى الأسواق النامية بصفة خاصة إلى نوعين من العوامل:

أ\_ عوامل الجذب الداخلي: وهي العوامل الخاصة باقتصاديات الدول النامية، فقد نفذت الكثير من هذه البلدان مجموعة واسعة من الإصلاحات الهيكلية وإصلاح الاقتصاد الكلي في السنوات الأخيرة، ونتيجة لهذه المبادرات زادت بشكل واضح الصادرات، الطلب الداخل، وأرباح الشركات، ونتج عن هذه الإصلاحات بيئة تتميز بانخفاض جوانب العجز المالي، وأسعار صرف مستقرة وواقعية، وانخفاض معدلات التضخم.

كما تم اتخاذ تدابير محددة لتحسين الوضع المؤسساتي الذي يساعد على توفير ثقة المستثمرين، كإزالة أو انخفاض القيود على الاستثمار الأجنبي، وتحسين إجراءات التسوية وإنهاء المعاملات وخفض الرسوم على المعاملات وخفض الضرائب على الأرباح الرأسمالية.

إضافة إلى أن خصخصة المؤسسات المملوكة للدولة زادت من رسملة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة توفر الأسهم. ومن شأن الخصخصة أن تساهم في تعميق أسواق المال المحلية، كما يساعدها هذا التعميق على زيادة ارتباطها بأسواق المال العالمية.

وهذه الأوضاع الاقتصادية المستمرة في السوق المحلية تشجع المستثمرين على إبقاء أموالهم داخل بلدهم واستخدامها في الاستثمار المحلي كما أن ذلك يساعدها على عودة رؤوس الأموال التي كانت قد خرجت من البلد إلى موطنها.

ب\_ عوامل الجذب الخارجي: كما أن للعوامل الخارجية أثرها في عولة أسواق المال في البلدان النامية حيث أن أسعار الفائدة المنخفضة نسبياً في أوائل التسعينات من القرن الماضي، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، جذبت المستثمرين إلى العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالسندات أو الأسهم في الأسواق الناشئة.

ويبقى لكل هذه العوامل أهميتها، ولكن لولا تطبيق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسساتي، وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق، لما أدت العوامل الخارجية وحدها إلى زيادة التدفقات المالية.

## 2.2 إيجابيات العولة المالية:

يترتب عن تكامل الأسواق المالية في الدول النامية مع الأسواق العالمية آثار إيجابية توجز أهمها في:

– نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي طبيعي كما هو الحال بالنسبة للبورصات التقليدية، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الكمبيوتر المتصلة ببعضها البعض، والتي توفر المعلومات عن الأدوات المالية الجديدة التي تتعامل فيها تلك الأسواق<sup>(1)</sup>.

– يساعد تطور أسواق المال في الدول النامية على تعبئة المدخرات عن طريق زيادة مجموعة الاستثمارات المالية المتاحة للمدخرين لتوسيع محافظهم المالية، وتعود هذه المساهمة إلى أن تكلفة تعبئة المدخرات تصبح منخفضة بسبب توافر أجهزة الوساطة المالية وخدماتها المتطورة التي تتيح لأصحاب الادخارات فرص استثمارية كبيرة وتوفر مجالاً رحباً من الأوعية الادخارية.

– إن العولة تجعل الأسواق المالية تقوم بدور القائد والموجه للادخارات الأجنبية وتوفر للدول موارد مالية بالعملة الأجنبية دون الاعتماد الكبير على الاقتراضات الخارجية وهو ما يزيد في حجم الديون وخدمة الديون.

– توفر العولة المالية تعبئة عالية للادخارات التي تؤثر في عملية النمو الاقتصادي لأن حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات من شأنه أن يؤدي دوراً كبيراً في التخصيص الجيد للموارد وزيادة النمو الاقتصادي، كما أثبتت الدراسات الحديثة أهمية سوق رأس المال كأداة لتمويل المؤسسات بالمساهمات برؤوس الأموال في دول شرقي آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي توفر فرصة للمؤسسات والدول لاستبدال الديون بمساهمات رؤوس الأموال فيتم تعويض التمويل بالقروض بالتمويل بمساهمات رأس مال المؤسسات، وهو ما يجعلها تبعد عن مخاطر تقلبات الإيرادات أو زيادة أسعار الفائدة والاستفادة من تلك الموارد التي كانت ستوجه لتسديد القرض وخدمة القرض. وهناك دراسات عديدة تشير إلى أن التمويل بالأسهم تتجاوز نسبته ثلث الزيادة في الأصول الصافية للمؤسسات الكبيرة في دول مثل: شيلي، كوريا، ماليزيا والمكسيك.

– تحرير وتحديث النظم المصرفية والمالية وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص وكذلك الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، كما تساهم الاستثمارات الأجنبية في تحويل التكنولوجيا إلى الدول المستثمر فيها.

– تحقيق تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين<sup>(2)</sup>.

(1) – عمر صفير، مرجع سابق، ص: 25.

(2) – صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 221-222.

## 3.2 سلبات العملة المالية:

كما رأينا أن للعملة المالية ونمو أسواق رأس المال إيجابيات فإنها أيضا لم تسلم من مخاطر ومشكلات تؤثر على اقتصاديات الدول النامية وهي:

## 1\_ المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة لرأس المال:

تميز انسياب رأس المال نحو الدول النامية خلال عقد التسعينات بالتعاضد، ففي سنة 1997 وصل حجم هذا الانسياب إلى حوالي 280 مليار دولار. وخلال الفترة 1990\_1999 كان التصيب النسبي لتدفقات الاستثمار في المحافظة المالية حوالي ثلث مجموع هذا الانسياب.

ويتسم الاستثمار في المحافظة المالية بسرعة النمو، وبضخامة الحركة والتنقل من سوق لآخر وبصورة فجائية، كما ترتفع درجة تقلب الاستثمار في هذا النوع من التدفقات وهذا راجع إلى أن هذا النوع من الاستثمار يعتمد على عوامل قصيرة الأجل ويهدف لتحقيق الربح السريع مقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يهتم بالأرباح على المدى الطويل، وتحكمه اعتبارات موضوعية مثل نمو الأسواق والدخل القومي... إضافة إلى صعوبة تصفية هذه الاستثمارات في المدى القصير، بينما التخلص من المحافظ المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية، كما أن الاستثمار في المحافظ يتأثر بتوقعات المتعاملين ويطغى عليه أسلوب المحاكاة والتقليد أو ما يسمى بـ " سلوك القطيع " (1).

## 2\_ مخاطر التعرض لموجات المضاربة:

خلق نظام تعويم أسعار الصرف البيئة الملائمة للمضاربات على العملة وعلى نطاق واسع إلى حد احتراف عدد كبير من المستثمرين لهذه المضاربات كنشاط أساسي لهم، وجاءت عمليات التحرير المالي وإغائها للعديد من القيود لتسهيل نشاط المضاربات، حيث كان تداول العملات الأجنبية قبل ذلك يخضع في أغلب البلدان للرقابة الحكومية، أما بعد تنفيذ التحرير أصبحت مئات المليارات من الدولارات تتطاير بسرعة وبحرية مطلقة من سوق لآخر مستخدمة في ذلك شبكات الربط الإلكتروني بحثا عن فرص لاقتناص الأرباح الضخمة، والتي قد تتراوح ما بين 50 % و 200 %. وإلى جانب ذلك انفجر تداول الأوراق المالية وعدد لا يحصى من المشتقات التي يتم تداولها على مدار 24 ساعة.

(1) - برودي تعيمة وبلعري عبد القادر، مرجع سابق، ص: 08.

ونظرا لضخامة الأرباح المحققة في هذا المجال فإن الكثير من الشركات الصناعية منها والمتعددة الجنسيات دخلت هذا المجال وأصبحت الأرباح التي تجنيها من عمليات المضاربة والمخاطر المالية أكبر بكثير من تلك التي تحققتها من خلال إنتاجها الحقيقي.

ولقد عانت الكثير من البلدان الصناعية من هجمات المضاربين ومن الاضطرابات النقدية التي يسببها نشاطهم المضاربي حيث تسبب المضاربون في انهيار نظام النقد الأوروبي ( أزمة الجنيه الإسترليني، الليرة الإيطالية، والبيزتا الإسبانية ) وحققوا أرباحا لا يمكن لقطاعات الإنتاج الحقيقي مجازها.

أما بالنسبة للبلدان النامية فإن عددا منها قد أصبح مضمارا جيدا للمضاربات ونشاط المضاربين، حيث تعرضت عملاتها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في بورصاتها لهجمات المضاربين، مما أدى إلى تخفيض قيمة هذه العملات الشيء الذي أدى إلى ارتفاع شديد في المستوى العام للأسعار، ونقص واضح في الاحتياطات الدولية، وهروب واسع لرؤوس الأموال نحو الخارج، وفقدان ثقة المستثمرين في هذه الأسواق، ولقد كان لكل ذلك انعكاسات سلبية واضحة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية، والسياسية خاصة مع تزامن تلك الأزمات مع تنفيذ برامج التكييف الهيكلي<sup>(1)</sup>.

### 3\_ مخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية:

تعتبر ظاهرة هروب رؤوس الأموال في الدول النامية قديمة وتتعدد أسبابها وتتنوع أشكالها، بينما مخاطر العولة المالية على الدول النامية فتكون في تدويل مدخرات هذه الدول، حيث أصبحت أقسام من هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية، والتناقض الملفت للانتباه، أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلدان النامية لفتح أبوابها لرأس المال الأجنبي من خلال تقديم كل عوامل الجذب والتسابق على منح الكثير من المزايا والإعفاءات وإزالة العقبات والحواجز، تسمح لأصحاب المدخرات المحلية في ضوء العولة المالية أن يستثمروا في أماكن أخرى من العالم.

إذن يمكن القول بأن إجراءات التحرير المالي التي انتشرت في الدول النامية في العقد الأخير من القرن العشرين قد أعطت لعمليات هروب رؤوس الأموال مشروعية وحرية مما أدى بالضرورة لاستفحال هذه الظاهرة واستفحال آثارها على ميزان المدفوعات وعلى قدرة البلد

(1) \_ المرجع السابق، ص: 10\_11.

على التراكم والاستثمار، وعلى خدمة الدين الخارجي، وعلى التدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية. (1)

#### 4\_ تزايد مخاطر أنشطة تبييض الأموال:

مع تزايد العملة المالية المقرونة بالتحريم المالية ازدادت عملية غسيل الأموال القذرة حتى وصل حجم غسيل الأموال في العالم سنويا حوالي 500 مليار دولار وهو ما يعادل 2 % من الناتج المحلي العالمي، ومصدر هذه الأموال القذرة يأتي من الأنشطة غير المشروعة التي تمارس من خلال ما يسمى بالاقتصاد الخفي. وأهم هذه الأنشطة الاتجار بالمخدرات والاتجار في الأسلحة المحظورة، والاتجار في السوق السوداء بالسلع الهامة والإستراتيجية والعمولات والرشاوى والاختلاسات والأموال الناتجة عن الفساد الإداري والسياسي والقروض المصرفية المهربة والدعارة وتجارة الرقيق والسرققات.

ويتم استخدام الجهاز المصرفي كوسيط لعمليات غسيل هذه الأموال حيث تمر عمليات غسيل الأموال بثلاثة مراحل هي مرحلة الإيداع النقدي، ثم مرحلة التعتيم ثم مرحلة التكامل، مع الأخذ بعين الاعتبار أن غسيل الأموال يؤثر سلبا على الاقتصاد الوطني، وقد بدأت مواجهة عالمية لتلك الظاهرة من خلال الحكومات والمنظمات المختلفة ومجموعة الدول السبع الكبرى (2).

#### 4.2 إستراتيجية مواجهة العملة المالية:

تأتي الأزمات المالية التي عرفها النظام المالي الدولي ليكون موقف المجتمعات من العملة المالية ما بين مؤيد ومعارض.

حيث يدافع الفريق الأول على مبدأ التحرير المالي وهم من فرضوا وجهة نظرهم حتى الآن، ويرى هؤلاء أن عملة النشاط المالي هي عملية مرعبة، وأن تكاليفها لا تكاد تذكر أمام المكاسب المرتقبة منها. ولتحقيق ذلك لابد من الارتخاء والاستسلام أمام هذه الحركة القوية دون محاولة لأي تدخل، لأن العلاج، حسب رأيهم سيكون أسوء من الخلل في حد ذاته.

(1) \_ رميدي عبد الوهاب وسماي علي، "العملة المالية وآثارها على اقتصاديات الدول النامية"، ملتقى دولي حول "سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، مرجع سابق، ص: 11.

(2) \_ بن داودية وهيبه ومدبوني جميلة، "واقع الجهاز المصرفي العربي وتحديات العملة المالية"، ملتقى دولي حول "سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، مرجع سابق، ص: 11\_12.

الفريق الثاني ذو الاتجاه المعارض، يعتبر أن الأسواق المالية غير مستقرة بطبيعتها، لأنها غير قادرة على الانتظام ذاتيا كما هو الحال بالنسبة للاقتصاد الحقيقي، كما أن السماح للنشاط المالي بالتطور بحرية سيؤدي بالضرورة إلى تقوية و نمو المضاربات على حساب النشاطات الإنتاجية.

من هنا نرى مدى بلاغة جون ماينرد كيتز J.M.Keynes حينما كتب في النظرية العامة في التوظيف والفائدة والنقود عام 1936 ما نصه: " ليست المضاربة مضرّة عندما لا تكون سوى فقاعة تعلق تدفقا مستمرا من الأنشطة المنتجة، ولكن الأمر يختلف عندما يصبح النشاط المنتج مجرد فقاعة في دوامة المضاربات "(1).

ومن هذا المنطلق، لم يعد من المفيد للدول أن تتحرد من سلطتها تجاه عملية التحرير المالي، والتسليم بحتمية القيم التي تقوم عليها العولة المالية، وإنما أصبح لزاما على السلطات أن تقوم بحركة تنظيمية قوية تمكنها من تعظيم استفادتها من مزايا العولة المالية بأقل المخاطر. ولسوء الحظ، كل إجراءات السياسة الاقتصادية القابلة لأن تستعمل بطريقة وقائية تمثل سلسلة من الأخطاء حيث أن (2):

– رفع سعر الفائدة بهدف التخفيض من التهاوب معدلات الاستهلاك يخاطر بكل بساطة بالعامل الإيجابي لجذب رؤوس الأموال الأجنبية وجعل خدمات الدين أكثر كلفة.

– إعادة تقييم سعر الصرف بهدف كبح التضخم وإعادة توجيه الطلب نحو السلع المهمة يخاطر برفع العجز التجاري وإضعاف منافسة المنتجين المحليين.

– التشدد في سياسة الميزانية بهدف كبح الطلب هو إجراء صعب التطبيق لأن ارتفاع معدلات الضرائب وتخفيض النفقات العامة من شأنه أن يحدث مشاكل سياسية كثيرة من أجل القدرة على تطبيقه بالسرعة الكافية.

– معالجة المشكلة من مصدرها عن طريق فرض ضرائب على بعض رؤوس الأموال الداخلة يسرع من خطر خروج المستثمرين الأجانب – حل بلا شك أسوأ من المشكل.

ولأنه لا يوجد حل مثالي، الأفضل وبدون شك استعمال كل هذه الأدوات معا وبطريقة متعقبة: التشدد في السياسة النقدية إذا أمكن، إظهار ميزانية مناسبة، أيضا التطبيق المحدود للضرائب على رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

(1) – رمزي زكي، " المحنة الآسيوية قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية "، دار المدى للثقافة والنشر، الطبعة الأولى، 2000، ص: 77.

(2) – Gérard Marie Henry, Op-cit, p p : 81\_82.

## 3. نتائج العملة المالية على النظام المالي الدولي:

كما كان للعملة المالية أثر على السياسات الاقتصادية للبلدان فقد كان لها أثر كبير على النظام المالي ككل من خلال المظهر الجديد الذي منحه له، ويختلف الكثيرون حول تقييم هذا المظهر ومدى فعاليته في ظل هذه الظروف التي تفرضها العملة المالية.

## 1.3 مدى فعالية النظام المالي الدولي:

يرتكز التكتل المالي على إنشاء سوق وحيدة للمال على الصعيد العالمي حيث تتوفر على إمكانية التوظيف والاقتراض في أي مكان وأي زمان، قائمة على استبعاد الوساطة وازدهار التمويل المباشر على حساب التمويل غير المباشر، وإزالة الحواجز وإلغاء الحدود بين الأسواق، سواء من حيث النمط أو تمركز السوق، ورفع القيود على الأسواق المالية عن طريق تحرير وإزالة الرقابة على الصرف.

والهدف هو زيادة فعالية النظام المالي الدولي بفضل تخفيض كلفة التمويل، وتخصيص أكثر جدوى لرؤوس الأموال بين البلدان والقطاعات الفعالة. والواقع أنه من الجدير بالذكر أن التكتل المالي أدى إلى التسيير الذاتي للكثلة المالية حيث أن مجموع الصفقات التي يتم عقدها يوميا في أسواق الأوراق المالية يتجاوز 1000 مليار دولار، وذلك بتشجيع المضاربة في البورصة وزيادة " المجازفة بالنظام " أي المجازفة بعدم استقرار شامل ينجم عنه خلل وظيفي في الأنظمة المصرفية والمالية. حين يزيد تفاعل التصرفات الفردية، التي لا تنطلق بهدف تسويات تصحيحية، من تفاقم عدم التوازن<sup>(1)</sup>.

## 2.3 عدم استقرار النظام المالي والنظام النقدي الدوليين:

لقد فتحت العملة المالية باب النقاش حول " مخاطر النظام "، وهي مخاطر الوقوع في أزمة مالية على الصعيد الدولي، حيث يعرف خطر النظام بأنه الخطر الذي يقود في حادث منعزل يتعلق بمتدخل واحد ( إفلاس مثلا ) أو يتعلق بسوق ( انهيار ) خاص ينتشر ويتعمم على كل النظام بسبب تداخل الأنشطة وسلوك المتدخلين إضافة إلى تكامل الأسواق القوي. وهذا يعني أن النظام نفسه يحمل مسببات الاضطراب والتي سوف تتضخم فيما بعد بفعل الأدوات المالية الجديدة وهذا ما سيزيد في عمق الأزمة... ثم في مرحلة ثانية، تبدأ موجة الصدمة في الانتشار على مجموع النظام المالي العالمي عبر ما يعرف بـ " آثار العدوى "، حيث تجدها مناخا

(1) \_ ناهد طلاس العجة، مرجع سابق، ص: 129.

مناسبا على الأسواق المالية المتصلة فيما بينها أكثر فأكثر، والتي تسمح بظهور سلسلة من السلوكات التكييفية لدى عدد كبير من المستثمرين المؤسسين<sup>(1)</sup>.

وقد ترجم اندماج الأسواق المالية الكبرى والأسواق الناشئة بانتشار كبير لعدم الاستقرار في هذه الأسواق، فمنذ النصف الثاني من تسعينات القرن الماضي ازدادت مظاهر التذبذب على كل من الأسواق الكبرى والناشئة بصورة واضحة، كما تميزت هذه التذبذبات أيضا بنوع من التزامن والارتباط، وواضح أيضا أن لم يعد باستطاعة أي من الأسواق البقاء بعيدا عن عدم الاستقرار المالي، والارتباك الرهيب الذي تخلقه سلوكات المستثمرين ذات الأثر القوي على النشاط المالي بصفة عامة.

في الواقع، يمكن أن يزيد تذبذب الأسواق المالية نتيجة لبعض الأحداث غير المالية التي تؤثر سواء على بلدانها الأصلية أو على بلدان أخرى، فمثلا يزيد عدم الاستقرار المالي خاصة عند انفجار الحروب، عدم الاستقرار السياسي، التراجع الاقتصادي، افلاسات البنوك... الخ. ولكن مستويات التذبذب تكون عالية في الغالب عندما تكون أحداث أو صدمات تصيب مكونات النظام المالي نفسه، والتي تتميز بالتواصل فيما بينها مما يزيد من مخاطر النظام. ولم يختلف الاقتصاديون حول أسباب عدم الاستقرار الذي يصحب العملة المالية، وهي تعود أساسا إلى ذلك الانفصال الكبير بين دائرة النشاطات الاقتصادية الحقيقية، ودائرة العمليات المالية، وهم لا يختلفون أيضا حول المخاطر التي يشكلها عدم الاستقرار في الأسواق، فقيم الأوراق المالية والعملات تصبح في بعض الأحيان غير مستقرة دون أي تبرير في الاقتصاد الحقيقي، فمثلا سجلت بعض البورصات ارتفاعا جيدا في بعض الفترات، على الرغم من وقوع الاقتصاديات في حالة ركود<sup>(2)</sup>.

وعموما يمكن القول أن الاستقرار المالي العالمي الدائم أصبح ضرورة ملحة يجب العمل على تحقيقها من خلال اندماج مالي عالمي ناجح مصحوب بمعايير ضبط عالمية.

(1) جاك لندا، مرجع سابق، ص: 252.

(2) أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 38.

## خلاصة الفصل الأول:

إن لظاهرة العولمة تاريخاً قديماً، فهي لم تكن وليدة السنوات الأخيرة بل مرت بمراحل تطور عديدة وما جعلها تبرز في هذه المرحلة، هو تعميق آثار الثورة العلمية والتكنولوجية من جانب، والتطورات الكبرى التي حدثت في عالم الاتصال من جانب آخر.

ويستخلص من تاريخ العولمة ثلاثة دروس، الأول هو أن ظاهرة العولمة ستستمر مع استمرار التطور في التكنولوجيا، وثانياً ستبقى العولمة مثيرة للجدل لأنها ليست مفيدة أو مضرّة بشكل مطلق، وثالثاً الدخول غير الطوعي في العولمة يزيد المخاوف منها.

وقد مست العولمة مجالات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية، وحضي الجانب الاقتصادي منها باهتمام أكبر، حيث تعرف العولمة الاقتصادية بشكل عام على أنها الاندماج الكامل للأسواق لتشكيل سوقاً واحدة ضمن حرية انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال والقوى العاملة والثقافات غير المحدود من دون حواجز أو عوائق.

وساهمت جملة من الأسباب في الوصول إلى التطبيق شبه الكلي وعلى المستوى العالمي لسياسات التحرير الاقتصادي منها الانحسار الكبير في دور الدولة، الميل الدولي إلى التكتلات الإقليمية والدولية والتطور التكنولوجي الكبير في مجال المعلومات، الاتصالات، النقل والمواصلات.

وتميز هذا المفهوم أيضاً بخصائص أهمها تزايد الاتجاه نحو الاعتماد المتبادل، تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات وتزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية.

إن تتبع تطورات العولمة الاقتصادية يكشف أنها تتجدد في نوعين رئيسيين العولمة الإنتاجية والعولمة المالية، وبرز لهذه الظاهرة من خلال تجلياتها آثار عديدة اتسم بعضها بالإيجابية والبعض الآخر بالسلبية.

والعولمة المالية كإحدى هذه التحليلات ظاهرة حديثة النشأة نسبياً، حيث تعود الجذور الأولى لها إلى الستينات والسبعينات من القرن الماضي ثم تلاحقت تطوراتها بسرعة في الثمانينات والتسعينات من نفس القرن، وتشير إلى ذلك الترابط والتكامل الذي ميز العلاقات المالية الدولية من خلال انتهاج سياسات مالية تحريرية تتلاشى معها كل القيود والحواجز التي كانت مفروضة، بشكل يضمن حرية تدفق رؤوس الأموال الذي يحقق الفعالية في تخصيصها وتوجيهها نحو القطاعات الأكثر فائدة في الاقتصاد.

وكأي بناء تحتاج العولمة المالية إلى دعائم، حيث تقوم على ثلاث مبادئ أساسية يمكن تلخيصها في: تقلص دور الوساطة في التمويل، عدم الفصل بين أقسام سوق رأس المال وإزالة القيود التنظيمية.

هذه الأسس الثلاثة أعطت المحيط المالي الدولي مظهرا جديدا، حيث لم تعد وظيفة الوساطة المالية من مهمة البنوك وحدها، كما لم تقتصر هذه الوظيفة على جمع المدخرات وإقراضها لأصحاب العجز في التمويل، بل توسع مفهوم الوساطة ليشمل نشاطات أخرى كإصدار المنتجات المالية وتوظيف الفوائض تحت أشكال مختلفة. وقد أدى هذا ببعض المحللين إلى التحدث عن تحول جذري في أساليب التمويل بحيث نكون قد مررنا من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية.

وتمثل العولمة المالية رهانا كبيرا بالنسبة لمختلف الدول، المتقدمة منها من خلال تأثيراتها التي تظهر في التذبذب المتزايد لمصادر التمويل، وفقدان الحكومات للسيطرة على سياساتها الاقتصادية. والنامية من خلال ما تطرحه من سلبيات وإيجابيات. الأمر الذي يستلزم ضرورة صياغة استراتيجيات تعظم من إيجابيات العولمة المالية وتسمح باحتواء سلبياتها.

وبالنسبة لنتائج العولمة المالية على النظام المالي الدولي ككل فقد ساهمت في زيادة الاستقرار ومخاطر الوقوع في الأزمات، وتعود أسباب عدم الاستقرار أساسا إلى الانفصال الكبير بين دائرة النشاط الاقتصادي الحقيقي ودائرة النشاط المالي.

# الفصل الثاني

## الفصل الثاني: سوق رأس المال ( فعاليتها ومؤشرات تطورها )

تمهيد:

تمثل سوق رأس المال بصفة عامة مجالا واسعا للتعامل في الأموال المتوسطة والطويلة الآجال، حيث أنها تمثل قناة يتم من خلالها انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية والتي تمثل جانب عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في الموارد المالية، والتي تعكس جانب الطلب على هذه الموارد.

وفي أداؤها لوظيفتها هذه، فإن سوق رأس المال تعمل على تحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال تحويلها إلى القطاعات الأكثر فائدة في الاقتصاد.

ويعكس وجود سوق رأس المال ذات فعالية عالية فوائد عدة تعود على كل من مصدري الأوراق المالية والمستثمرين في هذه الأوراق. وحتى تتوفر هذه الفعالية، لا بد من توفر جملة من الشروط التنظيمية والتشريعية ومدى فعالية نظام المعلومات الذي يؤثر في أسعار الأوراق المالية، ووفقا لذلك يتحقق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية.

وعليه، فكلما ارتفعت فعالية السوق كلما عكست أسعار الأوراق المالية قيمها الحقيقية، وهو ما يعني وجود درجات لفعالية السوق، فمنها ما هو ضعيف ومنها ما هو متوسط ومنها ما هو قوي.

ووفقا لكل فرضية تقاس درجة استجابة المعلومات ومدى انعكاسها على أسعار الأوراق المالية، حيث تم اختبار هذه الفروض من خلال وسائل عديدة، تعتمد إما على تحليل المعلومات العامة أو المعلومات الخاصة أو الاثنين معا.

غير أن الحكم على فعالية السوق لا يعني دراسة فعالية التسعير فقط، وإنما يتطلب دراسة عدة مؤشرات لتحديد مدى فعالية السوق.

## I. أساسيات سوق رأس المال:

تقوم سوق رأس المال بدور مهم وحيوي في الاقتصاد، حيث تعمل على ضمان مجموعة من الأساليب والأدوات التي توفر قدراً كبيراً من الفعالية في تعبئة و تخصيص الموارد المالية وتوجيهها نحو القطاعات الأكفأ في الاقتصاد، وعلى هذا فهي تأخذ على عاتقها مهمة توفير التمويل اللازم للاستثمار و تشجيعه.

## 1. مفهوم ووظائف سوق رأس المال:

نظراً للأهمية التي تضطلع بها سوق رأس المال في الاقتصاد فقد وجه المزيد من الاهتمام بهذه السوق، بسبب الدور الحيوي الذي تلعبه في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار، وهو ما يصحبه نمو وازدهار اقتصادي.

## 1.1 مفهوم سوق رأس المال:

يطلق على سوق رأس المال أيضاً سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تميزها لها عن السوق النقدية، ويمكن تعريف سوق رأس المال بأنها " المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية، إدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ويساهم الوسيط المالي في تحويل المدخرات الموجودة لدى الأفراد إلى أصول مالية وإعادة تحويل النقد مرة أو عدة مرات للتعامل في السوق الأمر الذي يؤثر إيجابياً على الاقتصاد الوطني"<sup>(1)</sup>.

وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولية تخلقها مؤسسة متخصصة يتم فيها إصدار وبيع الأوراق المالية لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية أو غيرها من المصدرين، وسوق ثانوية يتم فيها تداول تلك الأوراق بعد إصدارها<sup>(2)</sup>، إذن فسوق رؤوس الأموال هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل، إذ قد تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب. أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات.

(1) - أنظر:

- علي كنعان، " الأسواق المالية"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة - قسم المصارف والتأمين - جامعة دمشق، 2006/2005،

ص: 11.

Salma Maurice, " Les marchés financiers dans le monde ", Traduit par Youssef Chidyak, Editions Oueidat, Beyrouth - Paris, 1983, p p : 7\_8.

(2) - منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص: 481.

كما تلجأ الحكومة أيضا إلى هذه السوق عندما تريد أن تتزود بالأموال لتغطية العجز أو لتمويل مشاريع جديدة أو لأي غرض آخر.

وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسات خاصة الإنتاجية منها تتوفر على معدات وتجهيزات معمرة، أي الأصول الثابتة التي يجب تمويلها برؤوس أموال دائمة أو طويلة الأجل.

وهنا تكمن أهمية سوق رؤوس الأموال في تزويد الشركات بما تحتاجه من أموال لشراء وسائل الإنتاج المختلفة.

## 2.1 وظائف سوق رأس المال<sup>(1)</sup>:

إن ميكانيزم عمل سوق رأس المال يعمل على تحقيق مجموعة من الوظائف يمكن إبرازها على النحو الآتي:

### 1.2.1 جمع وتشجيع الادخار:

تساهم سوق رأس المال بجذب المدخرات وتوظيفها وذلك من خلال طرح الأوراق المالية للاكتتاب فيها، الأمر الذي يدفع أصحاب الإذخارات لممارسة حقهم بشكل قانوني ومنظم وفي الوقت ذاته يبعد عن الاقتصاد شبح جامعي الأموال والمتلاعبين بأموال المدخرين وطرق الادخار والاستثمار غير النظامية، فحتى يقبل المدخر على الاكتتاب في هذه الأوراق فهو بحاجة إلى ثقة تجعله يوظف أمواله دون خوف، ومن هنا يمكن القول أنه يجب أن تتوفر في عملية التوظيف عدة صفات أهمها:

- \_ الأمان : وهذا ما يؤدي إلى طمأنة المدخرين وتشجيعهم على استثمار أموالهم في شراء الأوراق المالية بدافع أن أموالهم في موضع آمن وأنها سوف تزداد وتنمو في المستقبل.
- \_ السيولة: فقد يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى أمواله أو جزء منها في أي لحظة سواء لحدوث طارئ أو لأجل إعادة استثمارها في أوراق مالية أخرى يرى أنها أكثر مردودية، هذا ما يجعله دائما يحاول أن يستثمر في أوراق مالية تمتاز بسوق سائلة.

(1) \_ اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 83\_85.

\_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 13.

\_ رفيق شرياق، " دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال \_ حالة الجزائر \_"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2005/2004، ص: 20\_23.

\_ Gérard Mari Henry, Op-cit, p p : 13\_15.

– الحماية من تناقص قيمة الأموال: فالمستثمر يخاف من انخفاض القوة الشرائية لأمواله ومن ثمة تناقص القيمة الحقيقية لاستثماراته، وهذا ناتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، وتكون الحماية في هذه الحالة بالتوظيف في الأسهم.

– المدودية: إذ يهدف كل مستثمر إلى الحصول على عائد مرضي، سواء كان هذا العائد في شكل فوائد أو أرباح أو قيم مضافة.

بالإضافة إلى هذا نجد أن من عوامل زرع الثقة في المدخرين هو إعلامهم بكل المعلومات والبيانات التي تتعلق بالشركات المقيدة بسوق رأس المال وكذا الوضعية العامة للسوق، وهذا حتى يتسنى للمدخر دراسة تلك المعلومات المختلفة واختيار الشركة أو الورقة المالية المناسبة سواء من حيث الخطر، السيولة، المر دودية... الخ.

### 2.2.1 نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات:

يتمثل رأس المال الاجتماعي في مجموع الأسهم التي بيعت في سوق رأس المال لصالح شركة ما، ومن ثم يصبح كل مشتري لمجموعة من تلك الأسهم مالكا لجزء من الشركة وفقا لعدد الأسهم التي اشتراها، ويتمتع أو يتحمل كافة النتائج التي تحققها الشركة حسب ذلك العدد من الأسهم كما أنه من بين الشروط اللازمة لتقييد أي شركة في سوق القيم المنقولة خاصة هو نشرها لنسبة معينة من رأس مالها، وهذا ما يعني وصول قيمها المتداولة إلى الجمهور الراغب في الاستثمار فيها وذلك عن طريق سوق رأس المال وبالتالي انتشار أوراقها المالية بصورة جيدة وواسعة، فعدم توفر سوق لرأس المال لا يسمح بأن تعرف الشركة إلا عند قليل من المستثمرين وبالتالي تكون قدرتها على جمع الادخار محدودة وتكون عملية التمويل صعبة ومكلفة.

وقد تلجأ المؤسسة إلى سوق رأس المال عن طريق نشر أسماؤها أو جزء منه وذلك بغرض الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عمليات توسعها ونموها والتي قد يكون المؤسسون عاجزون عن تلبيةها، هذا يعني أنه بإمكان المؤسسين استرجاع جزء من أموالهم التي دفعوها لتكوين المؤسسة أول مرة.

من جهة أخرى فإن نشر رأسمال الشركات يعني تحريك جزء من الادخار واستثماره دون تركه عاطلا، وبالتالي تحصل حركة دائمة في الاقتصاد من خلال زيادة الاستثمارات الناجمة عن الاستعمال العقلاني للإدخارات المتوفرة في السوق، هذا يؤدي بدوره إلى تزايد ونمو النشاط الاقتصادي بصفة عامة.

إضافة إلى ذلك تعد عملية نشر رأسمال الشركة في سوق رأس المال بمثابة حملة إخبارية دائمة لها ترفع من شهرتها وتزيد من إقبال الجمهور على الاستثمار في أوراقها المالية وبالتالي زيادة إمكانياتها التمويلية وبأقل تكلفة، كما أن نشر رأس المال يساعد على توسيع المؤسسة

التي يكون مالكوها من أفراد العائلة الواحدة أو التي يملكها عدد قليل من المساهمين، وباعتبار أن الشركات قد تكون شركات عمومية تابعة للدولة أو تكون شركات خاصة فإن عملية نشر رأس المال لكل من النوعين تختلف نوعاً ما، فبالنسبة للشركات الخاصة فإن العملية تعني توسيع قائمة المساهمين، لكن بالنسبة للشركات العمومية فعلمية نشر رأس المال تعني تخصيصها وانتقال ملكيتها من الحكومة إلى القطاع الخاص، وعليه فإن سوق رأس المال تسهل كثيراً عملية الخصخصة.

### 3.2.1 توفير السيولة:

توفر سوق رأس المال الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة، إذ يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى عمل ذلك، فالسيولة الكبيرة للسوق تسمح للمستثمر بأن يستعيد مدخراته خلال مدة المشروع الاستثماري بشكل سريع وبسهولة كبيرة مع انخفاض مخاطر الخسارة ويستفيد من السيولة كل من المدخر والمستثمر. مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه.

### 4.2.1 زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

إن عملية إصدار النقد وتنظيمه تخدم في نهاية المطاف الاستقرار والتوازن الاقتصادي وتحسين معدلات النمو لكن عدم وجود البورصات دفع العديد من الشركات أو المتلاعبين أو حتى غير القادرين على الاستثمار لاقامة مشاريع فاشلة أو ذات ربحية متدنية الأمر الذي أحدث الأزمات المالية والتقديية في هذه الاقتصاديات أما عند وجود البورصات فإن عملية تنوع أدوات الادخار وتنوع أدوات الاستثمار تساهم في التوظيف الكفاء للموارد المتاحة وإذا ما كانت القوانين صارمة في إجراء الرقابة على الاستثمار والتوظيف وحركة التعامل فإن ذلك سوف يسرع عمليات النمو الاقتصادي فينمو الدخل الفردي والنتائج الإجمالية وينعكس الأمر إيجاباً على حياة المواطنين وهذا ما حققته الدول المتقدمة وتسعى الدول النامية لإيجازه خلال العقود القادمة.

### 5.2.1 تحريك وتطوير الهياكل الصناعية:

يعتبر تحريك وتطوير الهياكل الصناعية من أهم الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال، فكثيراً ما تلاحظ في الحياة الاقتصادية حدوث عمليات ضرورية لتطوير وتحسين فعالية المنظمات الصناعية والمالية، ومن هذه العمليات نجد:

– الاندماج: ويعني أن شركة أو عدة شركات تختفي قانونا في إطار شركة جديدة وهي الشركة التي امتصتهم، وبالتالي تفقد الشركة محل الامتصاص شخصيتها القانونية ومن ثم تتحول كل أصول وخصوم الشركة القديمة (المتصة) إلى الشركة الجديدة.

– الاندماج الجزئي: ويعني تنازل شركة جزئيا عن جزء من أصولها لشركة أخرى.

– التنازل عن الرقابة: ويكون ذلك من جانب مجموعة صناعية أو مالية تشارك في شركة أخرى فتبيع جزءا من أصولها للشركة الأخرى فتفقد الأغلبية وبالتالي تتنازل عن السلطة والرقابة في هذه الشركة، فيقال أن شركة ما تسيطر وتراقب شركة أخرى إذا كانت تملك أكثر من 50% من رأسمالها الاجتماعي.

– مساهمة شركة في شركة أخرى: وهذا عن طريق العرض العام أو الاكتتاب سواء بموافقة الشركة الأخرى أو دون موافقتها. هذه العمليات التي تتم بين الشركات تخص أساسا بند رأس المال ولا شك في أنه لسوق رأس المال دورا كبيرا في إتمام هذه العمليات، فالشركة المقيدة في سوق رأس المال يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بصفة عامة بسهولة وبالتالي سهولة تحويل رأس مالها الاجتماعي أو جزء منه من شخص لآخر، هذه العملية هي الأخرى تحتاج إلى تسعير الأوراق المالية محل التحويل، وهذا أيضا ما تسهله سوق رأس المال من خلال ملاقة العرض والطلب على تلك الأوراق، كما تسمح عملية التسعير بتقييم أولي للشركة محل الرقابة أو الاندماج (الجزئي أو الكلي) باعتبار أن قيمة الشركة هي سعر سهمها في عدد الأسهم المكونة لرأس المال الاجتماعي.

وهنا يمكن القول أن سوق رأس المال تلعب دورا هاما في زيادة عدد المشروعات، عدد المدخرين، إعادة توزيع الذمة، اختيار وقت الشراء، إعادة توزيع مصادر التمويل، اعتماد المشروع على السوق المالي وتحسين تحريك رأس المال، فمتابعة الأسعار في سوق رأس المال تتيح للمشروعات والإدارة فرصة لمراقبة الانضمامات والتحويلات والتركيزات، وكلها عمليات ضرورية لنمو وفعالية وتطور المؤسسات الصناعية والمالية.

### 6.2.1 توفير المعلومات حول الشركات وتحسين إدارتها:

تسمح سوق رأس المال من خلال السيولة المرتفعة بتوفير المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في السوق للمستثمر مما يمنحه صورة للمقارنة بين الأسعار الحقيقية والسوقية للورقة، كذلك يمكن أن تساهم سوق الأوراق المالية في الرقابة على الشركات للتأكد من أن رؤوس الأموال توظف بفعالية.

فالمدخرون من الأفراد ليس لديهم الوقت للتحليل ولا تتوافر لهم سبل الحصول على المعلومات الخاصة بإدارة الشركات وأوضاعها الاقتصادية. وبقيام سوق رأس المال بهذا الدور

فهي تجذب القائمين على إدارة الشركات أن يحرصوا على مصالح المساهمين وبالتالي يتم توجيه المدخرات إلى الاستثمارات الأكثر ربحية.

ومن جهة أخرى تحفز سوق رأس المال المستثمرين على الاستثمار باستخدام أساليب تنطوي على درجة أكبر من المخاطرة وذلك بتوفير فرص المشاركة في المخاطر، وبالتالي تعمل هذه الأسواق على انتقال الاقتصاد إلى الاستثمار في مشروعات ذات عائد أعلى.

### 7.2.1 تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق:

ليس هناك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشترين أو البائعين، فالأسواق توفر الوقت على المتعاملين بالسوق، فهي تعلن دائما عن الاكتتابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية موفرة على المتعاملين عناء وتكلفة البحث لتقرير البيع أو الشراء.

إضافة إلى ذلك توفر سوق رأس المال الثقة والأمان للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة، مما يجعل المتعامل يثق بالأسعار دون الحاجة إلى جمع المعلومات عن التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة واللازمة لتقييم وضع الشركة. وبالتالي فإن الأسواق المالية تمثل سلطة رقابية غير رسمية على مدى فعالية الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق.

### 8.2.1 التوجيه السليم للموارد الاقتصادية بالبلد:

يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية من خلال تفاعل البائعين والمشترين بالسوق، وحسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة، فتتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين. وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية لتغطية نفقاتها الاستثمارية بناء على سعر التوازن بالسوق، وبالتالي تبقى في الاقتصاد الاستثمارات التي تحقق رغبات المدخرين، وتخرج منه الاستثمارات التي تقل عوائدها عن مستوى رغبات المدخرين من فوائد وأرباح.

ولا يمكن لمؤسسات الأعمال أن تحقق عوائد مرتفعة إلا إذا كانت سلعها وخدماتها وأهداف نشاطاتها تخدم حاجات ورغبات أفراد المجتمع (المستهلكين)، لذلك فإن آلية عمل سوق رأس المال تساهم في توجيه الاقتصاد بما يحقق غاياته في إشباع رغبات المجتمع.

### 9.2.1 مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ:

تمثل سوق رأس المال حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل البنوك، الشركات، المشروعات، المدخرين... الخ. الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات

الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد الوطني، وتساهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المشرفة. وفي خطوة أكثر تقدما فإن سوق رأس المال وهي تسجل من خلال التعامل دورات النشاط الاقتصادي من انتعاش أو ركود، تساهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات المختصة، مما يساعد على استقرار النشاط الاقتصادي.

كما تحدد سوق رأس المال الاتجاهات العامة للتنبؤ إذ أنها تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشرا لحجم الأموال السائلة المتداولة. كما تشير الأرقام القياسية للأسعار إلى مدى نجاح المشروعات من عدمه.

### 10.2.1 توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر:

وذلك من خلال تعدد وتنوع الأوراق المالية ( أسهم، سندات الشركات، السندات الحكومية ) وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق، هذا يمكن المستثمر من دراسة ومقارنة مختلف الأوراق المالية التي تساعد ويرغب في الاستثمار فيها.

### 2. أقسام سوق رأس المال:

نظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به أسواق العمليات المالية فهناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم، ونظرا لخصوصية بحثنا سنركز على معيارين هما " توقيت الإصدار " و " آجال العمليات " .

### 1.2 التقسيم حسب توقيت الإصدار:

وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيين هما السوق الأولية، والسوق الثانوية وفيما يلي عرض مختصر لهذين السوقين:

#### 1.1.2 السوق الأولية:

ويطلق على السوق الأولية أيضا اسم سوق الإصدارات، ويقصد بها تلك السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية. فعندما تصدر شركة ما أسهما جديدة وتطرحها للجمهور فإنها غالبا ما تعتمد على ما يطلق عليه اسم بنك الاستثمار والذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة. والوظيفة الرئيسية لبنك الاستثمار تتمثل أساسا في كونه وسيطا بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها. أي أنه يقوم بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة ثم يبيعها للمستثمرين مع تحقيق فرق بين السعرين مقابل

الخدمة التي يقوم بها<sup>(1)</sup>. وفي الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر، تتولى بعض البنوك التجارية مهمة الإصدار<sup>(2)</sup>.

ويتعامل هذا السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل ( الأسهم العادية، السندات... الخ ) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار. ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب عن الاستثمار<sup>(3)</sup>، أما فيما يتعلق بالعمليات التي تتم في هذه السوق فإما أن تكون بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو عن طريق البيع بالمزاد<sup>(4)</sup>.

\_ الطريقة المباشرة: ويقصد بها قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال المباشر بعدد كبير من كبار المستثمرين لكي تباع لهم الأسهم أو السندات التي أصدرتها، وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها.

\_ الطريقة غير المباشرة: وتتم من خلال بيع تلك الأوراق المالية إلى وسيط معين، ويقوم هذا الأخير ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات الراغبة في الاستثمار في تلك الأوراق وتكون تكاليف هذه العملية عادة أقل نسبياً من تكاليف البيع المباشر.

\_ طريقة البيع بالمزاد: وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لبيع ما تصدره من أوراق مالية، وذلك بدعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم سواء من ناحية الكمية أو السعر، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار.

## 2.1.2 السوق الثانوية:

تعرف السوق الثانوية أيضاً بسوق الإصدارات القديمة أو سوق التداول، ويجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في سوق الإصدار، حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو شركات أو صناديق استثمار.

(1) صلاح الدين حسن السيسى، " قضايا اقتصادية معاصرة ( دراسة نظرية وتطبيقية ) "، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 2002، ص: 96.

(2) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 87.

(3) محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 26.

(4) أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 70.

ومن أهم خصائص هذه السوق، توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى قيمتها نقداً<sup>(1)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أهمية سوق التداول ومدى تأثيره على سوق الإصدار، حيث يعطي المستثمرين الثقة في إمكانية بيع الأوراق المالية إذا احتاجوا إلى السيولة كما أن سوق التداول يلعب دوراً هاماً بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في السوق الثانوية تعتبر مرشداً لهذه الوحدات عند تسعير أوراقها المالية الجديدة<sup>(2)</sup>.

وبناء على مفهوم السوق الثانوية يمكن التمييز بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة إضافة إلى ما تسمى بالسوق الثالث والسوق الرابع وأسواق أخرى، وفي ما يلي عرض مفصل لمختلف هذه الأقسام:

### أ- الأسواق المنظمة:

ويقصد بها البورصات: ويتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي تكون فيها الأوراق المالية مسجلة في السوق حيث تسجل الأوراق في السوق الأولي وبعد فترة وتحقق بعض الشروط تسجل الأوراق في السوق الثانوية ويتم التداول بها في البورصة وذلك بحسب أنظمة وإجراءات تضعها إدارة البورصة وتشرف عليها هيئات مراقبة حكومية<sup>(3)</sup>.

وبناء على ذلك تعرف البورصة كما يلي<sup>(4)</sup>:

" هي مكان معلوم ومحدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل (بيعا وشراء)، ويتوفر في هذه السوق العلانية والشفافية وتحدد الأسعار استناداً للعرض والطلب وتوقعات المضاربين وترصد السوق التغيرات والمستجدات في السوق والاتجاهات العامة."

(1) صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سابق، ص: 96\_97.

(2) صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية (علمياً وعملياً)"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000، ص: 24.

(3) علي كنعان، مرجع سابق، ص: 18.

(4) للمزيد أنظر:

— محسن أحمد الخضري، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، انترناك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999، ص: 10.

— صلاح الدين حسن السيسى، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص: 5\_6.

— Ceneco, "Dixeco de l'entreprise", Dunod, Paris, 1980, p : 30.

— J. Bremond, A. Geledan, Op-cit, p: 37.

— عبد الغفار حنفي، "البورصات — أسهم، سندات، صناديق الاستثمار —"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995، ص: ص:

هذا مع ملاحظة أن شروط تسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام وعدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى الصناعة، وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية<sup>(1)</sup>.

وتلعب البورصات دورا هاما في تجميع المدخرات الوطنية وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة لحملة الأسهم، كما وتعمل سوق رأس المال على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وخاصة المشاريع التي تحتاج الرأسمال الضخم الذي لا يتوفر لدى الدولة، لذلك تقترض الحكومة من هذه السوق لتمويل مشاريعها<sup>(2)</sup>.

### ب\_ الأسواق غير المنظمة:

وهي سوق غير محددة بموقع جغرافي معين تتعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصات النظامية ولا يدفع المتعاملون في هذه السوق العملات النظامية الموجودة في السوق النظامية، قابلة للتفاوض وعادة ما تكون العملات ناجمة عن فروقات الأسعار بين البيع و الشراء.

ويطلق البعض على المعاملات في السوق غير النظامية بالمعاملات فوق المنضدة

( OTC )<sup>(\*)</sup>.

ويكون التسجيل في هذه السوق والتعامل من خلال الكمبيوتر والمضاربة من خلال الانترنت ويسجل الكمبيوتر جميع عمليات البيع والشراء ولا يستدعي العمل في هذه السوق الوجود في قاعة التداول، بل عبر الانترنت وشبكات الاتصال وتحرير القيمة عبر شبكات مسحوبة على البنوك<sup>(3)</sup>.

ومن أهم هذه الأسواق سوق نازداك ( NASDAQ )<sup>(\*\*)</sup> الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الإلكتروني في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم اختبارات معينة مؤهلة كما أن هذا الاتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل، ويجري نشر الأسعار

(1) \_ صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 23.

(2) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 19.

(\*) \_ Over The Counter.

(3) \_ المرجع السابق، ص: 19.

(\*\*) \_ National Association of Securities Deals: Automated Quotation System (NASDAQ).

والكميات المباعة والمعروضة عبر شبكات الاتصال، وهي ثاني أكبر بورصة في الولايات المتحدة الأمريكية بعد سوق نيويورك<sup>(1)</sup>.

وتتكون السوق غير المنظمة من ثلاثة أقسام رئيسية وأخرى فرعية هي:

❖ **سوق المعاملات على المنضدة (OTC):** والتي تعتبر بمثابة السوق الثانية، وتتولى بيوت السمسرة القيام بهذه المعاملات.

❖ **السوق الثالثة:** يمثل السوق الثالث قطاعاً من السوق غير المنظم، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة. وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وهي تمارس دوراً منافساً للمختصين من أعضاء السوق المنظمة. أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية. هؤلاء العملاء الذين وجدوا في هذه السوق فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغر بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة. هذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة<sup>(2)</sup>.

❖ **السوق الرابع:** يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. وفي ظل هذه السوق تيرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وتكلفة أقل نظراً لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات<sup>(3)</sup>.

❖ **أسواق أخرى:** بالإضافة إلى الأسواق الثلاثة السابقة الذكر، توجد أسواق أخرى يخلقها بصورة مباشرة أو غير مباشرة السماسرة والتجار المتنافسين فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها، والمتعاملون في هذه الأوراق هم سماسرة الخصم وتجار الطلبات الكبيرة<sup>(4)</sup>.

ويمكن توضيح مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها من خلال الشكل (06)

الموالي.

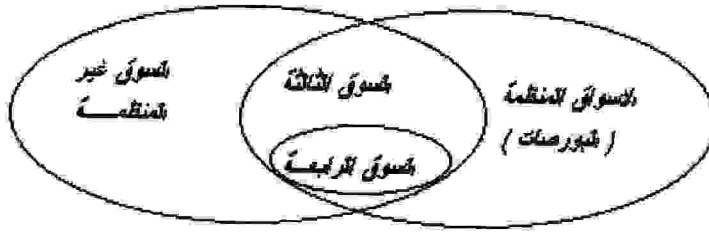
(1) صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 24-23.

(2) أحمد بورس، مرجع سابق، ص: 72.

(3) صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 24.

(4) منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 112.

الشكل رقم (06): مكونات السوق الثانوية والعلاقة التي تربط بينها.



المصدر: منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق و المنشآت المالية"، ص: 511.

لعل أهم ما يميز هذا التقسيم هو الارتباط الوثيق بين السوق الأولية والثانوية. فلولا السوق الأولية التي تباع فيها القيم المتداولة لأول مرة لما وجد هناك ما يتداول في السوق الثانوية، كما أنه لولا السير الحسن لهذه الأخيرة بالنسبة لورقة معينة وزيادة الطلب عليها لما سارت السوق الأولية كما ينبغي بالنسبة لتلك الورقة.

ج- الأسواق الاحتكارية:

وهي أسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية وعادة ما تكون هذه السوق أولية وثانوية بآن واحد حيث يقوم المستثمر بشراء السند الحكومي من المصرف المركزي أو المصرف المتخصص ببيع هذه الورقة وإذا أراد بيعها يعود ثانية لهذه السوق أو المصرف ويقدم الورقة ليحصل على قيمتها لذلك سميت سوق احتكارية<sup>(1)</sup>.

2.2 التقسيم حسب معيار آجال العمليات:

تنقسم سوق رأس المال إلى السوق الحاضرة أو الفورية وإلى سوق العقود المستقبلية.

1.2.2 الأسواق الحاضرة أو الفورية **Spot Cash Markets**:

تتعامل هذه السوق بالأوراق المالية طويلة الآجل من الأسهم والسندات والأسهم الممتازة والسندات الحكومية والأصول المالية طويلة الآجل يتم تسلمها فور إتمام الصفقة وهي تتضمن الأسواق التالية:

أ- الأسواق المنظمة ب- الأسواق غير المنظمة ج- الأسواق الاحتكارية.

وقد تم التطرق إلى هذه الأسواق في التقسيم السابق من خلال الصفحات (69\_72).

(1) - علي كنعان، مرجع سابق، ص: 19.

## 2.2.2 أسواق العقود المستقبلية:

يتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية والأصول المالية في فترة لاحقة وبأسعار اليوم شريطة دفع مكافأة مالية أو ما يسمى الرهن لإثبات عمليات البيع والشراء وفي زمن التثبيت إما أن يقوم البائع بتثبيت البيع أو إلغائه وتهدف هذه الأسواق لحماية المضاربين من مخاطر ارتفاع أو هبوط الأسعار.

ويمكن تعريف سوق العقود الآجلة بأنها " اتفاق على بيع أو شراء مجموعة من الأوراق المالية دون الاستلام والتسليم بسعر اليوم وذلك بعد فترة شهرين أو ثلاثة أشهر مقابل مكافأة مالية تمثل جزءا من قيمة السهم يدفعها المستثمر لصاحب الحق في البيع ويستطيع صاحب الخيار إما تثبيت الشراء في تاريخ الاستحقاق أو إلغائه" (1).

واستنادا لذلك هناك نوعان من الخيارات:

أ- خيار الشراء.

ب- خيار البيع.

## أولاً: خيار الشراء Call Option

هو اتفاق بين المستثمر ومالك الأسهم على الشراء لمجموعة اسهم بسعر اليوم شريطة أن يدفع المستثمر مكافأة مالية تحدد بجزء من قيمة السهم ويحق للمستثمر بموجب هذا الاتفاق تثبيت الشراء عند حلول موعد العقد بعد فترة ثلاثة أشهر أو رفضه ويكون بذلك حقق أرباحا غير محددة في حالة ارتفاع الأسعار وحصر نفسه بخسارة تعادل قيمة المكافأة في حال انخفاضت الأسعار بشكل حاد.

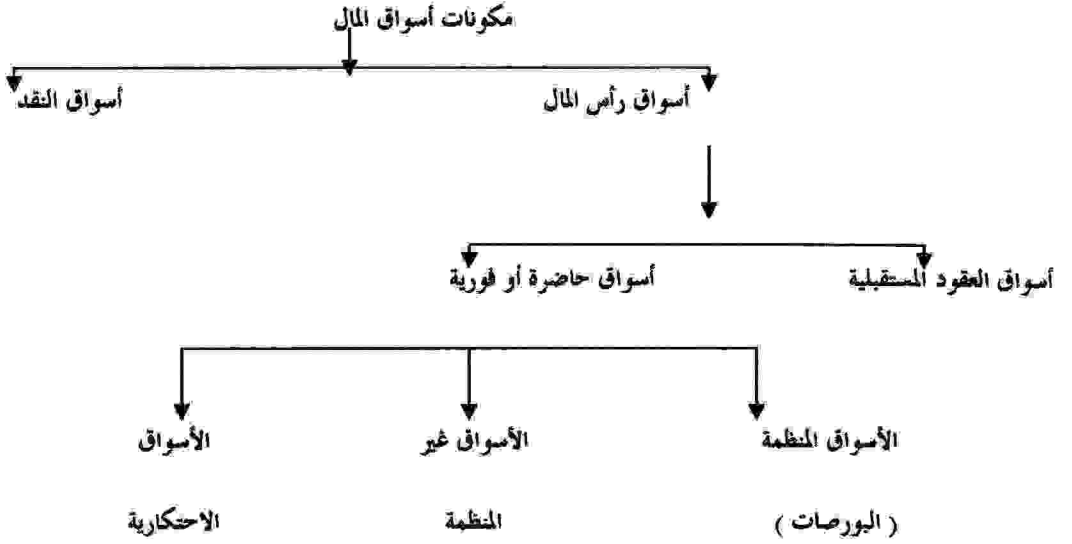
## ثانياً: خيار البيع Put Option

هو عقد اتفاق لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد مسبقا طبقا لأسعار اليوم وذلك خلال مدة 90 يوما يدفع بموجبه البائع أو صاحب الخيار بالبيع للمستثمر مكافأة محددة بجزء من قيمة السهم، وعند حلول الأجل إما أن ينفذ البائع الخيار أو يرفضه استنادا للمستوى العام للأسعار في السوق.

والشكل رقم (07) يلخص لنا مكونات أسواق رأس المال.

(1) صلاح حسن السيسى، "قضايا اقتصادية معاصرة (دراسات نظرية وتطبيقية)"، مرجع سابق، ص: 88.

## الشكل ( 07 ) : مكونات أسواق المال.



المصدر: منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، مرجع سابق، ص: 06.

## 3. الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال:

الأوراق المالية هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، إذ تلجأ إليها هذه الأخيرة لتأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تنفيذ استثماراتها. كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل المشروعات أو تغطية العجز، أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم.

لقد عرفت الأوراق المالية بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين ( الدولة، السلطات الولائية، المحلية )، أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة أو مشاركة في الملكية، من قبل المشتريين للأوراق<sup>(1)</sup>. ويوجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية إذ يمكن تصنيف الأوراق المالية حسب ماهية الورقة المالية، وعندئذ يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين، بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما. فهناك من الأوراق ما يمثل ملكية جزء من المؤسسة وبالتالي لحاملها الحق في جزء من أصولها وهناك ما يمثل حق الحصول على عائد متفق عليه بين المستثمر والمؤسسة المصدرة نتيجة دين استدانته من المستثمر ونوع هجين بين النوع الأول والثاني بالإضافة إلى ذلك توجد العديد من الأدوات المالية الحديثة نسبيا.

(1) محفوظ جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية "، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2002،

## 1.3 المتوججات التي تمثل ملكية الشركة:

يندرج تحت هذه المتوججات كل من الأسهم العادية والأسهم الممتازة بكل أنواعها:

## 1.1.3 الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية يخول لمالكه الحق في ملكية جزء من رأس المال الاجتماعي للشركة التي قامت بإصداره. وبذلك الأسهم العادية عبارة عن أوراق مالية أبدية ليس لها تاريخ استحقاق<sup>(1)</sup>.

تصدر المنشآت الأسهم العادية بقيمة اسمية محددة لتمويل نشاطها كما توزع العائد وفقا لربحيتها، إلا انه لا يوجد التزام قانوني بجمعية التوزيع. بحيث تلحق أحيانا المنشأة لتوزيع العائد على أصحاب الأسهم في صورة أسهم جديدة مما يخفض القيمة السوقية للأسهم ويرفع من حجمها.

وتعد الأسهم العادية ذات مخاطر أعلى من الأوراق المالية الأخرى خاصة السندات ذات العائد الثابت والمضمون. ومن ثم يطلب المكتتب فيها عائدا مرتفعا لكي يعرض المخاطر المرتفعة.

## 1.1.1.3 الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية:

تتنوع الأسهم العادية بحسب الزاوية التي ينظر منها إليها، فمن الأمثلة على ذلك تصنيفها سواء حسب استفادة حملتها من الأرباح أو حسب حقهم في التصويت. وعلى هذا الأساس هناك أسهم لها حق أكثر في التصويت وليس لها أولوية عند توزيع الأرباح، وبالمقابل هناك نوع آخر من الأسهم له أولوية في الأرباح ولكن ليس له ثقل عند التصويت<sup>(2)</sup>.

بالإضافة إلى ذلك هناك أسهم لحاملها وأخرى اسمية. فالمقصود بالأسهم لحاملها، هي الأسهم التي لا يكتب اسم صاحبها على صك السهم، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد تداولها بين الأفراد، ولا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب.

- أما المقصود بالأسهم الاسمية، الأسهم التي يسجل اسم صاحبها على صك السهم، وعندما تنتقل ملكية هذه الأسهم إلى شخص آخر يسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر صك السهم، ويسمى بجدول التنازلات، حيث يصدق اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة<sup>(3)</sup>.

(1) \_ المرجع السابق، ص: 7.

(2) \_ المرجع السابق، ص: 14.

(3) \_ Philippe Spieser, " La bourse ", Vuibert, Paris, 2003, p p : 37\_38.

وبناء على إيجابيات وسلبيات كل نوع، وكذا على الهدف من شراء الأسهم يتحدد قرار التوظيف من قبل المستثمرين.

وإلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين اتجاهات حديثة في الأسهم العادية نذكر أهمها فيما يلي<sup>(1)</sup>:

أ\_ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

إن الذي ظل معروفاً هو أن يكون للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية يحصل حاملها على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية، إذا ما قررت إدارة هذه الشركة توزيعها. غير أن شركة جينرال موتورز خرجت على سوق رأس المال في الثمانينات من القرن الماضي بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية؛ فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها اسم " E CLASS "، وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها، بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها "H CLASS"، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج الطائرات.

ب\_ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل في التوزيعات الخاصة بالأسهم العادية، هو حصول حامل السهم العادي على نصيب من الأرباح المحققة في حال قررت الشركة توزيع هذه الأرباح أو جزء منها، وعليه فإن هذه التوزيعات لا تعتبر من بين المصاريف التحميلية التي ينبغي خصمها قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات. إلا أنه في السنوات الأخيرة، صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة. وهذا في إطار تشجيع الخطة المنتهجة لتشجيع مشاركة العاملين بالمنشأة في ملكيتها (ESOP)<sup>(\*)</sup>. هذا بالإضافة إلى نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من طرف هذا الصندوق.

(1) للمزيد راجع:

— محمد صالح الختاوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 35.

— عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 277-282.

(\*) Employee Stock Ownership Plan.

## ج- الأسهم العادية المضمونة:

لقد ظل شائعا لدى المتعاملين في السوق المالي أن الأسهم العادية هي عبارة عن أوراق مالية أبدية لا يمكن لحاملها مطالبة المنشأة بقيمتها طالما أن هذه المنشأة مستمرة. كما أنه لا يمكنه الرجوع إلى المنشأة التي أصدرت هذه الأوراق المالية في حالة انخفاض قيمتها السوقية. إلا أنه ظهرت ولأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة لها بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة عقب الإصدار. أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المسموح به، أو حتى في حالة عدم تجاوزه لذلك الحد، ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون لحامل السهم الحق في المطالبة بأي تعويض.

## د- الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثانية للشركة المصدرة:

وتعني أن المستثمر الذي يشتري أسهما جديدة معروضة في السوق الأولية يتسلم مع هذا الشراء حق بيع هذه الأسهم مرة ثانية للشركة التي أصدرتها، فإذا زاد سعر السهم عن سعر العرض في السوق الأولية فإن المستثمر لا يستعمل خاصية إعادة البيع هذه للشركة، أما إذا كان سعر السهم في السوق الثانوية منخفضا ولم يحقق المرجو منه فإن المستثمر يستطيع أن يبيع السهم إلى مصدره، وبالتالي فإن خاصية إعادة البيع هذه توفر الحماية الكافية للمستثمر من مخاطر هبوط سعر السهم و تحافظ في نفس الوقت على احتمالات ارتفاع سعره<sup>(1)</sup>.

2.1.1.3 خصائص الأسهم العادية<sup>(2)</sup>:

للأسهم العادية خصائص عديدة نذكر منها ما يلي :

- \_ إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة.
- \_ الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف لكنها أصعب من حيث التحليل، كما تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر ولا الأرباح على عكس السندات.
- \_ الأسهم العادية تمثل مستند ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وكذلك قيمة تصفوية.

وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المكتوبة على قسيمة السهم، وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع في القيود المحاسبية. وعادة ما يكون منصوصا عليها في العقد التأسيسي، وعليه لا يمكن للشركة أن تصدر أسهما جديدة بقيمة أقل منها.

(1) \_ صلاح السيد جوده، مرجع سابق، ص: 247-248.

(2) \_ محفوظ جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية "، مرجع سابق، ص: 9-14.

أما القيمة الدفترية تتمثل في قيمة حقوق الملكية \_ التي لا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة \_ مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

أما القيمة السوقية تمثل سعر السهم في السوق من خلال التداول وحجم التعامل وحركة البورصة<sup>(1)</sup> وبالتالي تتحدد القيمة السوقية للسهم استنادا للمعطيات التالية<sup>(2)</sup>:

\_ القيمة الدفترية وهي ما يعبر عنه بحقوق الملكية.

\_ ظروف العرض والطلب وتوجيهات المضاربة في سوق رأس المال.

\_ توزيعات الأرباح في نهاية العام فكلما ازداد ربح السهم ازداد الطلب عليه وارتفع سعره.

\_ خطة الشركة وتوجهاتها المستقبلية وهي تعكس حالة الشركة وقدرتها على التطور والتوسع.

\_ توقعات المضاربين.

\_ ظروف الاقتصاد الوطني من تضخم ورواج أو كساد مما ينعكس إيجابا أو سلبا على أسعار الأسهم.

وأخيرا تتمثل القيمة التصفوية للسهم في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

\_ يحق لشركة المساهمة سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من الحملة، كما يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة.

\_ يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وعليه فعوائد الأسهم العادية تتغير من سنة إلى أخرى، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة.

### 3.1.1.3 حقوق المساهمين العاديين<sup>(3)</sup>:

يتمتع صاحب السهم العادي بمجموعة من الحقوق كفلها القانون لحمايته، وتتمثل هذه

الحقوق في:

(1) \_ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 12.

(2) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 30.

(3) \_ اعتمدت الباحث على المراجع التالية:

\_ محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 16\_23.

\_ محسن أحمد الخضري، مرجع سابق، ص: 59\_60.

\_ ضياء مجيد، " البورصات ( أسواق رأس المال وأدائها الأسهم والسندات ) "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003،

ص: 39\_40.

## أ\_ الحق في الأرباح الموزعة :

يحق لحملة الأسهم الحصول على ما يخص السهم من أرباح وفقا للحصة المخصصة لكل سهم والمقرر توزيعها عليهم، إذ تمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة، من جهة، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا من جهة أخرى. فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة، كما يجبر القانون الشركات الاحتفاظ بنسبة معينة من أرباحها كاحتياط قانوني.

## ب\_ حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين:

إن للمساهمين الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم في سوق عادة ما تسودها المنافسة الحادة.

يتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل سهم صوت. يعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وانه يتم على مسائل هامة مثل: القانون الأساسي للشركة، كيفية توزيع الأرباح واتخاذ قرارات الرفع المالي.

## ج- حق الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة:

يحق لمالك السهم في حالات الإصدار الجديدة أن يشتري الأسهم الجديدة المصدرة، ولهذا الحق مزايا عديدة أهمها:

\_ المحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لفئات المكتتبين.

\_ المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح غير الموزعة، وأيضا الاحتياطات في حالة بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية.

## د- حق حضور الجمعيات العامة العادية و الاستثنائية:

للمساهم العادي الحق في حضور الجمعيات العمومية سواء العادية أو الاستثنائية و مناقشة ما يعرض فيها و طرح ملاحظاته، آراءه و اقتراحاته، حيث تنعقد الجمعيات العامة مرة بالسنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج، مناقشة قضية توزيع الأرباح.

أما الجمعيات العامة الاستثنائية فتجتمع لمناقشة إجراءات مستعجلة أو لاتخاذ قرارات تعديل القانون الأساسي للشركة.

## هـ- إمكانية نقل ملكية السهم :

تمنح الأسهم العادية الحق لحاملها في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل أو بأي طريق آخر، إذ ليس من حق المساهم أن يطالب الشركة بإعادة قيمة الأسهم له فالأسهم هي عبارة عن أموال دائمة في الشركة و التي تبقى معها ما دامت قائمة.

و- حق الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة:

لحملة الأسهم الحق في الاطلاع ومراجعة الدفاتر المحاسبية وسجلات الشركة للحصول على بيانات ومعلومات تخص موقف الشركة المالي و نتائج أعمالها، وفي حال رفض مجلس إدارة الشركة لذلك يمكن للمساهمين طلب ذلك عن طريق المحكمة.

ي- حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية:

لحاميل السهم الحق في أصول وموجودات الشركة يعادل نصيب كل سهم من صافي أصول الشركة، أو ناتج بيع هذه الأصول بعد استبعاد حقوق الغير منها عند تصفية الشركة. وهو ما يعادل تقريبا نصيب السهم من رأس المال والاحتياطات المستثمرة في المشروع.

### 2.1.3 الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولا يحدد للسهم الممتاز تاريخ للاستحقاق إلا انه قد ينص على استدعائه في وقت لاحق كما هو الحال في السندات.

تصدر شركات المساهمة هذا النوع من الأسهم ليتناسب مع أذواق بعض المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل ثابت، كما وتصدرها الشركات بدلا من إصدار السندات التي يتعين لها موعد محدد للسداد<sup>(1)</sup>.

بموجب هذه الأسهم يتقرر لحاملها حقوقا أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، كالأولوية في الأرباح الموزعة، الأسبقية في استرجاع المبالغ المستثمرة في حالة تصفية الشركة، كما لهم الحق في أرباح سنوية محددة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم غير أن الشركة غير ملزمة بدفع تلك النسبة إذا لم تحقق أرباحا أو في حالة تحقيق أرباح وتقرر عدم توزيعها فانه لا يتم توزيعها لا على أصحاب الأسهم العادية ولا الممتازة، ويحرم أصحاب الأسهم الممتازة من حق التصويت ما عدا في الحالات الخاصة أو الظروف الطارئة<sup>(2)</sup>.

### 1.2.1.3 خصائص الأسهم الممتازة<sup>(3)</sup>:

تمتع الأسهم الممتازة بعدد من الخصائص نذكرها فيما يلي:

- \_ خاصة تجميع الأرباح: حيث أن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
- \_ للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي.

(1) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 32.

(2) \_ محفوظ جبار، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص: 25-24.

(3) \_ المرجع السابق، ص: 25-28.

غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي؛ حيث تحسب قيمته الدفترية بقسمة الأسهم الممتازة كما تظهر بدفاتر الشركة على عدد الأسهم المصدرة، أي أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر بميزانية المنشأة<sup>(1)</sup>.

— إمكانية الاستدعاء والتسديد: على الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها وذلك بعرض أسعار أعلى من الأسعار التي تتداول بها في البورصة أو باستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغب حملتها في ذلك.

— خاصية المشاركة: إذ تتصف هذه الأسهم بصفة المشاركة لأن حملتها، وبعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة، لهم الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.

— الأسهم الممتازة وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

### 2.2.1.3 الاتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة<sup>(2)</sup>:

الأصل في الأسهم الممتازة هو أن التوزيعات ثابتة وتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، ولكن ظهرت مؤخرا اتجاهات جديدة في شأن هذا النوع من الأسهم، وعليه يجب التمييز بين عدة أنواع للأسهم الممتازة:

#### أ\_ أسهم ممتازة مجمعة للأرباح **Cumulative Preferred Stock**:

إذا تخلفت المنشأة عن دفع الأرباح الموزعة في سنة ما لعدم وجود أرباح كافية لدفع النسبة المحددة للأسهم الممتازة، فإن الأرباح الموزعة لتلك السنة تنتقل للسنة القادمة. ويتوجب في السنة القادمة على الشركة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة والمستحقة قبل أن تستطيع القيام بأية توزيعات للأرباح على الأسهم العادية.

(1) \_ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 15.

(2) \_ اعتنلت الباحثة على المراجع التالية:

\_ عبد الغفار حنفي وورمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص: 283\_284.

\_ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 17.

\_ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 32\_34.

**ب\_ أسهم ممتازة مشاركة Participating Preseren Stock :**

والتي تسمح لحاملتها بعد استيفاء نسبة الأرباح المحددة لهم في عقد الشركة، مشاركة حصة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية.

ج- أسهم ممتازة للتحويل إلى أسهم عادية:

هي تلك الأسهم التي يحق لحاملتها تحويلها إلى أسهم عادية في المستقبل.

إذ يتيح هذا النوع من الأسهم الممتازة درجة من الاطمئنان بما يقدمه من حق الأسبقية للمساهم في الحصول على أرباح الشركة، وعندما تتحسن أحوال الشركة ويطمئن المساهم إلى قوة مركزها المالي، فقد يقوم بتحويل أسهمه إلى أسهم عادية والاستفادة بمازايما كونه مالكا للشركة.

د- أسهم ممتازة وذات التوزيعات المتغيرة (ARPS) (\*):

هي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة (03) أشهر حيث يتغير هذا العائد وفقا للمتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة لنوع من السندات الحكومية وهي سندات الخزينة ( Treasury Bonds ) وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم ولا تزيد عن 15.5% من تلك القيمة.

ه- أسهم ممتازة لها حق التصويت:

يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحامله الحق في التصويت في مجلس الإدارة \_ الأسهم الممتازة عموما لا تعطي هذا الحق \_ وذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.

**2.3. المتوجات التي تمثل مديونية الشركة:**

إن أهم المتوجات التي تمثل ديناً على الشركة أو الجهة المصدرة بصفة عامة، هي السندات بمختلف أنواعها والتي تمثل صكوك دين طويلة الأجل عكس الأسهم التي تمثل مستندات ملكية.

**1.2.3 السندات:**

يمثل السند مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضاً الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية. وعادة ما يكون هذا العائد أكبر من العائد السائد في السوق وذلك بهدف بيع السندات بسرعة وتلبية احتياجات الشركة التي تحتاج الأموال.

(\*) \_ Adjustable Rate Preferred Stock.

وللسند قيمة سوقية تتحدد على ضوء المخاطر التي يتعرض لها حامله، وتتفاوت تواريخ استحقاقه، فقد تكون قصيرة الأجل، متوسطة أو طويلة الأجل، والتي قد تمتد إلى 20 سنة وربما أكثر<sup>(1)</sup>.

### 2.2.3 خصائص السندات<sup>(2)</sup>:

تتميز السندات كأوراق مالية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

أ\_ يحمل صك السند اسم المقترض، قيمة القرض، عدد السندات المصدرة، القيمة الاسمية للسند، سعر الإصدار، السعر الواجب دفعه للحصول على السند، وإذا كان هذا السعر يساوي سعر الإصدار يقال إن السند اصدر متكافئا، وإذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية يقال إن السند اصدر " بعلاوة إصدار، prime d'émission"، ويكون السند " بعلاوة تسديد، prime de remboursement" إذا كان مبلغ التسديد أكبر من القيمة الاسمية.

ب\_ يوفر السند لحامله دخلا مستقرا يتمثل في سعر الفائدة، سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق.

ج- للسند تاريخ استحقاق، حيث تلتزم الجهة المصدرة بإرجاع قيمته لحامله في تاريخ الاستحقاق.

د- قابلية السند للتداول حيث يحق لحامله بيعه في السوق المالية عندما يريد التخلي عنه، كما يحق له التنازل عنه.

هـ- لا يشارك حامل السند في الجمعية العامة للمساهمين وبذلك لا يتدخل بالشؤون الإدارية للشركة ولا يحق له الترشح والانتخاب.

و- يمكن لحامل السند الاطلاع على الوثائق التي تنشر لجمعيات حملة السندات.

ي- من الناحية المالية يعتبر السند قرض قصير أو متوسط أو طويل الأجل حسب نوعه وبالتالي يحصل صاحبه على فائدة فقط وعادة ما تحمل على حساب الأرباح والخسائر وبالتالي تخفض من الأرباح قبل الضريبة أي أنها ذات تكلفة أقل من الأسهم.

ن- تعتبر السندات اقل الأوراق المالية مخاطرة لأنها توفر لحاملها الحق في الحصول على حقه قبل حملة الأسهم في حالات التصفية.

(1) \_ Ceneco, " Dexeco de l'économie ", Dunod, Paris, 1980, p : 118.

(2) \_ اعتمدت الباحثة على المرجعين التاليين:

\_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 34.

\_ محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 49\_48.

3.2.3 الأنواع الأخرى من السندات<sup>(1)</sup>:

تميزت السندات كأوراق مالية بكثرتها حتى قسمت إلى عدة تقسيمات أهمها التقسيم القائم على السندات التقليدية والسندات الأخرى حيث لا يكون لأصحاب السندات التقليدية سوى الحقوق العادية وهي الحصول على الفائدة المحددة واسترداد قيمة السندات في موعد الاستحقاق وليس لها أي امتيازات خاصة على أصول الشركة، وهذا النوع يصدر اعتمادا على الثقة في مركز الشركة المالي وسمعتها في مجال الأعمال. في حين تتسم السندات الأخرى بمرونة أكبر فيما يتعلق بآجال الاستحقاق، معدلات الفائدة وهي كثيرة لهذا سنتطرق إلى أهمها:

أ\_ السندات التي لا تحمل معدلا للكوبون<sup>(\*)</sup> zéro coupon:

تباع هذه السندات بخضم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق. ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع في حالة ما إذا باعه، وتتسم هذه السندات بأن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تاريخ الاستحقاق أو عند البيع.

## ب\_ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم :

هي تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى، خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة، وبذلك يصبح من مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم. وتتم عملية التحويل وفقا لشروط محددة مقدما وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار. فحملة هذا النوع من السندات يمكنهم الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبيا، والتحول إلى مساهمين والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية. وعادة ما يكون هذا النوع من السندات قابلا للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية. وبالطبع تكون قيمة التحويل ( conversion value ) أعلى من سعر الاستدعاء ( call price ).

(1) اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ عبد الغفار حنفي ورحيمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص ص: 284\_288.

\_ محفوظ جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية "، مرجع سابق، ص ص: 53\_69.

\_ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص ص: 23\_33.

(\*) الكوبون ( القسيمة أو القصاص ) هو عبارة عن جزء من جملة أجزاء متماثلة تشكل امتدادا للورقة المالية. ويمكن قص الكوبون في الميعاد بقصد تحصيل الدخل المنتظر منه مثلا: الفائدة السنوية المقررة وعلى هذا الأساس فان الكوبون هو بمثابة إذن bon بمبلغ من النقود.

ج- السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات ( OBSO )<sup>(\*)</sup>:

إن امتلاك هذا النوع من السندات يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً. إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار. وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.

## د- السندات المضمونة بأصول الشركة:

قد تصدر الشركات سندات بضمان بعض ممتلكاتها، كالأراضي أو المباني أو الآلات أو حتى أوراق مالية أخرى. وعادة ما يكون هذا النوع من حملة السندات محمياً صراحة في وثيقة أو اتفاق الإصدار حيث لهم الأولوية في استرداد مستحقاتهم من الأصل المرهون، وبالتالي لا يحق للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول بالبيع أو التنازل.

## هـ - السندات غير المضمونة:

على عكس السندات المضمونة، فإن السندات غير المضمونة لا تكون مرتبطة بأي أصل من أصول الشركة، ولذلك يتضمن عقد الإصدار عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر أصحاب هذه السندات، كإصدار مثل هذه السندات مرة أخرى أو زيادة الاستدانة، مما يشجع المستثمرين على الإقبال على مثل هذه السندات.

## و- السندات بمعدل فائدة متحرك :

تم استحداثها في بداية الثمانينات من القرن الماضي لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما أنجر عنه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وخاصة منها طويلة الأجل، بشكل الحق بحملتها خسائر كبيرة جداً. وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة (06) أشهر، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق. وقد وجد هذا النوع من السندات من اجل المحافظة على مصالح كل من المنشآت المصدرة لها وكذا جمهور المستثمرين فيها.

## ي- السندات المرتبطة بالمؤشرات Indexed Bonds :

هي سندات يرتبط معدل الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي أو الاثنان معا بتغيرات مؤشر معين ( مستوى المعيشة، مستوى أسعار التجزئة، مستوى أسعار الجملة، معدل التضخم... )، وذلك للمحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند.

<sup>(\*)</sup> \_Obligation à Bons de Souscription aux Obligations.

ن\_ السندات منخفضة الجودة ( الرديئة ) **Junk Bonds** :

ظهرت في الثمانينات من القرن الماضي لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة، وعادة ما يترتب عليها زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بقدر كبير من المخاطر.

ع- السندات المشاركة:

وهي تشبه الأسهم الممتازة المشاركة، حيث تمنح المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية، بل وفي جزء من أرباح الشركة.

س- السندات ذات الدخل:

يحقق لحملة هذا النوع من السندات الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي تحققه الشركة، لكن لا يجوز لهم المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها هذه الأخيرة أرباحا.

## ر- السندات الحكومية ( الربوع ):

تصدر هذه السندات من طرف الحكومات بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في الميزانية، أو تمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية، أو لتخفيض معدل التضخم، وينظر المستثمر إلى هذا النوع من السندات على أنها أكثر جاذبية، إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، إضافة إلى تضائل مخاطر عدم السداد.

وإذا أخذنا الولايات المتحدة الأمريكية كمثال لهذا النوع من الأوراق المالية نجد أنها تنقسم إلى قسمين رئيسيين الأول تقوم بإصداره الحكومات المركزية والثاني تصدره الحكومات المحلية.

3.3 المتوجات التي تجمع بين الملكية والدين<sup>(1)</sup>:

تجمع هذه الأوراق المالية بين خصائص الأسهم حيث تعطي لحاملها الحق في امتلاك جزء من رأسمال الشركة وبين خصائص السندات من حيث أنها تمثل دينا عليها، وتتسم هذه الأوراق بكثرة عددها لذا نكتفي بذكر البعض منها على سبيل المثال لا الحصر:

(1) \_ Philippe Spieser, Op-cit, p p : 73\_75.

أ\_ أوراق المساهمة<sup>(\*)</sup>:

هي شهادات قابلة للتداول تصدر لأغراض مختلفة من طرف شركات المساهمة، وباعتبار هذه الأوراق أوراق تجمع بين خصائص الأسهم والسندات فإن دخلها يتكون من جزأين، جزء ثابت وجزء آخر متغير حسب النتائج المحققة من قبل المصدر.

ب\_ السندات بقسيمات الاكتاب في الأسهم (OBSA)<sup>(\*\*)</sup>:

يمنح هذا النوع من الأوراق المالية الحق لصاحبها في الاكتاب باسهم الشركة المعنية، حيث أن تسليم إحدى القسيمات المرفقة بالسند يمكنه من الاكتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة معينة مسبقا، فحامل هذه السندات بالإضافة إلى احتفاظه بصفته كدائن بإمكانه أن يصبح مساهما في فترة قادمة.

## ج- شهادات الاستثمار:

يتمتع حملة هذه الأوراق المالية بنفس حقوق أصحاب الأسهم العادية ما عدا حق التصويت الذي يحرم منه أصحاب هذه الشهادات، فيمكن اعتبار هذه الشهادات جزء من السهم، إذ يمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها ولا يمكن التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار، وعليه يسمح إصدار هذه الشهادات بالحصول على مصادر تمويل دون التخلي عن السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامى.

## 4.3 المتوجات المالية المتطورة:

إن الإقبال على الأسواق المالية قد دفع بالشركات والمستثمرين لإيجاد أدوات مالية جديدة تسمى بعقود المشتقات، وتعرف بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول محل التعاقد مثل الأسهم أو السندات، وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينات من القرن العشرين واتسع بدرجة كبيرة في سنوات التسعينات<sup>(1)</sup>.

ويهدف استعمال هذه المشتقات إلى التحوط (Hedging) من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول، كما تعتبر كفرص استثمارية، إضافة إلى كونها تستعمل كأدوات للمضاربة<sup>(2)</sup>، ومن أهم أنواع عقود المشتقات الآتي:

<sup>(\*)</sup> هناك أوراق أخرى اسمها قريب من اسم هذه الأوراق هي "أوراق المشاركة" وهي أوراق تصدرها مؤسسات لا تهدف للربح، مثل المؤسسات ذات الطابع العلمي والثقافي والجمعيات الخيرية.

<sup>(\*\*)</sup> \_Obligation à Bons de Souscription aux Actions.

<sup>(1)</sup> \_ إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 97.

<sup>(2)</sup> \_ Philippe Spieser, Op-cit, p p : 95.

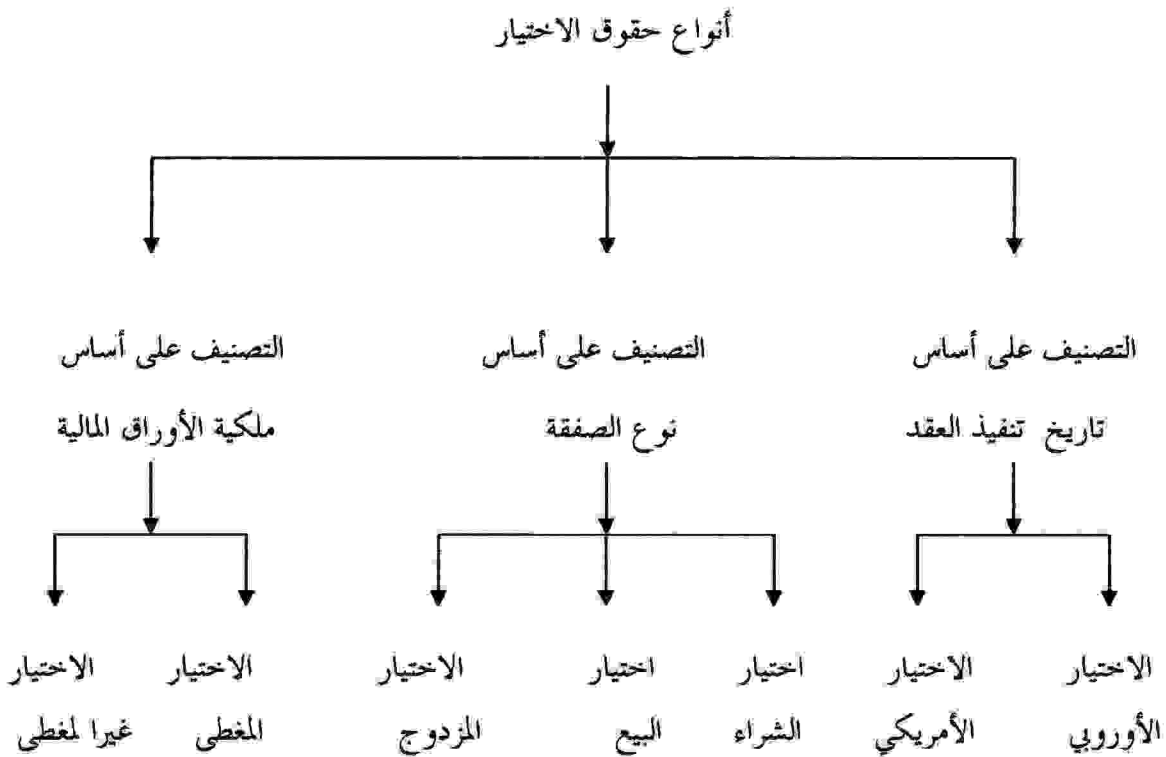
## 1.4.3 عقود الاختيار Options:

سوق الاختيار هي إحدى صور العقود المستقبلية ومن أبرز هذه الأسواق سوق " شيكاغو " وسوق " لندن " حيث يتداول في هذه السوق عقود الاختيار، والتي تعتبر أحد أدوات الاستثمار الحديث والتي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها وتحديدًا مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي بحوزته أو التي يريد شراءها أو بيعها في وقت لاحق.

و تسمى حقوق الاختيار، كونها تمنح مشتري العقد الحق في تنفيذ العقد أو الرجوع عن التنفيذ، و ذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفعه الطرف المخر لل عقد على سبيل التعويض ( مكافأة PRIME )<sup>(1)</sup>.

ويمكن تصنيف الخيارات إلى عدة أنواع تختلف باختلاف المعيار المأخوذ في التصنيف، وذلك ما هو مبين في الشكل الموالي.

شكل رقم (08): أنواع حقوق الاختيار.



المصدر: منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، مرجع سابق، ص: 06.

(1) \_ محمود سخون، " دروس في الاقتصاد النقدي والمصرفي "، مطبعة جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2004/2003،

## أ- التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ العقد:

على هذا الأساس يمكن أن نميز بين الاختيار الأمريكي والاختيار الأوروبي، فالاختيار الأمريكي ( American Option ) يعطي لصاحبه ( المستثمر ) الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأوراق المالية أو أصول أخرى على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاؤه المستثمر، وذلك خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد، أما الاختيار الأوروبي فلا يمكن تنفيذه إلا في تاريخ استحقاقه، وكما يبدو فإن الاختيار الأمريكي أكثر مرونة من الاختيار الأوروبي وذلك لما يوفره لحامله من حرية في تنفيذه، وعلى هذا تكون المكافأة الخاصة به أكبر من مكافأة الاختيار الأوروبي (1).

## ب- التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية:

وفق هذا المعيار نميز بين الاختيار المغطى والاختيار غير المغطى، فالاختيار المغطى هو حق اختيار بيع أو شراء أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها، أما الاختيار غير المغطى فهو حق اختيار بيع أو شراء أو هما معا وفيه لا يكون المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

في هذه الحالة يكون هناك فرق بين المحرر الذي يملك الأسهم التي يتعاقد بشأنها، وبين المحرر الذي لا يملكها ويضطر إلى شرائها عند لحظة التنفيذ، ومن ثم فإن خسائر هذا الأخير تكون مؤكدة إذا فاقت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ القيمة المتفق عليها مضافا إليها قيمة المكافأة. أما المحرر الذي لا يملك الأسهم فإن تكبده لخسائر فعلية يتوقف على القيمة التي كان قد سبق وأن اشترى بها الأسهم (2).

## ج- التصنيف على أساس نوع الصفقة:

على أساس هذا المعيار يمكن تصنيف حق الاختيار إلى ثلاثة أنواع أساسية هي: اختيار الشراء، اختيار البيع والاختيار المزدوج.

## أولاً: اختيار الشراء Call Option

هو اتفاق بين المستثمر ومالك الأسهم على الشراء لمجموعة أسهم بسعر اليوم شريطة أن يدفع المستثمر مكافأة مالية تحدد بجزء من قيمة السهم ويحق للمستثمر بموجب هذا الاتفاق تثبيت الشراء عند حلول موعد العقد أو رفضه.

(1) - محفوظ جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية "، مرجع سابق، ص: 90\_91.

(2) - محمود محتون، مرجع سابق، ص: 147\_148.

فإذا تحققت تنبؤات المستثمر وانخفض سعر الأسهم، ففي هذه الحالة سيطالب المستثمر (مشتري الاختيار) من الطرف الثاني (محرر الاختيار) تنفيذ الاتفاق، أي شراء الأسهم التي يملكها، وحيث أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بنفس القيمة، فإن خسائره ستحصر في قيمة المكافأة، ولن تزيد عن ذلك مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المنصوص عليه في الاتفاق.

أما خسائر الطرف الآخر، أي المحرر، فغير محدودة، إذ تتوقف على ما وصل إليه الانخفاض في سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد، أما إذا ارتفعت قيمة الأسهم في التاريخ المتفق عليه، حينئذ يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ الاتفاق، أي لن يبيع الأسهم لمحرر حق الاختيار بالسعر المنصوص عليه في العقد، وسيفضل بيعها في السوق، ويحقق صافي ربح بعد خصم المكافأة التي دفعها لمحرر الاختيار، ويرتفع صافي الربح بارتفاع القيمة السوقية للسهم وقت تنفيذ التعاقد. أما بالنسبة لمحرر الاختيار فإنه يحقق ربحاً يتمثل في قيمة المكافأة. ويكون بذلك حقق أرباحاً غير محددة في حالة ارتفاع الأسعار وحصر نفسه بخسارة تعادل قيمة المكافأة في حال انخفاض الأسعار بشكل حاد<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: خيار البيع Put Option

هو عقد أو اتفاق لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد مسبقاً طبقاً لأسعار اليوم وذلك خلال مدة محددة أيضاً مسبقاً، يدفع بموجبه البائع أو صاحب حق الخيار بالبيع للمستثمر مكافأة محددة بجزء من قيمة الأسهم، وعند حلول الأجل إما أن يتخذ البائع الخيار أو يرفضه استناداً للمستوى العام للأسعار في السوق<sup>(2)</sup>.

فإذا ارتفعت القيمة السوقية في تاريخ الشراء، وأصبح العقد قابلاً للتنفيذ حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي يطلب أن يبيعه محرر الأسهم المتفق عليها بالسعر المتفق، ويكون المستثمر قد حقق ربحاً صافياً يمثل الفرق بين المكافأة التي دفعها إلى محرر الاختيار والزيادة في سعر الأسهم، ويزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ أما محرر الاختيار فيتعرض إلى خسارة. وتزداد خسارته كلما زادت القيمة الاسمية للسهم. أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت قيمة السهم، بما يعني أنه أصبح غير قابل للتنفيذ قلن يطلب المستثمر تنفيذه، وحينئذ ستحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة، والتي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها محرر الاختيار.

(1) - علي كنعان، مرجع سابق، ص: 20.

(2) - المرجع السابق، ص: 21.

## ثالثاً: الخيار المزدوج (سياسة سترادل Straddle)

تستخدم هذه السياسة عندما يتم شراء خيار شراء وخيار بيع في نفس الوقت لذات الأصل المالي، متماثلة من حيث تاريخ التنفيذ وسعر الممارسة وتستخدم هذه السياسة عندما:

– يتوقع مشتري سترادل تحركات كبيرة في سعر السهم لكنه لا يستطيع تحديد اتجاه هذه التحركات.

– يتوقع بائع سترادل حدوث تطور طفيف في أسعار الأسهم .

ويمكن إجمال محتوى سياسة سترادل فيما يلي:

إذا كان سعر السهم مرتفعاً قبل تاريخ التنفيذ، فإن المستثمر يحقق أرباحاً من خيار الشراء بينما يحقق خسائر من خيار البيع، والعكس يحقق المستثمر خسائر من خيار الشراء وربحاً من خيار البيع إذا أصبح السعر منخفضاً عند التنفيذ. ولكي تحقق سياسة سترادل أرباحاً يجب أن يكون الربح من أحد الخيارين أعلى من الخسائر المحققة من الخيار الآخر (1).

## د- الأشكال المختلفة للخيارات الحديثة:

في هذه الحالة تكون الخيارات حسب النتائج المترتبة عليها لا على أساس التصنيف، حيث أن الخيارات التقليدية يكون فيها صاحب الخيار أمام تنفيذ الخيار أو التنازل عليه، أما الخيارات الحديثة فيمكن بيعها في السوق دون حرج وتتخذ هذه الخيارات ثلاثة أشكال هي:

❖ عقود الخيارات القابلة للتداول والتي تنصب على الأسهم:

إضافة إلى حق حائز الخيارات في أن يشتري أو يبيع الأسهم محل العقد، أو يتنازل عن عقده، فله أن يعيد تداول العقد في السوق وهذا ما يتيح لمكتب الخيار إدارة محفظة أوراقه المالية بحرية أكبر عن طريق إعادة بيع خياره ومن ثم استرداد أمواله.

❖ عقود الخيارات القابلة للتداول التي تزيد على مؤشر البورصة:

يتيح هذا النوع من العقود للمستثمرين في الأوراق المالية التنوع في محافظ أوراقهم المالية، وذلك لتعويض الخسارة التي يمكن أن تلحق ببعض تلك الأوراق بالأرباح التي يتوقع أن تتحقق بالنسبة للبعض الآخر.

## ❖ عقود الخيارات من خلال أسعار الفائدة (السندات):

هذا النوع أيضاً من الخيارات التي تعطي للمستثمر حقوق ثلاث: إما الممارسة، أو التنازل أو التداول حسب توقعات سوق رأس المال (2).

(1) \_ محمود سحتون، مرجع سابق، ص: 147.

(2) \_ المرجع السابق، ص: 148.

**2.4.3 العقود الآجلة forward contract :**

تعتبر العقود الآجلة من أقدم المنتجات المالية المبتكرة، وهي عقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل ما في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم والتسديد في ذلك التاريخ اللاحق، وهي عقود تفتقر إلى النمطية والشروط المحددة حيث يخضع كل عقد في شروط للاتفاق بين طرفي العقد<sup>(1)</sup>. فإذا كان سعر الأصل المتفق عليه بين طرفي العقد في تاريخ التسليم مرتفعا عن سعر العقد فإن المشتري يحقق مكاسب على حساب البائع، أما إذا انخفض هذا السعر فإن البائع هو من يحقق أرباحا على حساب المشتري.

**3.4.3 العقود المستقبلية Future Contract :**

يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتر بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق، وغالبا ما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار دون تسليم الأصل محل التعاقد. ويعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل هذه العقود بسبب الهامش المبدئي الذي يودع من قبل الطرفين المتعاقدين لضمان تنفيذ العقد المستقبلي.

وتختلف عقود المستقبلية عن عقود الخيارات بموجب التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاق في النهاية، بينما عقود الخيار تعطي الحق وليس الالتزام لأحد الطرفين هو مشتري الاختيار. كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة عقد الاختيار، بينما يسترد الهامش المبدئي عند تنفيذ العقد المستقبلي.

ويمكن التمييز بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

- \_ العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة، أما العقود الآجلة فلا تتوفر على أسواق ثانوية.
- \_ العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر، في حين العقود الآجلة تفتقر إلى النمطية والشروط المحددة.
- \_ تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت التسوية ( المقاصة Clearing Houses ) وذلك لضمان تنفيذ الصفقات، أما العقود الآجلة فلا يجد المضاربون فيها مكانا لهم.
- \_ يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذلك

(1) إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 97.

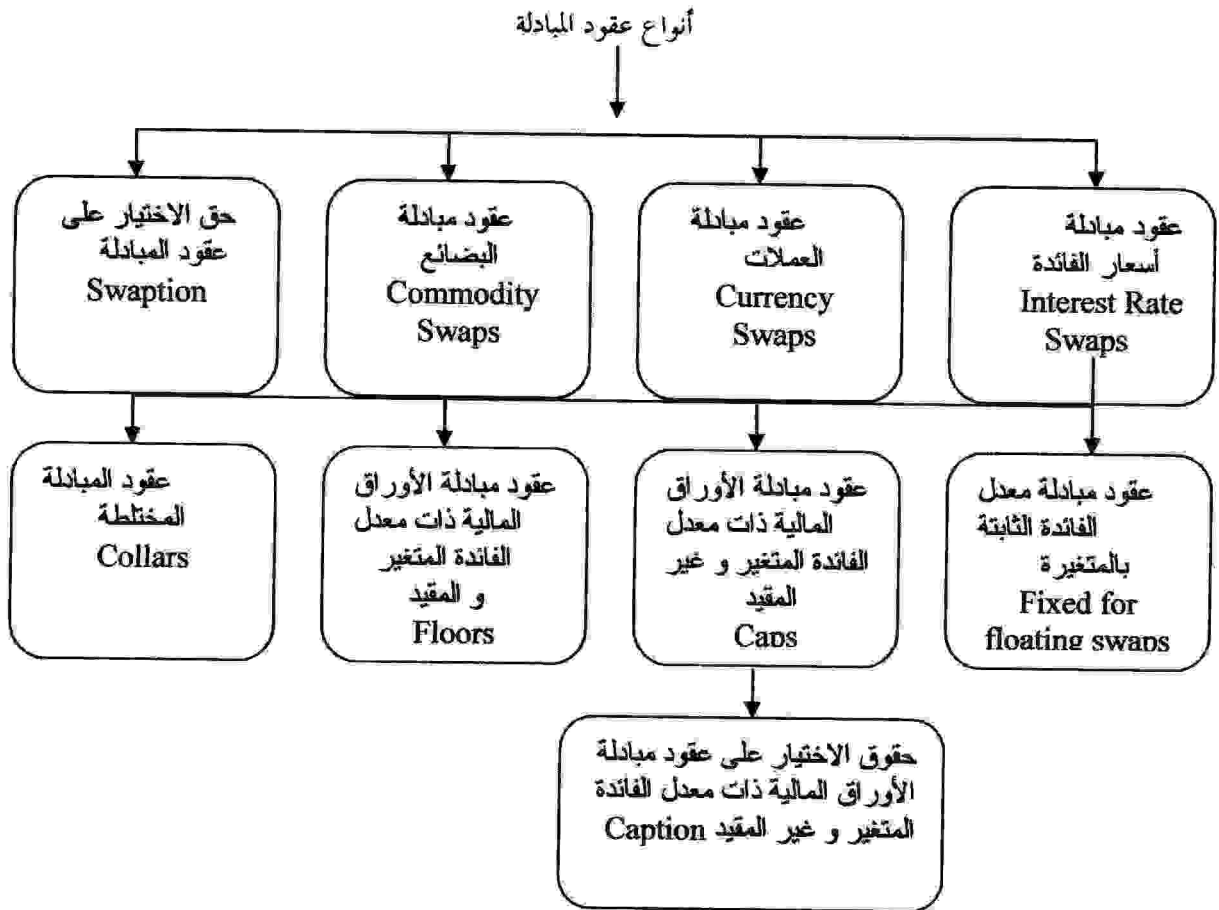
(2) محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 365.

أجزاء تسوية يومية للسعر، أما العقود الآجلة فلا تتطلب ذلك. وتتعدد أنواع المستقبلات حسب نوع وموضوع العقد فنجد مثلا عقود المستقبلات المالية، عقود مستقبلات المحاصيل الزراعية، عقود مستقبلات المعادن الثمينة والمواد الخام، عقود مستقبلات العملات الأجنبية... الخ.

### 4.4.3 عقود المبادلة Swaps:

تعرف عقود المبادلة على أنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية ( شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية... )، وهو ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح أو الخسائر لا يتم تسويتها يوميا، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة و لذلك يعرف بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. وتمثل بذلك عقود المبادلة أحد أدوات التغطية ضد المخاطر وتعتبر من أكثر هذه الأدوات استخداما عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة<sup>(1)</sup>.

#### الشكل (09) أهم أنواع عقود المبادلة .



المصدر: محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 332.

(1) \_ المرجع السابق، ص: 331.

**5.4.3 صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة Warrants :**

تعتبر هذه الصكوك من الأوراق المالية المتداولة في سوق الاختيار وغير المعروفة بالنسبة للكثير من المستثمرين، ويعرف هذا الصك بأنه حق اختيار يعطي لصاحبه حق الاكتتاب خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقا في أسهم الشركة التي أصدرته سواء في فرع من الفروع أو في الشركة الأم، أي أن الصك عبارة عن شهادة يمكن لصاحبها تحويلها إلى سهم أو أكثر من الأسهم العادية حسب رغبته، وإتمام ذلك يجب على حامل هذه الشهادة التخلي عنها للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد ودفع مبلغ من النقود.

وتقوم بعض الشركات بإصدار هذه الصكوك بغرض جمع رؤوس الأموال الضرورية لتغطية احتياجاتها الآنية والتوسعية، وكمقابل لذلك تعطي الحق لحاملها في شراء الأسهم العادية للشركة في فترة قادمة وبسعر محدد أثناء عقد الصفقة.

وعلى الرغم من أن هذه الصكوك تشبه في جوهرها اختيار الشراء إلا أنها تختلف عنه في أن فترة التنفيذ قد تمتد لفترة طويلة وقد تكون أبدية، كما أن الصك تصدره المنشأة المعنية، أما اختيار الشراء قد يجزئه طرف ليس له أي علاقة بالمنشأة بل قد لا يكون يملك الورقة المالية التي يتعاقد على بيعها، ويمكن لشهادة الصك أن تبين عدد الصكوك المقابلة لسهم واحد أو عدد الأسهم المقابلة لصك واحد، وفي غالب الأحيان يكون الصك يقابل سهما واحدا<sup>(1)</sup>.

وبناء على ما تقدم من الأنواع المختلفة للأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، فهي تعكس فرصا واسعة النطاق أمام طالبي وعارضي الأوراق المالية، وبالتالي تتيح فرصا استثمارية ضخمة تعمل على زيادة حجم وتنوع الاستثمارات في المجتمع. ويمكن تلخيص أهم أشكال الأدوات المالية المتداولة في الشكل التالي:

(1) \_Philippe Spieser, Op-cit, p p : 147\_148.

الشكل رقم (10): أهم أشكال الأدوات المالية المتداولة في السوقين المنظمة وغير المنظمة.



المصدر: أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 56.

#### 4. الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال:

بالنسبة للمتدخلين في عمليات سوق رأس المال، هناك من ينظر إليهم على أنهم يمثلون ثلاثة أطراف رئيسية هي: العارضون لرؤوس الأموال، الطالبون لرؤوس الأموال والوسطاء. وفي المقابل هناك من يعتبر الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير سوق رأس المال أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين، وذلك على اعتبار أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبياً.

وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال في:

#### 1.4 العارضون لرؤوس الأموال:

تتمثل هذه الفئة في البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع، صناديق الادخار والنقابات والجمعيات، شركات التوظيف والاستثمار وصناديق الاستثمار ومن أهم وظائف هذه الشركات هو توظيف أموالها وأموال عملائها في سوق رأس المال، ويقصد بالشركات

العاملة في مجال الأوراق المالية تلك الشركات التي تمارس نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية<sup>(1)</sup>؛

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية؛
- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها؛
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية؛
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار؛
- السمسرة في الأوراق المالية.

#### 2.4 الطالبون لرؤوس الأموال:

غالبا ما تتمثل هذه الفئة في الشركات الصناعية، التجارية و القابضة، التي تصدر السندات والأسهم لتمويل احتياجاتها، يضاف إلى هذه الشركات الحكومة التي تصدر السندات لتغطية العجز في ميزانيتها أو لغرض امتصاص السيولة أو لمواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية، كما تصدر السندات أيضا الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو لتمويل الاستثمارات الجديدة، وكذلك تعتمد برامج الخصخصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات، كما تلجأ المؤسسات الأجنبية المقيدة في البورصات المحلية للحصول على فوائض رؤوس الأموال في غير بلدنا مقدمة الفائدة المرتفعة والضمانات.

بصورة عامة يعود الاقتراض إلى عجز رأس المال الداخلي في الشركات الخاصة عن تمويل التكلفة الاستثمارية، أو لضعف الادخار الاختياري أو الإجباري العام عن تغطية احتياجات القطاع العام، أما زيادة العارضين معناه تفضيل الادخار عن السيولة، زيادة الاستقرار، تخفيض سعر الفائدة وزيادة النشاط الاقتصادي<sup>(2)</sup>.

#### 3.4 الوسطاء الماليون:

نقص الخبرة لدى المتعاملين في سوق رأس المال يقف عائقا أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، كما يقف عائقا أمام التوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطر المالية، هذا ما يحتم ضرورة وجود مجموعة من الوسطاء الماليين لهم خبرة كبيرة، يعملون على التوفيق بين رغبات الطالبين والعارضين وتنفيذ الأوامر، أو تحقيق التوظيف الأمثل

(1) - مصطفى رشدي شيحة، "الاقتصاد النقدي والمصري والبورصات"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، 1998، ص: 40.

(2) - المرجع السابق، ص: 402.

بعائد أكبر ومخاطر أقل، بالإضافة إلى الشركات الأخرى العاملة في سوق رأس المال - غير السماسرة - والعناصر المحكمة والمراقبة للسوق<sup>(1)</sup>.

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في سوق رأس المال، فإلى جانب التعامل في الأوراق المالية نجد أن هذه الفئة من المتدخلين قد وسعت نشاطها ليشمل مجالات البحوث والتحليل و تقدم النصائح لمختلف المتعاملين في سوق رأس المال، ولهذا قاموا بإنشاء مراكز البحوث لمتابعة النتائج التي تحققها الشركات المتواجدة في مختلف أنحاء العالم وجمع المعلومات عنها، خاصة المكتتبة لديهم، كما يتابعون كافة التطورات التي قد تمس قطاع معين أو صناعة ما والتي قد تؤثر على القرارات الاستثمارية<sup>(2)</sup>.

و يتمثل أهم الوسطاء الماليون في ما يلي:

#### 1.3.4 السماسرة أو وكلاء التبادل:

السماسرة هم مجموعة من الاختصاصيين في الشؤون المالية لديهم الخبرة والكفاءة في التعامل (بيع وشراء الأوراق المالية) وطرق تداولها وطرق تحصيل كوتيوناتها إلى جانب حيادهم التام في عقد الصفقات، فالعمليات التي تجري في سوق رأس المال لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المعتمدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق.

ويتخذ السماسر شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، وهو يعمل باسمه وحساب الغير ولهذا يعتبر وكيلا بالعمولة<sup>(3)</sup>.

وينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى نوعين أساسيين؛ الأول يتكون من الوسطاء الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها لصالح هؤلاء المتعاملين مقابل عمولة محددة من قبل سلطات البورصة ويعرف هذا النوع باسم (Brokers). أما النوع الثاني فيتكون من الذين يقومون بالتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص، ويعرف هذا النوع باسم (Dealers). أما في البورصات الفرنسية فكان يقوم بهذا الدور وكلاء الصرف المعروفون باسم (Agent de change) الذين انضموا بعد سنة 1988 إلى شركات عرفت بشركات البورصة (Société de Bourse)<sup>(4)</sup>.

#### 2.3.4 صناديق الاستثمار:

هي شكل من أشكال الاستثمار التي ظهرت في أوروبا وأمريكا تهدف لتجميع أموال صغار المدخرين الأفراد للحصول على رأسمال كاف لتوظيفه بشكل اقتصادي في الأسواق

(1) محفوظ جبار، "تنظيم وإدارة البورصة"، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، 2002، ص: 8.

(2) أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 94-98.

(3) علي كنعان، مرجع سابق، ص: 44.

(4) محفوظ جبار، "تنظيم وإدارة البورصة"، مرجع سابق، ص: 5.

المالية، وقد ظهر في أوروبا نوعان من شركات الاستثمار هي: شركات الاستثمار المغلقة، وشركات الاستثمار المفتوحة، حيث أن الشركات المغلقة لم تكن النوع المطلوب للأسواق المالية لذلك تطورت الشركات الاستثمارية المفتوحة و انتشرت لتصبح الشكل السائد في الاستثمار بالولايات المتحدة، وأوروبا واليابان حيث يوجد في الولايات المتحدة حاليا 1500 صندوق استثمار تساهم في تنشيط البورصات الأمريكية.

يقوم صندوق الاستثمار بالأعمال التالية:

أ\_ تجميع المدخرات الصغيرة التي يمتلكها صغار المدخرين في شكل استثمار مشترك لتشكل قوة مالية قادرة على المضاربة في سوق رأس المال.

ب\_ تشكيل رأسمال كاف للدخول إلى سوق رأس المال حيث يتطلب تأسيس أي شركة رأسمال كبير وبالتالي يساهم تجميع هذه المدخرات في تشكيل رأسمال يساعد الصندوق على ممارسة نشاط المضاربة في سوق رأس المال.

ج\_ تشكيل محافظ استثمارية متنوعة من الأسهم والسندات والأوراق المالية تستطيع أن تدر للشركة الأرباح وتجنبها مخاطر الإفلاس.

د\_ يتم تشكيل إدارة للصندوق من الأعضاء المشاركين أو يعهد للخبراء والاختصاصيين بإدارة الصندوق مقابل عمولة محددة وعادة ما يكون عدد أعضاء مجلس إدارة الصندوق من الأعضاء المشاركين وحوالي 40% من خارج الصندوق وذلك لدعم نشاطات الصندوق وإنجاحه<sup>(1)</sup>.

إن صناديق الاستثمار التي تأسست في أوروبا وأمريكا جاءت استجابة لتجميع الجهود الصغيرة من جهة ومنع الغش والتلاعب من جهة أخرى حيث تشكل ظاهرة جامعي الأموال ظاهرة سلبية في كل اقتصاد لا يشجع الجهود الجماعية في الاستثمار لذلك ينبغي على الدول النامية التي تمتلك أسواقا مالية حديثة أن تصدر قرارات وقوانين تشجع على تأسيس شركات استثمار الأموال وتراقب عملها في البداية لكي تشكل نواة الاستثمار ليس في سوق رأس المال فحسب، بل وفي كافة الأنشطة الإنتاجية والخدمية.

وضرورة التغلب على معوقات الاستثمار وإعادة النظر في التشريعات والسياسات والإجراءات لتهيئة المناخ الاستثماري الملائم، وتشجيع قيام الشركات المساهمة وتذليل الصعوبات القائمة في سبيل إنشائها، والعمل على تعديل قوانين الشركات لهذا الغرض بغية إعطاء الضمانات الكافية لصغار المساهمين وجعل الاستثمار عملا جذابا من وجهة نظر المستثمرين.

(1) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 54.

## 3.3.4 المحكمون والمراقبون:

إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبين والتوفيق بين رغباتهم المتعارضة وتنفيذ أوامرهم تحتاج إلى السماسرة فإن وظيفة سوق رأس المال لا تتمثل في إتمام العمليات فقط، بل تعمل أيضا على نظامية العمليات وشرعيتها والرقابة على السوق لمنع الانحرافات والاطمئنان على سلامة العملية، والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، ولأجل ذلك يكون لكل سوق رأسمالية مجلس إدارة ومحكمين توكل إليهم وظيفة التنظيم والتثمين والمعلومات والرقابة<sup>(1)</sup>.

(1) \_ مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص: 405.

## II. فعالية سوق رأس المال:

يعكس مفهوم السوق الفعالة استجابة أسعار الأوراق المالية وبسرعة لجميع المعلومات المتاحة في السوق، وعليه فإن المغالاة في تفسير تلك المعلومات قد يؤدي إلى نتائج غير إيجابية فارتفاع الأسعار دون مبرر اقتصادي هذا يعني أنه سوف تحصل أزمات لاحقة وبالمقابل إذا اتجهت نحو الهبوط بغض النظر عن المعلومات فإن الاقتصاد الوطني بدأ يعاني من الركود وبدأت يوادر هروب المستثمرين إلى دول أخرى.

ولكي تستمر سوق رأس المال في أداء دورها المتميز في التخصيص الكفء للموارد المتاحة لا بد أن تعمل هذه السوق بفعالية عالية، بناء عليه سنتناول فيما سيأتي بشيء من التفصيل مفهوم فعالية سوق رأس المال، متطلباتها، كيفية تحقيقها، المرتكزات الأساسية لتحقيقها، صيغها المختلفة، أهميتها وشروط قيامها.

### 1. مفهوم وكيفية تحقيق فعالية سوق رأس المال:

تشكل سوق رأس المال ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي، ويبرز دور هذه الأسواق كإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية مختلفة.

وفعالية سوق رأس المال تنعكس بصورة مباشرة على فعالية وتطور الاقتصاد ككل، وهو ما يستوجب ضرورة الاهتمام بتحقيق وتحسين فعالية هذه الأسواق<sup>(1)</sup>.

### 1.1 مفهوم فعالية سوق رأس المال:

يقى مفهوم فعالية السوق الأساس القاعدي لكل النظرية المالية الحديثة بالرغم من عدم الاتفاق في تحديد معناه ومدى جدواه، ذلك لأن هذه الفكرة كانت محل جدل كبير ومازالت موضوع اختلاف بين أولئك الأكاديميين أو المهنيين المختصين بمثل هذه الأسواق.

حيث تعرف السوق الفعالة بأنها " استجابة الأسعار في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه تدفعهم للشراء أو البيع"<sup>(2)</sup>، وتعرف أيضا بأنها " تلك السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيها مساوية لقيمتها

(1) محمد براق، " بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998/1999، ص: 187.

(2) Gillet Philippe, " L'efficience des marchés financiers ", Economica, Paris, 1999, p : 11.

الحقيقية وتتحرك عشوائياً<sup>(\*)</sup> دون إمكانية السيطرة عليها.<sup>(1)</sup> ، وهناك من يعرفها بأنها " السوق التي تكون فيها القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس القيمة الحقيقية، بحيث يكون كل مستثمر مقتنع أن تقديراته سليمة وأنه لا يستطيع تحقيق ربح غير عادي يفوق ربح المستثمرين الآخرين، فالعائد المتاح يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية محل الصفقة، وبذلك فإن كل معلومة جديدة ترد إلى السوق سوف تؤثر من جديد على القيمة السوقية للسهم فيما أن ترفع السعر أو تخفضه"<sup>(2)</sup>.

إذن يمكن القول عن سوق لها فعالة إذا توافرت جميع المعلومات المتاحة والمتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل، وانعكس أثرها على أسعار الأوراق المالية وحجم التعامل في السوق. وتشمل هذه المعلومات: القوائم والتقارير المالية، السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات السابقة، تحليلات وتقارير عن الوضعية الحالية للشركة أو التوقعات المستقبلية، إضرابات أو نزاعات عمالية، الإعلان عن زيادة في التوزيعات أو في الأرباح المتولدة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية.

ففي ظل هذه السوق تكون القيمة السوقية للورقة المالية تعبر بدقة عن قيمتها الحقيقية، حيث تمثل القيمة الحقيقية القيمة الحالية للنتائج النقدية المتوقعة في المستقبل من الورقة المالية، ويتم تقدير هذه النتائج بواسطة محللين ماليين لديهم الكفاءة والمعلومات الدقيقة،<sup>(3)</sup> أو بعبارة أخرى، تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه - والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوي تماماً القيمة السوقية للورقة المالية يوم شرائها<sup>(4)</sup>، وهذا ما يمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{C_n}{(1+i)^n}$$

(\*) بمعنى أن تغير الأسعار من يوم لآخر يعتبر مستقلاً ويتبع " قانون الصدفة ".

(1) عصام فهد العريبي، " الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية والتطبيق ) "، دار الرضا للنشر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002،

ص: 46.

(2) صلاح الدين حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية "، مرجع سابق، ص: 24.

(3) محمد صالح الخناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 156.

(4) ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 8.

حيث:

 $C_0$ : القيمة الحالية للسهم. $Dt$ : توزيعات الفترة (t). $i$ : معدل العائد المطلوب. $C_n$ : قيمة السهم في الفترة (n).

ونشير في هذا الصدد إلى أن مفهوم فعالية السوق يقوم على أساس مثير للاهتمام وللتعجب على حد سواء وهو أنه لا يتحقق إلا إذا كان هناك عدد لا بأس به من المستثمرين يعتقد كل واحد منهم بعدم فعالية السوق، ويكون هذا الاعتقاد دافعا لهم في أن يجتهد كل منهم في جمع المعلومات وتحليلها بغية الاستفادة منها، وهو الأمر، الذي يساهم في تحقيق فعالية السوق من خلال التغير السريع والشبه الآلي لأسعار الأوراق الجارية في السوق وعدم تمكن هؤلاء المستثمرين من الحصول على أرباح غير عادية على أقرانهم<sup>(1)</sup>.

كما يمكن القول أن السوق الفعالة تقوم بالتوزيع الفعال للمدخرات المتاحة على أفضل الاستثمارات (فعالية التخصيص)، حيث يلتقي كل من المقرضين والمقترضين المتنافسين من أجل تعظيم منافعهم، وهذا ما يجعل الموارد المالية تمر عبر قنوات لتصل إلى الاستثمارات الأكثر ربحية ومردودية، وفي هذا الشأن يقول البعض بأنه يمكن الحكم على السوق بأنها تمتاز بفعالية التخصيص إذا تحددت الأسعار بطريقة تجعل المعدل الحدي للعائد لكل من المنتجين والمدخرين متساويا، أي أن التعامل في تلك السوق يتم بأسعار يستفيد منها كل من المقرضين والمقترضين<sup>(2)</sup>.

## 2.1 الكيفية التي تتحقق بها فعالية السوق<sup>(3)</sup>:

يسعى جميع المستثمرين لتحقيق أقصى منفعة ممكنة من وراء ما لديهم من مدخرات، ومن ثم فقد يتنافسون فيما بينهم لتعظيم الأرباح المحققة من الصفقات التي يبرمونها، وكما نعلم مما

(1) \_ محمد براق، مرجع سابق، ص: 188.

(2) \_ إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 32.

(3) \_ راجع:

\_ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 491\_493.

\_ Pierre Berger, " Le marchés monétaire ", Traduction arabe de Ali Mokalled, Editions Oueidat, Beyrouth\_ Paris, 1978, p p : 98\_110.

سبق فإنه في ظل السوق الفعالة لا سبيل أمام كل منهم سوى السبق في الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين لأجل معرفة ما إذا كانت القيمة الحالية للسهم في ظل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية، وذلك لأجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم قبل غيره، وبالتالي إمكانية تحقيق أرباح غير عادية لا يحققها الآخرون، لكن هذا في أغلب الأحيان لا يتحقق لأي مستثمر، لأن عملية جمع وتحليل المعلومات المتاحة ليس من الواجب أن يقوم بها المستثمرون أنفسهم، بل تقوم بها نيابة عنهم بيوت السمسرة، مستشاري الاستثمار، المكاتب المستقلة للبحوث والدراسات، الأجهزة الحكومية أو الصحف والمجلات المتخصصة، وفي هذا المناخ التنافسي فيما بين مختلف هذه الجهات التي تتنافس فيما بينها لخدمة المستثمرين، يتوقع أن تصل نتائج التحليل إلى المستثمرين بسرعة كبيرة وفي نفس الوقت تقريبا، أي ليس بإمكان أي منهم الحصول على المعلومات قبل غيره على تقييم السعر الذي يباع به السهم، وإذا ما كان أكبر أو أقل من قيمته الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة، وعليه يصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

ففي ظل السوق الفعالة لا يوجد هناك فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج

وحصول كافة المستثمرين عليها، فالمعلومات عن وجود فرق بين القيمة السوقية الحالية للسهم وقيمه الحقيقية نتيجة ورود معلومات جديدة سوف يتم تحليلها بسرعة لتصل إلى الجميع وفي نفس الوقت وهذا ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعكس قيمته الحقيقية دون أن يكون لأي مستثمر فرصة تحقيق أرباح غير عادية وحتى إذا ما حقق المستثمر عائدا إضافيا نتيجة المبالغة في تحليل المعلومات فإن التكاليف الإضافية للتحليل قد تعادل وربما تفوق العائد الإضافي الذي حققه.

## 2. فعالية السوق بين الفعالية الكاملة والفعالية الاقتصادية:

لقد أثار مفهوم فعالية سوق رأس المال الكثير من الاهتمام، فلكي تكون السوق فعالة لا بد أن توجد فئة من المستثمرين الذين يعتقدون بأن السوق غير فعالة، وبسبب هذا الاعتقاد يتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها، الشيء الذي يؤدي إلى تغير القيمة السوقية للورقة المالية لتعادل قيمتها الحقيقية، وحينئذ تتحقق للسوق الفعالية المنشودة.

ويمكن التمييز في هذا المجال بين الفعالية الكاملة والفعالية الاقتصادية:

### 1.2 الفعالية الكاملة:

يفترض مفهوم الفعالية الكاملة عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم بحيث يؤدي ذلك إلى

تغير قوري في الأسعار صعودا أو هبوطا، هذا بالإضافة إلى عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات وبالتالي لا يمكن أن تتاح أي فرصة لأحدهما دون الآخرين<sup>(1)</sup>.

وتتحقق الفعالية الكاملة في سوق رأس المال عندما تتوفر الشروط التالية<sup>(2)</sup>:

- \_ تمتع المستثمرين بحرية تامة لعدم وجود أية قيود على التعامل داخل السوق، فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، ومن ثم تماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم، كما لا توجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
- \_ يعتبر السعر داخل السوق معطى، على افتراض وجود عدد كبير من المتعاملين في السوق، بحيث أن حجم الصفقة التي يقوم بها أي من هؤلاء المستثمرين لا يمثل إلا جزءا صغيرا من الحجم الكلي للسوق وبالتالي لا يكون لها تأثيرا ملموسا على أسعار الأوراق المالية.
- \_ إمكانية تقسيم قيمة الورقة المالية إلى أجزاء صغيرة أي الاشتقاق بحيث يستطيع أي مستثمر أن يشتري أو يبيع أي كمية من الأسهم مهما كان حجمها وذلك بسهولة ويسر نسبيا.
- \_ يتمتع المستثمرين بالرشد والعقلانية بحيث أنهم يسعون جميعا إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع والشراء داخل السوق.

يتضح من هذه الشروط أنه من غير الممكن توفر حالة الفعالية الكاملة عمليا إذ توجد هناك قيود تضعها التشريعات والتنظيمات وهناك تكاليف للمعاملات، وهذا ما يؤدي إلى حدوث اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية، فمهما بلغت درجة فعالية السوق فإنه سوف يبقى هناك اختلاف ولو طفيف بين السعر السوقي للورقة وقيمتها الحقيقية.

## 2.2 الفعالية الاقتصادية:

إن الكلام عن الفعالية الاقتصادية للسوق يفترض وجود فاصل زمني بين تجدد المعلومات حول السوق وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل. غير أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب المفروضة

(1) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 121.

(2) \_ اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 145.

\_ ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 9.

\_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 122.

وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل (1).

وتتأثر الفعالية الاقتصادية بجملة من العوامل تحول دون تحقيق التخصيص الفعال للموارد المتاحة، ومن بين أهم العوامل التي تضعف الفعالية الاقتصادية للسوق ما يلي:

### 1.2.2 الإشاعات:

تؤدي الإشاعة إلى معرفة الوضع البيكولوجي للسوق، لكن عندما تسود السوق إشاعات لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تتسبب في إحداث تغيرات غير مرغوبة في أسعار الأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى وجود أخطاء في التنبؤ تتمثل في الفرق بين السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية والسعر الذي توقعه المستثمر أن يرد في السوق، وبالتالي يتسبب في إضعاف فعالية السوق.

### 2.2.2 توفر حالة الذعر في السوق:

عندما يسود السوق حالة من الذعر بين المتعاملين لأسباب قد تكون مجهولة، يؤدي إلى حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، قد يؤدي إلى حدوث أزمات في سوق الأوراق المالية، وهو ما يؤدي في النهاية إلى صعوبة التحكم في آليات التسعير.

### 3.2.2 الممارسات غير الأخلاقية:

تؤدي الممارسات غير الأخلاقية التي تسود في السوق إلى إضعاف فعاليتها، ومن شأنها أن تزعزع ثقة المتعاملين، وعليه قد يكون من المفيد إعداد التشريعات اللازمة لمواجهة هذه الممارسات والتي من أمثلتها:

– البيع الصوري والشراء بغرض الاحتكار.

– تمكن فئة معينة من الحصول على معلومات خاصة تمكنهم من إبرام الصفقات في الوقت المناسب، الشيء الذي يمكنهم من تحقيق أرباح طائلة على حساب مستثمرين آخرين.

– التلاعب بالأسعار من طرف بعض المضاربين أو من قبل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

– استغلال الثقة التي يمنحها المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة.

### 4.2.2 ضعف تنظيم السوق:

يؤدي عدم تنظيم السوق بشكل جيد إلى إضعاف الفعالية الاقتصادية المنشودة، ومن أهم العوامل التي تؤدي إلى حدوث اضطرابات في تنظيم السوق ما يلي:

(1) – ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 10.

— عدم وجود إطار تنظيمي واضح المعالم يخص سوق رأس المال، والمتمثل خصوصا في تنظيم مهنة الوساطة، ومدى قدرة التشريعات القانونية اللازمة على استيعاب السوق في حاضرها ومستقبلها، وكذا الالتزام بالقرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على السوق قصد تحسين أدائها.

— غياب رقابة الأجهزة المختصة المتمثلة في الجهات الوصية على السوق، والتي يتم إنشاءها عادة لغرض العناية بتنظيم تداول الأوراق المالية، ومراقبة مدى تنظيم التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.

— نقص التنوع في الأدوات المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة.

— عدم الإفصاح التام والشامل عن كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسات المقيدة في البورصة.

فكل هذه العوامل تساهم في سوء تنظيم السوق، ومن ثم تؤثر سلبا على الفعالية الاقتصادية لسوق رأس المال.

### 5.2.2 عدم فعالية نظام المعلومات:

بصفة عامة، فإن الفعالية الاقتصادية لسوق رأس المال تتوقف على فعالية نظام المعلومات السائد، وأن أهم أسباب عدم فعالية نظام المعلومات المالية يتمثل في:

— التأخير في نشر المعلومات والبيانات، مما يقلل من فوائد المتعاملين واعتمادهم على مصادر أخرى أسرع.

— عدم كفاية المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات سليمة، لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وهو ما يؤدي إلى حدوث مضاربات على الأسعار، وعزوف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم من خلال سوق رأس المال وبالتالي صعوبة حصول المستثمرين والمؤسسات على الأموال اللازمة لهم للتوسع والنمو من خلال سوق رأس المال بتكلفة مناسبة<sup>(1)</sup>.

### 3. المتطلبات والمرتكزات الأساسية لفعالية سوق رأس المال:

سنتناول كل من متطلبات ومرتكزات فعالية سوق رأس المال فيما يلي:

(1) \_ الجودي صاطوري، " أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية "، رسالة مقدمة لتيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2006/2005، ص: 259\_260.

**1.3 متطلبات فعالية سوق رأس المال:**

السوق الفعالة هي تلك السوق التي تحقق تخصصا فعالا للموارد المتاحة بما يضمن ترجيح تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وبالتالي فإن قيام آليات السوق بدورها في التخصيص الفعال يتوقف على مدى توافر الشروط الأساسية التي تجعل سوق رأس المال تتسم بالفعالية والتي من أهمها:

**1.1.3 فعالية التسعير Price Efficiency:**

يطلق على فعالية التسعير الفعالية الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون وجود فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، كما أن تكلفة الحصول على هذه المعلومات تكون عند حدها الأدنى فالجميع لديهم الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين<sup>(1)</sup>.

أي يجب أن يبنى سعر الورقة على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعة أو الدعاية غير الدقيقة.

وتتوقف أرباح المستثمرين على ردود أفعالهم فالبعض يبادر ويشترى فيحصل على الأرباح المتوقعة والبعض الآخر قد يتأخر في الشراء بسبب الكسل أو عدم وجود الخبرة مما يعرضه للخسارة.

**2.1.3 فعالية التشغيل Operational Efficiency:**

يطلق على فعالية التشغيل الفعالية الداخلية ويقصد بها قدرة سوق رأس المال على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق<sup>(\*)</sup> فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه<sup>(2)</sup>. ويمثل الهامش أو المدى الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة المالية والسعر الذي يطلبه عند بيعها. إذن يجب أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير أي العلاقة بين المعلومة والسعر تأخذ دورها بحرية في السوق بحيث تؤدي إلى حركة الأسعار صعودا أو هبوطا، كما يجب أن لا تؤثر تكاليف المعاملات على عمليات سوق رأس المال فكلما انخفضت هذه التكاليف كلما ساعد ذلك على تحقيق الفعالية.

(1) - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 8.

(\*) - صانع السوق هو المتخصص أو التاجر أو بيت السمسرة أو أي طرف آخر لديه الاستعداد في أي وقت لبيع أو شراء ورقة مالية ما.

(2) - صلاح حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية "، مرجع سابق، ص: 25.

وتجدر الإشارة إلى أن تسعير الأوراق المالية في السوق بفعالية (الفعالية التسعيرية) تتطلب تشغيل فعال لتلك السوق (الفعالية التشغيلية)، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يدفعها المستثمرون لإتمام المعاملات عند الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع إذا كانت تكلفة المعلومات مرتفعة سوف يكون العائد المتوقع ضئيلاً.

### 3.1.3 عدالة السوق<sup>(1)</sup>:

تعني عدالة السوق إتاحة السوق فرصاً متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية الصفقات أو المعلومات. وعندما يشعر المتعاملون بوجود عدالة التعامل في سوق رأس المال، فإن هذا يدفعهم إلى مزيد من الاستثمار وفقاً للأسس الاقتصادية مما يساعد على تخصيص الأمثل للموارد.

و تعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسية لإدارة السوق (البورصة) لمتابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين، وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على أي ورقة مالية. وكلما تطورت فعالية سوق رأس المال اتسمت بالعدالة وانعكس ذلك على تخصيص الأمثل للموارد.

### 4.1.3 درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين:

والمقصود به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق. ومن أمثلة تلك المخاطر، مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية أو الصفقات الوهمية التي يعمد إليها بعض الأطراف وتؤثر على المتعاملين الآخرين، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظون بالأوراق المالية الخاصة بعملائهم<sup>(2)</sup>.

### 2.3 المرتكزات الأساسية لتحقيق فعالية سوق رأس المال:

تقوم فعالية سوق رأس المال على جملة من الشروط والدعائم والتي تتمثل أساساً في:

(1) - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 112.

(2) - ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 12.

**1.2.3 فعالية تنظيم سوق رأس المال<sup>(1)</sup>:**

تختلف التنظيمات الخاصة بسوق رأس المال من بلد لآخر وذلك حسب الأهداف المسطرة لكل سوق وحسب الإمكانيات المتوفرة، ومن المعروف أن تنظيم سوق رأس المال له تأثير على فعاليته وذلك على عدة مستويات، نذكر أهمها فيما يلي:

**1.1.2.3 هيئات المراقبة والفعالية:**

تعمل سوق رأس المال تحت رقابة هيئات المراقبة التي تعمل على تنظيم هذه السوق ومراقبة طبيعة هذه المعلومات المنشورة للجمهور من طرف المنشآت المقيدة بالسوق أو من طرف الوسطاء المكلفين بإعلام الجمهور والتأكد من سلامة ودقة واستمرارية تلك البيانات والمعلومات، كما تعمل هذه الهيئات على تحقيق العدل فيما بين المستثمرين أثناء عقد الصفقات، ومن خلال الدور الذي تلعبه هذه الهيئات يتضح تأثيرها على فعالية السوق وتغيير فعالية هذا الدور من سوق لآخر حسب قدرة تلك الهيئات على التحكم في تقنيات السوق ومدى استقلاليتها عن القرارات السياسية وحسب إدارتها والإمكانيات التي تستعملها في التسيير أيضا.

**2.1.2.3 نشر المعلومات من طرف السوق أو الصحافة:**

بإمكان الهيئات الحاكمة والمسيرة لسوق رأس المال التأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك من خلال لفت انتباه المستثمرين نحو هذه الأوراق، وللإشارة فإن هناك هيئات رسمية مثل لجان التنظيم والمراقبة وهناك هيئات غير رسمية كالصحف والمجلات المالية، ويظهر تأثير هذه الهيئات على الأسعار على عدة مستويات هي:

**أ\_ التحريات التي تقوم بها هيئات السوق:**

يحق للجنة المراقبة القيام بتحريات عن المؤسسات المقيدة في سوق رأس المال ونشر نتائج هذه التحريات وكل ماله علاقة بالمنشأة، وقد أكدت الدراسات أن الإعلان عن هذه التحريات يؤثر سلبا على فعالية سوق رأس المال متجسدا ذلك في أسعار الأوراق المالية لكن هذا التأثير السلبي سوف يختفي إذا كانت المنشأة غير مدينة.

(1) \_ أنظر:

\_ صلاح حسن السبيسي، " بورصات الأوراق المالية "، مرجع سابق، ص: 23\_29.

\_ Gillet Philippe, Op-cit, p p : 164\_171.

## ب\_ نصائح الصحف المالية:

قد تؤثر النصائح والاستشارات التي تنشرها الصحف المالية على القرارات الاستثمارية للمستثمرين حيث تصبح الفرصة متاحة أمام البعض منهم لتحقيق أرباح متميزة.

ج\_ إدخال أو إخراج ورقة مالية إلى / أو من مؤشر بورصي<sup>(\*)</sup> ذو أهمية:

إذ أن القيام بإدخال أو إخراج ورقة مالية إلى / أو من أحد المؤشرات البورصية الهامة يكون له تأثير على مردودية الورقة المعنية، فإدخال ورقة مالية إلى مؤشر بورصي مهم يجعلها ذات أهمية وسيولة كبيرتين ويظهر المؤسسة في وضع قوي وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاستثمار في تلك الورقة وبذلك يكون في هذا التأثير نوع من اللافعالية.

فمن خلال هذه العوامل يظهر التأثير اللاإرادي الذي تحدثه الهيئات الحاكمة لسوق رأس المال على مردودية المؤسسة وبالتالي دفع المستثمرين إلى إعادة النظر في قراراتهم الاستثمارية حسب الصورة التي تنشرها هذه الهيئات، وهذا ما يتناقى مع فرضية السوق الفعالة.

ومما سبق إذن يمكن ملاحظة أن تنظيم السوق له علاقة مباشرة موجبة بفعالية السوق.

2.2.3 الفعالية التقنية لسوق رأس المال<sup>(1)</sup>:

من أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الفعالية ما يلي:

## أ\_ التنوع في الأدوات المالية:

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

## ب\_ إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة وكذا آخر للمقاصة والتسويات:

وذلك صونا لحقوق المتعاملين من أي تعسف قد يحدث من طرف الوسطاء أو من قبل أحد الأطراف المتعاملة. ومن ثم، فإن نظام التسعير مبني على أساس قوى العرض والطلب يعتبر أمرا ضروريا لتحقيق جانب من الفعالية التقنية للسوق، كما أن تحديد العلاقة بين المتعاملين والوسطاء فيما يخص تنفيذ الأوامر من جهة وكذا التنظيم الجاد للعمليات الآجلة وإجبار كل

(\*) يقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال، بحيث تكون العينة ممثلة لسوق رأس المال المراد قياسه بواسطة هذا المؤشر.

(1) \_ محمد براق، مرجع سابق، ص: 195\_194.

الأطراف بتطبيق ما هو واجب عليهم من نقل للملكية وتنفيذ كلي للعمليات يساهم كذلك في جزء من الفعالية التقنية.

### ج\_ التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة:

لا يمكن الحديث عن فعالية السوق ما لم يتم الاهتمام بتحقيق هذه الوظيفة المهمة التي تعني بتوفير الشروط الكفيلة بتحقيق عملية التعامل وبشكل مستمر على الأوراق المالية وذلك بغية إيجاد السيولة الكافية لها. ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا كانت السوق تتعقد بشكل دوري كما ينبغي أن تتصف بالحركية ( النشاط ) الدائمة، مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة.

ولعل من أهم ما يساعد على تحقيق سيولة الأوراق المالية، خاصة منها تلك التي تتميز بمحدودية تداولها، هو إيجاد صناعات السوق حيث يمكن أن يساهموا في ترقية الخدمات المقدمة من الوساطة المالية وذلك من خلال تنشيط عملية تداول القيم المتداولة ابتداء من مرحلة الإصدار عن طريق التغطية والتوزيع وتسويق الأوراق المالية. وصناعات السوق يمكن أن يظهر دورهم في أهم وسيلة لإصلاح السوق ومعالجة سلبياتها.

### 3.2.3 الفعالية الإعلامية لسوق رأس المال<sup>(1)</sup>:

تعتبر الفعالية الإعلامية هي الأخرى دعامة أساسية تساهم في المحافظة على استقرار السوق وتحقيق الفعالية المطلوبة لها. ويتحلى هذا النوع من الفعالية في توافر نظام سليم ودقيق يمكن أن يقدم جميع المعلومات اللازمة والضرورية للمساعدة للمتعاملين لأن يحسنوا من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وتتحقق الفعالية الإعلامية لسوق رأس المال من خلال:

### 1.3.2.3 الإفصاح التام والشامل على كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسات المقيدة في البورصة :

من التعاريف التي جاءت لتحديد مفهوم فعالية السوق هي أنها تلك السوق التي تستطيع أن تعكس جميع المعلومات المتوفرة في أسعار الأوراق المالية المعنية. كما أن التغيير الحاصل في الأسعار يكون تناسبيا مع درجة المخاطرة التي تنطوي عليها هذه الأوراق. ومن ثم، جاءت الحاجة إلى الإفصاح على جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية على أن تكون سليمة ودقيقة وغير مضللة حتى يتسنى للمتعاملين اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة والصحيحة.

(1) \_ المرجع السابق، ص: 195\_198.

وفي هذا الشأن يمكن التمييز بين نوعين من المعلومات أولاها له الطابع المحاسبي والمالي وثانيهما له الصفة العامة، وتعرض لهما على الترتيب كما يلي:

### أ\_ المعلومات ذات الطابع المحاسبي والمالي:

ويختص هذا النوع من المعلومات بإبراز جملة من المعطيات المتعلقة بالمركز المالي للمؤسسة ونتيجة نشاطها والتغيرات الحاصلة فيها وكذا التنبؤات المستقبلية بشأن وضعية هذه المؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح، وعلى سداد مستحققاتها في المواعيد وكذا المحافظة على استمراريتها. وجملة هذه المعلومات يتم عرضها في شكل تقارير مالية حتى تتمكن الجهات المختصة والأشخاص المعنيين من الاستفادة منها في مختلف تحليلاتهم.

وأهم التقارير المالية التي يتعين على المؤسسات المقيمة أن تنشرها دوريا ما يلي:

– القوائم المالية الختامية من ميزانية عامة وجدول حسابات النتائج وجدول حركة الذمة وكذا قوائم التدفقات الفصلية والسنوية.

– التحليل المالي بالقيم المطلقة وبالنسب لإبراز التطور الحاصل في الوضعية المالية للمؤسسات وكذا تطور ربحيتها وعادة ما يتم تقديم هذا التحليل على شكل تقارير سنوية، كما يمكن أن تكون لدورات أقل من سنة.

– الميزانيات التقديرية الخاصة بالظروف المستقبلية للمؤسسة مرفقة بتقرير يتعلق بتقييم الأداء وذلك بمقارنة الفعلي بالتقديري.

– تقرير سنوي مقدم من طرف محافظ الحسابات للمؤسسة يبدي فيه رأيه عن سلامة الصحة والدقة بشأن المعلومات المحاسبية والقوائم الختامية وكذا جميع المعلومات الأخرى المقدمة. كما انه يبدي برأيه بخصوص مدى توافر فرص استمرار المؤسسة وعدم وقوعها تحت طائلة الإفلاس والتصفية.

### ب\_ المعلومات الخاصة بعلاقة المؤسسة بالمحيط:

إن المعلومات المحاسبية والمالية لم تعد لوحدها المحدد لإحداث تغييرات في أسعار الأوراق المالية المتعلقة بها بل أن علاقة المؤسسة بالجانب الاجتماعي ومدى مقدرتها على التفاعل مع البيئة الداخلية والخارجية لها صارت عوامل ذات تأثير كبير. ومنه، جاءت الحاجة الملحة

لتقديم تقارير تهم بالإفصاح عن الجانِب الاجتماعي لأداء المؤسسة، ومن هذه التقارير نجد على الخصوص:

– تقارير تهم بخدمة المجتمع والبيئة وتعني بإبراز دور المؤسسة في حل مشاكل المجتمع الهامة من علاج لظاهرة البطالة وإسكان وتعليم وصحة... الخ وكذا مشاركتها في تجميل البيئة وحمايتها من التلوث وغير ذلك.

– تقرير خدمة المستهلكين، حيث يوضح كل الإجراءات المبذولة من طرف المؤسسة إلى ترقية وتحسين قابلية الزبائن في التعامل مع منتجها بإيجابية وعلى نحو يرفع من درجة الثقة.

– تقرير خاص باليد العاملة وذلك بإظهار مدى استقرار المستخدمين ومدى تحقيق أمنهم الوظيفي، وكذا توفير العوامل المساعدة على تحقيق تكافؤ الفرص في جميع الشؤون المتعلقة بالحياة المهنية من تعيين وترقية وحوافز... الخ.

### 2.3.2.3 دور مهنة المحاسبة والمراجعة في مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة:

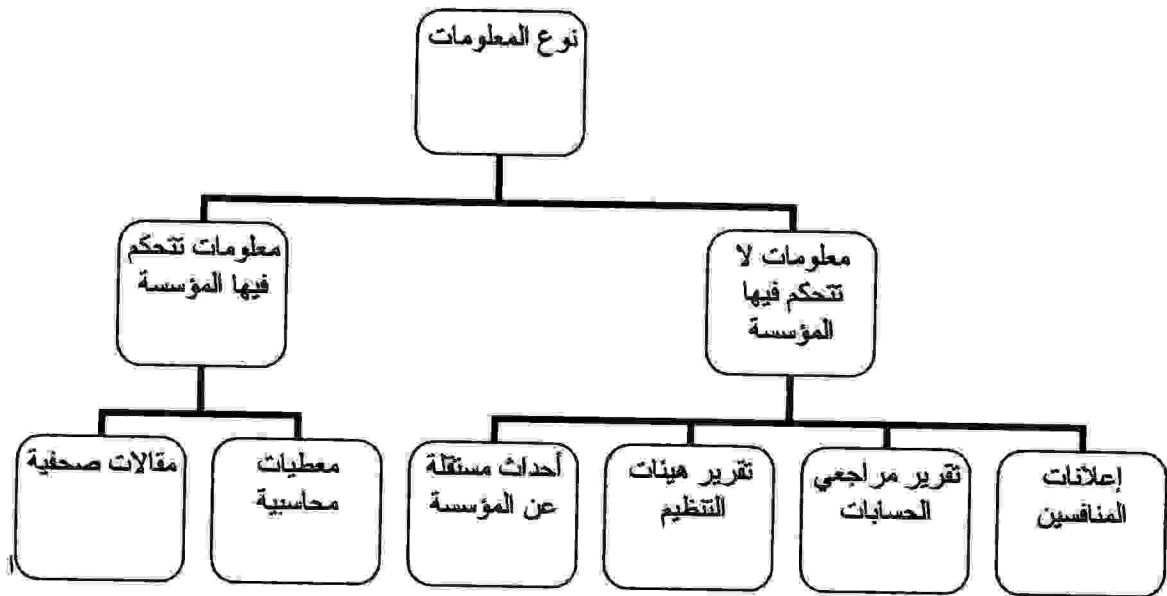
إن المعلومات المحاسبية المنشورة في تقارير مختصة تكون عديمة الجدوى ومضلة إذا لم يكن الأشخاص المشرفون على المصالح المحاسبية والمالية بالمؤسسة ذوي مهارات عالية وكفاءات مقبولة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنه ينبغي على أصحاب مهنة المراجعة عامة والخارجيين منهم على الخصوص أن يتميزوا بمؤهلات مهنية تتماشى والتطورات الحاصلة في سوق رأس المال على النحو الذي يسمح لهم بالمصادقة على مختلف التقارير المالية للمؤسسة وكذا تقديم تقاريرهم الدورية حول مصداقية المعلومات التي تضمنتها تلك التقارير المقدمة من طرف المؤسسات وإبداء الرأي حول الوضعية الحالية للشركات وكذا التوقعات المستقبلية.

وبناء على ما سبق، فإنه يظهر جليا أن الاعتماد على المعلومات المحاسبية والمالية يتوقف على مدى كفاءة أصحاب مهنة المحاسبة والمراجعة على حد سواء ومن ثم، فإن الفعالية الإعلامية تعتمد في جانب مهم على كفاءة المصالح المحاسبية والمالية بالمؤسسة، وكذا كفاءة محافظي الحسابات، وعليه فإن مثل هذه المعلومات تعتبر من أهم مصادر المعلومات على الإطلاق والتي يتسابق على الإلمام بها كل من المحللين الماليين والمستثمرين، وذلك لتكوين صورة صادقة على الحالة الحقيقية التي هي عليها المؤسسة. وعلى هذا الأساس، يمكن اتخاذ القرار الاستثماري الأكثر مناسبة.

## 3.3.2.3 دور الهيئات الوصية على السوق في توفير المعلومات للمستثمرين:

- تسعى سوق البورصة من خلال الهيئات المشرفة عليها لتوفير المعلومات المهمة التي يكون المتعاملون في حاجة إليها لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة.
- ومن بين أهم المعلومات المفيدة والتي تحرض هذه الهيئات على توفيرها ووضعها تحت تصرف المستثمرين ما يلي:
- تقديم مرشد عام خاص بالشركات المدرجة في البورصة.
  - القيام بدراسات دورية تهتم ببرجحة المؤسسات المدرجة وكذا تقديم تقرير سنوي يحتوي على المعلومات المهمة الخاصة بهذه المؤسسات كذلك.
  - نشر حركة الأسعار اليومية وحجم التعامل، يضاف إليه تقديم نشرة دورية عادة ما تكون شهرية تختص بإبراز نشاط حركة التداول لمختلف المؤسسات المدرجة.
  - نشر نتائج الدراسات المتعلقة بالجدوى الاقتصادية للشركات التي يراد تأسيسها.
- ويمكن توضيح أهم المعلومات والبيانات التي تنشر عن المؤسسات المقيدة بالبورصة من خلال الشكل الآتي.

الشكل (11): المعلومات المنشورة والمتعلقة بالمؤسسة.



Source : Gillet Philippe, Op-cit, p : 29.

الشكل رقم (11) يوضح أهم المعلومات التي تنشر عن المؤسسات المقيدة في البورصة والتي منها ما يمكنها أن تتحكم فيه مثل: نشر معطيات محاسبية عن نشاطها أو إجراء مقالات صحفية، ومنها ما لا يمكنها أن فيه كتقرير هيئات التنظيم وإعلانات المنافسين.

4.2.3 التشريعات الحكومية<sup>(1)</sup>:

تعمل السلطات الحكومية على وضع التشريعات والقوانين التي تحكّم وتنظم إجراءات التعامل على الأوراق المالية وذلك لتحقيق الاستقرار للسوق وحماية المستثمرين، ويكون ذلك من خلال:

- \_ التزام الحياد في مراقبة أداء السوق وعدم التأثير على عمليات التداول لضمان استقلالية آلية العرض والطلب.
- \_ صياغة وإعداد وتنفيذ القوانين المتعلقة بسوق رأس المال وفق ما يتناسب وتقنيات هذه السوق.
- \_ اتخاذ إجراءات عقابية ضد الأفراد والمؤسسات التي تروج إشاعات مضللة عن الشركات المقيدة بغرض التأثير على حجم التداول في السوق.
- \_ منع استغلال المعلومات غير المنشورة والتي يحاول البعض الحصول عليها بطريقة أو بأخرى والتي من شأنها التأثير على حركة الأسعار داخل السوق.
- \_ تنشيط وتفعيل حركة التداول داخل سوق رأس المال وذلك بإصدار تشريعات وقوانين تشجع الأفراد والمؤسسات على التعامل داخل هذه الأسواق.

## 4. الصيغ المختلفة لفعالية السوق:

تعكس فعالية سوق رأس المال جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ويعني هذا أن أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة مما يستحيل معه تحقيق أرباح غير عادية، غير أن احتمال وجود الفعالية الكاملة في سوق رأس المال ضعيف، كما أن هناك احتمالات لوجود مستثمرين عديمي الخبرة مما يعرضهم للخسائر، إضافة إلى وجود آخرين يستطيعون تحقيق أرباح غير عادية نتيجة توافر معلومات خاصة لهم غير متوفرة لباقي المستثمرين.

إذن تتباين الفعالية وفقاً لنوعية المعلومات في السوق، حيث تظهر ثلاثة أنواع أو صيغ

لفعالية سوق رأس المال وهي :

❖ الصيغة الضعيفة لفعالية السوق؛

❖ الصيغة متوسطة القوة لفعالية السوق؛

❖ الصيغة القوية لفعالية السوق.

والجدول رقم (06) يوضح لنا الصيغ المختلفة لفعالية السوق وفقاً لنوعية المعلومات.

(1) \_ زفيق شرياتي، مرجع سابق، ص: 57.

الجدول رقم (06): أنواع صيغ الفعالية وفقاً لنوعية المعلومات.

أنواع صيغ الفعالية	انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية
الصيغة الضعيفة	الأسعار السابقة (التاريخية) للأوراق المالية
الصيغة متوسطة القوة	جميع المعلومات المتاحة (التاريخية والحالية)
الصيغة القوية	جميع المعلومات العامة والخاصة (التاريخية، الحالية والمستقبلية).

المصدر: إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 45.

#### 1.4 فرض الصيغة الضعيفة Weak Form efficiency:

نحاول التعرض إلى هذه الصيغة من خلال النقطتين التاليتين:

##### 1.1.4 تحديد مفهوم الصيغة ضعيفة الفعالية:

يعني فرض الصيغة الضعيفة أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على أسعار الأسهم وعلى حجم المعاملات وأن التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة هذه المتغيرات هي مسألة عديمة الجدوى ولذلك تعرف هذه الظاهرة بنظرية "الحركة العشوائية للأسعار"<sup>(1)</sup>، حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة إلى السوق بالعشوائية والاستقلال عن بعضها وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين اليوم والأمس وبين لحظة وأخرى. وعليه فإن المستثمرين غير قادرين في هذه السوق على تحقيق أرباح غير عادية وهذا يعود بالطبع لمجموعة عوامل أهمها<sup>(2)</sup>:

- 1\_ عدم وضوح توجهات سوق رأس المال ووجود ما يسمى الانفصال بين حالة السوق وحالة الاقتصاد الوطني.
- 2\_ تخط في السياسات المالية والنقدية الحكومية ووجود تعارض بينهما فقد يلاحظ ارتفاع في أسعار الفائدة لمعالجة التضخم وانخفاض في حجم الضرائب أو العكس.
- 3\_ عدم وضوح الرؤية الاقتصادية للدولة هل تسعى الحكومة لزيادة معدلات النمو الاقتصادي أم معالجة حالة البطالة ونقص الاستثمار، أم لتخفيض عجز الموازنة، أم لزيادة حجم الاستهلاك للمواطنين وغيرها من السياسات الاقتصادية غير الواضحة والمتكاملة.
- 4\_ وجود حالة الركود التضخمي الناجم عن التعارض بين السياسات المالية والنقدية.

(1) إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 46.

(2) علي كنعان، مرجع سابق، ص: 126.

وفي هذا الصدد، نشير إلى أن الدراسات الإحصائية التي أجريت على الحركة العشوائية للأسعار قد أثبتت أن كافة الأسواق المالية تحقق على الأقل هذا المستوى من الفعالية<sup>(1)</sup>.

#### 2.1.4 اختبارات الصيغة الضعيفة لفعالية السوق:

لمعرفة مدى ارتباط أسعار الأوراق المالية بالمعلومات التاريخية أو أن لها حركة عشوائية، فإن الصيغة الضعيفة لفعالية السوق تم اختبارها من خلال ثلاث مداخل مختلفة هي:

##### 1.2.1.4 سلسلة الارتباط<sup>(2)</sup>:

يهتم معامل الارتباط بقياس العلاقة الموجودة في تغير سعر ورقة مالية معينة خلال مدة محددة من الزمن. فإذا كانت نتائج تحليل تلك السلاسل تؤكد على وجود ارتباطات وأنماط للتغير في الأسعار فيكون ذلك دليلاً على نفي نظرية الاستقلال بين الأسعار - نظرية الحركة العشوائية للأسعار - التي تقوم عليها الصيغة الضعيفة لفعالية السوق، والعكس صحيح.

وفي هذا الشأن، نشير إلى أن مجال الدراسة هنا لا يهتم بالأجل الطويل الذي قد يصل إلى العديد من السنوات، والذي قد يمتد بوجود نمط محدد لاتجاه الأسعار. غير أن مثل هذا البحث لا يعتبر ذا أهمية بالنسبة للمضاربيين أو المستثمرين المغامرين الذين يتبنون طريقة التحليل الفني بغية التنبؤ بالأسعار في المدى القصير الذي يكون محددًا بيوم أو أسبوع أو شهر من أجل تحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين ممن لم يقوموا بمثل هذا التحليل للمعلومات.

و ينبغي التنبيه إلى أن عددا كبيرا من الباحثين والمختصين المعروفين بدراساتهم في النظرية المالية قد قاموا بإجراء الكثير من الاختبارات على الصيغة الضعيفة لفعالية السوق من خلال معامل الارتباط، وأهمها ما قام به سولنيك " Solnik " سنة 1973، في دراسته التي أعطت معطيات يومية لحوالي 234 سهم متداول في ثماني بورصات أوروبية بين مارس 1966 وأفريل 1971 حيث قام باختبار درجات الارتباط اليومية والأسبوعية والنصف شهرية، ثم الشهرية، وكانت النتائج كما يبينها الجدول التالي.

(1) - محمد براق، مرجع سابق، ص: 199.

(2) - المرجع السابق، ص: 199-200.

## الجدول رقم (07): معامل الارتباط في أهم البورصات الأوروبية.

اسم البلد	معامل الارتباط اليومي	معامل الارتباط الأسبوعي	معامل الارتباط النصف شهري	معامل الارتباط الشهري
فرنسا	0.019 -	0.049 -	0.50 -	0.012
إيطاليا	0.023 -	0.001	0.050	0.072 -
بريطانيا	0.072	0.055 -	0.005	0.020
ألمانيا	0.078	0.056	0.038	0.058
هولندا	0.031	0.002	0.052	0.011 -
بلجيكا	0.018 -	0.088 -	0.019	0.022 -
سويسرا	0.012	0.022 -	0.063 -	0.017 -
السويد	0.056	0.024	0.070	0.140
الولايات المتحدة الأمريكية	0.026	0.038 -	0.053	0.009

Source : Philippe Gillet, Op-cit, p : 47.

ومن خلال هذه النتائج، يتضح أن معظم البورصات الأوروبية عرفت معامل ارتباط ضعيف ومستقر نوعاً ما عبر الزمن، الشيء الذي لا يسمح بتحقيق أرباح غير عادية. وتجدد الإشارة في الأخير، إلى أن كل الدراسات التي تمت على اختبار فرض الصيغة الضعيفة للسوق على أساس سلسلة الارتباط أثبتت استقلالية تلك التغيرات الحاصلة في أسعار مختلف الأوراق المالية وعلى عدم وجود ارتباط فيما بينها وأنها تدعم في مجملها نظرية الحركة العشوائية للأسعار.

#### 2.2.1.4 قواعد التصفية<sup>(1)</sup>:

يمكن التمييز بين أربع مجموعات من قواعد التصفية لإثبات صحة أو خطأ فرض الشكل الضعيف لفعالية السوق، أولى هذه المجموعات هي تلك التي تقوم على أن ارتفاعاً في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في اتخاذ قرار الشراء، في حين أن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعتبر مؤشراً لاتخاذ قرار البيع، فهذه المجموعة تقوم على إستراتيجية - اشتر واحتفظ - وعليه فهي تنفي فكرة عشوائية الأسعار، إذ يمكن وضع نموذج يتغير حسب سعر الورقة المالية المعنية ويتم وفقاً له اتخاذ قرار البيع والشراء مما يحقق أرباحاً أكبر.

(1) - رفيق شرياق، مرجع سابق، ص: 59-60.

وقد أظهرت هذه التقنية أو كما تسمى تقنية الكسندر (Alexander) أن هناك ارتباطاً بين تغيرات أسعار الأوراق المالية عبر فترات معينة وهذا ما ينفي عشوائية الأسعار، لكن مما يؤخذ على هذه التقنية أنها لم تأخذ في الحسبان تكاليف المعاملات ولم تبين التعامل بأقل من تلك النسبة التي يتم عندها البيع وبأكثر من تلك التي يتم عندها الشراء، كما لم تأخذ بعين الاعتبار قضية توزيع الأرباح على الأسهم لأن المشتري على المكشوف يبقى مديناً بها. وبالأخذ بعين الاعتبار العوامل السابقة خاصة تكاليف المعاملات فإنه تم التوصل من خلال دراسات ميدانية إلى عدم وجود علاقة بين تغيرات أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال عبر فترات متتالية، وهذا ما يؤكد مرة أخرى صحة فكرة عشوائية الأسعار.

هذا فيما يتعلق بالمجموعة الأولى، أما المجموعة الثانية فتعرف بقواعد الدورات الموسمية ومنها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار لكن فصل الشتاء تنخفض فيه الأسعار، ومنها ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بشكل كبير في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي الأشهر، أما المجموعة الثالثة فهي تلك التي تسمى بالقوة النسبية لسعر السهم، وأخيراً المجموعة الرابعة وتمثل في المتوسط المتحرك.

#### 3.2.1.4 اختبار التغير في مسار اتجاه الأسعار \_ الأنماط الطارئة<sup>(1)</sup>:

يرى أصحاب هذا المدخل أن تغيرات الأسعار يمكن أن تكون عشوائية معظم الوقت لكنها قد تأخذ من وقت لآخر نمطا معيناً يمكن اقتفاء أثره، ولمعرفة مدى إمكانية حدوث ذلك تستخدم اختبارات التغير في اتجاه الأسعار التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في اتجاه الأسعار وطول الفترة في كل مرة، أي معرفة الجرى والذي يعني المجال الذي تسجل فيه نفس الإشارة على مدى زمني معين، أي جملة التغيرات المتتالية في سعر الورقة المالية في نفس الاتجاه (ارتفاع، انخفاض، استقرار).

إذن فمن خلال مفهوم اختبار الأنماط الطارئة تقسم التغيرات في أسعار الأسهم إلى ثلاثة أنواع، تغير موجب (ارتفاع السعر)، تغير سالب (انخفاض السعر)، تغير معدوم (استقرار السعر).

وعلى العموم أثبتت الدراسات أنه لا يمكن التنبؤ بمجري متكررة في تغيرات الأسعار والاعتماد عليها في تحقيق أرباح متميزة، وذلك سواء كان الاعتماد على عدد التغيرات أو المدة التي أمضاها كل تغير أو مقدار التغير، وهذا ما يؤكد الحركة العشوائية للأسعار.

#### 2.4 فرض الصيغة متوسطة الفعالية Semi strong form efficiency:

سوف نتناول المفهوم ثم الاختبارات المتعلقة بهذه الصيغة.

(1) المرجع السابق، ص: 59.

## 1.2.4 تحديد مفهوم الصيغة متوسطة الفعالية:

حسب فرض الصيغة متوسطة القوة فان سعر الورقة المالية يعكس تماما جميع المعلومات العامة المتاحة للجمهور بالإضافة إلى المعلومات التاريخية وذلك مثل معلومات العائد، أو التوزيعات أو تطور الإنتاج أو دخول إنتاج جديد، والتعديلات السعرية. و تستجيب السوق للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية. وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، و قصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات و بين تغير السعر بناء على هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير<sup>(1)</sup>.

إن السوق متوسطة الفعالية تقع بين السوق ذي الفعالية الضعيفة والسوق القوية وعادة ما تكون هذه السوق في الدول التي مازالت أقوى في مستوى النمو في الدول المتقدمة أو في الدول النامية التي تجاوزت عثرات التخلف، وبالتالي فهي تعكس الوضع الاقتصادي وحالة السوق في الاقتصاد الوطني<sup>(2)</sup>.

## 2.2.4 اختبارات الصيغة متوسطة القوة لفعالية السوق:

تعرضت صيغة الفرض متوسط القوة إلى عدة اختبارات نكتفي بذكر بعضها<sup>(3)</sup>:

أ\_ الإعلان عن الأرباح والتوزيعات أو الاشتقاق: و يراد بعملية اشتقاق الأسهم تقسيم السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، و يتم إجراء مثل هذه العملية على تلك الأسهم مرتفعة القيمة، ذلك لأن هذا الارتفاع غالبا ما يعتبر عائقا في سبيل تداول مثل هذه الأسهم من قبل صغار المستثمرين حيث أن عملية الاشتقاق تسمح بتوزيع قاعدة الجمهور المتعامل في نوع الأوراق المالية المشتقة. ومن ثم رفع درجة السيولة الخاصة بها.

وقد بينت إحدى الدراسات التي قدمها كل من جنس و رول ( Jensen & Roll ) أن عملية الاشتقاق تترجم لدى المستثمرين على أنها مؤشر على زيادة ثقة المسيرين بأنفسهم، ولأجل تأكيد هذه الفرضية فقد قسمت عينة الأسهم المأخوذة في هذه الدراسة إلى أسهم تخص الشركات التي وزعت أرباحا أكبر من متوسط الأرباح الموزعة بالنسبة للسوق\_ وذلك بعد عملية الاشتقاق \_ وأسهم أخرى تتعلق بالشركات التي وزعت أرباحا أقل من متوسط أرباح السوق، وكانت النتيجة إن القسم الأول من الأسهم حقق أرباحا كبيرة نسبيا وهذا دليل على

(1) \_ إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 50.

(2) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 128.

(3) \_ زفيق شرياق، مرجع سابق، ص: 60\_61.

أن عملية الاشتقاق فعلا تنبئ بزيادة الأرباح الموزعة، أما القسم الثاني فقد سجل انخفاضا في أسهمه بعد عملية الاشتقاق حتى تصل إلى حد معين ثم تستقر. إذن فأسعار الأسهم تستجيب بشكل سريع لمثل هذه المعلومات التي تخص موضوع اشتقاق الأسهم وكذا الإعلان عن الأرباح والتوزيعات على النحو الذي لا يفتح المجال واسعا ولا يسمح بتحقيق أرباح غير عادية من قبل بعض المستثمرين على حساب غيرهم، أي أن هذا تأكيد لفرض السوق متوسطة القوة.

ب\_ المعلومات المحاسبية: إن القيام بتغيير طريقة من طرق المحاسبة<sup>(\*)</sup> في المنشأة بغرض الظهور في موقع قوة يؤدي إلى تغيير في النتائج المحققة، حيث أثبتت الدراسات أن أسعار الأسهم تستجيب لهذه التغيرات في الطرق المحاسبية (القوائم المالية)، لكن سرعان ما ترجع الأسعار لتعكس مرة أخرى السعر الحقيقي للسهم لأن تلك التغيرات تعتبر تغيرات صورية لا تزيد من القيمة السوقية للمؤسسة المعنية، كما أن هذه التغيرات قد تعطي صورة سيئة عن المنشأة بأنها في وضع ضعيف وتحاول الظهور بوجه أحسن، فأسعار الأسهم إذن تعكس وبسرعة المعلومات المتعلقة بتغيير القواعد المحاسبية، وهذا ما يعتبر تأييدا مرة أخرى لفرض الشكل متوسط القوة لفعالية السوق.

ج\_ الإصدارات الجديدة: فيما يخص الأسهم التي تطرح لأول مرة في السوق، فبرى ميلر وريلي ( Miller and Reiller ) أن أسعارها عادة ما تكون أقل من أسعارها الحقيقية، لكن بعد انتهاء عملية طرح الإصدار الجديد بحوالي يوم واحد فإن السعر السوقي للسهم سوف يرتفع ليساوي القيمة الحقيقية عاكسا بذلك كل المعلومات المتاحة.

بالإضافة إلى ذلك كشفت عمليات الاختبار أيضا أن المعلومات الواردة عن حجم المعاملات والاندماج وعن الشؤون الاقتصادية سرعان ما تنعكس في أسعار الأسهم وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليها في تحقيق أرباح غير عادية، وهذا ما يعد تأكيدا لفرض الصيغة متوسطة القوة والتي غالبا ما تتميز بها السوق.

### 3.4 فرض الصيغة القوية Strong form efficiency:

نحاول أن نحدد المفهوم ثم نتطرق إلى الاختبارات التي تعرضت إليها الصيغة.

#### 1.3.4 تجديد مفهوم الصيغة القوية لفعالية السوق:

تعكس صيغة الفرض القوي للفعالية جميع المعلومات العامة المتاحة للجميع وكذلك

<sup>(\*)</sup> كالاتقال من تقييم المخزون بطريقة "الوارد أولا صادر أولا" (FIFO) إلى طريقة "الوارد آخرًا صادر أولًا" (LIFO)، أو التحول من طريقة "الاهتلاك بالقسط المتسارع" في حساب الاهتلاكات إلى طريقة "القسط الثابت".

المعلومات الخاصة التي تتوافر لمجموعات معينة مثل كبار العاملين بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية وفي هذه الحالة لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية لفترة طويلة نسبياً.

ويعتبر الفرض القوي لفعالية سوق رأس المال هو أعلى مستويات الفعالية للسوق، لأن الأسعار تعكس كل المعلومات التي يمكن معرفتها<sup>(1)</sup>.

إن نظرية المستوى القوي تعكس عوامل اقتصادية وسياسية أهمها<sup>(2)</sup>:

1\_ التطور والتقدم الاقتصادي الذي وصلت إليه البلاد.

2\_ التنسيق والتكامل بين أدوات السياستين المالية والنقدية بحيث تتجهان لمعالجة أي مشكلة تعترض الاقتصاد الوطني.

3\_ قدرة سوق رأس المال واللجان المشرفة على قمع أي مخالفات والمعرفة التامة بحالة السوق حتى الأمور الصغيرة.

4\_ قدرة الأجهزة القضائية وسرعة اتخاذ الأحكام التي تحد من توسيع دائرة المعلومات الخاصة والحصول عليها قبل الآخرين، والعقوبة في حال حدوث ذلك مما يمنع هذه التجاوزات التي تدفع البعض للحصول على الأرباح غير العادية.

إن المستوى القوي يؤكد بأن حالة السوق قد وصلت إلى أعلى درجات التطور وهذا يعكس التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي وصلت إليه البلاد.

#### 2.3.4 اختبارات الصيغة القوية لفعالية السوق<sup>(3)</sup>:

لقد تم اختبار هذه الصيغة بطرق ووسائل غير مباشرة تعتمد في الأساس على قياس العائد المحصل عليه من قبل بعض فئات المستثمرين الذين يعتقد أنهم يمتلكون أدوات ذاتية تسمح لهم الإحاطة بمعلومات لا تتوفر لغيرهم بنفس الدرجة من السرعة.

ويمكن التمييز بين فئتين رئيسيتين يمكنهما الحصول على المعلومات الخاصة وهما:

\_ المؤسسات المالية المختصة في الاستثمار والمختصين في التحليل المالي؛

\_ الهيئة المدبرة للمؤسسة المصدرة وكبار الموظفين بها.

وبشكل عام، فإن الاختبارات التي أجريت على الصيغة القوية لفعالية السوق انصبت في مجملها على الفئتين أعلاه ونحاول فيما يأتي، تسليط الضوء أكثر على أهم هذه الاختبارات على النحو التالي:

(1) \_ إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 60.

(2) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 127.

(3) \_ محمد براق، مرجع سابق، ص: 210\_213.

**1.2.3.4 المؤسسات المالية المختصة في الاستثمار والمختصين في التحليل المالي:**

لعل من أهم ما يميز المستثمرين المؤسسين والأخصائيين في الأوراق المالية هو مقدرتهم على الحصول على المعلومات الخاصة بشكل مستمر. وكذا امتلاكهم لهيئة مخصصة تمكنهم من الاستنتاج من المعلومات المتاحة مما لا يتوفر لغيرهم حيث تمكنهم من وضع استراتيجيات - تسير المحافظ المالية - تتسم بالحيوية ومبنية على توقيت العمليات.

ولعل وضعية مثل هذه الهيئات الخاصة وعلاقتها المتميزة بمصادر الخبرة يرسخ الاعتقاد بأن هذه الأخيرة تستطيع من وراء جمع المعلومات وتحليلها أن تحقق لها سبق على غيرها من المستثمرين وأن تفتح لها المجال رحبا لتجني أرباح متميزة.

وعليه، جاءت الحاجة لإجراء اختبارات على الصيغة القوية لفعالية السوق وذلك من خلال التقييم اللاحق لأداء مثل هذه الهيئات، ومعرفة ما إذا كانت قد استفادت فعلا بالمعلومات الخاصة أم لا، حيث يظهر ذلك من خلال العوائد المحصل عليها.

ولقد جاءت العديد من الدراسات، في هذا الشأن، لتؤكد عدم مقدرة المستثمرين المؤسسين على تحقيق أداء أفضل من ذلك الخاص بالسوق بمعنى عدم إمكانية تحقيق أرباح متميزة على حساب المستثمر العادي الذي يسير بحفظته المالية وفق إستراتيجية الاستثمار الساذجة والمعروفة بإستراتيجية الشراء والاحتفاظ.

**2.2.3.4 الهيئة المديرة للمؤسسة المصدرة وكبار الموظفين بها:**

لا شك أن من يحصل على معلومات مهمة قبل غيره يمكنه أن يحقق أرباحا متميزة في البورصة على حساب غيره من المستثمرين. ولعل كبار العاملين والمعروفين بالعاملين المسجلين والذين هم رؤيس وأعضاء مجلس الإدارة وكبار الموظفين من مدرء... الخ وكبار الملاك هم أول الأشخاص الذين يسعون إلى تحقيق عوائد متميزة حيث أنهم أول من يقوم باستغلال تلك المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بالأوراق المالية التي أصدرتها المؤسسة التي يشتغلون بها وذلك من خلال تكتيف عملية مشترياتهم في حالة تأكدهم من ارتفاعها في المستقبل أو الإسراع في التخلص منها في الحالة المعاكسة المتمثلة في تقدير انخفاض قيمتها. وبالتالي، فإن استغلال كبار العاملين للمعلومات المتاحة لديهم وغير العلنة تسمح لهم من تحقيق أرباح متميزة على حساب غيرهم من المستثمرين الخارجيين العاديين.

وهذا ما جاءت بتأكيديه العديد من الدراسات، لكن بعد صدور تشريعات وعقوبات صارمة ضد كبار العاملين الذين يستعملون المعلومات المتوفرة عن منشآتهم والاعتماد عليها في التعامل على أوراقها المالية، فإن الدراسة التي أجراها كل من ديمون ومارش ( Dimon & March ) أكدت عدم قدرة هؤلاء العاملين على تحقيق أرباح غير عادية، نظرا

لأنهم أصبحوا لا يستغلون تلك المعلومات لاغتنام الفرض المتاحة.

في الأخير وبعد استعراض الصيغ المختلفة لفعالية السوق، نلاحظ أن الصيغة الضعيفة تحظ بقبول واسع لدى أصحاب القرارات الاستثمارية، إذ أنه حقيقة أسعار الأسهم تعكس كل المعلومات التاريخية المتعلقة بالأسهم واستحالة تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تلك المعلومات، في حين أن كلا من الصيغة متوسطة القوة والصيغة القوية لفعالية السوق كانتا موضع نقاش عريض بين المختصين، وهو ما يدل على أن هناك ففة من المتعاملين ممن يستطيع تحقيق عوائد متميزة على حساب غيره من المستثمرين، وذلك من خلال إمكانية حصولهم على معلومات وتوظيفها قبل أن يتم انعكاسها على أسعار الأوراق المالية.

### 5. أهمية السوق الفعالة وشروط قيامها:

كما سبق يتبين لنا بأن لفعالية السوق أهمية كبيرة، وللوصول إلى هذه الفعالية يتعين توفير بعض الشروط.

### 1.5 أهمية السوق الفعالة<sup>(1)</sup>:

إن من أهم ما تحققه السوق الفعالة هو خلق منافسة بين المستثمرين في البحث عن الأوراق المالية ( خاصة الأسهم ) المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ولأجل ذلك يقومون بدراسات فيما يتعلق بسعر السهم في الماضي وتوزيعاته، التنبؤ برجحية الشركة، مديونيتها في المستقبل والضرائب التي ستدفعها، طبيعة النشاط الذي تمارسه، الآفاق والفرص المستقبلية التي يمكن أن تنفذها الشركة، وذلك في ظل التغيرات المتتالية في الظروف الاقتصادية .

إن جمع المعلومات المتاحة وتحليلها من شأنه أن يدفع بأسعار الأسهم المقيمة بأقل من حقيقتها نحو السعر العادل وذلك بسبب المنافسة بين المستثمرين وهذا ما يؤدي مرة أخرى إلى اتجاه السوق نحو فعالية أحسن، فجوودة وحادثة المعلومات التي يتم جمعها وتحليلها تلعب دورا مهما في تحقيق توازن السوق، فالسوق الفعالة إذن تضمن للشركة أن تبيع أسهمها بالسعر العادل بحيث تكون كل المعلومات المتعلقة بالشركة منعكسة في أسعار أسهمها.

### 2.5 شروط قيام سوق رأسمالية فعالة:

يتطلب قيام سوق رأسمالية فعالة توافر العديد من الشروط يمكن إيجازها فيما يلي<sup>(2)</sup>:

1\_ توافر مناخ استثماري مناسب يتميز بالاستقرار، ويكمن هذا المناخ في الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي، سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، انتعاش اقتصادي، توافر مدخرات الأفراد وغيرها، ولا يخفى أن قيام سوق رأس المال في الظروف الاقتصادية الملائمة يجعلها من

(1) \_ رفيق شرياق، مرجع سابق، ص: 63\_65.

(2) \_ صلاح الدين حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية "، مرجع سابق، ص: 21\_24.

أكبر وأحسن الوسائل التي تسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من السيولة بالنسبة للاستثمارات طويلة الأجل، وبواسطة هذه السوق يمكن للمستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع لأي خطر من المخاطر أو الهزات التي تنشأ عن تغيير ملكية المشروع في غالب الأحيان.

2\_ توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي بما فيه الثقافة المالية وثقافة البورصة، وهذا لكي يتسنى لسوق رأس المال القيام بدورها على أكمل وجه وتحقيق الأهداف والأغراض التي أنشأت لأجلها.

3\_ توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية\_ خاصة البنوك التجارية \_ التي تستخدم في نشاطاتها أساليب فنية متقدمة ووسائل مادية متطورة وإطارات بشرية كفأة.

4\_ توافر التقنية المناسبة لربط سوق رأس المال ببعضها البعض من أجل توفير المعلومات اللازمة بدقة، وتمثل هذه التقنية في شبكة اتصالات متقدمة وشبكة إلكترونية متطورة.

5\_ توافر الإفصاح والعلانية، وذلك من خلال نشرة كتابية عن الأسعار اليومية للأوراق المالية المتداولة في السوق وإلزام الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وكل المعلومات والبيانات التي تتعلق بها، وهذا حتى يكون المستثمر على اطلاع يومي بحالة الشركات التي يملك أوراقها المالية من جهة، وانعكاس تلك المعلومات في أسعار الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى، وبالتالي تسعير الأوراق المالية بسعرها الحقيقي الذي يتحقق وفقا لقانون العرض والطلب في السوق.

6\_ قيام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول بحيث يكون هذا التعامل أيضا لا يشوبه أي غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية، وأن يتم التعامل داخل السوق ومن خلال وسطاء ماليين يعملون على ملاقة البائعين بالمشتريين للأوراق المالية، وقد يمتد نشاطهم إلى عقد الصفقات لصالح الغير.

7\_ توافر المنافسة الحرة أو الكاملة بين العرض والطلب على الأوراق المالية لتحقيق التوازن في السوق.

8\_ السرعة والدقة، حيث يجب سرعة إتمام الصفقات وعرض أوامر العملاء وتنفيذها في الآجال والشروط المحددة بأوامرهم.

9\_ المرونة، إذ لا بد أن تكون الأوراق المالية تتميز بنوع من المرونة لتسهيل عملية انتقال ملكيتها من مشروع لآخر ومن مستثمر لآخر، وإنشاء قسم للاستعلامات هدفه تزويد المستثمرين بكافة المعلومات التي يطلبونها، كما يجب تدعيم السوق بالوسائل الإحصائية الآلية لتسهيل إصدار بيانات يومية عن حجم التداول الخاص بكل ورقة مالية لتمكين المستثمرين من

اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

10\_ ضمان سلامة الادخار وحمايته، وذلك من خلال خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات، ويتحقق هذا الجو من الثقة من خلال اتباع سياسة إعلانية لفائدة المدخرين عن حياة الشركات.

11\_ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم، وذلك عن طريق رفع أسعار الفائدة المدفوعة لحملة السندات، أو إعفاء العائد من الضرائب.

12\_ توافر المرافق العامة مثل المواصلات والاتصالات.

13\_ الموقع الجغرافي للبلد ومدى قربه من مواقع سوق رؤوس الأموال الأخرى واعتدال جوه.

14\_ وجود عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.

15\_ نمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.

16\_ عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف .

17\_ وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى في أسعاره.

18\_ خطوات أخرى يجب القيام بها:

أ\_ طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للاكتتاب للجمهور بما يسمح بزيادة مساهمة الأفراد في هذه الشركات.

ب\_ ضرورة قيد الشركات المساهمة وأسهمها في السوق بما يساعد على تحويلها إلى سوق عالمية.

ج\_ تحريك محافظ الأوراق المالية للبنوك وشركات التأمين والهيئات الادخارية الأخرى ودخولها السوق مشترية في حالة انخفاض السعر وبائعة في حالة ارتفاعه، وذلك للعمل على إحداث توازن السوق.

د\_ إصدار سندات نوعية ذات قيمة اسمية تتناسب مع صغار المدخرين بأسعار فائدة مرتفعة، وذلك لتدعيم دورهم في خطة التنمية المنشودة وزيادة الأوراق المالية المتداولة في السوق.

هـ\_ رفع نسبة تسليف البنوك التجارية على الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال وذلك تشجيعا للتعامل في الأوراق المالية.

و\_ السماح بقيد أسهم الشركات الأجنبية التي يكون مركزها الرئيسي بالخارج والتي تعمل في سوق رأس المال، وذلك كمرحلة أولى يليها قيد أية أسهم أجنبية أخرى، حيث يترتب إمكانية التعامل بين الأسواق المحلية والأجنبية، وكذا إتاحة الفرصة لمكاسب السمسرة الأجنبية لفتح مكاتبها في الدولة.

**III. مؤشرات قياس فعالية سوق رأس المال:**

تعتبر السوق الفعالة هي السوق التي تستطيع تحقيق تخصيص الأمثل للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه الموارد إلى القطاعات الأكثر ربحية ذات المزايا النسبية في الاقتصاد. وقد اهتمت الدراسات الحديثة بوضع مؤشرات عديدة لتحديد مدى تطور وفعالية سوق رأس المال، حيث تستعمل هذه المؤشرات في تحليل البيانات لتجعل منها معلومات يمكن الاستفادة منها، ومن بين هذه المؤشرات ما يلي:

- ❖ حجم السوق؛
- ❖ سيولة السوق؛
- ❖ درجة التقلب والتركيز في البورصة؛
- ❖ فعالية تسعير الأصول المالية وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي.

**1. حجم السوق:**

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور سوق رأس المال، حيث تشير الدراسات الاقتصادية الحديثة إلى الأثر الإيجابي لانتساع حجم سوق رأس المال، فمن جهة هو يدل على مدى انتشار ثقافة الاستثمار المالي، ومن جهة أخرى يعطي فكرة على مدى جاذبية السوق سواء بالنسبة للمستثمرين المحليين أو الدوليين إذا كانت السوق منفتحة على هذا النوع من الاستثمارات، ويندرج ضمن هذا المؤشر مؤشران فرعيان هما:

**1.1 رسملة السوق:**

وهو مؤشر يبرز النسبة بين القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة للتداول في سوق رأس المال إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي. ويدرس هذا المؤشر قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال حيث يعبر عن الميل العام نحو التمويل عن طريق سوق رؤوس الأموال كما يرتفع بزيادة الطلب على الأوراق المالية المسجلة.

ويمكن التعبير عن هذا المؤشر بالصيغة التالية:

$$MCR = CM / GDP$$

حيث:

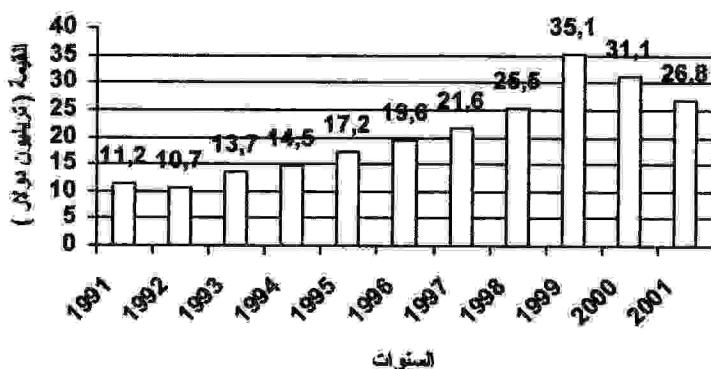
MCR: معدل رسملة السوق.

CM: القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية.

GDP: الناتج المحلي الخام.

والشكل رقم (12) يبين لنا رسملة البورصة لأسواق الأسهم العالمية.

## الشكل رقم (12): تطور رسملة البورصة لأسواق الأسهم العالمية.



المصدر: سامي مباركي، " فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس - " مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد تنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2004/2003، ص: 17.

يوضح الشكل رقم (12) الاتجاه التصاعدي للقيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، حيث ارتفعت رسملة السوق في مختلف البورصات العالمية، فقد بلغت رسملة السوق لأسواق الأسهم للدول الأعضاء في الاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولة(\*) ما مقداره 35.1 ترليون دولار سنة 1999، قيل أن تشهد تراجعاً بداية الألفية الثالثة نتيجة الركود الاقتصادي العالمي، وظهور حالات تلاعب في البيانات المالية للشركات الكبرى، إلى جانب إعلان بعض هذه الشركات إفلاسها. كما ساهم تدهور أوضاع شركات الطيران والاتصالات في أعقاب 11 سبتمبر 2001 بالولايات المتحدة الأمريكية في هذا الاتجاه<sup>(1)</sup>.

وتحتل بورصة نيويورك ( New York Stock Exchange ، NYSE ) صدارة البورصات العالمية من حيث الرسملة، حيث بلغت سنة 2001 نسبة رسملتها 41.1 % من إجمالي رسملة بورصات الاتحاد، فيما بلغت حصة بورصتي النازداك ( NASDAQ ) وطوكيو 2.739 و 2.2 بليون دولار على التوالي لتكوّنا بذلك ثاني وثالث بورصتين في العالم من حيث رسملة البورصة.

(\*) يضم هذا الاتحاد في عضويته 58 بورصة لأربعة وأربعين دولة، ومن أهم البورصات التي يضمها: بورصة لندن، بورصة نيويورك، بورصة طوكيو وغيرها.

(1) - سامي مباركي، مرجع سابق، ص: 16.

وفيما يتعلق بتوزيع رسملة السوق العالمية حسب المناطق استحوذت بورصات أمريكا الشمالية (الولايات المتحدة، كندا) والمكسيك في أمريكا الوسطى على ما يفوق نصف الرسملة العالمية بنسبة

55% لتأتي بورصات منطقة أوروبا بنسبة 29% في الصف الثاني، وفي الصف الثالث بورصات منطقة آسيا والمحيط الهادي بنسبة 15%.

ولم يتجاوز مؤشر حجم السوق الواحد نهاية السبعينات من القرن الماضي لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تباينا بين الدول نهاية القرن العشرين حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا واليابان<sup>(1)</sup>، ويبقى هذا المعدل في الأرجنتين، نيجيريا وإندونيسيا أقل من 0.6. ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على سوق رأس المال في تمويل العمليات الاقتصادية.

ولقد انتقلت رسملة البورصات في الأسواق الناشئة<sup>(\*)</sup> من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار في 1994 أي قيمة اسمية مضاعفة 11 مرة، مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة، وبلغت عام 1997 حوالي 2229.5 مليار دولار، وقد مثلت الأسواق المالية الناشئة في مجملها 9.47% من رأس المال السوقي العالمي في نفس السنة، ويمكن ملاحظة تطور هذه النسبة، حيث بلغت في الأسواق المتقدمة 99.28% في 1997 مقابل 35% في الأسواق الناشئة ويبدو أن الأسواق الناشئة قد استطاعت بفضل عدة عوامل أن تزيد من أدائها فيما يتعلق برسملة بورصاتها بمعدلات مرتفعة في مدة قياسية، وبوتيرة تفوق تلك التي تنمو بها رسملة الأسواق في البلدان المتقدمة<sup>(2)</sup>.

وفيما يلي يوضح الشكل (13) تطور نصيب الأسواق الناشئة في الرسملة البورصية العالمية، ويبدو من خلال ملاحظة النسب، أن نصيب الأسواق الناشئة في الرسملة البورصية العالمية قد تزايد بشكل كبير طوال الفترة 1984\_1994 ثم بدأ في التناقص ابتداء من 1995 واستمر في التزلزل بعد ذلك حتى 1997.

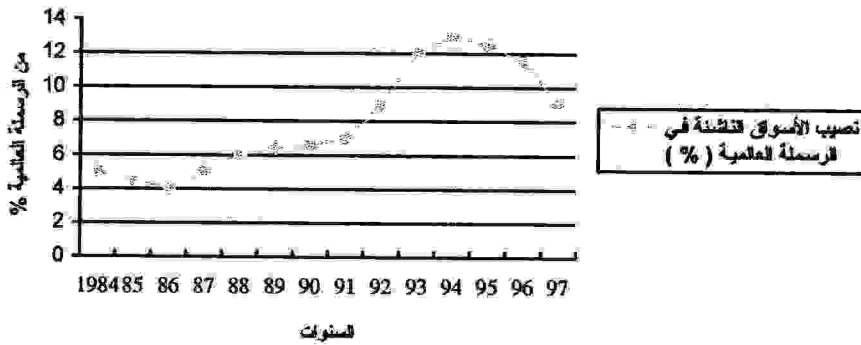
(1) \_ المرجع السابق، ص: 17.

(\*) \_ تمثل الأسواق الناشئة في أسواق الدول الآسيوية التي تنمو بمعدلات سريعة، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية.

(2) \_ أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 70.

الشكل رقم (13): تطور نصيب الأسواق الناشئة في الرسملة

البورصية العالمية 1984\_1997



المصدر: أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 70.

ولا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بفعالية، غير أن الفرضية المستحدثة حول هذا المؤشر هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط ايجابيا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال و تنوع المخاطر. ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد<sup>(1)</sup>.

### 2.1 عدد الشركات المسجلة:

وهو أحد المعايير التي تقيس حجم السوق، حيث تدل الزيادة في عدد الشركات المدرجة في السوق على انتعاش ثقافة الاستثمار المالي في هذه السوق ويعني أيضا توجه عدد أكبر من الشركات للاعتماد في تمويله على سوق رأس المال، كما تؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على السوق لتنوع الشركات المسجلة فيها، ومن ثم تزايد حجم العمليات التي يجرؤها عليها من شراء وتداول الأوراق المالية لهذه الشركات، وهذا بدوره يعتبر محفزا لزيادة عدد الشركات الراغبة في التسجيل، وكل هذه الأمور تؤدي إلى اتساع حجم السوق بالضرورة.

إذ اتجه عدد الشركات المدرجة في البورصة خلال عقد التسعينات من القرن العشرين إلى الارتفاع بشكل عام، فحسب مؤشر التنمية لسنة 2001 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121 شركة سنة 1990 ليقفز هذا العدد بعد عشر سنوات إلى حوالي الضعف ببلوغه 49612 شركة<sup>(2)</sup>. ويعود ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات إلى جملة من العوامل أهمها خصوصية الشركات العمومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات لدى

(1) - سامي مباركي، مرجع سابق، ص: 18.

(2) - المرجع السابق، ص: 19.

العديد من الدول. والجداول التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بعض البورصات العالمية.

جدول رقم (08): تطور عدد الشركات المدرجة (\*) في بعض البورصات العالمية.

البورصات	1995	1996	1997	1998	1999	2000
بورصة أمريكا Amex	791	751	710	711	650	649
نازداك Nasdaq	5127	5556	5487	5068	4829	4734
بورصة نيويورك NYSE	2242	2476	2626	2670	3025	2862
بورصة لندن London SE	2502	2623	2513	2423	2274	2374

المصدر: سامي مباركي، مرجع سابق، ص: 19.

يبين الجدول رقم (08) تطور عدد الشركات بما فيها المحلية والأجنبية المدرجة في بعض البورصات العالمية، ونتيجة لتحسن المناخ الاستثماري للدول المستقبلية، وارتفاع فرص الربح بها فقد تزايد عدد الشركات الأجنبية بشكل كبير في بورصات هذه الدول.

لكن ما يؤخذ على هذا المعيار أنه لا يأخذ بعين الاعتبار الاختلافات في قيم الشركات المسجلة، فقد تمتلك شركة واحدة في بورصة ما أسهما بقيمة كبيرة تفوق ما تمتلكه عدة شركات في بورصات أخرى. فعلى سبيل المثال كان عدد الشركات المدرجة في بورصتي نيويورك ولندن خلال النصف الثاني من القرن العشرين متقاربا إلا أن رسملة البورصة في بورصة نيويورك تجاوزت أربع مرات رسملة البورصة في لندن خلال نفس الفترة<sup>(1)</sup>. لذلك فإنه عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

## 2. سيولة البورصة:

ويقصد بها القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة، حيث أن سرعة بيع هذه الأوراق و انتقال ملكيتها تعتبر من أهم وظائف سوق رأس المال، وهي تدخل ضمن معايير فعاليتها. وتسمح سيولة السوق بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما

(\*) محلية وأجنبية دون الأخذ في الحسبان صناديق الاستثمارات.

(1) - المرجع السابق، ص: 19.

دعت الضرورة لذلك، وهي بذلك تعتبر مؤشرا هاما لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة.

ويمكن أن تقاس سيولة السوق بالمؤشران التاليان:

### 1.2 معدل التداول Value Traded Ratio:

يمثل هذا المعدل قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة في السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. وهو بذلك يعكس السيولة المتوفرة للاقتصاد ككل. ونشير إلى أنه يمكن أن تكون رسملة السوق كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون محدودا، وهذا قد يعني من ناحية عدم فعالية السوق فيما يتعلق بسرعة العمليات، وسهولة التخلص من الأوراق المالية وقد يشير من ناحية أخرى أيضا إلى ركود في سوق رأس المال، أي انخفاض الطلب على الأوراق المالية بوجه عام.

### 2.2 معدل الدوران Turnover Ratio:

ويحسب بقسمة قيمة إجمالي الأوراق المتداولة على رسملة السوق، ويشير المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات. وفي الحقيقة هذا المؤشر يكمل معدل رسملة السوق، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع رسملة البورصة إلا أن معدل الدوران منخفض.

كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل الدوران بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول<sup>(1)</sup>.

### 3. درجة التقلب والتركيز في البورصة:

يتم الاعتماد على كل من درجة التقلب في البورصة ودرجة التركيز كمؤشرات ضرورية للحكم على مدى تطور سوق رأس المال. وعليه، سنتناول فيما يلي كل من مؤشر درجة التقلب ومؤشر درجة التركيز.

### 1.3 درجة التقلب في البورصة Volatility<sup>(2)</sup>:

يمكن حساب هذا المؤشر بطريقتين: الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية ( Stock Price Volatility )؛ أما الثانية فيمكن حسابها بقسمة معدل الدوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية. فالبورصة التي تتمتع بمعدلات مرتفعة من

(1) - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 40.

(2) - سامي مبارك، مرجع سابق، ص: 22.

المؤشرين السابقين يكون حجم التداول مرتبط بتقلبات أسعار الأوراق المالية. مما يعني أن ارتفاع معدل التداول ومعدل الدوران نسبة إلى تقلبات أسعار الأوراق المالية يعتبر مؤشرا على سيولة البورصة.

### 2.3 درجة التركيز في البورصة:

تقاس درجة تركيز السوق بمدى مساهمة أكبر عشر (10) شركات في رسملة السوق، للوقوف على مدى التقارب أو التباعد بين حصص كل الشركات المسجلة من حيث مساهمتها في رسملة السوق ودرجة تأثيرها على سيولته.

وبالتالي فإن ظهوره بنسب عالية يدل على تباين الشركات المسجلة من حيث حجمها، أسهمها المدرجة في السوق، وكذا من حيث رواج أسهمها وتداولها<sup>(1)</sup>.

وعليه فإن أي تأثير على أرباح الشركات الأولى المسجلة أو على القطاع الذي تنتمي إليه، يؤدي إلى التأثير مباشرة على تداول أسهمها، ومن ثم قد يصل إلى انهيار السوق بصفة عامة.

### 4. فعالية تسعير الأصول المالية وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي:

تعتبر درجة فعالية تسعير الأصول المالية، ومستوى فعالية الهيكل المؤسسي والتنظيمي من المؤشرات المعتمد عليها للحكم على مدى تطور سوق رأس المال، ويتم ذلك من خلال تتبع طرق تسعير الأصول والمعايير القانونية والمحاسبية المعتمدة في سوق رأس المال.

### 1.4 فعالية تسعير الأصول المالية:

يتم تحديد هذا المؤشر بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول والذي يسمح بتحديد فعالية السوق من خلال الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية والعائد على الاستثمار المحسوب وفق نموذج التسعير<sup>(2)</sup>. وأدى تقارب هذا المؤشر في العديد من الدول إلى التكامل بين الأنظمة المالية المحلية والنظام المالي الدولي، ويتجلى أثر هذا المؤشر في تنوع استثمارات الحافظة، توسع الشركات الساعية إلى تلبية احتياجاتها المالية من المصادر الأجنبية، والتطور الحاصل في تسعير الأصول المالية.

(1) - أسماء يلمهوب، مرجع سابق، ص: 73.

(2) - ايهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 40.

ويكون التكامل نتيجة طبيعية للفوارق في معدلات الفائدة بين أسواق رؤوس الأموال العالمية، وهو ما يفسر ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال بين الدول عن طريق هذه الأسواق.

وقد شهدت التدفقات الإجمالية والتدفقات الصافية لرأس المال ارتفاعا كبيرا منذ سبعينات القرن الماضي حيث ارتفع حجم إجمالي الاستثمارات المباشرة 32 مرة في الدول الصناعية، فيما ارتفع إجمالي تدفق استثمارات الحافظة 200 مرة.

وكمقياس للاندماج العالمي للأسواق المالية يمكن تتبع تبادل الأوراق المالية عبر الحدود، فتبادل الأسهم والسندات بين الدول شهد ارتفاعا في غالبية البلدان المتقدمة من 5 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1975 إلى ما بين 100 % و700 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1997، ويبرز هذا التوسع الدولي في تداول الأوراق المالية بملاحظة تطور إصدارات الأسهم الدولية والتي ارتفعت بست مرات خلال السبعينات من القرن الماضي في الدول الصناعية.

وقد ساهم التقليل من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال وعلى توزيعات أرباح الأسهم من جهة، وتوفير المعلومات حول الشركات المدرجة للمستثمر المحلي والأجنبي من جهة أخرى في اندماج البورصات وهو ما ينعكس إيجابا على تطور البورصات المحلية مثلما خلصت إليه بعض دراسات البنك الدولي<sup>(1)</sup>.

#### 2.4 الهيكل المؤسسي والتنظيمي:

يعتبر وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي جيد من العوامل المهمة التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات، حيث يسمح مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم وتسيير سوق رأس المال في تطويرها، وتؤدي فعالية هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليا ودوليا.

(1) - سامي مبارك، مرجع سابق، ص: 23-24.

وتتلخص المؤشرات التي تنشر في تقرير مؤسسة التمويل الدولية في المؤشرات التالية<sup>(1)</sup>:

أ\_ نشر معلومات عن الشركات المسجلة: يركز هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة، حيث تقيم الدول بـ (1) في حالة نشر المعلومات، و صفر (0) في حالة عدم النشر.

ب\_ المعايير المحاسبية: يهتم هذا المؤشر بالمعايير المتبعة من طرف الشركات المسجلة ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية، إذ تقيم الدول بـ صفر (0) إلى (2) وفقاً لدرجة القبول المحاسبي الدولي.

ج\_ قوانين حماية المستثمر: إذ تقيم الدول بـ صفر (0) إلى (2) وفقاً لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر، بما أن حماية هذا الأخير تدعم استقطاب رؤوس الأموال المحلية.

د\_ العوائق على الاستثمار الأجنبي و تحويل رأس المال: من أولويات هذا المؤشر درجة العوائق المفروضة على الاستثمار الأجنبي، بما أن درجة القيود المفروضة على تدفق رؤوس أموال المستثمر الأجنبي تؤدي إلى التأثير على استقطاب الاستثمارات الأجنبية سواء المباشرة منها أو غير المباشرة. وتقيم الدولة بـ صفر (0) في حالة وجود عوائق على تدفقات رأس المال، و ب (1) في حالة وجود بعض العوائق، و تحصل على (2) في حالة الحرية.

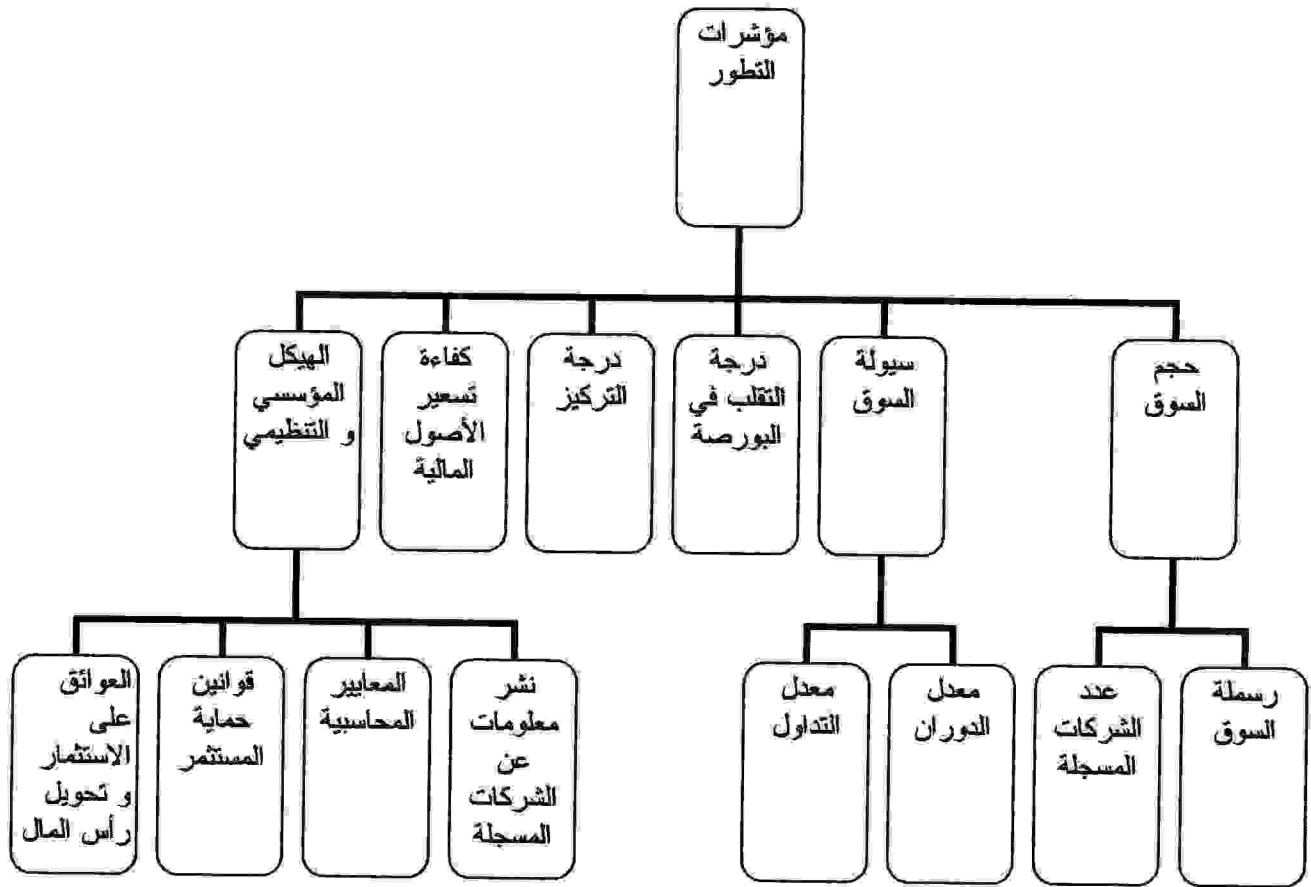
في الأخير نخلص إلى أنه نتيجة للدور الكبير الذي أصبحت تقوم به سوق رأس المال في النظام الاقتصادي وضعت العديد من المؤشرات التي تسمح بإجراء المقارنات بين بورصات الدول وتحديد تطور كل منها، كما تم ربط هذه المؤشرات بباقي المؤشرات الاقتصادية.

ويعد مؤشر حجم السوق وسيولته من أهم هذه المؤشرات للتأثير الذي يمارسه هذين المؤشرين على تعبئة المدخرات.

ويمكن تلخيص المؤشرات السابقة المتعلقة بقياس تطور سوق رأس المال في الشكل التالي.

(1) \_ إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 41.

## الشكل رقم (14): مؤشرات قياس فعالية سوق رأس المال.



المصادر: أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 75.

## خلاصة الفصل الثاني:

تمثل سوق رأس المال الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز، وبذلك تساهم سوق رأس المال في تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. ومن خلال دراسة المحور الأول من هذا الفصل يمكن القول أن لسوق رأس المال دورا بالغ الأهمية يتجلى في جملة من الوظائف، والتي من أهمها توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة للمستثمرين وتوجيه المدخرات نحو الأنشطة الإنتاجية.

وتتميز سوق رأس المال بالتنوع الكبير والتداخل فيما بين أقسامها حيث تصنف حسب عدة معايير، فحسب معيار توقيت الإصدار تقسم إلى سوقين، سوق أولية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها والاككتاب فيها لأول مرة، وسوق ثانوية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بعد الاككتاب فيها، وهذا التعامل إما يكون منظما عن طريق البورصة أو غير منظم عن طريق البنوك وسماسرة الأوراق المالية، أما حسب معيار آجال العمليات فتقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة.

هذا وتبقى السلعة الرئيسية المتداولة في سوق رأس المال تتمثل في الأوراق المالية حيث تصنف هذه الأوراق من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وأوراق تمثل مديونية وأخرى هجينة بالإضافة إلى أوراق أخرى حديثة نسبيا.

و يتم التعامل في سوق رأس المال بين مجموعة من المتعاملين هم الطالبيون لرؤوس الأموال، العارضون لها، الوسطاء والمحكمون والمراقبون.

أما المحور الثاني من هذا الفصل الذي اهتم بفعالية سوق رأس المال، فقد مكن من الوقوف على مفهوم و شروط تحقيق فعالية السوق، حيث اتضح أن السوق الفعالة هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليلا جدا.

وانطلاقا من هذا المفهوم، فهناك نوعين من فعالية السوق، حيث يمكن للسوق أن تتسم بالفعالية الكاملة والتي لا توجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ويعتبر تحقق هذا النوع من

الفعالية غير ممكن في الواقع العملي بالنظر للشروط الواجب توافرها في هذا النوع من الفعالية، مما يتم التركيز على النوع الثاني من الفعالية والمتمثل في الفعالية الاقتصادية، هذه الأخيرة يتحقق في ظلها التخصيص الفعال للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

ويقتضي تحقيق الفعالية بهذا المفهوم تحقق كل من فعالية التسعير وفعالية التشغيل، مما يعني ضرورة تحقق مجموعة من المتطلبات المتمثلة في توافر المعلومات وسيولة الأوراق المالية وانخفاض تكلفة المعاملات، إضافة إلى عدالة السوق ورشادة سلوك المستثمر وضرورة توفر درجة معينة من الأمان والانضباط بين المتعاملين.

وما تم استخلاصه أيضاً أن الفعالية تتباين وفقاً لمعلومات السوق، مما أدى إلى حصر ثلاث صيغ رئيسية لفعالية سوق رأس المال وهي صيغة الفرض الضعيف لفعالية السوق، التي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماماً عن الأسعار في الماضي، أي أن تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى بالنسبة للمستثمر، باعتبار أن الأسعار تتحرك في صورة عشوائية.

و الصيغة الثانية هي صيغة الفرض متوسط القوة لفعالية السوق، والتي تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات ومستويات الائتمان في الاقتصاد.

بينما الصيغة الثالثة تتمثل في صيغة الفرض القوي لفعالية السوق، وفيه تكون أسعار الأوراق المالية بمثابة انعكاس لكل المعلومات العامة والخاصة.

في حين تناول المحور الثالث من هذا الفصل العديد من المؤشرات التي يمكن من خلالها قياس فعالية سوق رأس المال، والتي من بينها مؤشر حجم وسيولة السوق مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة، مؤشر فعالية تسعير الأصول المالية الذي يعتمد على توافر مصادر المعلومات ومدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية.

# الفصل الثالث

## الفصل الثالث: آثار العولمة المالية على سوق رأس المال وآلية تفعيل هذه السوق

تمهيد:

شهدت نهاية القرن العشرين تحولات جوهرية مست كل جوانب الحياة الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية والثقافية مجسدة بذلك ظاهرة العولمة. وقد كان للجانب الاقتصادي الأثر البارز في انتشار هذه الظاهرة بفضل التقليل من الحواجز فيما يخص انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال عبر العالم.

كما أسهم بروز أدوات مالية جديدة في انتشار ظاهرة العولمة المالية كإحدى تجليات العولمة الاقتصادية في صورتها الحالية.

غير أن تلك التغيرات وما نتج عنها من آثار إيجابية لدى العديد من الدول، في مراحل معينة، لم تخلو من نقائص كبيرة تبلورت في الاضطرابات والأزمات المالية التي طغت على سنوات التسعينات من القرن الماضي.

وقد أرجعها البعض إلى تشوهات هيكلية كامنة تتميز بها سوق رأس المال كما اعتبر البعض الآخر العولمة المالية العامل الأساسي الذي أدى إلى إحداث هذه الاضطرابات والأزمات المالية والعنصر المساعد في انتشارها.

مما جعل التفكير ينصب حول الكيفية التي يمكن بها الاستفادة من الإيجابيات المتوقعة وتفادي السلبيات الملازمة لهذه التغيرات.

## I. الأزمات في الأسواق المالية:

رغم النجاحات التي حققتها الأسواق المالية إلا أن ذلك لم يمنع من تعرضها للاضطرابات والأزمات المالية التي اختلفت مصادرها كما اختلفت تأثيراتها على البلدان المختلفة.

فيبقى لكل أزمة مميزاتا بالرغم من تشابه الأزمات المالية من حيث المبدأ، واتفاق الجميع حول تأثير عامل العدوى فيما بين الدول المختلفة.

## 1. جوهر وطبيعة الأزمة المالية:

يتعامل الاقتصاديون مع أي أزمة على أنها عارض غير مسبق، وطبقا لذلك فهم يحاولون وضع نظريات تتلاءم معها وأيضاً وضع تدابير وسياسات جديدة لحلها ومحاولة منع حدوثها مرة أخرى. ولكن توضح من خلال الأزمات السابقة أن هناك أوجه وعوامل شبه مشتركة في هذه الأزمات المالية.

## 1.1 مفهوم الأزمة المالية:

يتعرض الاقتصاد الوطني للعديد من الأزمات مثل أزمة نقص الإنتاج، أزمة فائض الطلب، أزمة المديونية أزمة انخفاض سعر الصرف وتدهور قيمة العملة الوطنية، الركود، التضخم... وغيرها من الأزمات وبالتالي تعتبر أدوات السياسة الاقتصادية مسؤولة بشكل مباشر عن حدوث أي أزمة مهما كان نوعها.

وعليه يمكن تعريف الأزمة على أنها " أثر يتجم عن سياسة خاطئة تؤدي إذا ما تعمقت إلى أزمة كبيرة تشمل كافة القطاعات "(1).

في حين أن الأزمة الاقتصادية التي تتعرض لها دولة ما أو عدة دول ضمن إقليم معين أو ضمن الاقتصاد العالمي إنما تنجم عن مجموعة إجراءات اقتصادية غير متجانسة في إطار سياسة اقتصادية متناقضة مما يؤدي للتأثير على الإنتاج والدخل وفي نهاية الأمر زيادة معدلات البطالة وتردي مستوى المعيشة.

(1) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 180.

ويختلف الأمر بين أزمة ركود وأزمة تضخم فالأزمات الاقتصادية غير متجانسة منها ما يؤدي لارتفاع الأسعار وزيادة الطلب مقابل انخفاض العرض ومنها ما يؤدي إلى انخفاض الأسعار وحلول الركود.

أما الأزمة المالية فيمكن تعريفها على أنها " انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية ينجم عن عدم التفاعل والانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسات الاستثمار يؤدي إلى فوضى اقتصادية وإفلاس العديد من المصارف وشركات التأمين والوساطة وإلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي"<sup>(1)</sup>.

وعليه فإن أزمة الأسواق المالية هي التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلباً في التدهور الكبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الإنتاج واليد العاملة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة، نتيجة لأزمة الثقة في النظام المالي التي يكون مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل، يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض، وعندما يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية، حيث يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة، مما يؤدي إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج<sup>(2)</sup>.

إذن بات من المؤكد بأن التعارض والتضارب بين توجهات السياستين المالية والنقدية من جهة وسياسات الاستثمار والإنتاج من جهة ثانية يؤدي لحدوث الأزمات وانتقال الاقتصاد من حالة الرواج إلى حالة الركود، لذلك تحرص كل دولة على دراسة حركة أدائها النقدية قبل الإقدام على تحريكها بحيث يأتي ذلك منسجماً مع التوجهات الاقتصادية وحركة الاستثمار والمستثمرين<sup>(3)</sup>.

(1) \_ المرجع السابق، ص: 181.

(2) \_ هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 63\_64.

(3) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 180.

2.1 أسباب الأزمات المالية<sup>(1)</sup>:

أجريت دراسة دولية معمقة شملت 102 أزمة مالية لعشرين بلدا خلال العشرين عاما المنصرمة ( استخدام مؤشر مزدوج يتكون من درجة انخفاض قيمة العملة، ونسبة الخسارة في الاحتياطات ).

وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للأزمات المالية هي التي شهدت تحميرا في أسواقها المالية، وأزمات مصرفية والتي أدت بدورها إلى أزمة العملات نظرا للعلاقة السببية الموجودة بين الأزمة المصرفية وأزمة العملات، مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات لبلد معين.

## 3.1 خصائص الأزمة المالية:

يمكن تحديد خصائص الأزمة المالية فيما يلي<sup>(2)</sup>:

1\_ الانخفاض الحاد في أسعار الأصول المالية من الأسهم والسندات، ولكي نعتبر الانخفاض في الأسعار يؤدي إلى أزمة يجب أن يتجاوز 10% فإذا كان الانخفاض ما بين 3\_5% أو من 5\_7% فلا يعتبر حادا لأن طبيعة المضاربة تسمح بصعود وهبوط الأسعار في إطار 5% أما عند أزمة 1987 هبط المؤشر في أمريكا إلى 21.6% وفي النرويج إلى 30.5% وفي اليابان إلى 12.8% عام 1987.

2\_ تضارب السياستين المالية والنقدية مع بعضهما، فقد تسعى السياسة المالية لتخفيض حجم التضخم عن طريق زيادة حجم الضرائب وتخفيض حجم الإنفاق وبدلا من أن تؤيد السياسة النقدية السياسة المالية نجدها تخفض سعر الفائدة وتشجع على الاقتراض وزيادة حجم السيولة الأمر الذي يبطل مفعول السياسة المالية.

وقبيل الأزمة عادة ما تكون السياسة النقدية قد سمحت وساعدت على التوسع في الاقتراض وخاصة للأنشطة المتعلقة بسوق المال ( المضاربة والوساطة ) وتكون السياسة المالية قد

(1) \_ محمود محي الدين، " العولمة وأسلوب الإدارة الاقتصادية: منظور مصري "، ندوة حول " العولمة وإدارة الاقتصاديات الوطنية "، مرجع سابق، ص: 280.

(2) \_ اعتمدت الباحثة على المراجع التالي:

\_ محمود محي الدين، مرجع سابق، ص: 281\_282.

\_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 181\_183.

استفادت من ذلك بتمويل العجز عن طريق السندات الحكومية بأسعار رخيصة لكنها لا ترغب بهذا التوسع الذي ينتهي عادة بتضخم مرتفع أو أزمة.

3\_ التعارض بين السياستين المالية والنقدية من جهة وسياسة الاستثمار من جهة ثانية فإذا ما رغبت الدولة بزيادة حجم الاستثمار ينبغي على السياسة المالية زيادة حجم الإنفاق لتشجيع زيادة الطلب كما ينبغي على السياسة النقدية زيادة حجم القروض والتسليف وتخفيض سعر الفائدة لكي يشجع ذلك الاستثمار أما إذا لم تكمل السياسات المالية والنقدية التوجهات في دعم الاستثمار فإن ذلك سينقلب إلى أزمة نزوح الأموال بدلا من عودتها وإقامة المؤسسات الإنتاجية اللازمة للاقتصاد الوطني.

4\_ تتوجه التشريعات وخاصة الاستثمار والسياستين المالية والنقدية لتشجيع حركة رأس المال قصير الأجل<sup>(\*)</sup> الذي يتخصص بالمضاربات في أسواق رأس المال وقد ساعدت التشريعات منذ سنة 1985 وحتى الوقت الحاضر على السماح لهذا الرأسمال بالتوجه من سوق مالية إلى أخرى بحثا عن الأرباح مما أدى لتركز الاستثمارات قصيرة الأجل في الدول التي تتصف أسعار أسهمها بالصعود، وكأن مهمة رأس المال الطيار السعي لافتعال الأزمة ثم المغادرة إلى دولة أخرى.

5\_ إفلاس المؤسسات المالية ( البنوك، شركات التأمين، شركات الوساطة، مؤسسات ترويج الاكتتاب ) وصناع السوق وعدم قدرة أي مؤسسة على دعم المؤسسة الأخرى لأن جميع المؤسسات المالية كانت قد مولت المضاربة أو أمنت على الأسهم تجاه الهبوط أو روجت أو سوقت الإصدارات، فإذا حصل الانهيار في الأسعار لا يمكن تأمين السيولة لأحد مما يؤدي لإفلاس المؤسسات الضعيفة ثم تليها القوية حتى يتعرض النظام المصرفي بشكل كامل للإفلاس، ففي أزمة ماليزيا وكوريا أفلست جميع البنوك مما اضطر المصرف المركزي للاستدانة وإقراض البنوك لكي تباشر نشاطها من جديد.

6\_ انخفاض وتراجع معدلات النمو الاقتصادي حيث حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات نمو تراوحت بين 5\_10% في المتوسط وعلى إثر الأزمة تراجع معدل النمو في إندونيسيا من 8% إلى 4.6% وفي كوريا من 7.1% إلى 5.5% ثم إلى -0.7% سنة 1998. وازداد معدل البطالة من 5.4% سنة 1997 إلى 15% سنة 1998 في إندونيسيا و في كوريا ازدادت البطالة من 2.7% إلى 7% سنة 1998، لقد أدت الأزمة لتراجع النمو وزيادة البطالة وزيادة مستوى الفقر والاضطرابات الاجتماعية.

(\*) أو كما يسمى رأس المال المضارب أو ما يعرف برأس المال الطيار.

## 2. أهم (\*) الأزمات المالية:

بالرغم من الأوجه والعوامل شبه المشتركة للأزمات المالية، إلا أنه يبقى لكل أزمة سماتها الخاصة وآثارها، مما يستدعي الإحاطة بكل جوانبها ومحاولة الاستفادة من دروسها.

وستعرض للأزمات التالية:

❖ أزمة يوم الاثنين الأسود 1987؛

❖ أزمة المكسيك 1995؛

❖ أزمة جنوب شرق آسيا 1997.

## 1.2 أزمة يوم الاثنين الأسود 1987:

سميت أزمة الاثنين الأسود نظرا لحدوثها يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 في نيويورك واعتبرت أزمة نظرا للهبوط الحاد في الأسعار بما يعادل 30 % من قيمة المؤشر يوم الاثنين في السوق الأمريكية ثم امتدت إلى الأسواق العالمية الأخرى، لكن حسب الأمريكيين كانت قد بدأت في كل من فرنسا ونيوزيلندا وإسبانيا في يوم 14 أكتوبر وهذا قبل خمسة أيام من حدوثها في نيويورك وكان الانخفاض في الأسواق الأوروبية قليلا مقابل الانخفاض في الأسواق الأمريكية، هذا ما يوضحه الجدول رقم (09).

(\*) لقد وقع اختيارنا على هذه الأزمات لأن نتائجها والدروس المستفادة منها في رأينا تخدم موضوع بحثنا كما لا يسعنا من خلال هذا البحث التطرق لكل الأزمات.

جدول رقم (09): نسب التغير في قيم مؤشرات 23 دولة خلال سنة 1987 وخلال أكتوبر من نفس السنة.

بالدولار		بالعملة المحلية		اسم الدولة
سنة 1987	أكتوبر 1987	سنة 1987	أكتوبر 1987	
4.7	44.9-	3.6-	41.8-	أستراليا
0.7	5.8-	17.6-	11.4-	النمسا
3.1	18.9-	15.5-	23.2-	بلجيكا
10.4	22.9-	4.0	22.5-	كندا
15.5	7.3-	4.5-	12.5-	الدايمرك
13.9-	19.5-	27.8-	22.9-	فرنسا
22.7-	17.1-	36.8-	22.3-	ألمانيا
11.0-	45.8-	11.3-	45.8-	هونج كونج
4.7	25.4-	12.3-	29.6-	ايرلندا
22.3	12.9-	32.4-	16.3-	إيطاليا
41.4	7.7-	8.5	12.8-	اليابان
11.7	39.3-	6.9	39.8-	ماليزيا
5.5	37.6-	158.9	35.0-	المكسيك
0.3	18.1-	18.9-	23.3	هولندا
23.8-	36.0-	38.7-	29.3-	نيوزلندا

1.7	28.8-	14.0-	30.5-	الترويج
2.7-	41.6-	10.6-	42.2-	سنغافورة
33.5	29.0-	8.8-	23.9-	جنوب إفريقيا
32.6	23.1-	8.2	27.7-	إسبانيا
0.9-	18.6-	15.1-	21.8-	السويد
16.5-	20.8-	34.0-	26.1-	سويسرا
32.5	22.1-	406	26.4-	انكلترا
0.5	21.6-	0.5	21.6-	الولايات المتحدة

المصدر: علي كنعان، مرجع سابق، ص: 185.

يظهر من خلال الجدول رقم (09) ما يلي:

إن تطور الأسعار خلال عام 1987 كان بين الموجب والسالب وكان في أكثره موجبا حيث سجلت الأسعار تصاعدا مستمرا، أما في أكتوبر فقد بدأت الأسعار تسجل انخفاضاً وتراجعا ملحوظا لأن بوادر الأزمة قد لاحت في الأفق منذ منتصف سبتمبر.

إذا أخذنا الدولار كمقياس كما هو موضح فقد سجلت اليابان ارتفاعا ملحوظا وصل خلال عام 1987 إلى 41.4 % وقد كان التوجه الياباني يدفع الأمل في نفوس المضاربين فيزيد حدة الارتفاع في الأسواق الأخرى، ويدفع المضاربين في الدولار لزيادة الأسعار في باقي البورصات.

إذا قمنا بترتيب الدول تصاعديا تأتي الولايات المتحدة في المرتبة الخامسة من حيث نسبة الانخفاض في قيم المؤشرات خلال أكتوبر بالعملة المحلية، بينما يأتي ترتيبها بالدولار في المركز الحادي عشرة.

إن الانخفاض كان قد بدأ في أوروبا منذ 14 أكتوبر لكن الأزمة الحقيقية كانت أيام 19\_20\_21 أكتوبر حيث وصلت ذروتها وهذا يعني أن الأسواق الأمريكية لم تكن السبب، بل الأسواق الآسيوية والأسواق الأوروبية معا.

لقد فوجئت السوق الأمريكية بوجود أوامر بيع أكبر بكثير من أوامر الشراء في صبيحة 19 أكتوبر ولم يستطع السماسرة المتخصصون صناع السوق تأمين البيع ( أي مقابلة أوامر البيع مع أوامر الشراء ) لذلك تأخر البيع والشراء. رغم الافتتاح لكن زيادة طلبات البيع جعلت الأسعار تهبط بشكل حاد ولم يستطع صناع السوق ولا حتى المتخصصون الصمود أو القيام بأي إجراء من شأنه أن يوجّل الأزمة أو يخفض حجم التدهور فقد حدثت مشاورات عديدة خلال نصف ساعة انتهت إلى ترك الأسعار للعرض والطلب وحصل الانهيار.

### 1.1.2 الأسباب العامة لأزمة يوم الاثنين الأسود<sup>(1)</sup>:

إن أي أزمة لا تنشأ من الفراغ أو لا يجوز أن تظهر فجأة دون سابق إنذار، فقد تنبأ بعض علماء الاقتصاد والمضاربين في أسواق المال في كوريا عام 1987 باتجاه الأسواق نحو الانهيار، لكن صانعي السياسات والمضاربين والمستثمرين لم يكن لديهم أي إمكانية لسماع صوت متشائم لأن نسب الأرباح كانت مرتفعة والتفاؤل يعم البلاد فكيف يمكن سماع صوت يتنبأ بالأزمة ؟.

إن أزمة الاثنين الأسود تعود في جوهرها للأسباب العامة التالية:

1. بدء سياسات الإصلاح الاقتصادي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا باتجاه تبني سياسة الليبرالية وبيع مؤسسات القطاع العام. وبالتالي زرع تفاؤل لدى القطاع الخاص بشراء كافة المؤسسات الحكومية بأسعار متدنية وزيادة معدلات الأرباح.

تبني السياسة الأمريكية المحافظة عندما تسلم الحزب الجمهوري الأمريكي الحكم بزعامة رونالد ريغان سياسة الدولار القوي الأمر الذي حيد كافة السياسات المالية والنقدية للوصول إلى دور

(1) \_ اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 186\_187.

\_ مروان عطون، " الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الثاني، 1993،

ص: 200\_201.

- متميز للنقد في الاقتصاد الوطني فقد ارتفع الدولار من 1.5 مارك إلى 3 مارك ألمانية وشجع الأمريكيين على المضاربة في الأسهم والأوروبيين على المضاربة على العملات وخاصة الدولار.
2. قيام الولايات المتحدة بتخفيض معدلات التضخم من 11.3 % عام 1979 إلى 4.3 % عام 1984 وبتكلفة سنوية بلغت 265 مليار دولار أي تخفيض الناتج بحدود 265 مليار دولار مما أدى لعطالة في الاقتصاد وتوجه الرأسمال نحو المضاربة في أوروبا أي خارج الحدود الوطنية.
3. زيادة حجم البطالة من 5.8 % سنة 1979 إلى 7.2 % سنة 1985 مما يعني رغبة الولايات المتحدة آنذاك للاعتماد على القطاع الخاص والتخلي عن الدور التدخلية للدولة وتوجه أصحاب الاستثمارات الإنتاجية أيضا للمضاربة وراء الأرباح السريعة.
4. ارتفاع أسعار الفائدة.
5. سوء توزيع الدخل الوطني حيث حصلت الاستثمارات في الأسواق المالية على أرباح مرتفعة مقابل أرباح محددة للقطاعات الإنتاجية، إضافة إلى ذلك فقد ازدادت الأرباح وازداد بالمقابل عجز موازين المدفوعات في كل من أمريكا، فرنسا، إيطاليا مقابل وجود فائض خارجي لكل من اليابان وألمانيا الأمر الذي أدى لعدم إمكانية تحديد سياسات خارجية متوافقة لمعالجة الاختلالات.
6. فقد كانت كل من بريطانيا وأمريكا تسعى لمعالجة التضخم بطرد رأسمالها للخارج، وألمانيا واليابان تهتم بالتصنيع والتصدير مما دفع المضاربين في أسواق المال لزيادة حجم المضاربة بدلا من المغامرة في القطاعات الإنتاجية في أمريكا أو أوروبا.
7. بدء حالة التشاؤم لدى الأمريكيين عام 1986 حول عدم قدرة السياسة الاقتصادية على معالجة العجز التجاري أو عجز الموازنة العامة مما دفع الدولة لرفع سعر الخصم وتحول المضاربين لشراء سندات الخزينة الأمريكية الأمر الذي أثر على المضاربة بالأسهم.
- ظهور الكثير من المؤشرات (مع انتشار التوقعات) حول حدوث أزمة اقتصادية مع بداية عام 1988.
8. تبني الولايات المتحدة الأمريكية مع الحلف الأطلسي برنامج حربي جديد سمي (حرب النجوم) ضد الاتحاد السوفياتي عام 1984 وقد قدرت تكاليف البرنامج بحدود 2000 مليار

دولار وذلك بهدف إسقاط القوة العسكرية السوفياتية الأمر الذي زاد من مخاوف الأمريكيين والأوروبيين من الناحية الاقتصادية ودفع المستثمرين لحالة التشاؤم بدلا من التفاؤل.

9. تزايد حجم المديونية الخارجية الأمريكية، التي وصلت إلى مستويات خطيرة أضعفت إلى حد بعيد الثقة بالدولار، وأيضا بالأصول المالية المحررة بهذه العملة.

إن هذه الأسباب العامة والمقدمات الاقتصادية التي بدأت عام 1980 لم تقدم للاقتصاد الأمريكي رؤية واضحة في الاستثمار والإنتاج أو في السياسة الاقتصادية الخارجية ولم يبقى للمضاربين سوى البورصات لذلك توجهت أكثر رؤوس الأموال وخاصة الدولارات الأوروبية إلى بورصات أوروبا، اليابان، أمريكا بهدف جني الأرباح السريعة والهروب عند الأزمة وهذا ما حدث أثناء الأزمة.

## 2.1.2 الأسباب الفنية للأزمة:

إن الانهيار الذي حصل في بورصة نيويورك يوم 19 أكتوبر إنما يعود لأسباب فنية ترتبط بالسوق نفسها وفي هذا الإطار ظهرت ثلاث تفسيرات للأزمة هي (1):

### 1.2.1.2 الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها:

يقصد بردود الأفعال المبالغ فيها قيام المضاربين بإصدار أوامر شراء تعقبها أوامر شراء أخرى عبر موجات متتالية من أوامر الشراء وبالمقابل قد تحدث موجة أوامر بيع تعقبها موجة أوامر بيع أخرى متتالية مما يؤدي في كلا الحالتين لإحداث خلل في السوق. إن اتخاذ موقفي البائع والمشتري في موقف واحد الشراء أو البيع سوف يدفع الأسعار في حالات الشراء للارتفاع وفي حالات البيع للانخفاض.

فإذا كانت تصرفات المضاربين مبالغ فيها وحدثت الأزمة كان يجب وحسب النظرية الاقتصادية أن تعود الأسعار إلى ما كانت عليه بعد فترة مماثلة أو أكثر قليلا أي إذا انخفضت الأسعار خلال ثلاثة أيام بحدود 21.6% كان يجب أن تعود إلى الوضع السابق خلال ثلاثة أيام أو حتى تسعة أيام أو شهر على أكثر تقدير لكن الواقع اثبت عكس ذلك حيث انخفض مؤشر داو جونز عام 1987 حوالي 538.3 نقطة أي من 2247 نقطة قبل الأزمة إلى 1739 نقطة في 19 أكتوبر 1987 ثم انخفض ليصل إلى 1708.7 نقطة ثم ارتفع إلى 1794

(1) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 187-192.

نقطة في 23 أكتوبر ثم انخفض ليبقى حوالي أربعة أشهر في حالة انخفاض أي لم يصل إلى ما كان عليه حتى نهاية مارس 1988.

إن الادعاء بأن الأفعال كان مبالغ بها نظرية غير صحيحة ولا تصلح لاعتمادها في تفسير هذه الأزمة.

### 2.2.1.2 الهبوط هو تصحيح الأسعار:

إن توجه المضاربين بشكل مستمر للشراء يعني رفع الأسعار بشكل مستمر دون وجود علاقة بين أرباح الأسهم وارتفاع أسعارها، وبالمقابل انخفاض حجم طلبات البيع سوف يخفض الأسعار إلى ما دون السعر الحقيقي للسهم أي يلعب العرض و الطلب دورا مهما في تحديد الأسعار في الأسواق المالية. يقول وولف جينكي في دراسة قدمها عن السوق وحول هذه الفرضية: " إن الأسعار في السوق كانت أعلى بكثير مما كان ينبغي أن تكون عليه، وإن ما حدث هو تصحيح للمسار أي إعادة الأسعار إلى ما كانت عليه ".

ولإثبات ذلك يقول: إن الأسعار قد ازدادت خلال الشهور الأولى من سنة 1987 بحدود 21 % وخلال 9 أشهر ازدادت 42 % وبالتالي الانخفاض يومي 19\_20 أكتوبر بحدود 23 % ينظر إليه على أنه محاولة لتصحيح الأسعار التي ازدادت دون مبررات اقتصادية.

ولإثبات وجهة النظر هذه قدم جينكي الإثباتات التالية:

1\_ إن أسعار الأسهم الدفاعية قد انخفضت بحدود 17 % في حين لا يجوز أن تنخفض أسعار هذه الأسهم لو لم تكن الأزمة تصحيحا للأسعار.

2\_ إن هامش الربح بين عائد الأسهم وعائد السندات الحكومية قد اقترب من الصفر في 4 سبتمبر من سنة 1987 كما هو موضح في الجدول رقم (10).

جدول رقم (10): الهامش بين عائد الأسهم وفقاً لمؤشر ستاندرد آند بور وعائدات السندات الحكومية طويلة الأجل.

الهامش	عائد السندات	عائد المؤشر	التاريخ
0.9	8.89	9.87	1987/06/30
1.03	8.83	9.86	07/03
0.97	8.86	9.83	07/10
0.93	8.85	9.78	07/17
0.68	9.14	9.82	07/24
0.53	9.21	9.74	07/31
0.53	9.18	9.71	1987/08/07
0.61	9.00	9.61	08/14
0.39	9.21	9.60	08/21
0.19	9.48	9.67	08/28
0.04	9.72	9.76	1987/09/04
0.01-	9.72	9.71	09/11
0.02-	9.80	9.78	09/18
0.17-	9.90	9.73	09/25
0.24-	9.90	9.66	1987/10/02
0.35-	10.16	9.81	10/09
0.37-	10.46	10.09	10/16
1.18	9.34	10.52	10/23

المصدر: علي كنعان، مرجع سابق، ص: 190.

والحالة الطبيعية يجب أن يبقى الهامش بين الأسهم والسندات أكثر من 0.35 أي يوم 21 أوت المنخفض الهامش إلى 0.39 وكانت بداية التبشير بالأزمة ثم المنخفض في 11 سبتمبر ليصبح سالبا أي التوظيف بالسندات يدر لصاحبها دخلا افضل من الاستثمار بالأسهم.

يرجع جينكي أسباب الأزمة إلى ما يلي:

أ\_ خوف المضاربين من ارتفاع أسعار الفائدة لذلك بدأت عمليات الشراء بالتوقف وظهر اتجاه البيع.

ب\_ الخوف من دخول أمريكا في حرب الخليج بين العراق وإيران مما يؤدي لحدوث اضطرابات سياسية وعسكرية تؤثر على الاقتصاد الوطني.

ج\_ تذبذب السياسات الداخلية بين مكافحة التضخم وزيادة حجم البطالة.

إن هذه الأسباب أدت إلى الانهيار وتصحيح الأسعار كما يرى جينكي، لكن هذه الفرضية والدراسة قد تعرضت للانتقادات التالية:

أ\_ إن انخفاض الأسعار جاء لمعلومات اقتصادية وليس لتصحيح الأسعار وهنا يؤكد الانتقاد إلى الخلط بين نظرية تصحيح الأسعار ونظرية المعلومات حول السوق والتوقعات.

ب\_ إذا كان التصحيح في أمريكا فلماذا حدث الانهيار في باقي البورصات ولماذا كان الانهيار في اليابان وأوروبا قبل الولايات المتحدة.

ج\_ لم توضح الدراسات بأن الأسعار كان مبالغ بها خلال عام 1987 بل التوجهات كانت نحو المضاربة وجني الأرباح.

د\_ كيف يمكن تحديد السعر الحقيقي في السوق وهل هو مرتفع أم منخفض فإذا استطاعت مؤسسة أو شخص تقديم هذه الدراسات لكانت قادرة على المضاربة وجني الأرباح دون خسارة فالجميع خسروا في الأزمة.

إن تحليل جنكي قد تعرض للانتقادات ولم يصل إلى المعرفة الصحيحة لأزمة الاثنين الأسود.

## 3.2.1.2 الهبوط هو انعكاس للمعلومات:

تتصف السوق بالفعالية عندما تستجيب الأسعار للمعلومات الواردة في السوق، فإذا كانت الأسعار لا تستجيب لهذه المعلومات تكون السوق غير فعالة وبالتالي فإن جميع الدراسات والأبحاث أكدت على أن أسواق اليابان، ألمانيا، فرنسا، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية هي أسواق تتمتع بالفعالية وبالتالي ورود معلومات عن حالة جديدة تتصف بالانخفاض أو التراجع سوف تؤدي للاختيار وبالتالي فإن التنبؤ بتردي أوضاع الاقتصاد كان سائدا في الولايات المتحدة وذلك كما يلي:

1\_ توقع ارتفاع أسعار الفائدة بعد أن قامت ألمانيا برفع سعر الفائدة الأمر الذي دفع المضاربين للتخوف من احتمال حدوث التضخم إذا ارتفع سعر الفائدة.

2\_ ازدياد العجز في الميزان التجاري الأمريكي حيث وصل العجز 133 مليار دولار في سنة 1987 وأشارت التوقعات لارتفاعه إلى 200 مليار دولار في سنة 1988 وهو ما يؤدي إما لانخفاض قيمة الدولار أو لرفع سعر الفائدة وكل منهما سوف يؤثر على سوق المال.

3\_ قيام الولايات المتحدة بتغذية الحرب بين العراق وإيران وخوفا على إمدادات النفط فقد لاح في الأفق بوادر دخول الولايات المتحدة في الحرب للحفاظ على النفط والشركات النفطية.

4\_ ازدياد حجم الديون الحكومية الأمريكية حيث ازداد الدين في عهد ريغان من 660 مليار دولار ليصل 30 % من الناتج البالغ 6000 مليار دولار أي بحدود 1800 مليار دولار وهذا ما كان يندّر إما بانخفاض سعر صرف الدولار أو إعادة رفع سعر الفائدة.

5\_ ازدياد معدل البطالة من 5 % إلى 7.2 % سنة 1985 ودخول الاقتصاد الأمريكي في حالة الركود حيث توجهت الاستثمارات الأمريكية للخارج بحثا عن الربح فقد أكدت الإحصائيات خروج رأسمال بما يعادل 148 مليار دولار للعمل في أوروبا واليابان.

6\_ تراجع إنتاجية المنشآت الأمريكية مقابل تزايد الإنتاجية في اليابان ودول شرق آسيا حيث بلغ معدل تراجع الإنتاجية 1 % وبلغ معدل نمو الأجور الحقيقية أقل من 0.7 %.

إن انخفاض الإنتاجية وتباطؤ معدلات نمو الأجر قد أدت لانخفاض معدلات الادخار وأكدت بدخول الاقتصاد مرحلة ركود غير معروفة التوجهات. إن هذه المعلومات الواردة إضافة لتحليل حالة الاقتصاد الأمريكي وتوجهات السياستين المالية باتجاه الاستدانة لسد عجز

الموازنة والتقديرية لرفع سعر الفائدة قد ساهمت في التنبؤ بحالة التشاؤم وفي استجابة السوق فوراً وانخفضت الأسعار بشكل حاد.

من خلال ما سبق واستعراض وجهات النظر الثلاث، يلاحظ بأن الهبوط جاء نتيجة المعلومات المتوفرة والتي تؤكد بأن أمريكا سوف تقوم بإجراءات اقتصادية وسياسية من شأنها أن تؤثر على الأداء الاقتصادي لذلك ظهرت حالة التشاؤم التي فسرتها نظريات الأسواق بتراجع الأسعار.

### 3.1.2 آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي:

في 19 أكتوبر 1987 اندلعت الأزمة في وول ستريت بنيويورك حيث اندفع المستثمرون في بورصة نيويورك مرة واحدة إلى بيع أسهمهم متسببين في هبوط مؤشر داو جونز الذي يعبر عن تقلبات أسعار 30 نوعاً من أسهم الشركات الصناعية الأمريكية بمقدار 508 نقطة في يوم واحد، أي بنسبة 21.6% من مستواه السابق البالغ 2247.0 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة 2722.4 نقطة<sup>(1)</sup>.

وسرعان ما انتشر هذا الذعر إلى باقي بورصات العالم وسادت الفوضى أسواق المال العالمية، وكانت الخسائر كبيرة، ففي بورصة نيويورك بلغت الخسائر 800 بليون دولار، أي بنسبة

26% وفي لندن 22% وفي طوكيو 17% وفي فرانكفورت 15% وفي أمستردام 12% وفي هونج كونج وبروكسل 11%... الخ<sup>(2)</sup>.

وقد أدى هذا الانخفاض والتدهور في أسعار الأوراق المالية للنتائج التالية<sup>(3)</sup>:

1- تراجع حجم الإنتاج العالمي نظراً لانخفاض الطلب الكلي في العالم على اثر هذه الأزمة الأمر الذي أدى لزيادة معدلات البطالة.

2- تراجع مستوى الأرباح في الشركات المساهمة الكبرى والشركات الأخرى فقد وصل مستوى الأرباح في الشركات الكبرى إلى 12.3% خلال الفترة من سنة 1987\_1980 لكنها تراجعت بشكل كبير لتصل إلى 5% بعد الأزمة.

(1) - مروان عطون، مرجع سابق، ص: 203.

(2) - ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 71.

(3) - علي كنعان، مرجع سابق، ص: 193\_194.

3\_ خسارة الشركات الكبرى لاحتياطياتها وخاصة عند انخفاض محفظة الأسهم حيث بلغت الخسائر 30 % تعادل مستوى انخفاض الأسعار وهذا يعني توجيهها إلى السندات بدل الأسهم مما يؤثر على الإنتاج والطلب معا وقد أدى تعرض بعضها للإفلاس.

4\_ إفلاس العديد من المصارف نظرا لعدم قدرتها على مواجهة طلبات السيولة التي انهالت عليها على اثر الأزمة مما اضطر الحكومات للتدخل وتقديم المساعدة أو إصدار قرارات بتأجيل الدفع ريثما تعيد هيكلة الأزمة.

5\_ تعرض شركات التأمين للإفلاس لأنها أصبحت تقدم ضمانات لحركة الأسهم والسندات وخاصة في سوق العقود المستقبلية.

6\_ تعرض المؤسسات المالية مثل ( مؤسسات ترويج الاكتتاب، شركات الوساطة، صناديق الاستثمار، مراكز الدراسات والاستشارات ) إلى الإفلاس وعدم القدرة على مواجهة الأزمة كونها أفضل من غيرها على قراءة الأحداث لذلك انخفض عدد هذه المراكز وأغلق بعضها ففي نهاية 1987، 520 صندوق ادخار من بين 2900 أصبحوا غير قادرين على السداد<sup>(1)</sup>.

7\_ هجرة رؤوس الأموال قصيرة الأجل بين الدول حسب أسعار الفائدة مما أدى لزيادة حدة الآثار السلبية حيث أثر ذلك على الطلب في كل دولة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية وتزايدت على إثر ذلك المدخرات وتراجعت الاستثمارات بمختلف أنواعها.

8\_ تراجع حجم الاستثمار بشقيه الحكومي والخاص مما أدى لزيادة حجم البطالة في عناصر الإنتاج ( العمل، رأس المال ) وغير دليل على ذلك انخفاض أسعار النفط وأسعار المواد الأولية ( الحديد، النحاس، الخشب ) وغيرها نظرا لانخفاض الإنتاج والطلب العالمي.

9\_ تباين المعالجات بين أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية إذ لجأ الرئيس بوش في سنة 1988 إلى تطبيق مخطط إنقاذ يمتد على 11 سنة بتكلفة 158 مليار دولار<sup>(2)</sup>، وكان برنامج الإنقاذ الأكثر كلفة في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كانت أمريكا تسعى لمعالجة التضخم عن طريق تخفيض الإنفاق العام ورفع سعر الفائدة وأصبحت بعد الأزمة مضطرة لخفض سعر الفائدة وزيادة حجم السيولة مما دفع رؤوس الأموال قصيرة الأجل للهجرة إلى أوروبا التي استخدمت سياسة رفع أسعار الفائدة بهدف جذب رؤوس الأموال مما أدى لارتفاع

(1) Régis Benichi, " Histoire de la mondialisation ", Vuibert, 2000, Paris, p : 184.

(2) Ibid, p: 184.

سعر المارك الألماني وسعر الفرنك الفرنسي والجنيه الإسترليني أمام الدولار الذي تراجع بعد الأزمة.

إن هذه الآثار تمثل جزءا من مجموعة آثار شملت كافة قطاعات وفروع الاقتصاد العالمي بما فيها الإنتاج والادخار والاستثمار وأدت لدخول الاقتصاد العالمي فترة ركود طويلة الأجل تتراوح بين 5\_7 سنوات وذلك لترميم آثار هذه الأزمة وفعلا لم تبدأ حركة الرواج ثانية في العالم إلا بعد حرب الخليج الثانية عام 1991\_1992.

إن سوق المال تمثل مرآة للاقتصاد الوطني وفيها تظهر الانحرافات وأخطاء السياسة الاقتصادية وبالتالي لا يمكن إصلاح الأخطاء خلال فترة وجيزة من الزمن لأنها تراكمت في الأساس خلال فترة طويلة.

## 2.2 أزمة المكسيك 1995:

في بداية سنوات 1990، المكسيك أخذ كمثال و أعتبر كأحسن تلميذ لصندوق النقد الدولي ( FMI )، حيث اتبع هذا البلد مخططا واسعا من الإصلاحات منذ منتصف سنوات 1980، والتي ترجمت إرادة السلطات العمومية لوضع آليات السوق بشكل موسع في إطار إعادة البناء الاقتصادي، وقد بدأ المكسيك عمليات التحرير من خلال تطبيق سياسة التعويم وتخفيض للعملة البيزو ورغبة في رفع الصادرات، كما شرع في تحرير الأسعار في حين أن الأجور بقيت موطرة عن طريق مخططات اجتماعية، وأقبل البلد على برنامج خصصة ضخمة لعدد لا يحصى من المؤسسات العمومية قصد تعديل الميزانية وإصلاح الدين الخارجي عن طريق الأخذ بمشاركة حقوق أجنبية في المؤسسات.

الإجراء الأكثر دلالة على تحول المكسيك نحو العولمة هو الانضمام إلى الاتفاقية الدولية للتجارة والتعريف الجمركية ( GATT ) في 1986 وتوقيع اتفاق التجارة الحرة لشمال أمريكا – التفتا – مع الولايات المتحدة وكندا في 1992.

في 1987 العجز في الميزانية كان قد وصل إلى 16 % من الناتج الإجمالي الخام ( PIB )، التضخم كان 130 % والدين الخارجي يتجاوز 100 مليار دولار. وبحلول سنة 1993 الوضعية المكسيكية تظهر أكثر استقرار: زيادة في الميزانية، التضخم خفض إلى 10 %، الدين الخارجي أنزل إلى 73 مليار دولار والبيزو مستقر. هذا التعديل المثير والتقارب مع الولايات المتحدة الأمريكية سمح بعودة ثقة الأوساط المالية للمكسيك وتدفق الاستثمارات المباشرة

الأجنبية ( IDE ) منجذبة بالسعر المنخفض لليد العاملة وأذون الخزينة المصدرة من طرف الحكومة.

في 1993، المكسيك نجح في جذب 33 مليار دولار من التوظيفات والاستثمارات الأجنبية، 86 % من مجموعها مثلت عن طريق استثمارات قصيرة الأجل من 6 أشهر إلى سنة. وفي أبريل 1994، المكسيك قبلت في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ( OCDE ) ورؤوس الأموال تتحول إلى بورصة المكسيك.

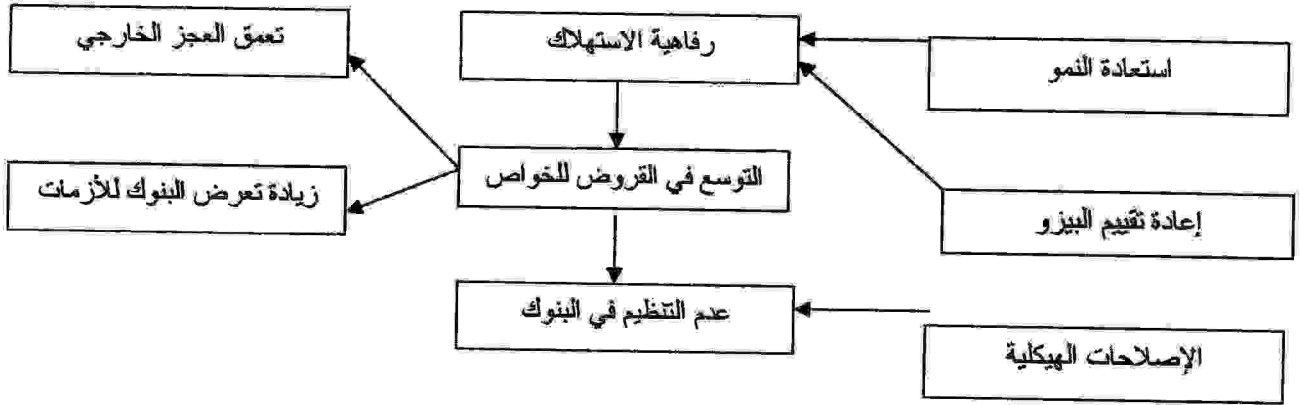
في ديسمبر 1994، البلد فجأة يواجه أزمة ثقة تلخص هشاشة وأخطار هذا التحول التحريري الجديد حيث سجلت السنة تدهور للميزان التجاري: تدهور سعر البترول الذي يمثل ثلثي الصادرات بينما انخفض الدولار شجع الاستيرادات. إضافة إلى ذلك المناخ السياسي لا يتوقف عن التدهور مما اظهر سعة الأزمة السياسية التي تجتاح البلد التي ساهمت في اهتزاز ثقة المستثمرين الأجانب، والانعكاس العنيف لرؤوس الأموال الأجنبية ترجم بالهيار بورصة المكسيك وسقوط جديد للبيزو<sup>(1)</sup>.

وقد تفاقمت أزمة سعر الصرف في المكسيك عندما انخفضت قيمة العملة الوطنية البيزو بحوالي 40 % من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994، وفي ظل هذه الأوضاع شعرت الأسواق المالية بقلق متزايد من إمكانية استمرار العجز الكبير في حساب المعاملات الجارية لميزان المدفوعات المكسيكي، بالإضافة إلى أن التدفقات المالية التي دخلت المكسيك منذ 1995 كان لها أثر على الاستهلاك يفوق بكثير أثرها على الاستثمار<sup>(2)</sup>. والشكل التالي يوضح تصاعد الضعف المالي في المكسيك.

(1) Ibid, p p : 185 \_ 187.

(2) \_ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 276.

## شكل رقم (15): آلية تراكم الضعف المالي في المكسيك.



المصدر: أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص: 86.

من الشكل رقم (15) يتبين كيف كان للإصلاحات الهيكلية التي باشرها المكسيك وإعادة تقييمها للعملة أثر في استعادة النمو وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، هذه النتائج الإيجابية التي ما لبثت أن تحولت إلى كارثة أدخلت البلاد في أزمة مالية وهذا بسبب التوسع في منح القروض للخواص، إضافة إلى هشاشة الإصلاحات التي اتخذت وعدم التنظيم في البنوك.

وعخوفا من انتقال العدوى إلى باقي الدول، الولايات المتحدة الأمريكية

وبمساعدة صندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية، توجهت فوراً بتقديم قرض تزيد قيمته عن 50 مليار دولار للمكسيك، ومن دون موافقة الكونغرس، لمواجهة ما يعصف به من أزمة<sup>(1)</sup>.

ومع هذا فهناك العديد من النقاد فسروا عملية إقراض هذه المليارات تفسيراً مختلفاً وسلبياً<sup>(2)</sup>:

Rimmer De Vries: اقتصادي لدى مصرف مورغان للاستثمارات المالية في نيويورك، يتحدث صراحة أن الهدف كان "إنقاذ المضاربين".

(1) - هانس بيتر مارتين وهارالد شومان، "فخ العولة (الاعتداء على الديمقراطية والرفاهية)"، ترجمة عدنان عباس علي، عالم المعرفة، الكويت، أكتوبر

1998، ص: 95.

(2) - المرجع السابق، ص: 95-96.

كما انتقد نور برت والتر، رئيس الاقتصاديين في المصرف الألماني ( Deutsche Bank )

هذا القرض، مؤكدا على أنه " ليس هناك ما يررر أن يضمن دافع الضرائب للمستثمرين في سندات الدين المكسيكية معدلات الربحية العالية بصورة لاحقة ".

وقال وليم بويتير (William Butter)، أستاذ الاقتصاد في جامعة كامبردج إن العملية برمتها لم تكن في الواقع "سوى هدية قدمها دافعوا الضرائب إلى الأثرياء".

وهكذا البلد الذي قدم في بداية سنوات 1990 كنموذج للبلد الناشئ الذي استفاد من دخوله في العولمة، المكسيك ظهر في 1996 كضحية للاقتصاد المعولم و مثال فادح لدكتاتورية رؤوس الأموال<sup>(1)</sup>.

## 1.2.2 أسباب أزمة المكسيك:

يمكن إدراج أهم أسباب أزمة سعر الصرف المكسيكي في الآتي<sup>(2)</sup>:

1\_ إن ارتفاع سعر الفائدة وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل والتوسع في الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي كلها عوامل أدت إلى حدوث أزمة سعر الصرف في المكسيك، مما أدى إلى اتباع سياسة نقدية متشددة وتوسيع نطاق التدخل في سعر الصرف للمحافظة على استقرار العملة.

2\_ تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك في أعقاب تنفيذها لبرنامج الإصلاح الاقتصادي أدى إلى إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية والتدهور في المدخرات الخاصة وتقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية.

3\_ المغالاة في تقييم سعر الصرف البيزو، مما أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك ومن ثم زيادة الواردات زيادة كبيرة لقيام المستوردين باستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد، ومن ناحية أخرى أدى تفاقم المشاكل التي تخلفها المغالاة في تقييم العملة إلى زيادة الاعتقاد في أنها لن تختفي دون إحداث تخفيض في قيمة العملة وأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى للإصلاح.

<sup>(1)</sup> Régis Benichi, Op-cit, p : 187.

<sup>(2)</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص: 277-278.

4\_ إن سلسلة الاضطرابات المالية والتقلبات في سعر الصرف التي مر بها الاقتصاد المكسيكي، كانت نتيجة مباشرة لعوامل اقتصادية خارجية وعوامل سياسية داخلية، حيث أدت العوامل الخارجية لانخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة، وأسهمت العوامل الداخلية في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي. ويضاف إلى العوامل الداخلية التساهل في السياسة النقدية خلال عام 1994 والتي أدت إلى توسع سريع في الائتمان الممنوح من البنك المركزي المكسيكي للبنوك، وفي الائتمان الممنوح من البنوك التجارية وبتوك التنمية للقطاع الخاص ناهيك عن تعويم البيزو وقرار السلطات الحكومية في المكسيك بالتخلي عن التزاماتها بإدارة نظام سعر الصرف مما أدى إلى آثار سلبية شديدة على توقعات الأسواق المالية، فقد هبطت قيمة البيزو حوالي 40 % من قيمته في منتصف ديسمبر 1994.

وكانت المشكلة الأساسية الكامنة وراء أزمة سعر الصرف في الاقتصاد المكسيكي من ناحية التحليل الاقتصادي الكلي أن المغالاة في تقييم البيزو، والعجز الكبير في الحساب الجاري والذي مولته التدفقات الرأسمالية الكبيرة أدت إلى عدم ظهور حقيقة العجز في ميزان المدفوعات وانخفاض المدخرات الخاصة كلها كانت من الأسباب الكامنة وراء أزمة سعر الصرف في المكسيك.

## 2.2.2 الدروس المستفادة من أزمة المكسيك:

هناك جملة من الدروس نجزها فيما يلي<sup>(1)</sup>:

1\_ لعل من الدروس المستفادة من أزمة سعر الصرف في الاقتصاد المكسيكي، إن فهم ومعرفة المشاكل لم يكن عسيرا بقدر ما كانت هناك صعوبة في تنفيذ الإجراءات السليمة من الناحية الاقتصادية لاحتواء هذه المشاكل.

فقد ظلت الحكومة المكسيكية تتغاضى عن إجراء تخفيض في سعر عملتها وتركها ترتفع بدلا من تخفيضها، وفقا للأوضاع الاقتصادية، حيث كانت الأموال تتدفق من الخارج وتقوم بتمويل العجز في الحساب الجاري وذلك بدعوى أن السلع المستوردة طالما كانت لتمويل السلع الرأسمالية فسوف يؤدي ذلك إلى توليد صادرات تكفي وتزيد لدفع الالتزامات المتراكمة، إلا أن هذه الزيادة لم تكن بالقدر الذي يغطي تلك الالتزامات.

(1) المرجع السابق، ص: 278-230.

2\_ إن الاعتماد على التدفقات الرأسمالية<sup>(\*)</sup> المتقلبة يسبب مشاكل لاقتصاد الدولة المتلقية، إذ يؤدي إلى فقدان الرقابة النقدية المحلية والمغالاة في سعر الصرف الحقيقي وعدم الاستقرار وأكثر المشاكل خطورة تلك التي تنشأ عن التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل، فهي تؤدي إلى المغالاة في سعر الصرف الحقيقي ويتعارض ذلك مع الأهداف طويلة الأجل للإصلاح الاقتصادي، كما أن هناك حدوداً لحجم العجز في ميزان العمليات الجارية الذي يمكن للأسواق المالية تمويله، وفضلاً عن ذلك فإن تقلب تلك التدفقات تزيد من تعرض الدولة لفقدان ثقة الأسواق المالية بها وتؤدي أيضاً إلى هروب رأس المال المحلي.

3\_ إن المكسيك استطاعت مواجهة أزمة سعر الصرف التي تعرضت لها بفضل تدخل صندوق النقد الدولي بقوة مع الولايات المتحدة الأمريكية والتي ساندت المكسيك لأنها عضو في التكتل الاقتصادي الناقتا والذي يضم بالإضافة إلى المكسيك الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وهما عاملان قد لا يتوافران في دول أخرى.

4\_ إن المكسيك تسرعت في إطلاق حرية تحويل العملات وفتح أسواق المال للاستثمار الأجنبي، وكانت نصائح صندوق النقد الدولي بإلغاء قيود تحويل العملة وتطبيق التعويم الكامل لها وراء هذه الأزمة.

5\_ إن قرار التخفيض لسعر العملة الوطنية يعني المخاطرة بالاحتياطات من العملات الأجنبية لدى البنك المركزي، وهذا ما حدث في المكسيك حيث تدخلت الحكومة ببيع جزء من احتياطي العملات الأجنبية لديها من 25.4 مليار دولار في سنة 1993 إلى 6.3 مليار دولار في سنة 1994.

6\_ في حوار التحرر المالي وغياب الرقابة والإشراف السليم من البنك المركزي على البنوك والسياسة النقدية يؤدي إلى إسراف البنوك في منح الائتمان للقطاع الخاص دون ضمانات كافية أو دراسة سليمة، وعلى الأخص في فترات الرواج الاقتصادي المصحوبة بتدفقات كبيرة للاستثمارات الأجنبية، وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية من الخارج. وكثيراً ما تستخدم موارد مالية قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل مما يجعلها عرضة لمشكلات مخاطر الائتمان والإعسار والسيولة.

(\*) التي تكون في شكل استثمار غير مباشر (Hot Money).

## 3.2 أزمة جنوب شرق آسيا 1997:

لقد شكلت معجزة دول النمرور الآسيوية حدثا اقتصاديا حيث استطاعت مجموعة الدول الآسيوية كوريا الجنوبية، تايوان ، هونغ كونغ وسنغافورة إنجاز نموذج نموي جديد؛ حيث تمتعت هذه البلدان بمقدرة فائقة على اجتذاب الاستثمارات الخاصة مما ساهم بشكل كبير في توسيع قاعدتها الصناعية وتحسن وضعيتها صادراتها قبل الأزمة، ولحقت بها كل من إندونيسيا، الفلبين، ماليزيا وتايلاندا والتي بدأت تتوافر فيها آنذاك الظروف نفسها.

وستعرض إلى تجربة دول جنوب شرق آسيا بشكل موجز.

1.3.2 بعض السياسات الناجحة<sup>(1)</sup>:

استطاعت دول النمرور الآسيوية خلال فترة ثلاثين عاما أن تنتقل من دول متخلقة إلى دول متقدمة وهي فترة قصيرة في عمر التطور الاقتصادي فقد بدأت هذه الدول في سنة 1965\_1970 تهضمتها واستطاعت أن تصل في سنة 2000 إلى عداد الدول المتقدمة.

وسنحاول التطرق إلى بعض هذه السياسات التي استخدمتها دول النمرور الآسيوية حتى استطاعت تحقيق هذا الانتقال:

1\_ إقامة مشاريع القاعدة الأساسية في الاقتصاد من طرقات وجسور وماء وكهرباء واتصالات ومطارات ومرافئ ومدن صناعية ومعارض وسكك حديدية وذلك لتهيئة الظروف المناسبة للعمل الصناعي وقد تم تمويل هذه المنشآت في كوريا من صندوق النقد الدولي حيث بلغت ديون كوريا سنة 1980 حوالي 39 مليار دولار ووصلت ديون باقي النمرور إلى 120.9 مليار دولار سنة 1980 خصصت جميعها للنهضة الصناعية.

2\_ قدمت الحكومة مجموعة من الإجراءات المالية والنقدية ساهمت في تجميع المدخرات الوطنية وتشجيع الاستثمار معا وأهم هذه الإجراءات:

أ\_ بلغ سعر الفائدة في كوريا 15/12 % في حين حددت الفائدة للاستثمار 12/9 % أي بفارق ثلاث نقاط لصالح الاستثمار وكان الفرق بمول من خزينة الدولة مساعدة للمستثمرين،

(1) اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

— علي كنعان، مرجع سابق، ص: 195\_197.

— رمزي زكي، مرجع سابق، ص: 25\_28.

وقدمت قروضا مصرفية لتمويل التكنولوجيا وخاصة استيرادها من الخارج حيث خصصت اليابان في سنوات التنمية 30 % من حجم القروض لدعم استيراد التكنولوجيا وخصصت كوريا 50 % من حجم قروضها لدعم استيراد التكنولوجيا.

ب\_ إضافة إلى ذلك فقد سمحت الدول الآسيوية للشركات استخدام سياسة الاستهلاك المعنوي لرأس المال فبدلا من استهلاكه خلال عشر سنوات فقد سمحت تايوان بمعدل 25 % من سنة 1974 إلى 1983 وسمحت كوريا بمعدل 33 % أي كل ثلاث سنوات يستطيع المستثمر استبدال رأسماله وتجاوزت اليابان ذلك إلى 40 % بهدف تشجيع الاستثمار.

ج\_ زيادة حجم تمويل العجز عن طريق الإصدار النقدي لأن الضرائب غير كافية لتمويل الإنفاق العام مما اضطر الحكومة للاستدانة من الخارج أو اعتماد الإصدار النقدي حيث وصل التضخم إلى 20 % في كوريا سنة 1980 ووصل التضخم إلى نفس المستوى في ماليزيا وسنغافورة وغيرها.

د\_ كانت الإعفاءات الضريبية للاستثمارات بحدودها الدنيا حيث حددت ماليزيا إعفاءات بحدود 70 % من الأرباح لمدة خمس سنوات في المناطق الصناعية وحوالي 80 % في المناطق النائية ولم تقدم الإعفاءات الكاملة لأنها شجعت الاستثمار عن طريق سعر الفائدة.

هـ\_ إعفاء 50 % من الأرباح للشركات في ماليزيا وإعفاء كامل للمستوردات بقصد التصنيع وإعادة التصدير، أي تم إعفاء الصناعات التصديرية بالكامل وذلك بهدف تشجيع الاستثمار الأجنبي.

3\_ أخذت الدولة على عاتقها عملية تمويل البحث العلمي لأن الشركات الصغيرة والمتوسطة غير قادرة على إجراء البحوث وتأهيل الكوادر العلمية، فقد أقامت الدولة الجامعات والمعاهد ومراكز البحوث ومراكز التدريب والتأهيل المجاني لخدمة القطاع الخاص وبالتالي بلغت نفقات البحث العلمي حوالي 2% من الناتج في تايوان وفي اليابان وصلت إلى 7/5 % خلال السنوات 1993-1996 وتراوح بين 1.7 إلى 4% في كل من سنغافورة، ماليزيا، تايوان وهي نسب مرتفعة مقارنة مع الدول العربية التي لا تتجاوز نفقات البحث العلمي فيها 0.2% من الناتج أي لا يوجد بحث علمي مقارنة بالدول الآسيوية.

4\_ تشجيع التصدير وتقديم كل المزايا والإعفاءات والمساعدات للصناعات التصديرية وخاصة التي تستثمر المادة الأولية المحلية واليد العاملة المحلية بهدف التصنيع والتصدير لذلك ارتفعت

حصة دول جنوب شرق آسيا من 10 % سنة 1980 لتصل إلى 20.3 % في سنة 1995 وتبلغ حصة النمور عدا اليابان حوالي 32.2 % من إنتاجها الوطني أي حوالي ثلث الناتج يوجه للتصدير وهي نسبة مرتفعة ونظرا لأنها ذات مواصفات عالية تستطيع أن تنافس السلع الأوروبية والأمريكية.

5\_ اعتمدت دول النمور على سياسة الأجور الرخيصة في بداية نهضتها لكنها وجدتها سياسة خاطئة لذلك باشرت برفع الأجور سنويا حيث وصلت نسبة الأجور إلى 60 % من الدخل القومي سنة 1995 حيث وصل نصيب الفرد من الناتج إلى 2630 دولار في جميع دول النمور أما في سنغافورة فقد وصل نصيب الفرد إلى 11160 دولار وفي كوريا وصل إلى 5400 دولار و في تايوان وصل إلى 7950 دولار وهي معدلات مرتفعة تتقارب مع الدول الأوروبية، وكان الهدف منها رفع التكلفة لتقترب من التكلفة العالمية وتشجيع الاستهلاك لكي يزداد الطلب المحلي على الصناعة الوطنية.

6\_ لقد استخدمت الحكومات في دول شرق آسيا سياسة الدولة التدخلية في الاقتصاد وذلك من خلال إقامة المصانع الحكومية أو إقامة المصانع بالمشاركة مع القطاع الخاص ولكي تستفيد الدولة من خبرات القطاع الخاص أنشأت ما يسمى " مجلس المداولة " وهو يضم في عضويته

( الحكومة، العمال، القطاع الخاص ) لمناقشة القضايا الصناعية والتصدير والاستثمار والأجور والأرباح وذلك بهدف إصدار قرارات اقتصادية ناجحة إضافة إلى ذلك فقد أعطت كوريا لمنصب نائب رئيس مجلس الوزراء تسمية قيصر كوريا الاقتصادي ويرأس مجلس التخطيط القومي ويجتمع شهريا لدراسة واقع الخطة السنوية والاستثمار والتنفيذ وكشف الانحرافات وتصحيحها في حينها كي لا تؤثر على باقي القطاعات.

إن هذه الإجراءات السياسية والاقتصادية والاجتماعية قد ساهمت في نهضة دول شرق آسيا ونقلتها من دول متخلفة إلى دول متقدمة وبالتالي فإن حدوث أزمة في الأسواق المالية ليس اختيارا لتلك الأنظمة الاقتصادية، بل أصبحت هذه الدول من عداد الدول المتقدمة وأصبحت مشاكلها من مشاكل تلك الدول ومن الطبيعي أن يحصل الاختيار في البورصات.

### 2.3.2 أسباب الأزمة المالية في دول آسيا:

إن اختيار الأسواق المالية الآسيوية لم يكن حدثا عارضا، بل جاء نتيجة بعض الممارسات والإجراءات غير الصحيحة، وسنحاول حصر أهم الأسباب الحقيقية التي تكمن وراء هذه الأزمة

من خلال النقاط التالية<sup>(1)</sup>:

1\_ المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لدول جنوب شرق آسيا، وعندما وجدت الدول الآسيوية أن هذه المضاربات ستؤثر على قيمة العملة الوطنية، بدأت يرفع أسعار الفائدة السائدة في البنوك الوطنية على هذه العملات، وعندها بدأ المستثمرون يتحولون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى إيداع أموالهم بالبنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع وكان معنى ذلك عرض كميات كبيرة من الأسهم والسندات للبيع في السوق الوطنية وهذا العرض لم يقابله في نفس الوقت طلبات شراء لتلك الأوراق المالية، ونتيجة لزيادة المعروض بكميات كبيرة عن الطلب في هذه الأسواق انخفضت الأسعار بمستوى لم يحدث من قبل إذ تراوحت نسبة الانخفاض من 25% إلى 50% من الأسعار السائدة في هذه الأسواق.

2\_ وجود بعض المشاكل التي أضعفت الجهاز المصرفي في بعض دول آسيا والتي ترتبط أساسا بعمليات الاقتراض والإقراض التي تقوم بها البنوك، فالشركات في دول جنوب شرق آسيا تميل نحو الاعتماد على الإقراض من البنوك كي تزيد رأسمالها بمعدل أكبر من إصدار الأسهم والسندات. وتكمن نقطة الضعف في هذا النظام في أن الثقافة التجارية في هذه الدول تتوقف كثيرا على العلاقات الشخصية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإقراض للشركات التي ترتبط بالبنوك ارتباطا وثيقا، حيث تشير بعض التقديرات إلى أن نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها بلغت 20% من جملة القروض الممنوحة بواسطة البنوك في تايلاندا وحوالي 17% في حالة إندونيسيا وحوالي 16% في حالة كوريا الجنوبية، وحوالي 16% فيما يخص ماليزيا. وتنطوي عملية الإقراض الدولي على نوعين من المخاطرة:

أ\_ توزيع الحسابات التي تتعلق بالديون: حيث أن الكثير من البنوك والشركات اقترضت قروض قصيرة الأجل وقد استحققت قبل تشغيل المشروعات أو قبل تحقيقها أرباح كافية يمكن من خلالها إعادة سداد القروض.

(1) اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ محمود عبد الفضيل، مرجع سابق، ص: 198\_199.

\_ علي كنعان، مرجع سابق، ص: 198\_201.

\_ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 281\_285.

\_ زمزي زكي، مرجع سابق، ص: 63\_83.

ب\_ نوع الدين خاص أم عام: إن التغيير الهيكلي في طبيعة الإقراض من جانب دول جنوب شرق آسيا، يتمثل في أن نوع الإقراض قد تحول بعيدا عن الحكومة، وبدأت البنوك في الاقتراض من مؤسسات مالية عالمية.

3\_ تساهل البنك المركزي في ممارسة دوره الرقابي على المصارف التجارية بسبب معدل النمو المرتفع مما دفع المصارف التجارية للتوسع في منح الائتمان حيث وصل حجم الائتمان للنتائج في ماليزيا إلى 85 %، سنغافورة 91 %، تايوان 149 %، تايلاندا 98 %، كوريا 61 % وذلك في سنة 1995. ( أنظر الجدول رقم (11) ) مما أدى إلى زيادة حجم النقد في الاقتصاد دون أن يرافقه ذلك زيادة موازية في الناتج حيث توجهت القروض إلى التجارة والخدمات مما أدى لتضخم المضاربة في قطاع العقارات وارتفاع أسعارها ثلاث مرات خلال عام 1996.

جدول رقم (11): تطور الائتمان في دول جنوب شرق آسيا والدول المتقدمة خلال الفترة

1965\_1995 منسوبة للناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول.

الدول	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995
إندونيسيا	5 %	9 %	21 %	1 %	18 %	47 %	53 %
كوريا الجنوبية	11 %	34 %	35 %	42 %	49 %	57 %	61 %
ماليزيا	13 %	18 %	27 %	38 %	62 %	71 %	85 %
الفلبين	19 %	19 %	24 %	31 %	2 %	19 %	38 %
سنغافورة	38 %	46 %	57 %	71 %	92 %	82 %	91 %
تايوان	24 %	32 %	51 %	55 %	67 %	1 %	149 %
تايلاندا	16 %	18 %	16 %	3 %	46 %	65 %	98 %
ألمانيا	57 %	46 %	7 %	79 %	87 %	95 %	100 %
اليابان	81 %	87 %	88 %	85 %	99 %	124 %	118 %
الولايات المتحدة	53 %	55 %	62 %	65 %	68 %	71 %	65 %

المصدر: علي كنعان، مرجع سابق، ص: 202.

4\_ تخفيض قيمة العملة الوطنية بهدف زيادة الصادرات الوطنية، فقد خفضت الصين عملتها بمقدار 50 % وخفضت كوريا وهونغ كونغ العملة بمقدار 20 % وخفضت كل من سنغافورة

وتايلاندا وإندونيسيا وماليزيا قيمة العملة بمقدار 40%، وإلى جانب هذا التخفيض تم ربط العملات الآسيوية بالدولار وبالتالي أصبحت هذه العملات ترتفع مع الدولار وتنخفض معه مما دفع حكومات البلدان الآسيوية لحماية الدولار بدلا من حماية عملاتها، وكان الأفضل لهذه الدول لو ربطت عملاتها بسلة عملات لكان قد تحقق الاستقرار لها وحققت هدفها في زيادة التصدير.

5\_ لقد وجه رئيس الوزراء الماليزي السابق والناطق باسم البلدان الآسيوية الدكتور " محمد مهاتير "، اللوم إلى صناديق الاستثمار الأجنبية الكبيرة وخاصة المضارب الأمريكي جورج سورس (George Soros)، صاحب أحد أقوى صناديق الاستثمار المضاربة الأمريكية، الذي دخل إلى ماليزيا وسنغافورة برأسمال قدره 8 مليار دولار خصصت للمضاربة في أسواق المال بهدف تحقيق الأرباح دون مراعاة مصالح تلك الدول، واعتبر الدكتور " محمد مهاتير " أن تجارة العملة هي تجارة غير أخلاقية ويجب العمل على وقفها ومنعها قانونا، لأنها تسمح بتدمير الأسواق تبعا لرغبة تلك الصناديق الاستثمارية ووفقا لإرادة هؤلاء المضاربين أمثال سورس.

6\_ إن التغيرات في تكنولوجيا سوق رأس المال قد حدثت في الأدوات المالية المتاحة، وفي تكامل أسواق المال على نطاق عالمي، ففي ظل انتشار تحويلات الأموال إلكترونيا، وفي ظل توفر شبكة معلوماتية متطورة أصبحت الأموال قادرة على التدفق من دولة لأخرى بسرعة كبيرة، وهذا ما أدى إلى زيادة المشاكل الموجودة في السوق، والتي يمكن أن تؤثر على أسواق مالية أخرى.

7\_ العجز الكبير والمتزايد في الميزان التجاري وموازين العمليات الجارية في بعض دول جنوب شرق آسيا مما جعل تلك الدول تسعى إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات أجنبية لتمويل هذا العجز، وقد شهدت المنطقة، لعدة سنوات ماضية تدفقات رأسمالية ضخمة من بقية أنحاء العالم حيث جذها انفتاح تلك الأسواق ومعدلات النمو الاقتصادي لدولها، ومما زاد من مخاطر تعرض تلك الدول لتحويلات معاكسة ومفاجئة أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت في شكل محافظ استثمارية قصيرة الأجل في أسواق الأسهم والسندات المحلية وهي تنصف بسهولة تحويلها إلى سيولة عند الطلب.

8\_ العجز الكبير في الموازنة العامة لبعض دول جنوب شرق آسيا، مما دفع تلك الدول للاعتماد بصورة كبيرة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة لتمويل ذلك العجز

وقدرت تلك التدفقات بنحو 432 مليار دولار سنة 1996، هذا وقد أدى عبء الدين الخارجي الثقيل الذي تتحمله تلك الدول إلى تزايد العجز، فعلى سبيل المثال فقد وصل إلى 48 % من الناتج المحلي الإجمالي في كل من إندونيسيا والفلبين و43 % في تايلاندا، 39 % في ماليزيا.

### 3.3.2 تطورات الأزمة:

تصاعدت أزمة سعر الصرف في دول جنوب شرق آسيا، بداية من جويلية 1997، والتي تمثلت في انهيار شديد في عملات تلك الدول أمام الدولار الأمريكي والعملات الأخرى أي تمحورت تلك الأزمة حول الانخفاض الشديد في سعر الصرف نتيجة لعمليات المضاربة على سعر العملة وتدنّي الأرباح في أسواق الأسهم مما اضطر السلطات النقدية في تلك الدول إلى رفع أسعار الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، ومحاولة تشجيع مختلف المستثمرين في الداخل والخارج الحائزين للدولار الأمريكي على تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية.

وعندما بدأ الارتفاع في أسعار الفائدة الذي وصل معدله في بعض أسواق هذه الدولة إلى 200 % من السعر السابق، وبدأ المستثمرون يتحولون عن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية والتخلص مما لديهم من أوراق مالية يبيعها وإيداع أموالهم في البنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع. ومن ثم شهدت هذه الدول تذبذبا شديدا في سوق الأوراق المالية وفي أسواق العملات وقد وصلت الأمور بعد ذلك إلى انهيارات شديدة في العملات الوطنية في تلك الدول، بل واهتزازات كبيرة في الاقتصاديات الآسيوية انتهت بسيناريوهات درامية تمثلت في ضياع الكثير من المكاسب التي حققتها تلك الدول من التنمية السريعة التي تمت في هذه البلاد<sup>(1)</sup>.

وقد بدأت بوادر الأزمة الآسيوية في شهر جويلية 1997 من تايلاندا حيث أقدم ستة (06) من كبار تجار العملة في عاصمتها بانكوك بالمضاربة على خفض سعر الباث (BAH) التايلاندي وذلك بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى إلى زيادة طلبات البيع بكميات هائلة وشكل هذا بدوره ضغوطا في اتجاه خفض قيمة العملة التايلاندية، وعندما فشلت الحكومة التايلاندية في الحفاظ على قيمة العملة الوطنية بعد أن تآكل احتياطي النقد الأجنبي لديها لجأت إلى خفض رسمي في قيمة العملة، وقد نتج عن هذا القرار وبصورة فورية تراجع حاد في

(1) - اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 280.

- رمزي زكي، مرجع سابق، ص: 55.

أسعار الأسهم حيث قرر المستثمرون الأجانب الانسحاب من سوق الأوراق المالية في تايلاندا، ومما ساهم في جعل تأثير تخفيض العملة في تايلاندا أكثر عنفا هو أن بنوكها كانت تعاني من بعض المشاكل ومن بينها انكشاف القروض الممنوحة بالدولار الأمريكي حيث أنها مضمونة بأصول محلية.

وتعتبر تايلاندا أول دولة في جنوب شرق آسيا تشتعل فيها الأزمة، ومنها انتقلت عدوى الاضطرابات إلى جميع دول جنوب شرق آسيا وأخذت الأزمة المالية الآسيوية تؤثر بعنف في الاقتصاد الحقيقي لتلك الدول<sup>(1)</sup>، ومن تايلاندا وهي من أضعف اقتصاديات دول المنطقة انتقلت عدوى الأزمة إلى أسواق ماليزيا فقد انخفض الريع المالىزى بنسبة 17.8% بحلول 15 سبتمبر 1997 مقارنة بنهاية ديسمبر 1996، ويبدو أن السياسة المستقلة التي يتبعها " مهاتير محمد " رئيس وزراء ماليزيا في تنمية بلاده وتشدده مع المضاربين، دفعت هؤلاء المضاربين ببعض المساندة الخارجية إلى تنشيط عملياتهم في بورصة كوالالمبور ومن ثم التأثير سلبا على الاقتصاد المالىزى كله<sup>(2)</sup>.

وقد ساهمت السياسة النقدية التي اتبعتها دول جنوب شرق آسيا وما أعقبها من ردود فعل حذرة في الولايات المتحدة الأمريكية في تعزيز حالة عدم الاستقرار، وزيادة التقلبات نتيجة علاقة المد والجزر بيعا وشراء، ومن ثم ازدادت قوى المساهمة في إحداث حالة عدم الاستقرار. والجدول الموالي يوضح الميكانيزم الذي اتبعته أحداث هذه الأزمة.

(1) طارق عبد العال حماد، " التطورات العالمية انعكاساتها على أعمال البنوك "، الدار الجامعية، الجزء الأول، الإسكندرية، 2001، ص: 232.

(2) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 281.

## جدول رقم (12): ميكانيزم الأزمة الآسيوية.

بداية 1997	اشتداد الضغط على الباث التايلاندي.
2 جويلية	تعويم الباث، بداية اشتداد الضغط على البيزو الفلبيني، الرينغيت الماليزي و الروبية الإندونيسية.
11 جويلية	مجال التذبذب للبيزو الفلبيني توسع إلى هونج كونج محدودة.
11 جويلية	مجال التذبذب للروبية الإندونيسية يرتفع من 8 % إلى 12 %.
جويلية	الرينغيت الماليزي يفقد 4.8 % من قيمته على مدى شهر.
7 أوت	أسعار الأسهم في هونج كونج بلغت أعلى قيمة لها.
14 أوت	تعويم الروبية الإندونيسية.
20 أوت	FMI يوافق على تقديم قرض قيمته 3.9 مليار دولار لصالح تايلندا.
26 أوت	أسعار الأسهم في تايوان بلغت أعلى قيمة لها.
17 أكتوبر	تايوان توقف من دعم الدولار الجديد لتايوان الذي فقد 6 % من قيمته. وفي هونج كونج الضغط يشتد على الدولار المحلي و أسواق الأسهم.
20_23 أكتوبر	حدوث اضطرابات مالية في هونج كونج، مؤشر HS يفقد 23 % من قيمته في ظرف ثلاثة أيام. الضغط بدأ يشتد على الوون الكوري.
27 أكتوبر	انخفاض أسعار الأسهم في و.م.أ بقيمة 7 %، كما يلاحظ السقوط الحر لأسعار الأسهم في أسواق أمريكا اللاتينية.
28 أكتوبر	انخفاض أسعار الأسهم الروسية بنسبة 23%.
5 نوفمبر	FMI يوافق على منح قرض ب 10.1 مليار دولار لإندونيسيا.
10 نوفمبر	ارتفاع أسعار الفائدة في روسيا ب 7 نقاط.
20 نوفمبر	كوريا الجنوبية تطلب قرض من FMI .
21 نوفمبر	FMI يوافق على منح قرض لكوريا الجنوبية قيمته 21 مليار دولار على مدار ثلاث سنوات.
16 ديسمبر	تعويم الوون الكوري.

Source : Régis Benichi, Op-cit, p : 118.

4.3.2 تحليل الأزمة في سوق المال الآسيوي<sup>(1)</sup>:

بعد أن تعرفنا على الأسباب الكامنة وراء الأزمة الآسيوية لابد من تحليل هذه الأزمة والتعرف من الناحية الفنية على آلية حدوثها فهل هي انعكاس للمعلومات الواردة عن السوق وأوضاع دول شرق آسيا، أم أنها تصحيح للأسعار التي وصلت إلى الحد الأعظمي؟.

بالطبع لا تمتلك الأسواق في الدول النامية ولا حتى في دول شرق آسيا عشية الأزمة الفعالية الكاملة التي تجعل من المعلومة سببا لتحركات الأسعار وذلك للأسباب التالية:

أ\_ إن الأسعار في دول شرق آسيا لم تتحرك صعودا بفضل المعلومات عن حالة الاستثمار وتحسن الاقتصاد بل تصاعدت نتيجة توفر السيولة الفائضة.

ب\_ مساعدة المصارف للمقترضين المضاربين على الاقتراض وزيادة حجم المضاربة طالما أن المصرف يربح نتيجة التوظيف والمضارب يربح نتيجة ارتفاع الأسعار، لكن ذلك لا يعتبر عنصرا اقتصاديا، بل مقدمة لأزمة مالية.

ج\_ زيادة حجم التدفقات الرأسمالية بغرض المضاربة، فقد بلغت التدفقات الاستثمارية الخاصة إلى إندونيسيا حوالي 4.8 مليار دولار وإلى ماليزيا 10.5 مليار دولار وإلى تايلاندا 8.8 مليار دولار وإلى كوريا 3.2 مليار دولار وذلك في سنة 1996 قبل عام الأزمة وجميع هذه المبالغ كانت تتوجه لسوق المال بغرض المضاربة مما زاد في الأسعار دون حدوث مبررات اقتصادية.

إن هذه الأسباب أدت لزيادة الارتفاع حيث وصلت إلى حدودها العظمى فقد وصل مؤشر نيكاي ( Nikkei ) في اليابان إلى 40000 نقطة ووصل مؤشر هانج سنج ( Hang Seng ) إلى 16000 نقطة. لقد أدت الأزمة لهبوط مؤشر نيكاي حوالي 27000 نقطة في سنة 1998 وهبط مؤشر هانج سنج ليصل إلى 8000 نقطة أي حوالي 50 % من قيمته.

إن نسبة الهبوط وصلت إلى 50% في الأزمة الآسيوية وقد امتد أثرها إلى أوروبا وروسيا والولايات المتحدة الأمريكية حيث انخفض حجم المؤشر الأمريكي حوالي 554 نقطة أي إلى أكثر من أزمة سنة 1987 وتأثرت جميع الأسواق المالية في العالم بهذه الأزمة نتيجة الافلاسات

(1) \_ علي كنعان، مرجع سابق، ص ص: 202\_203.

في شرق آسيا وبالتالي فإن نظرية الهبوط لتصحيح الخلل في الأسعار هي التي تنطبق في هذه الحالة.

### 5.3.2 آثار الأزمة الآسيوية:

لقد تأثرت بلدان العالم من جراء الأزمة المالية التي أصابت بلدان جنوب شرق آسيا، وذلك بحكم تزايد علاقات الترابط فيما بين الدول خاصة بعد إجراءات توحيد السوق العالمية ومحاولة إزالة جميع العقبات التي تعترض حركة السلع والبضائع وحركة رأس المال، إضافة إلى رغبة أصحاب رؤوس الأموال هذه في تعظيم أرباحهم الأمر الذي يدفعهم بشكل مستمر للضغط على الحكومات والأنظمة لإزالة القيود من أمام حركة رأس المال.

ولمعرفة آثار هذه الأزمة سنتعرض لها بشكل مفصل حيث نتناول أولاً آثارها على الاقتصاد العالمي ثم آثارها على الاقتصاديات المحلية.

#### 1.5.3.2 آثار أزمة جنوب شرق آسيا على الاقتصاد العالمي:

إن ترابط الاقتصاديات العالمية كما ذكرنا يؤدي لانتقال آثار أي أزمة من موقعها المحلي إلى باقي الاقتصاديات وذلك عبر آليات التعامل و حركة الرأسمال و توزيع الممتلكات، حيث أدت الأزمة إلى الآثار التالية<sup>(1)</sup>:

1\_ انتقلت الأزمة بشكل سريع إلى الاقتصاد الروسي حيث تدهور سعر الروبل وسحب الأفراد ودائعهم من المصارف مما أدى لنقص السيولة وتوقفت الدولة عن سداد ديونها الخارجية مما دفع رؤوس الأموال الأجنبية إلى الهروب من الاقتصاد الروسي تاركين وراءهم أزمة جديدة عرفت بأزمة 1998 في الاتحاد الروسي ودول الاتحاد السوفيتي السابق.

2\_ لقد تأثر اليابان بعدوى الأزمة الآسيوية بشكل كبير، وذلك عن طريق أسعار الصرف ( اشتداد الضغط على الين الياباني )، البورصة، التجارة الخارجية، والاستثمارات الأجنبية

(1) \_ استمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ أحمد صدقي الدجاني، " هروس الأزمة الاقتصادية في آسيا أسئلة وأجوبة في محاولة غير مختص بالاقتصاد للفهم "، موضوع الدورة الأولى " لماذا احترفت " النمر " الآسيوية ؟ "، مطبوعات أكاديمية الملكية المغربية، فاس، ماي 1998، ص ص: 100 101.

\_ رمزي زكي، مرجع سابق، ص ص: 98\_113.

\_ علي كنعان، مرجع سابق، ص ص: 204\_206.

\_ صلاح الدين السيسي، " بورصات الأوراق المالية "، مرجع سابق، ص ص: 84\_87.

المباشرة، حيث 75 % من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كانت موجهة نحو آسيا سنة 1997 و1998.

ويرجع هذا التأثير إلى العوامل التالية:

أ- تدهور النشاط الاقتصادي، وتأثير الانخفاض الحاد لعملات دول جنوب شرق آسيا عرقل نمو الصادرات اليابانية، فمجموع الدول الآسيوية تمثل 42 % من إجمالي الكلي للصادرات اليابانية عام 1997.

ب- انخفاض الصادرات في اليابان أثر سلبا على الاستثمار المحلي، وأدى إلى انخفاض أسعار الأسهم في بورصة طوكيو.

ج- أهمية القروض المقدمة من طرف البنوك اليابانية في المنطقة أدى إلى أخطار جديدة، حيث ارتفعت قيمة القروض البنكية اليابانية ب 5% من إجمالي القروض في سنة 1998 التي تتركز أساسا في هونغ كونغ إذ تبلغ 27.3 % من القيمة الإجمالية، تايلاندا، كوريا، الصين، إندونيسيا.

3- انخفاض حجم الطلب الآسيوي على المواد الأولية المستوردة من روسيا.

4- تراجع أسعار النفط لتصل إلى 9 دولار للبرميل في سنة 1999 نظرا لانخفاض الطلب الآسيوي على النفط حيث كان الطلب لدول جنوب شرق آسيا واليابان حوالي 16.9 مليون برميل يوميا سنة 1996 ثم تراجع ليصل 8.2 مليون برميل يوميا الأمر الذي أثر على الدول المنتجة للنفط وتراجع حجم عائداتها.

5- انخفاض حجم الصادرات الأوروبية إلى آسيا مما أدى لتراجع الإنتاج وانخفاض حجم الأسهم للشركات الإنتاجية في دول أوروبا.

6- تعرض بعض الصناديق التي تأسست في أوروبا للمضاربة في دول جنوب شرق آسيا للإفلاس بحلى أثر الأزمة.

7- تعرض الصندوق الذي شكلته الشركات الأوروبية والأمريكية باسم الصندوق الاستثماري للإفراض طويل الأجل ( LTCM ) للإفلاس بعد أن وصلت عائداته إلى 40 % في سنة 1996 في حين تراجعت عام 1997 إلى 17 %.

8\_ تغير سياسة صندوق النقد الدولي من تصفية البنوك المتعثرة إلى تقديم مساعدة سريعة لهذه المصارف في أوروبا وآسيا بلغت مليارات الدولارات حيث قدمت الدول مساعدة بمقدار 3.5 مليار دولار للصندوق المذكور.

9\_ انتقال الأزمة إلى دول أمريكا اللاتينية التي تعاني من أزمة الديون وعجزها عن السداد فقد بلغت ديون تلك الدول 640 مليار دولار أمريكي وهو ما يعادل 36% من الناتج الإجمالي وقد زاد الأزمة حدة هبوط أسعار المواد الأولية ( البن، الكاكاو، المطاط، النفط، الحديد، النحاس )، وتراجع قدرة هذه الدول على السداد مما عرضها لأزمات متلاحقة حيث شهد عام 2001 أزمة كبيرة في الأرجنتين وهبوط قيمة العملة المحلية.

10\_ تأثرت الدول العربية أيضا بالأزمة الآسيوية حيث نتج هذا التأثير عن انخفاض الطلب الآسيوي على النفط والغاز والمواد الأولية مما أدى لانخفاض طلب هذه الدول على المستوردات الآسيوية من التقانات الحديثة والسيارات وغيرها.

إن هذه الأزمة قد دفعت بالاقتصاد العالمي للدخول في حال ركود استمرت حتى سنة 2002 تقريبا أي قرابة الخمس سنوات.

### 2.5.3.2 آثار الأزمة على الاقتصاديات الآسيوية:

لقد أدت الأزمة التي عصفت بالاقتصاديات الآسيوية لموجة شديدة من الاضطرابات الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية استمر تأثيرها على تلك الاقتصاديات عدة سنوات وأهم هذه الآثار<sup>(1)</sup>:

1\_ انخفاض قيمة العملات الوطنية لهذه الدول بحدود 30\_40% مما أدى لزيادة حجم العجز في ميزان المدفوعات وزيادة المديونية المترتبة على هذه الدول.

2\_ تراجع معدلات النمو الاقتصادي من 8\_10% وسطيا إلى السالب في بعضها و2\_3% في بعضها الآخر الأمر الذي أدى إلى ما يلي:

(1) اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

— رمزي زكي، مرجع سابق، ص ص: 88\_94.

— علي كنعان، مرجع سابق، ص ص: 205\_206.

أ\_ زيادة معدلات البطالة في معظم هذه الدول من 4.9 % في إندونيسيا سنة 1996 إلى 15 % سنة 1998 وفي كوريا من 2 % عام 1996 إلى 7 % عام 1998.

ب\_ زيادة حدة الفقر نتيجة البطالة وخسارة صغار المدخرين لمخزائهم الأمر الذي جعل بعضهم دون غذاء أو مأوى.

3\_ تعرضت الاقتصاديات الآسيوية لموجة من التضخم وارتفاع الأسعار نتيجة انخفاض أسعار صرف عملاتها أو نتيجة إلغاء الدعم الملعي للمواد الغذائية وبدأت في الاقتصاد موجة ركود تضخمي ( Flation Stag ) لأول مرة في تاريخ الاقتصاديات الآسيوية.

4\_ انتهاء عصر الحماية للصناعة الوطنية وعصر الحماية للملكية الوطنية حيث فرض صندوق النقد الدولي على هذه الدول ضرورة فتح اقتصادياتها أمام المستثمرين الأجانب وتخفيض درجة الحماية للصناعة الوطنية قبل الحصول على المساعدات والقروض وبالفعل توجه المستثمرون الأوروبيون للشراء بأسعار متدنية حيث باعت شركة دايبو الكورية 50 % من أسهمها لشركات أوروبية وباعت العديد من المنشآت المصرفية أسهمها لمصارف أوروبية وأمريكية إضافة إلى ذلك انخفضت درجة حماية الصناعة الوطنية من 70 % في كوريا إلى 30 % ومن 60 % في ماليزيا إلى 25 % وأصبح بمقدور أي شركة إقامة شراكات مع شركات أجنبية لأن السوق أصبحت مفتوحة.

5\_ انهيار أسعار الأسهم أدى لانخفاض القيم الحقيقية للشركات بعد أن كانت مرتفعة مما دفع المستثمرين الأجانب لحيازة اسهم بأسعار رخيصة أثرت على ثروة الاقتصاد الوطني، فبعد أن كانت شركات دايبو تمتلك 10 مليار دولار أصبحت بمحدود 6 مليارات نتيجة الخسارة مما سهل على الشركات العالمية شراء أسهمها بأسعار منخفضة.

لكن الحقيقة الجوهرية تظل أن الأزمة المالية التي مرت بها النمر الآسيوية لم تعصف بالاقتصاد العيني ( الإنتاجي والتصدير ) لأنه يقوم على ركائز قوية وأسس متينة.

ولذا فان عناصر القوة في تجربة دول جنوب شرق آسيا تظل عناصر حقيقية، ولم تهتز بحلول الأزمة المالية 1997.



## 6.3.2 الدروس المستفادة من الأزمة الآسيوية:

تطوي الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا على العديد من الدروس المستفادة لعل من أهمها<sup>(1)</sup>:

1\_ من الصعب أن يستمر الاستقرار في أسعار الصرف إذا كان الاقتصاد الوطني يعاني من مشاكل اقتصادية حقيقية واختلالات هيكلية، وتزايد العجز المزمّن في الميزان التجاري وميزان العمليات الجارية.

2\_ البحث دائما في تطوير الأنظمة والضوابط والسياسات النقدية والتمويلية التي تتماشى مع أسلوب اقتصاديات السوق وسرعة النمو الاقتصادي.

3\_ إن قرار التخفيض في سعر صرف العملة الوطنية يعني المخاطرة بالاحتياطيات من العملات الأجنبية لدى البنك المركزي.

4\_ إن الاحتياطيات الدولية من العملات الأجنبية رغم أهميتها الكبيرة للاقتصاد الوطني إلا أنها لا توفر الحماية المطلقة له، فقد تنفذ عند حدوث أي أزمة طارئة في ظل وجود اختلالات هيكلية في ميزان المدفوعات التي ترجع إلى اختلالات هيكلية في الاقتصاد الوطني، ويبقى أن تشير إلى أن تايلاندا أنفقت 20 مليار دولار من احتياطياتها النقدية لدعم عملتها واقتصادها خلال أسبوعين، ومعنى ذلك أن الاحتياطيات من النقد الأجنبي يمكن أن تنبخر في حالة وجود أزمة مالية ضخمة.

5\_ يرى بعض الخبراء أنه يجب عدم السماح للبنوك الوطنية في الوقت الحالي بالتعامل في المشتقات بكل صورها وذلك لمخاطرها الشديدة على الأسواق المالية، حيث أن الأسواق العالمية والدولية استخدمت المشتقات بعد عشرات السنين من الخبرة في العمليات المالية وبعد أن توافرت لها احتياطيات ضخمة.

6\_ إن الاستثمارات المباشرة في مشروعات إنتاجية وغيرها لا تزال أكثر الاستثمارات الأجنبية أمانا من وجهة النظر الداخلية، ويرى البعض أنه برغم أهمية البورصة كمرآة تعكس القيمة

(1) اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص: 286-289.

\_ رمزي زكي، مرجع سابق، ص ص: 118-124.

\_ Gérard Marie Henry, Op-cit, p p : 92\_93.

السوقية للأصول و وسيلة تحويل هذه الأصول إلى أموال أخرى إلا انه يجب الحذر فيما يتعلق بالمبالغة في نشاط الأجنب في تعاملات الأسهم، حيث انه يجب ألا تتعدى المعاملات المالية لأغراض المضاربة في البورصة 30% من جملة المعاملات، أما معاملات الأجنب فيتعين ألا تزيد عن 15% لضمان تجنب الاضطرابات المالية و الاقتصادية الناشئة عن قرار الأجنب الانسحاب من البورصة.

7\_ إن هناك علاقة وثيقة بين الاستقرار النقدي وحركة البورصة وفي غياب المؤسسات المالية صانعة السوق، فمن الضروري استعادة دور البنك المركزي في التعامل بيعا وشراء للأوراق المالية وذلك لضمان ألا تتأثر العملة الوطنية بأية اهتزازات قد تنتج عن ارتفاع أو انخفاض مبالغ فيه في أسعار الأسهم.

8\_ إن الأسواق المالية لا تصحح نفسها بنفسها إلا عندما تكون الانحرافات بين العرض والطلب ضئيلة، أما عندما تكون هذه الانحرافات ضخمة كما حدث في الأزمة الآسيوية فان آليات السوق تعجز عن إحداث التصحيح وإذا تركت حرة تماما فإنها قد تؤدي إلى كوارث، ولا مفر في هذه الحالات من تدخل قوة من خارج السوق لاستعادة التوازن ممثلة في الحكومات وصندوق النقد الدولي.

9\_ بالرغم من أن التوجه نحو العولمة وعولمة السوق من شأنه تسهيل حركة انتقال السلع والمعلومات والتكنولوجيا واليد العاملة والأفكار والتمويل، إلا أنه يتوجب التحرك بحذر في الاقتصاد العالمي، وبخاصة عند التعامل مع الشركات متعددة الجنسيات.

10\_ إن الأزمة الآسيوية وبخاصة في تايلاندا تنطوي على عدد من الدروس المستفادة على درجة عالية من الأهمية والتي من بينها، ضرورة التحرك بسرعة للتصدي لمظاهر التدهور في أوضاع الاقتصاد الكلي وكذلك ضرورة تجنب الاعتماد الزائد على رؤوس الأموال الخارجية وخاصة قصيرة الأجل بمختلف أنواعها، وأيضا ضرورة المحافظة على وجود نظام للقواعد التنظيمية والرقابية للنظام المالي ومراقبة مؤشرات التحذير المبكر، عن كئيب والتي تكشف التغيرات التي تطرأ على اتجاهات المستثمرين، وأخيرا ضرورة تحسين نشر المعلومات الاقتصادية والمالية الدقيقة في المواعيد المناسبة في الأسواق، وذلك لكي يمكن الحد من ردود الأفعال المفاجئة وربما المبالغ فيها من جانب الأسواق بالإضافة إلى أهمية هذه المعلومات أيضا للإدارة الفعالة للسياسات الاقتصادية.

11\_ ضرورة دعم وتأهيل القطاع المالي والنقدي بصفة عامة والجهاز المصرفي بصفة خاصة قبل تحرير حساب رأس المال، حيث أدى ضعف الجهاز المصرفي وتحرير حساب رأس المال إلى حدوث الأزمة، وبخاصة في تايلاندا واندونيسيا والتي امتدت بعد ذلك إلى الدول الأخرى.

12\_ عدم الاعتماد كلياً في تمويل التنمية على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة لحساسيتها تجاه التقلبات في سعر الصرف.

إذن يبدو بوضوح العلاقة بين البنوك وأزمة سعر الصرف من جهة والبورصة من جهة أخرى ولا يخفى علاقة التغذية المرتدة بين سوق النقد وسوق رأس المال وخاصة في حالة وجود تحرير مالي وبالتحديد وجود حرية تحويل العملة أو تعويمها.

## II. الأزمات المالية، أوجه القصور في سوق رأس المال وآلية تفعيل هذه السوق:

الأزمات التي أصابت دول جنوب شرق آسيا في 1997 وما أعقبها من أزمات أخرى، أثارت الكثير من الجدل، التساؤلات والدراسات التي حاولت الوصول إلى المسببات الرئيسية التي تكمن وراء هذه الأزمات المالية، وإلى الطرق الناجعة التي تمكن الدول من تجنب ويلات هذه الأزمات المالية والاضطرابات التي لا تكتفي بالدول المصابة بل تنتقل عبر العالم لتكون المخلفات أعظم.

## 1. طبيعة تقلب رؤوس الأموال الدولية:

يوجد عدد من العناصر التي تؤدي إلى ارتفاع نواحي عدم الثبات وزيادة الآثار السلبية للتدفقات الرأسمالية<sup>(1)</sup>:

– كثير من المشكلات المرتبطة باختيار الأسواق تدور حول تناسق البيانات وانتظامها.

– بالإضافة إلى الطبيعة الخاصة للتدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية التي عادة ما تكون قصيرة الأجل وتتسم بالمضاربة.

– ويؤدي التحرير المالي إلى التفاعل بين سوقين يتصفان بشدة عدم الثبات وهما سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي. ويمكن أن تؤدي هذه العلاقة، وفي ظل الأزمات الداخلية والخارجية، إلى حلقة منصلة من تداول المعلومات غير الصحيحة بل إلى عدم ثبات أكبر.

## 1.1 تشوهات متصلة في سوق رأس المال:

تعتبر زيادة التدفقات الرأسمالية الدولية و تنوع تشكيلها إحدى الظواهر الرئيسية لتنامي العولمة.

وفي الواقع فإن نمو التدفقات الرأسمالية في السنوات الأخيرة كان كبيرا للغاية سواء فيما بين البلدان الصناعية ومع البلدان النامية، حيث تدور معظم هذه التدفقات داخل بلدان منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية و حفنة من الاقتصاديات الناشئة في شرق آسيا وأمريكا اللاتينية. وقد أصبحت هذه التدفقات مصدرا رئيسيا للاستثمار، ووسيلة لنقل التكنولوجيا وحافز

(1) \_ هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 55.

لتعميق السوق المالية<sup>(1)</sup>. وفي البلدان النامية كانت ظاهرة التحولات الواسعة التي وقعت في التدفقات الرأسمالية الدولية وفي المعدلات والشروط التي يتوفر على أساسها التمويل الخارجي لهذه البلدان أكثر إثارة للقلق<sup>(2)</sup>.

فقد دفع عدم الاستقرار هذا في التدفقات الرأسمالية الدولية وما ارتبط به من أضرار اقتصادية كثيرين إلى التشكيك فيما إذا كانت العولمة في شكل التحرير الكامل لكافة أشكال التدفقات الرأسمالية الدولية أمر يتسم بالحكمة<sup>(3)</sup>.

في حين أنه في الواقع لا يوجد إجماع على الآثار المفيدة لتحرير حركة رؤوس الأموال الدولية بعكس ما هو عليه تحرير التجارة العالمية للسلع والخدمات حيث أنه توجد في المجال الأول تشوهات متأصلة في عمل سوق رأس المال، الأمر الذي قد يجعل حرية حركة رؤوس الأموال لا ترقى إلى الكمال. إذ كثيراً ما تتهم سوق الأوراق المالية بأنها مصدر للتقلبات المفرطة في الاقتصاد.

ويعد من أهم أسباب التقلبات في أسواق الأوراق المالية ما يلي<sup>(4)</sup>:

- الدول النامية معرضة بدرجة أكبر للآزمات الداخلية والخارجية التي يمكنها أن تهدد استقرار أي ترتيب يمكن تصوره لعمليات الإصلاح.
- يعتبر عدم ثبات شروط التجارة الدولية التي تنشأ في الاقتصاديات التي تتسم بالاعتماد على منتج أو محصول يعينه أحد المصادر الرئيسية لعدم الاستقرار المالي.
- برامج التكيف الهيكلي في بعض الدول النامية تؤدي إلى عدم التيقن وإلى سرعة التذبذب التي تنتقل بسهولة إلى الأسواق المالية.
- وتؤدي خاصية المضاربة التي تتسم بها أسواق الأوراق المالية غير الناضجة إلى تضخيم تلك الآثار وإلى تفاعلات سلبية في الأسواق الأخرى وبخاصة سوق الصرف الأجنبي.

(1) — شاهد يوسف، "العولمة والتحديات التي تواجه البلدان النامية"، ورقة مقدمة ضمن وقائع الندوة الأولى حول "العولمة وإدارة الاقتصاديات الوطنية"، مرجع سابق، ص: 89.

(2) — مايكل موسى، مرجع سابق، ص: 45.

(3) — المرجع السابق، ص: 47.

(4) — هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 60.

ويمكن لهذه التشوهات التي تنجم أساساً عن مشكلات اتساق المعلومات أن تخلق أوضاعاً يصبح فيها للتعاملات التي من المفترض أن تعم فائدتها على الأطراف المشاركة بصورة مباشرة آثار جانبية معاكسة إلى حد تنعدم معه الرفاهية العامة.

### 1.1.1 عدم تجانس المعلومات:

ويقصد بها التوزيع غير المتساوي للمعلومات بين طرفي إحدى المعاملات. ويترتب على عدم تجانس المعلومات اختلاف الأسعار عن القيمة الحقيقية وخلق مشاكل تؤدي إلى زعزعة السوق<sup>(1)</sup>.

وتعتبر مشكلات عدم اتساق المعلومات أكثر حدة عادة في الأسواق المالية لأن التعاملات المالية تعتمد بدرجة مهمة على المعلومات وتتم بين أطراف لديها معلومات مختلفة. وفي الواقع فإن البنوك تتمتع بميزة الحصول على المعلومات ومعالجتها بشأن المقترضين وتكون بذلك قادرة على تحقيق ربحية كوسطاء بين المقترضين والمدخرين، وذلك بسبب ما طرأ على التكنولوجيا من تحسن في السنوات الأخيرة خاصة في مجال معالجة المعلومات والاتصالات، وقد انعكس هذا التقدم التكنولوجي بصورة مؤثرة في زيادة حجم ونطاق الخدمات المالية وفي تغير هيكلها.

وإذا كانت مشكلات عدم اتساق المعلومات أمراً مهماً في التمويل المحلي فيجب أن تكون كذلك في التمويل الدولي وذلك لأن:

— تكلفة الحصول على المعلومات ونقلها ترتفع عادة عبر الحدود عما هو الحال داخل البلد الواحد وذلك لأسباب ترجع أساساً إلى اختلاف اللغة والممارسات الخاصة بالأعمال والتشريعات القانونية والنظم المحاسبية ومختلف السياسات واللوائح الحكومية.

— الآليات التي تستهدف التخفيف من مشكلات عدم اتساق المعلومات على المستوى الوطني وتعديلها لا تعمل بنفس الفعالية على المستوى الدولي.

وينتج عن ظاهرة عدم توفر المعلومات مشكلتان أساسيتان هما:

(1) — المرجع السابق، ص: 56-57.

## ● الاختيار العكسي ( Adverse selection ):

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

## ● الخطر المعنوي ( Moral hazard ):

يحدث الخطر المعنوي بعد أن تتم المعاملة عندما يكون هناك حافز لدى المقترض لممارسة أنشطة لا يرغب فيها المقرض أو أنشطة غير أخلاقية، أي أنها أنشطة تقلل من احتمال سداد القرض. ويحدث الخطر المعنوي عندما يكون لدى المقترض حافز للاستثمار في مشاريع يحقق فيها المقترض فائدة كبيرة إذا نجح المشروع ولكن المقرض يتحمل الجانب الأكبر من الخسارة إذا فشل المشروع.

## 2.1.1 مشكلة السعي إلى الاستفادة دون دفع التكاليف:

تحدث الاستفادة بدون دفع التكاليف عندما يقوم الأشخاص الذين لا ينفقون مواردهم على جمع المعلومات بالاستفادة من المعلومات التي يقوم الآخرون بجمعها. وهذه المشكلة أهميتها الخاصة في أسواق الأوراق المالية، فإذا حصل بعض المستثمرين على معلومات، فإن مستثمرين آخرين لم يدفعوا للحصول على تلك المعلومات ربما يتمكنون من الشراء جنبا إلى جنب مع المستثمرين الذين حصلوا على المعلومات، و من شأن ذلك إحباط الحافز على السعي للحصول على المعلومات.

## 3.1.1 أثر العدوى:

يظهر أثر العدوى عندما ينتشر فقد الثقة في بنية النظام المالي، مما يترتب عليه زيادة انتشار التصفيات وزيادة الضغوط من أجل البيع، وتزداد حدة سحب العملات. وقد اتضح منذ بداية أزمة الديون في الثمانينات من القرن الماضي، أن الصعوبات التي يواجهها أحد البلدان تعدي الجدارة الائتمانية لمن حوله. وعلى ذلك فإن آثار الذعر الذي يصيب السوق وظاهرة العدوى تهدد استقرار المقرضين، والنظام برمته، كما تهدد استقرار الأنظمة المجاورة أيضا.

ورغم الحديث عن هذه الظاهرة بإفازة في أعقاب الأزميتين المكسيكية والآسيوية وبمختلف الاقتصاديون فيما إذا كانت آثار العدوى ترجع إلى سلوك المستثمر الدولي أم أنها ترجع إلى

أسباب أكثر ارتباطا بالأساسيات الاقتصادية. وأيا كان السبب، يبدو أن العنوى عندما تشتد تزيد من صعوبة مواجهة البلد للأزمة وتزيد من احتمالات وقوعها<sup>(1)</sup>.

ومع التسليم بان سوق رأس المال الدولية تعاني من مشكلات عديدة فيما يتعلق بعدم اتساق المعلومات ( وغيرها من التشوهات المحتملة الأخرى ) وربما بدرجة أكبر مما هي عليه في الأسواق المالية المحلية، فما الذي يعنيه هذا بشأن الرغبة العامة في تعميق العوالة عن طريق التدفقات الرأسمالية الدولية؟.

الإجابة تختلف باختلاف أنماط التدفقات الرأسمالية الدولية واختلاف الأوضاع والبلدان. فمن المفترض أن نتيجة كل مسألة عن حركة رأس المال على المستوى الدولي تعتمد على حجم الفوائد المحتملة في غياب التشوهات كما تعتمد على حدة التشوهات وعلى المقدرة على تخفيف الآثار المعاكسة لتلك التشوهات.

## 1.2 أنواع تدفقات رأس المال وآثارها:

كان ثمة إجماع في الآراء في الثمانينات ومطلع التسعينات من القرن الماضي على أن تبني العوالة المالية وتحرير التجارة وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وسائر أشكال التدفقات الرأسمالية، هي عوامل تشكل في البلدان النامية وسيلة أكيدة من وسائل التنمية.

غير أنه منذ أواخر التسعينات من القرن الماضي، ساد مفهوم جديد يرى أن تحرير مختلف أشكال التدفقات الرأسمالية ليست بالضرورة مفيدة لجميع البلدان. فهناك بعض الآراء تفيد أن تحرك بعض تدفقات رؤوس الأموال بحرية تامة بدون عوائق قد يسبب في بعض البلدان النامية ضررا يقدر ما قد ينتج عنه فائدة.

### 1.2.1 تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره:

فيما يتعلق بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فقد زاد إجمالي تدفقه إلى البلدان الصناعية بمقدار عشرة أمثال وهذا في الفترة الممتدة من منتصف السبعينات من القرن الماضي إلى منتصف التسعينات من نفس القرن. أما بالنسبة إلى البلدان النامية، فقد كان النمو النسبي للتدفقات الرأسمالية الواردة بدء من منتصف السبعينات من القرن الماضي باهرا بدرجة أكبر. فقد زاد إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار عشرين مرة بحلول منتصف التسعينات<sup>(2)</sup>.

(1) - المرجع السابق، ص: 58-59.

(2) - مايكل. موسر، مرجع سابق، ص: 44-45.

عموما الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن أن تظهر نتائج إيجابية للبلد، حتى عندما تكون آثاره متواضعة، ويمكن القول إجمالا أن هذا الاستثمار:

– يولد وظائف أكثر إنتاجية وأعلى أجرا وأنه أكثر مراعاة للبيئة من الاستثمارات المماثلة للمنتجين المحليين.

– يكمل مخزون المهارات، ويرفع مستوى التكنولوجيا، ويحسن فرص الدخول إلى الأسواق العالمية ويربط البلدان بشبكات الإنتاج العالمية التي أصبحت موضوع التدفقات التجارية بصورة متزايدة<sup>(1)</sup>.

وفضلا عن ذلك، كانت تدفقات الاستثمار المباشر في الأزمات المالية الأخيرة التي أثرت على البلدان النامية أكثر استقرارا بدرجة كبيرة من غيرها من أشكال التدفقات الرأسمالية الدولية، ولذلك يبدو أن الاستثمار الأجنبي المباشر يجلب كثيرا من الفوائد التي تعزى عادة للتدفقات الرأسمالية الدولية دون أن يكون لها نقائص كبيرة، وخاصة المتعلقة باستقرار التدفقات الرأسمالية<sup>(2)</sup>.

ومن أهم أسباب التزايد في الاستثمارات الأجنبية المباشرة ما يأتي<sup>(3)</sup>:

– انتشار إزالة القيود على حركة رأس المال وإزالة الضوابط الأخرى المفروضة عليها في الدول الرأسمالية المتقدمة، وفي عدد من الدول النامية في أمريكا اللاتينية وفي جنوب شرق آسيا.

– قيام عدد كبير من الدول النامية منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي وقيام دول الكتلة الاشتراكية السابقة في الاتحاد السوفيتي وشرق أوروبا خلال ما انقضى من عقد التسعينات من القرن الماضي بإزالة القيود النقدية على المدفوعات الخارجية الجارية.

ويبلغ عدد هذه الدول حتى نهاية 1996 حوالي تسعين دولة في العالم، إن إزالة القيود المذكورة ساهم في تحسين نسبة نمو التجارة الدولية، و تاليا شجع على نمو الاستثمارات المباشرة.

– تبني عدد من الدول الرأسمالية المتقدمة بدء من أوائل الثمانينات من القرن الماضي، لما يسمى التخصصية، كما تبني العديد من بلدان العالم الثالث والبلدان الاشتراكية السابقة برامج في هذا

(1) – شاهد يوسف، مرجع سابق، ص: 89.

(2) – مابكل موسرة، مرجع سابق، ص: 50.

(3) – محمد الأطرش، "العرب والعولمة: ما العمل؟"، ورقة قدمت إلى ندوة "العرب والعولمة"، مرجع سابق، ص: 416.

المجال تحت ضغط الدول الرأسمالية المتقدمة وبخاصة أمريكا والمؤسسات المالية الدولية التي تسيطر عليها.

وأصبحت هذه الضغوط أكثر فعالية نتيجة انهيار الكتلة الاشتراكية، وساهمت هذه العملية في فتح مجالات جديدة للاستثمارات الأجنبية مباشرة عبر شرائها ما هو معروض للبيع من منشآت.

### 2.2.1 تدفقات رأسمال الحافظة وآثارها:

فيما يخص تدفقات رأسمال الحافظة (بما في ذلك التدفقات بين البنوك) لم تتوصل معظم البحوث التحريبية إلى مزايا صافية ضخمة ذات صلة بالعولمة عن طريق آلية تدفقات رأسمال الحافظة، ولا تؤيد مثل هذه البحوث عامة أي تقييم سلبى لهذا الشكل من العولمة<sup>(1)</sup>.

وعلى وجه التحديد يقدر أنه في الفترة الممتدة من منتصف السبعينات من القرن الماضي إلى منتصف التسعينات من نفس القرن زاد إجمالي تدفقات استثمار الحافظة بمقدار عشرين مثلاً إلى البلدان الصناعية. أما فيما يخص البلدان النامية، فيحلول منتصف التسعينات من القرن الماضي زادت التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة بمقدار يتجاوز 50 مثلاً<sup>(2)</sup>.

### 3.2.1 تدفقات رأس المال قصيرة الأجل وآثارها:

ارتبطت تحركات رأس المال القصير الأجل بالزيادة السريعة في الأزمات المصرفية وأزمات العملة التي بلغت ذروتها في الصدمة الشديدة التي أصابت شرق آسيا سنة 1997.<sup>(3)</sup>

فبعد هذه الأزمة انخفضت بمدة تدفقات الائتمان القصيرة الأجل إلى اقتصادات الأسواق الناشئة في آسيا، وبخاصة الائتمانات بين البنوك والقروض المشتركة. كما هبط بمدة أيضاً خلال الأزمة إجمالي مشتريات الأجانب من الأسهم الجديدة في الأسواق الناشئة في آسيا، وحدثت تسهيل لبعض مراكز الأسهم القائمة للأجانب. ومع ذلك، في حالة الأسهم أسفر تراجع الطلب من جانب المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء عن هبوط الأسعار دون التهديد بوقوع حالات إعسار. أما في مجال أدوات الائتمان، في المقابل، فقد ظهرت مشكلات حادة في بعض

(1) - مايكيل موسى، مرجع سابق، ص: 51.

(2) - المرجع السابق، ص: 44-45.

(3) - شاهد يوسف، مرجع سابق، ص: 89.

الحالات من جراء التخلف الفعلي أو المحتمل من جانب الحكومة أو الجهاز المصرفي أو قطاع الشركات عن سداد التزامات الدين المستحقة بالعملية الأجنبية.

وهذا هو ما يجعل خروج تدفقات الائتمان القصير الأجل بشكل مفاجئ وضخم أمرا بالغ الخطورة. فإذا أدى ذلك إلى إعسار الحكومة أصيبت العلاقات المالية بين البلد كله وبين المجتمع الدولي بأضرار بالغة ويستغرق الأمر عادة وقتا طويلا لإصلاحها وربما عادت أقل مما كانت عليه في الماضي. وينجم عن تخلف الجهاز المصرفي المحلي عن سداد ديونه الخارجية عواقب خطيرة بنفس القدر عادة، كما يؤدي إلى تفويض الجدارة الائتمانية للحكومة إذا حاولت دعم الجهاز المصرفي. ولا يسفر تخلففرادى الشركات عن سداد التزاماتها الخارجية عادة عن اضطراب مالي عام، ولكن الخطر الذي يهدد النظام يكون أعظم إذا لم يستطع معظم القطاع غير المالي سداد التزاماته، الأمر الذي يشكك أيضا في قدرة الجهاز المصرفي وربما قدرة الحكومة على السداد<sup>(1)</sup>.

### 3.1 التفاعل بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي:

يستحسن قبل الدخول في تفاصيل حركة أسواق الصرف وأسواق الأوراق المالية الإشارة إلى الارتباط بين سوق العملات وسوق الأوراق المالية حتى يمكن تفهم آليات المشكلة، ذلك أن العمل على فتح أسواق المال المحلية أمام رؤوس الأموال الأجنبية وتشجيعها على التدفق إلى الداخل للتعامل في هذه الأسواق يتطلب عمل بعض الترتيبات الخاصة بقابلية العملة المحلية للتحويل لغير المقيمين حتى ولو لم يتم تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات بالكامل، فترتيبات قابلية تحويل العملة المحلية لغير المقيمين هي ضمان الخروج لرؤوس الأموال الأجنبية في أي وقت تشاء وهي في ذات الوقت آلية الارتباط بين سوق الصرف وسوق الأوراق المالية. ذلك أن العائد على الاستثمار لغير المقيم تتوقف بشكل كبير على سعر الصرف وحركته فإذا حدث لأي سبب من الأسباب ظهور عجز كبير في ميزان المدفوعات أو تفاقم في العجز الحالي بشكل غير متوقع بحيث يبدو معه أن تخفيض سعر صرف العملة المحلية آت لا محالة<sup>(2)</sup>، فإن ذلك قد يفجر أزمة قد تكون دافعا للمستثمر الأجنبي لأن يخرج أمواله خارج البلد وسيكون رد فعل هذا الأخير هو بيع حيازته من الأوراق المحلية وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة، ويشتري بعائدها عملة أجنبية، وضيوط على

(1) - ماينكل موسى، مرجع سابق، ص: 52. 53.

(2) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 230.

سعر العملة المحلية يؤدي إلى اعتماد على نظام سعر الصرف إما إلى ارتفاع سعر الفائدة المحلية أو انخفاض في سعر العملة المحلية أو كليهما.

في ظل نظام سعر الصرف الموعوم: سيحدث الانخفاض الفعلي في سعر العملة المحلية وتنخفض أسعار الأوراق المالية، وقد يزيد سعر الفائدة المحلية والأجنبية، ففي ظل الإحلال الكامل يبقى سعر الفائدة على حاله.

وفي ظل نظام سعر الصرف الثابت: و مع خروج الأجانب تنخفض أسعار الأوراق المالية المحلية، فيتدخل البنك المركزي لوقف تدهور العملة المحلية عن طريق عرض الاحتياطات، وبالتالي ينخفض مستوى الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي، مما يخلق موجة تشاؤمية تزيد من إجراءات بيع الأوراق المالية، أو تتدخل الحكومة برفع سعر الفائدة لتعويض المستثمرين عن الخسارة المالية التي لحقت بهم، ويساعد انخفاض السيولة المحلية نتيجة خروج الأموال على ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، بالتالي يزيد من تكلفة التمويل، فيقل الاستثمار<sup>(1)</sup>.

## 2. مواجهة عدم استقرار تدفقات رأس المال قصيرة الأجل:

كان تبني العوامة يعتبر، في فترة ما، هو السبيل لانطلاق النمو الاقتصادي. وكانت المشورة تقدم إلى البلدان الواحدة تلو الأخرى من جانب المؤسسات المالية وكبار الاقتصاديين البارزين من أجل تحرير الواردات والاستثمار الأجنبي المباشر، وتحرير قابلية تحويل العملة لأغراض معاملات الحساب الجاري والحساب الرأسمالي. غير أن الأزمة الآسيوية وغيرها خلال الفترة 1997 \_ 1999 قد أثارت تساؤلا حول الحكمة من القيام بتحرير سابق لأوانه للحساب الرأسمالي<sup>(2)</sup>.

ومبعث القلق الأساسي هو أن وجود خليط يجمع بين قطاع مالي محلي ضعيف وتحركات شديدة التقلب في رؤوس الأموال الدولية، يشكل خطرا على البلدان النامية.

## 1.2 سياسات اقتصادية تعظم من مساهمة النظام المالي في النمو:

لقد صدرت كتابات عديدة عن التدابير اللازمة لخلق بيئة ملائمة للاستثمار الأجنبي المباشر في بلدان الدخل المنخفض والتسليم بوظيفته المعززة للنمو، في حين لم تعط العناية

(1) هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 63\_64.

(2) شانتجـ حين وي، " العوامة والتجربة الآسيوية "، ورقة مقدمة ضمن وقائع الندوة الأولى حول " العوامة وإدارة الاقتصاديات الوطنية "، مرجع سابق، ص: 146\_147.

الكافية لنظم السياسة الاقتصادية التي تعظم مساهمة القطاع المالي في النمو. ويشمل مثل هذا النظام على ثلاثة عناصر<sup>(1)</sup>:

الأول: هو ضرورة أن تكون البنوك مستقلة، ويفضل أن تكون في أيدي القطاع الخاص. وإذا كانت السياسات الصناعية توجه الإقراض إلى القطاعات التي تفضلها الحكومة، فإن هناك احتمال أن تحمل البنوك الائتمان المتشدد وتحليل المخاطر، وأن تقدم القروض على أساس ضمان مشكوك فيه، وأن تتحمل قدرا كبيرا من الأصول عديمة الأداء، وأن تضطر دوما لإنقاذ العملاء المعسرين.

الثاني: تعتمد فعالية النظام المصرفي المستقل ومرونته على نوعية القواعد التي تحكم كفاية رأس المال، ورصد الاعتمادات، والشفافية، وتدقيق الحسابات، والمساءلة الإدارية. وهذه القواعد تنفذ بفاعلية كبيرة بواسطة هيئة عامة مستقلة تساعد هياث سوقية خاصة للرصد وتصنيف المخاطر. وهاتان النقطتان مترابطتان لأن النظام المالي المستقل يستمد موثوقيته من منظم مستقل قادر على وضع القواعد وتنفيذها وبالتالي يمكنه أن يبين بوضوح الطلب على الاستقلال التنظيمي.

الثالث: تسهم السياسات التي تهدف إلى توسيع الأسواق المالية وتشجيع الاتجار النشط للسندات والأدوات الأخرى في الاستثمار والاستقرار. وهذا يتطلب مبادرة حكومية، وخاصة فيما يتعلق بالاتجار في السندات، وتشجيع البنوك والهيئات الأخرى على العمل كصناع للسوق مقابل رسوم، والاهتمام بنظم التسوية الفورية وإنشاء مؤسسات موثوق بها وقابلة للرصد والمتابعة. وبالنسبة لبلدان نامية عديدة ربما كان الحل لا يكمن في محاولة حلن مجموعة كاملة من الأسواق المحلية بل في المشاركة النشطة في سوق إقليمية ذات العمق المطلوب تخدم احتياجات اقتصاد إقليمي متكامل بشكل ملائم.

إن المكاسب الناجمة عن وجود قطاع مالي قوي هي مكاسب مستقلة عن العولمة. ولكن البلد الذي يسعى مجدبة للتنمية المالية يستطيع أن يعزز الجهود المحلية وأن يعظم مزايا تعميق السوق المالية بانتهاج سياسات انفتاحية.

(1) - شاهد يوسف، مرجع سابق، ص: 91.

## 2.2 السياسات المتبعة لمواجهة الآثار السلبية:

من الحلول المقترحة لمشكلة عدم استقرار تدفقات الائتمان الدولي وضع وتنفيذ قيود تعمل بفعالية على عرقلة الأشكال غير المنشودة من التدفقات الرأسمالية الدولية أو فرض ضريبة على المبالغ الواردة مثل ضريبة تكافؤ سعر الفائدة ( Interest equalization tax )، فهذه الضريبة تؤدي إلى انخفاض العائد الذي يحصل عليه الأجانب من الاستثمارات في الأصول المالية المحلية وتزيد بالتالي من تكلفة الاستثمار لديهم. ويجب فرض ضرائب أكثر ارتفاعاً على المعاملات الاستثمارية قصيرة الأجل<sup>(1)</sup>.

فقد كان أداء البلدان الآسيوية، مثل الصين والهند، التي لديها قيود أشد على حركة رأس المال وكانت أقل ارتباطاً نسبياً بأسواق الائتمان الدولية، يتسم بأنه أفضل عموماً في الأزمة الأخيرة<sup>(2)</sup>.

ولكن، بدا أن البلدان التي تمكنت من الوصول إلى سوق رأس المال الدولية غير راغبة في تعطيل تلك القدرة على الوصول إلى الأسواق عن طريق فرض قيود شاملة، حتى بعد معاناتها من بعض التجارب المريرة مع عدم استقرار التدفقات الرأسمالية.

وعليه، ما الذي يمكن عمله للحد من المخاطر أو الضرر المحتمل من عدم استقرار التدفقات الرأسمالية لبلدان تود أن تشارك في الأسواق المالية العالمية على نطاق واسع.

ولحسن الحظ توجد حلول للمشكلات التي قد تنجم عن الإفراط في المديونية الخارجية، وخاصة ذات الآجال القصيرة.

## 1.2.2 بالنسبة للحكومة:

الحل مبدئياً بسيط وهو:

— الحفاظ على الدين في مستويات منخفضة بدرجة معقولة مع التزام الحذر بشأن حجم الدين القصير الأجل بالعملات الأجنبية.

(1) — هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 66.

(2) — كارول هابر ماير، "مقترحات بشأن الهيكل المالي الدولي الجديد وانعكاسات ذلك على النظم المالية العربية"، ورقة مقدمة ضمن وقائع الندوة "

القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة" المنعقدة بالإمارات العربية المتحدة في 3/2 أبريل 2000، ص: 67.

— كما أنه ينبغي أن تبقى الاحتياطات الدولية كافية لمواجهة التزامات سداد الدين الخارجي على الحكومة لمدة زمنية معقولة ( عام واحد، مثلا ).

### 2.2.2 بالنسبة للنظام المالي:

أن الحد من مخاطر الإفراط في المديونية الخارجية أمر أكثر تعقيدا. وينبغي هنا إدراك أن جزء كبيرا من المشكلة المحتملة ينشأ نتيجة لسياسات الحكومة وسلوكها ورد فعل القطاع الخاص على هذه السياسات وهذا السلوك. وعلى الحكومات أن تسمح بتعثر فرادى المؤسسات المالية مع تحمل حملة الأسهم والبنوك الدائنة للخسائر، ولكن الحكومات غالبا ما تتردد في السماح بذلك. وعموما يتعين على الحكومات أن تتحرك لمنع تعثر المؤسسات المالية على نطاق واسع حيث أن ذلك يهدد بتعرض الاقتصاد كله لأضرار بالغة.

فخلال العقدين الماضيين وقع أكثر من 100 أزمة مصرفية كبيرة وشظت تكاليف عمليات الإنقاذ الحكومية في الميزانيات في كثير من الحالات 10% من الناتج المحلي الإجمالي. ويكمن حل هذه المشكلة أساسا في فرض لوائح ورقابة ملائمة في النظام المالي<sup>(1)</sup>.

وباختصار، فإنه توجد إجراءات للخفض من مخاطر عدم استقرار التدفقات الرأسمالية دون اللجوء إلى إجراءات متشددة لمقاومة عوالة الأسواق المالية. وهي تتضمن بوجه خاص الإدارة المسؤولة للدين الحكومي وفرض اللوائح التحوطية والرقابة على المؤسسات المالية. وعلى ذلك فإن العوالة المالية يمكن أن تستمر بدرجة معقولة من الأمان مع توقع أن تنشأ عنها فوائد اقتصادية صافية، شريطة أن يتم ذلك بقدر ملائم من الانتباه لمتطلبات السياسة كي يمكن الوقاية من عدم استقرار التدفقات الرأسمالية الدولية بشكل مفرط والأضرار التي تنجم عنها.

نخلص إلى القول أنه على الرغم من اختلاف الظروف التي تواجه كل دولة واختلاف السياسات المتبعة لمواجهة التدفقات الرأسمالية الدولية، فيتفق أغلب الاقتصاديين على أن هذه التدفقات إذا كانت مستمرة تؤدي إلى المساهمة في النمو الاقتصادي إذا حسن استغلالها. أما إذا كانت هذه التدفقات غير مستمرة وتهدف إلى المضاربة والربح السريع فإن مواجهة هذا النوع من الاستثمارات لا يتوقف فقط على وضع قيود على حركة رؤوس الأموال قدر ما

(1) — مايكل موسى، مرجع سابق، ص: 53\_57.

يعتمد على وجود السياسات الاقتصادية المرنة التي تعمل على التخفيف من حدة هذه التقلبات والصدمات<sup>(1)</sup>.

ولذلك تتلخص أهم الدروس المستفادة للاقتصاديات النامية في ما يلي<sup>(2)</sup>:

- ضرورة إعادة النظر في سعر الصرف المرتبط بالدولار، ولا يعني ذلك التحول إلى نظام سعر الصرف العائم، ولكن يمكن القول أنه من الأفضل بناء سعر الصرف المرتبط بسلة من العملات، بدلا من ارتباطه بالدولار، ويتم تحديد الوزن النسبي لكل عملة بناء على الأهمية النسبية للشركاء التجاريين للدولة المعنية.
- إن الأزمات المالية المختلفة كالأزمة المكسيكية والآسيوية ألقت الضوء على أهمية النظام المالي المرن والشفاف، وأوضحت أن البلدان النامية تحتاج إلى تأهيل القطاع المالي والمصرفي قبل تحرير حساب رأس المال. فالتحرير مهم ولكن يجب أن يتم على مراحل متعددة، وهو ما يعني ضرورة الاحتفاظ ببعض سلطات الرقابة على تدفقات رأس المال خلال مرحلة الانتقال.
- مما لا شك فيه أن النظام المالي المحرر يحتاج إلى عناية أكثر من النظام المالي المكبوت الذي يمكن فيه كبت الاختلالات المالية الضخمة لفترة طويلة. ولذلك تحتاج البلدان إلى ضوابط تنظيمية وإشرافية فعالة حتى يكون لدى المؤسسات المالية القدرة والدافع لإدارة المخاطر وضرورة إصدار قواعد تحوطية واشتراطات تقدم التقارير والإفصاح بالنسبة إلى المؤسسات المالية.
- تدفقات رؤوس الأموال غير المستقرة ليست غريبة على الأسواق الناشئة، لذلك من الضروري إنشاء مؤسسات وسياسات لتواجه وتقلل من المخاطر المرتبطة بها. مع ضرورة بحث فرض القيود المؤقتة على أنواع معينة من التدفقات، ويعد نجاح دولة شيلي في فرض أنواع معينة من القيود على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وتشجيع طويلة الأجل مثلا طيبا على هذا النوع من الإجراءات.

(1) - هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 68.

(2) - المرجع السابق، ص: 69-70.

## خلاصة الفصل الثالث:

تعتبر الأزمات المالية من الهواجس التي تعيش عليها سوق الأوراق المالية، فرغم النجاحات التي حققتها هذه الأخيرة إلا أن ذلك لم يمنع تعرضها للاضطرابات وعدم الاستقرار. وتعرف الأزمة المالية على أنها التدهور الحاد في أسعار الأصول المالية الذي يتولد نتيجة عدم الانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسات الاستثمار الذي ينجم عنه إفلاس العديد من الهيئات الاقتصادية والمالية إضافة إلى انخفاض معدل النمو الاقتصادي. وبالرغم من تشابه الأزمات من حيث المبدأ وتأثير عامل العدوى فيما بين الدول المختلفة إلا أنه يبقى لكل أزمة خصائصها ومسبباتها.

وحاولنا التطرق إلى أهم الأزمات: أزمة الاثنين الأسود 1987، أزمة المكسيك 1995، أزمة جنوب شرق آسيا 1997 التي انطلقت من تايلاندا وانتشرت فيما بعد إلى كل من ماليزيا، إندونيسيا، الفلبين، وكوريا، لمعرفة أسبابها، آثارها والدروس المستفادة منها. ونجد الإشارة إلى أن كل من أزميتي المكسيك وتايلندا انطلقتا مباشرة بعد الانخفاض الذي لحق بعملتيهما، وأنه لم يكن يتوقع في كلتا الحالتين تلك الآثار وما أعقبها نظرا للرواج الاقتصادي الذي كان يميز البلدين قبيل الأزمة.

لقد جاءت الأزمات التي أصابت دول جنوب شرق آسيا وما أعقبها من أزمات، لتثير جدلا كبيرا حول مدى الحكمة من إجراء تحرير سابق لأوانه للحساب الرأسمالي، الأسباب التي تقف وراء هذه الأزمات، والإجراءات الناجعة التي تُخذ من آثارها السلبية.

وأرجع الاقتصاديون أسباب زيادة التقلبات في التدفقات الرأسمالية إلى عدة عناصر: تشوهات متأصلة في سوق رأس المال، الطبيعة الخاصة للتدفقات الرأسمالية والتي عادة ما تكون قصيرة الأجل وتتسم بالمضاربة، بالإضافة إلى التفاعل بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي نتيجة التحرير المالي.

وأمام صعوبة وربما استحالة اكتشاف مؤشرات إنذار بالأزمات والترجمة الصحيحة لهذه المؤشرات مبكرا هناك إجراءات وقائية لمواجهة عدم استقرار تدفقات رأس المال قصيرة الأجل وتفادي العديد من الأزمات نذكر من بينها اختيار سعر الصرف المناسب ومراعاة الشروط المسبقة للتحرير التدريجي لحركة رأس المال والتي من بينها وجود نظام مالي قوي مدعم بوضع رقابة وتشريعات للمؤسسات المالية.

## خلاصة القسم النظري:

لقد اهتم هذا الجانب من البحث بالعملة المالية وأثرها على فعالية سوق رأس المال، حيث اتضح من خلال الفصل الأول من هذا القسم، والذي تناول العملة المالية وتداعياتها أهمية التغيرات التي فرضتها هذه الظاهرة على المحيط المالي والوزن النسبي الذي يتمتع به سوق رأس المال في ظل تراجع الوساطة المالية.

وتم التعرض في هذا الفصل إلى المراحل التاريخية لنشأة العملة والأهمية التي أعطيت للجانب الاقتصادي منها، وتجلى ذلك في العملة الإنتاجية والعملة المالية، هذه الأخيرة التي ساهمت عوامل كثيرة في تطورها.

تتحكم العملة المالية في ملامح المحيط المالي من خلال ثلاثة أسس: اللاموساطة المالية، عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال وزوال القيود التنظيمية. إن التوسع في اللاموساطة المالية من خلال التراجع الذي عرفته وظيفة الوساطة المالية وظهور أدوات مالية جديدة كالتوريق ساهم في التحول من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية.

كما كان للعملة المالية تأثيرات جمّة، سواء على النظام المالي الدولي ككل، حيث ساهمت عمليات التحرير وزوال القيود التنظيمية في زيادة عدم الاستقرار والاضطرابات إضافة إلى ما يسمى "بمخاطر النظام"، أو على السياسات الاقتصادية للدول النقدية منها والمالية حيث فقدت السيطرة عليها، وتعتبر هذه الآثار أكثر حدة بالنسبة للدول النامية التي تسعى جاهدة لتعظيم استفادتها من إيجابيات العملة المالية واحتواء سلبياتها.

أما الفصل الثاني الذي جاء لدراسة سوق رأس المال، كفاءتها ومؤشرات تطورها، فقد تناول أساسيات سوق رأس المال من خلال التعرف على وظائف هذه السوق وأقسامها ومختلف المنتجات المالية التي تتداول على مستواها.

كما تعرض هذا الفصل لفعالية السوق، فقد مكن من الوقوف على مفهوم وشروط تحقيق هذه الفعالية، حيث اتضح أن السوق الفعالة هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيًا، مما يجعل تلك المعلومات تنعكس على أسعار الأوراق المالية. وانطلاقًا من هذا المفهوم هناك نوعان من الفعالية، الفعالية الكاملة التي لا تتحقق في الواقع العملي، والفعالية الاقتصادية التي تتحقق بشروط.

وهناك جملة من العوامل تضعف من فعالية السوق، والتي من أهمها الإشاعات، توفر حالة الذعر في السوق والممارسات غير الأخلاقية مما يؤكد على أن تحقيق فعالية السوق يتطلب توافر مجموعة من المتطلبات منها فعالية نظام المعلومات.

ومن هنا فإن فعالية السوق تتباين وفقا لمعلومات السوق حيث تظهر ثلاث مستويات رئيسية لفعالية السوق هي: مستوى الفرض الضعيف لفعالية السوق، الذي يؤكد على أن الأسعار الحالية للأدوات المالية مستقلة تماما عن الأسعار في الماضي، أي أن الأسعار تتحرك بصورة عشوائية. والمستوى الثاني يتمثل في الفرض متوسط القوة، والذي تكون فيه الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات. بينما المستوى الثالث هو الفرض القوي لفعالية السوق، وفيه تكون أسعار الأوراق المالية بمثابة انعكاس لكل المعلومات العامة والخاصة.

وتناول الفصل الثالث الأزمات المالية كأحد الجوانب السلبية لعولمة الأسواق المالية من خلال جمع بعض الأسباب والخصائص المشتركة بين الأزمات المالية، إلا أنه يبقى لكل أزمة مميزاتها الأساسية وآثارها الخاصة. وعلى هذا الأساس تم إدراج بعض الأزمات المالية والخوض في أسبابها والآثار التي كانت نتاجا لها وأخيرا الخروج ببعض الدروس المستفادة التي تعمل من خلالها على تجنب آثار أزمات أخرى في المستقبل.

وقد أرجعت الأسباب في زيادة تقلبات رؤوس الأموال الدولية إلى تشوهات متأصلة في سوق رأس المال، طبيعة هذه التدفقات خاصة قصيرة الأجل منها، وإضافة إلى التفاعل بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي.

وتعرضنا إلى بعض الإجراءات والسياسات الوقائية التي تحد من هذه الآثار من بينها اختيار سعر صرف ملائم ومراعاة الشروط المسبقة للتحرير التدريجي لحركة رأس المال.

وبعد إنهاء هذا القسم ومختلف تطلعاته، والتي مكنت من إعطاء البعد النظري لهذه الدراسة، وحتى تكتمل الصورة في جانبها التطبيقي سيتم دراسة حالة سوق رأس المال في الجزائر ومتطلبات تحقيق فعاليته من خلال القسم الموالي.

# القسم التطبيقي

# القيم التطبيقية: سوق رأس المال في الجزائر ومتطلبات تفعيله

بعد إنهاء الجانب الأول من هذه المذكرة والذي حاولنا من خلاله الإلمام بكل الأبعاد النظرية للدراسة، وحتى يتم تغطية الجانب العملي والتطبيقي، فانه سيتم تخصيص هذا القسم من المذكرة لدراسة حالة الجزائر.

قد آثرنا تقسيم هذا الجانب إلى فصلين، حيث سيتم تناول في الفصل الرابع سوق رأس المال الجزائري من خلال إبراز ظروف نشأته والهيئات التي تسهر على تنظيمه، وكذا أهم المتدخلين فيه من وسطاء، مستثمرين ومصدرين.

كما سيتم التطرق إلى أهم الأدوات الاستثمارية المتداولة وآليات وأنظمة سير عمل بورصة الجزائر مع إبراز أساليب تداول وتسعير الأوراق المالية فيها.

كما سنتطرق إلى المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر من خلال التعرض للسنوات الأولى من انطلاقها في حين سنتعرض في الفصل الخامس إلى واقع، معوقات ومتطلبات تحقيق فعالية سوق رأس المال في الجزائر، وهذا من خلال تحليل وتقييم كل من سوق الأسهم، سوق السندات وسوق الإقراض طويل الأجل، ثم محاولة قياس فعالية بورصة الجزائر باعتماد مجموعة من المؤشرات المعتمدة، لنحاول بعدها الوقوف على مجمل المعوقات التي تقف حجرة أمام تحقيق بورصة الجزائر للهدف المتوط بها.

وفي الأخير سنحاول الوصول إلى متطلبات وسبل تفعيل سوق رأس المال في الجزائر.

# الفصل الرابع

## الفصل الرابع: سوق رأس المال الجزائري

## تمهيد

لقد كان من أولويات التوجه نحو اقتصاد السوق ضرورة إنشاء سوق لرؤوس الأموال، إضافة للأهمية التي تلعبها هذه الأخيرة في التخصيص الأمثل للموارد وتوجيهها نحو القطاعات ذات الربحية الذي يساهم في تحقيق النمو والازدهار الاقتصادي.

وباعتبار الاقتصاد الجزائري يسعى نحو اندماجه في الاقتصاد العالمي الذي تحكمه وتحدد ملامحه العولمة الاقتصادية، كان لزاما على متخذي القرار هيئة المناخ وتكييف النظم التشريعية والقانونية لإنشاء بورصة للقيم تخدم هذا التوجه الجديد. وبالفعل تم تأسيس هذه السوق والتي تنفتح إلى سوق للأسهم وسوق للسندات.

وقد جاء هذا الفصل لتوضيح تنظيم وسير سوق رأس المال في الجزائر مع تناول مختلف الهيئات المنظمة والمراقبة لهذه السوق، والتطرق لمختلف الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها وأنظمة إدراجها وطرق تداولها.

## I. تنظيم وسير سوق رأس المال الجزائري:

مقارنة بمثيلاتها من البورصات الأخرى تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة، لذا اهتمت أغلب النصوص التشريعية والأطر القانونية بتنظيم الهيكل العام للبورصة وحسن سيرها.

## 1. نشأة وتعريف بورصة القيم المنقولة في الجزائر:

سنستعرض مراحل وظروف نشأة بورصة الجزائر، إضافة إلى التعريف الخاص بها الذي تضمنته المادة الأولى من المرسوم التشريعي 93\_10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

## 1.1 نشأة بورصة القيم المنقولة في الجزائر:

تندرج خطوة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي باشرها الجزائر في سنة 1987، ودخلت حيز التنفيذ بداية من عام 1988، حيث تجلّى ذلك من خلال مجموعة من القوانين التي صدرت في تلك السنة، والتي تهدف إلى منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة، والمتمثلة خصوصا في القانون 88\_01<sup>(1)</sup> المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون رقم 88\_03<sup>(2)</sup> المتعلق بإنشاء صناديق المساهمة، وعليه أصبح رأسمال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم موزعة بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة تسير حسب القانون التجاري لسنة 1975.

وقد مرت هذه الشركات بفترة حرجة بسبب ضعف رأسمالها الاجتماعي، والدور غير الواضح الذي كان من المفروض أن تلعبه في محيط تميز بالأضطرابات الاقتصادية والاجتماعية وسلوكات ثقافية غير واعية.

وفي ظل فشل نظام الاستدانة ومحدودية نظام التمويل عن طريق القروض المصرفية أعطت الدولة اهتماما بالغ الأهمية للبحث عن طرق أخرى أكثر نجاعة لتمويل الاقتصاد والمؤسسات العمومية، ورغبة منها لربح الوقت، فإن السلطات العمومية رأت من المفيد التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهمم بالأنشطة البورصية في انتظار استكمال تحضير الشروط الاقتصادية والقانونية بدعم من الهيئات الاستثمارية المختلفة ذات الخبرة في هذا المجال، ولا سيما الكندية منها ويكون هدفها ضمان تمويل مختلف النشاطات بشكل يضمن الاستمرارية

(1) القانون رقم 88\_01 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق ل 12 يناير سنة 1988 يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.

(2) القانون رقم 88\_02 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق ل 12 يناير سنة 1988 يتعلق بصناديق المساهمة.

والفعالية ويتم وفق ما جاء في قانون النقد والقرض رقم 90\_10 الصادر في 14 أبريل 1990، الذي يسمح للمؤسسات بتمويل استثماراتها دون اللجوء إلى القروض المصرفية.

وبورصة الجزائر منذ نشأتها مرت بعدة مراحل، ففي 9 نوفمبر 1990 اتخذت الحكومة قرار إنشاء هيئة مؤهلة وهي الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية التي أنشأت برأس مال قيمته 320000 دينار جزائري وأعطيت لهذه الهيئة تسمية " شركة القيم المتداولة " يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ممثلين عن كل صندوق<sup>(1)</sup>.

ويهدف جعل هذه البورصة جاهزة للتشغيل على المستوى المادي، تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 تتمثل في ما يلي<sup>(2)</sup>:

– المرسوم التنفيذي رقم 91\_169 المتضمن كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية، حيث عرف هذا المرسوم القيم المتداولة على أنها منتجات مالية قابلة للتداول في البورصة وقابلة للتجزئة.

– المرسوم التنفيذي رقم 91\_170 الذي يهتم بتحديد أنواع الأسهم وأنواع الأوراق المالية الأخرى، وكذلك تحديد شروط إصدارها وطرق تداولها وكيفية تحويلها.

– المرسوم التنفيذي رقم 91\_171 والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث حدد المهام الموكلة إليها والمتمثلة في تنظيم السوق، قبول المتعاملين، التدقيق في المعلومات المنشورة، ممارسة الرقابة وغيرها من المهام، كما شرح كيفية تكوينها وعقد اجتماعاتها، واتخاذ القرارات فيها وكذا الصلاحيات الواسعة التي أعطيت لها.

وخلال سنة 1992، ونظرا للعوائق التنظيمية ومشاكل أخرى منها ضآلة رأس المال وعدم وضع التنظيم الذي يسمح بتشغيل سوق مفاوضات على القيم المتداولة في أفضل الشروط فإن شركة القيم المتداولة بقيت دون تشغيل وتأخرت في الانطلاق.

في شهر فيفري 1992، ورغبة في رفع بعض هذه العقبات، تم اتخاذ قرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 9320000 دينار جزائري، وكذا تعديل قوانينها الأساسية، وخصوصا البنود

(1) – محمد براق، مرجع سابق، ص: 369.

(2) – Mansour Mansouri, " La bourse des valeurs mobilières d'Alger ", Edition Dar Houma, Alger, 2002, p : 08.

المتعلقة بتسميتها وموضعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم، ومن ذلك أخذت هذه الشركة رسمياً تسمية بورصة القيم المتداولة.

وفي سنة 1993 تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر، وذلك بصدور المراسيم التشريعية التالية:

– المرسوم التشريعي رقم 93\_08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، المتضمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات الأموال.

– المرسوم التشريعي رقم 93\_10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة، واعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة.

– المرسوم التشريعي رقم 94\_176 المؤرخ في 13 جويلية 1994، الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء، وهم البنوك وشركات التأمين وصناديق المساهمة والتي حلت فيما بعد وعوضت بالشركات القابضة سنة 1995.

وبالرغم من كل المراسيم والتشريعات، فإن البورصة لم تشتغل بالمرّة، إذ اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات منها<sup>(1)</sup>:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والتميز بارتفاع معدل التضخم وأسعار الفائدة.
- تميز الإطار القانوني بالضيق وبتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- صعوبة طرح الأسهم العمومية للاكتتاب العام، حيث لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
- عدم كفاءة معظم المؤسسات العمومية الاقتصادية نتيجة الوضعية المالية السيئة لها والتي تمنعها من الدخول إلى البورصة.

(1) – محمد براق، مرجع سابق، ص: 369.

وتتأبعت التشريعات خلال التسعينيات من القرن الماضي إلى أن فتحت بورصة الجزائر أبوابها لتداول الأوراق المالية يوم 13 سبتمبر 1999، بعد أن تأجل فتحها عدة مرات بسبب تباطؤ الشركات المرشحة للتسجيل في إتمام إجراءات التقييد، قلة الثقافة الادخارية والاستثمارية للمجتمع الجزائري، قلة المختصين في مجال إنشاء وتسيير البورصة، إضافة إلى غياب الشفافية وتعثر عملية الخوصصة<sup>(1)</sup>.

## 2.1 تعريف بورصة القيم المنقولة بالجزائر:

تعرف بورصة القيم المنقولة حسب المادة الأولى من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 بأنها "إطاراً لتنظيم وتسيير العملات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"<sup>(2)</sup>.

## 2. الهيئات المنظمة والمراقبة لبورصة القيم المنقولة في الجزائر:

تقوم بورصة الجزائر كغيرها من البورصات على هيكل ينظمها ويحكمها وفق القوانين واللوائح الصادرة عن الجهات المؤهلة لذلك، وحتى تقوم هذه البورصة بدورها على أكمل وجه وتحقق الأهداف المرجوة منها تم إصدار العديد من التشريعات التي تحدد مختلف الهيئات المنظمة للعمل داخل البورصة وإخضاعه للمراقبة، وتمثل هذه الهيئات حسب المادة 03 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم في:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والتي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة؛

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛

- المؤمن المركزي على السندات.

## 1.2 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

سيتم التطرق بالدراسة لما يلي:

- نشأة وتكوين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

- مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

(1) - رفيق شرياق، مرجع سابق، ص: 86.

(2) - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993، ص: 04.

**1.1.2 نشأة وتكوين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة<sup>(1)</sup>:**

أنشأت هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) عبارة عن هيئة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.

تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة (06) أعضاء، الرئيس يعين عن طريق مرسوم رئاسي لمدة أربع سنوات(04)، وذلك حسب التوزيع الموالي:

- قاض يقترحه وزير العدل؛

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي؛

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛

- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة؛

- عضو يقترحه المصرف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

**2.1.2 مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:**

فيما يخص الوظائف والمهام المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فإنها تتمثل

في:

- الوظيفة التنظيمية؛

- وظيفة القبول والاعتماد؛

- وظيفة المراقبة والرقابة؛

- الوظيفة التأديبية والتحكيمية.

**1.2.1.2 الوظيفة التنظيمية<sup>(2)</sup>:**

تحتل هذه الوظيفة أهمية بالغة وتتولى اللجنة مهمتها حيث تقوم على:

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و القواعد المهنية المطبقة عليهم.

- ضرورة الإعلام وقت إصدار القيم المنقولة عن طريق اللجوء العلني للاذخار.

(1) Rapport annuelle, COSOB, 2005, p : 07.

(2) Les guide de COSOB, " Guide de l'investisseur ", Novembre 1997, p : 12.

- شروط دخول وتداول القيم المنقولة في البورصة.

- إدارة المحافظ المالية الخاصة بالقيم المنقولة.

- العروض العامة لبيع أو شراء القيم المنقولة.

وحتى تصبح القوانين التنظيمية المصدرة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سارية المفعول يجب الموافقة عليها من طرف وزير المالية ويتم نشرها في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.

### 2.2.1.2 وظيفة القبول والاعتماد<sup>(1)</sup>:

اللجنة توافق على:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- شركات الاستثمارات ذات رأس المال المتغير (SICAV)<sup>(\*)</sup> والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP).
- اعتماد ماسكي الحسابات حافظي السندات.

### 3.2.1.2 وظيفة المراقبة والرقابة:

تعمل اللجنة على التأكد من أن<sup>(2)</sup>:

- الأحكام القانونية المحترمة من طرف الوسطاء في عملية البورصة.
  - الشركات التي تقوم باللجوء العلني للاذخار قائمة بواجباتها الإعلامية التي تخضع لها.
  - التصحيحات اللازمة التي أجريت في حالة ملاحظة المخالفات.
- ولأجل القيام بمهمة المراقبة والرقابة فان اللجنة مؤهلة لإجراء تحقيقات لدى الشركات المصدرة والمصارف والهيئات المالية أو أي شخص معني بأي عملية على القيم المنقولة.

### 4.2.1.2 الوظيفة التأديبية والتحكيمية<sup>(3)</sup>:

تنشأ على مستوى اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية، وتتكون هذه اللجنة من:

- رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

(1) Rapport annuelle, COSOB, Op-cit, p : 09.

(\*) Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable.

(2) " Guide de l'investisseur ", Op-cit, p p : 12\_13.

(3) Rapport annuelle, COSOB, Op-cit, p : 10.

-عضوان ينتخبان من بين أعضاء اللجنة؛

-قاضيان يعينان من طرف وزير العدل.

فمن الناحية التحكيمية، الغرفة مؤهلة لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين والأنظمة الجارية على سير عمل البورصة وتتدخل فيها:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسير بورصة القيم.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للقيم المنقولة.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وعمالئهم.

أما من الناحية التأديبية، فإن الغرفة مؤهلة لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والقانونية المطبقة عليهم، ويقوم بالوظيفة التأديبية والتحكيمية عضو مختص ينشأ على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتعمل اللجنة سواء بطلب من اللجنة، للمراقب الذي تفوضه اللجنة، شركة تسير بورصة القيم، شركة مصدرة، وسيط في عمليات البورصة أو من أي زبون لهذا الأخير أو بناء على نظام أي طرف له مصلحة كما يمكن للجنة أن تصدر مجموعة من العقوبات في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب وهي:

الإنداز، التوبيخ، حضر النشاط كله أو جزء منه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد، أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة (10) ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتفصل الغرفة التأديبية والتحكيمية بحكم لا معقب عليه كما هو الأمر في القضايا المستعجلة، لكن يمكن الطعن في قرارها أمام مجلس الدولة وفقا لقانون الإجراءات المدنية<sup>(1)</sup>.

اللجنة ( COSOB ) تتوفر لضمان حسن عملها، على أمانة مكلفة بالخدمات الإدارية والتقنية، تتكون من<sup>(2)</sup>:

- أمين عام؛

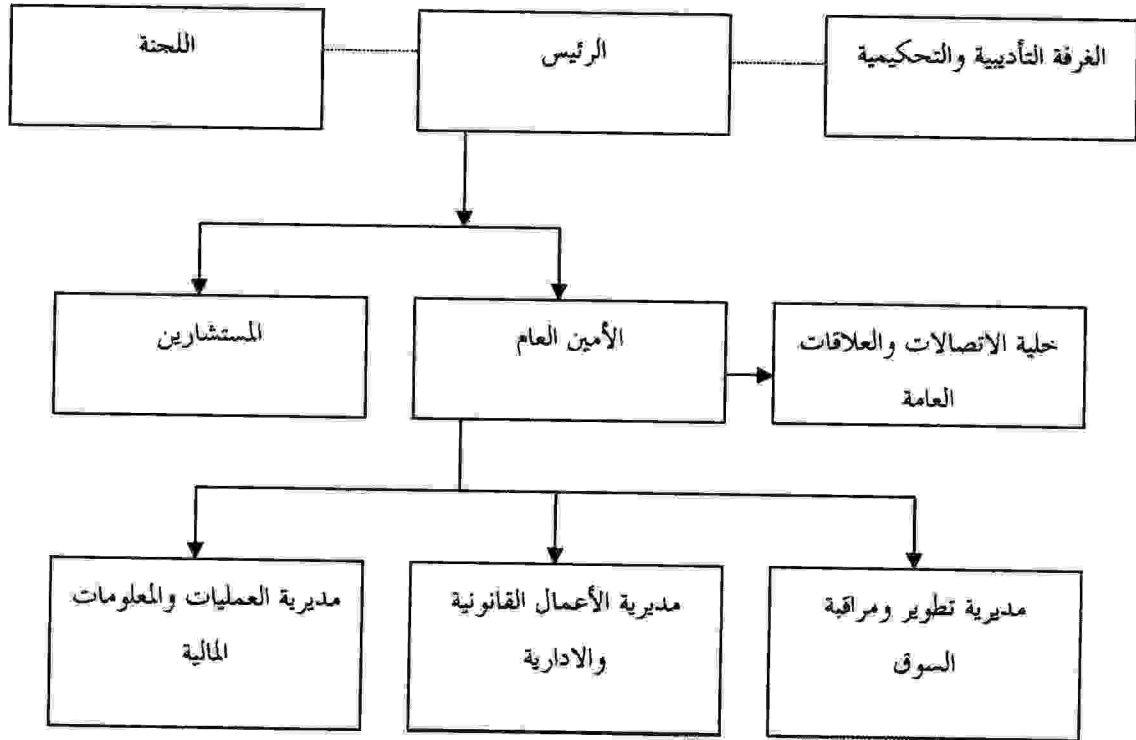
- مستشارين ( 02 ) موضوعين بالقرب من الرئيس؛

(1) Mansour Mansouri, Op-cit, p p : 22\_24.

(2) Rapport annuelle, COSOB, Op-cit, p : 10.

– ثلاثة (03) مديريات ( الأعمال القانونية، العمليات والمعلومات المالية، تطوير ومراقبة السوق )، والشكل رقم (17) يوضح لنا الهيكل العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

الشكل رقم (17): الهيكل العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.



Source : Rapport annuelle, COSOB. Op-cit, p : 36.

## 2.2 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (S.G.B.V) (\*) :

قبل تبيان مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، سيتم التعرض لنشأتها وتكوينها وذلك

كما يلي:

- نشأة وتكوين شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛

- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

(\*) Société de Gestion de la Bourse des Valeurs mobilières.

**1.2.2 نشأة وتكوين شركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>(1)</sup>:**

تكتسي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شكل شركة مساهمة تخضع لأحكام المادة 544 من القانون التجاري الجزائري، مساهموها هم الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ورأس مال هذه الشركة موزع بصفة دائمة وبالتساوي بين هؤلاء الوسطاء الذين يتميزون باختكار عمليات التفاوض على القيم المتداولة بالبورصة لحسابهم ولحساب زبائنهم. ويقدر الحد الأدنى لمساهمة الوسيط في رأسمال هذه الشركة بمليونين (2000.000) دينار جزائري.

وفي حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة فإن رأسمال الشركة سوف يرتفع بمقدار ما يساهم به هذا الوسيط، لكن في حالة انسحاب أحد الوسطاء فإن حصته في رأسمال الشركة سوف يتم إعادة شرائها بالتساوي من الوسطاء في عمليات البورصة والمساهمين في هذه الشركة.

و تلزم المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 أن اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة لا يمكن أن يتم إلا بعد اكتتاب الوسيط في جزء من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة .

ويحكم شركة تسيير بورصة تسيير القيم قانون أساسي يسنه الوزير المكلف بالمالية، ويتولى تسييرها مجلس إدارة مكون من مسيرين يرأسهم مدير عام يعينهم الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويقدر رأسمال الشركة بمبلغ 24 مليون دينار جزائري ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين.

ويتكون مجلس إدارة الشركة من ممثلي الهيئات المالية الآتية:

- C.N.M.A: الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي؛

- B.N.A: البنك الوطني الجزائري؛

- C.P.A: القرض الشعبي الجزائري؛

- B.A.D.R: بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛

(1) - اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، مرجع سابق، ص: 5\_6.

- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993، ص: 22.

- الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 304\_305.

- B.D.L: بنك التنمية المحلية؛

- C.N.E.P: الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛

- C.A.A.R: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين؛

- C.A.A.T: الشركة الجزائرية للتأمين.

- C.C.R: شركة التأمين.

- (UNION BANK): البنك المتحد.

## 2.2.2 مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تمارس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث تتولى هذه الشركة تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المدرجة في البورصة.

وتتمثل المهام والأهداف الأساسية لشركة تسيير بورصة القيم حسب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، فيما يلي<sup>(1)</sup>:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.

- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.

- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.

- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها.

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.

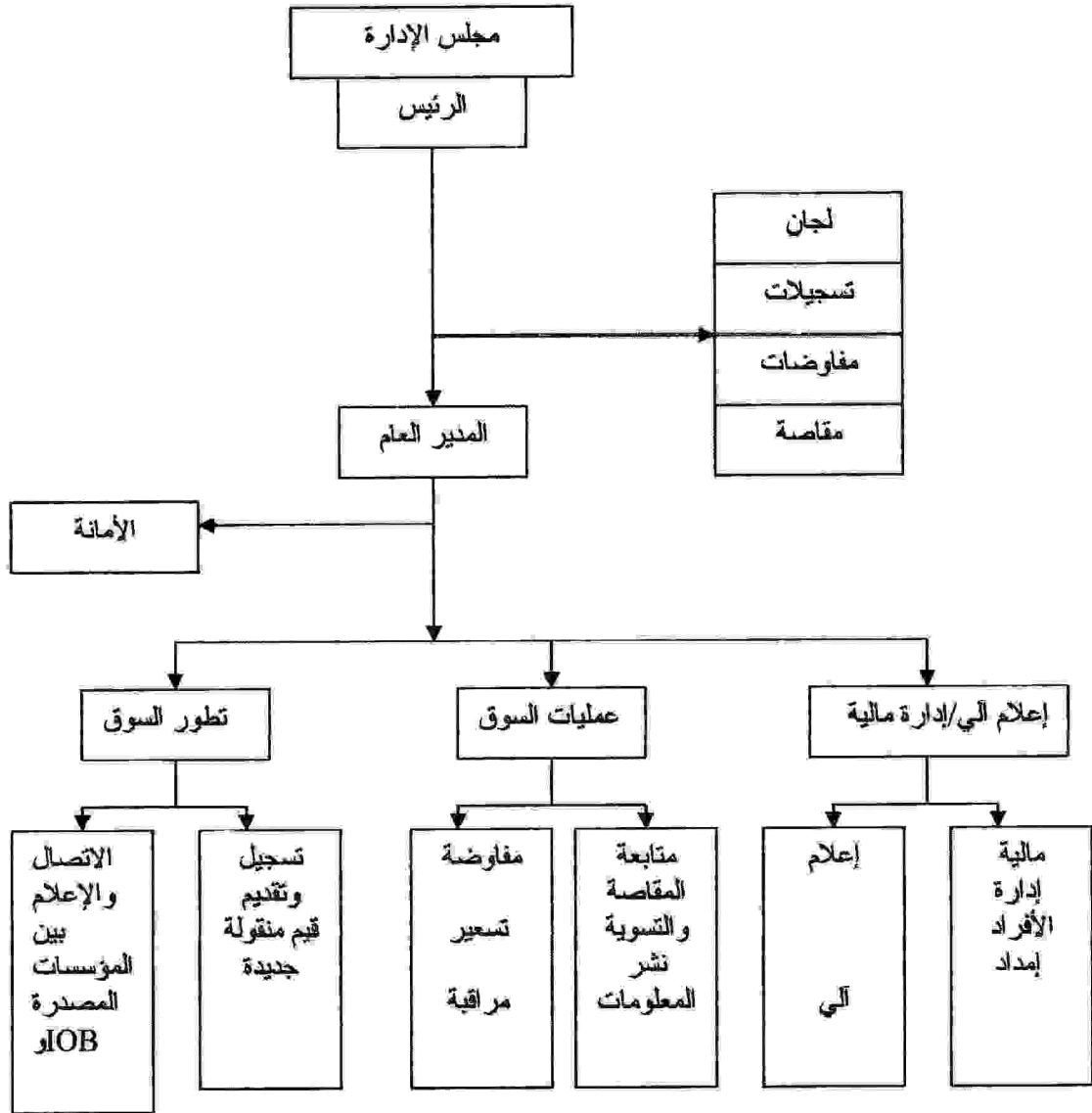
- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

في الأخير، ومن خلال المخطط الموضح في الشكل رقم (18) أدناه يمكن الإشارة إلى الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

(1) \_ اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

\_ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، مرجع سابق، ص: 06.

الشكل رقم (18): الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.



المصدر: رفيق شرياق، مرجع سابق، ص: 90.

### 3.2 المؤتمن المركزي على السندات Le Dépositaire Centrale Des Titres

مع دخول المؤسسات الأولى إلى بورصة الجزائر وبغرض تطوير هذه الأخيرة، ظهرت الحاجة إلى وضع نظام (هيئة) تتكفل بحفظ السندات، كما تتولى نظاما لتسوية والتسليم، لذلك أقيم فوج عمل يتكون من ممثلي مختلف المتدخلين في السوق (DGT, COSOB, IOB (\*\*)) وفوج العمل هذا لجأ إلى طلب الخبرة الأجنبية (Le Dépositaire Central Français SICO VAM.SA

(\*) \_ Direction Général du Trésor.

(\*\*) \_ الوسيطاء في عمليات البورصة Les Intermédiaires en Opérations de Bourse

من أجل الوصول إلى تحديد شروط تشغيل هذه الهيئة<sup>(1)</sup> والمسماة " المؤتمن المركزي على السندات".

### 1.3.2 نشأة وتكوين المؤتمن المركزي على السندات:

تم إنشاء شركة المؤتمن المركزي السندات بموجب القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003، والذي يعتبر هيئة مالية يمارس مهامه في شكل شركة مساهمة، يحمل تسمية تجارية: الجزائر للتسوية "Algérie Clearing"، ويخضع قانونه الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ولا يفتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي للسندات إلا للشركات الآتية:

- شركة تسيير بورصة القيم.

- الشركات المصدرة للأوراق المالية.

- الوسطاء في عمليات البورصة.

وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، كما يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال هذه الشركة إلى موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات، ويحدد الحد الأدنى لقيمة المساهمة في رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات بمليوني (2000.000) دينار جزائري<sup>(2)</sup>.

في حين يبلغ رأسماله المقدر مبلغه بخمسة وستون (65) مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسيه وهم<sup>(3)</sup>: البنك الخارجي، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، ومؤسسة الرياض سطيف.

### 2.3.2 مهام شركة المؤتمن المركزي على السندات:

تتمثل مهام شركة المؤتمن المركزي على السندات<sup>(4)</sup>:

(1) Bulletin de la commission, COSOB, N° 01, 2000, p : 04.

(2) COSOB, " Le dépositaire centrale des titres ", 2004.

(3) صاطوري الجودي، مرجع سابق، ص: 307.

(4) " Le dépositaire centrale des titres ", Op-cit, 2004.

- فتح وإدارة حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب- الحافظين المنخرطين فيه.
- متابعة حركة السندات وتسهيل انتقالها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى آخر.
- تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال...)
- تقنين السندات المقبولة في عملياته.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

في الأخير، وبعد استعراض مختلف الهيئات المكونة لسوق القيم المنقولة في الجزائر، نشير إلى أنه وعلى الرغم من اختلاف طبيعة هذه الهيئات الثلاث إلا أن نشاطها يطمح إلى تحقيق نفس الهدف والمتمثل في السهر على حماية المدخر من أي تعسفات ناتجة أساسا عن عدم معرفته لحقوقه في مجال الاستثمار في القيم المنقولة، والذي يرجع لنقص التجربة مما يجعله غير قادر على الاستغلال الأحسن للمعلومة المتوفرة لديه، إضافة إلى ذلك فهذه الهيئات تهدف إلى ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة ونزاهتها وشفافيتها<sup>(1)</sup>.

### 3. المتدخلون في بورصة القيم المنقولة بالجزائر:

يمكن إدراج المتدخلين الرئيسيين في بورصة الجزائر في:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- المستثمرون في سوق القيم المنقولة؛
- المصدرون في سوق القيم المنقولة.

### 1.3 الوسطاء في عمليات البورصة: (IOB)

سنحاول توضيح موضوع عملية تنظيم الوساطة في الجزائر من خلال التطرق إلى ما يلي:

- تعريف الوسطاء في عمليات البورصة؛
- شركات الوساطة في بورصة الجزائر؛
- التزامات ومهام الوسطاء في عمليات البورصة.

(1) \_ Les guide de COSOB, " Guide de l'admission ", Novembre 1997, p : 10.

**1.1.3 تعريف الوطاء في عمليات البورصة:**

إن عمليات التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة لا يمكن أن تمارس إلا من قبل الوطاء المعتمدين من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

ويعمارس نشاط الوطاء في عمليات البورصة من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، وكذا البنوك والمؤسسات المالية.

بإمكان الوطاء في عمليات البورصة كذلك ممارسة نشاط الوطاء داخل أسواق المعاملات حول القيم المنقولة والسندات المالية الأخرى الغير مقبولة في البورصة طبقا للشروط التي تحددها الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكم هذه الأسواق<sup>(1)</sup>.

وتشير إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من الوطاء في عمليات البورصة طبقا لنوعية النشاط المعتمد، هما<sup>(2)</sup>:

**أ- الوطاء ذوي النشاط الكامل:**

يتمثل هذا النوع من الوطاء في ذلك الوسيط الذي إضافة إلى التداول على القيم المنقولة المقبولة في البورصة والأوراق المالية الأخرى، يمارس أحد أو العديد من النشاطات التالية:

- عمليات الطرف المقابل على القيم المنقولة بصفة ثانوية أو أساسية.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير محفظة الأوراق المالية بموجب توكيل.
- اجتذاب الزبائن المتعلق بأحد الأنشطة السابقة الذكر.
- ممارسة كل نشاط آخر مشار إليه من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

**ب- الوطاء ذوي النشاط المحدود:**

يقتصر نشاط الوطاء من هذا النوع على مفاوضة القيم المنقولة لحساب عملائهم دون تقديم الخدمات الأخرى كتسيير الحوافظ المالية، التوظيف، السعي المصفاقي، أو التفاوض على القيم المنقولة لحسابهم الخاص.

(1) COSOB, "Les professionnels du marchés", 2004.

(2) Mansour Mansouri, Op-cit, p p : 39\_40.

**2.1.3 شركات الوساطة في بورصة الجزائر:**

- بلغ عدد الوسطاء النشطين في بورصة الجزائر، خمس (05) شركات وساطة هي<sup>(1)</sup>:
- شركة الراشد المالي المكونة من الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، البنك الخارجي الجزائري وشركة التأمين (CCR).
  - الشركة المالية للاستشارات والتوظيف (SOFICOP)، المكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين (CAAT).
  - شركة التوظيف في القيم المتداولة (SPDM) والتي تضم بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR).
  - مؤسسة (BROKERAGE) والتي تستخدم وكالات البنك المتحد (UNION BANK) الوسيط الوحيد في عمليات البورصة الذي يعتبر رأسماله خاص.

**3.1.3 شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة:**

يتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة بعد تحقيقهم جملة من الشروط والتي تختلف بالنظر إلى كون الوسيط شخصا طبيعيا أو معنويا<sup>(2)</sup>.

**1.3.1.3 شروط اعتماد الوسيط الذي له صفة الشخص الطبيعي:**

- يلزم الشخص الطبيعي الذي يريد أن يعتمد كوسيط في عمليات البورصة بتوفير مجموعة من الشروط وهي:
- أن يكون جزائري الجنسية ولا يقل عمره عن 25 سنة.
  - أن يتمتع بالأخلاق الحسنة والتراها اللازمة لضمان حماية المدخرين كالتقيد بالسر المهني.
  - أن يحقق شروط الكفاءة المهنية من الحصول على شهادة جامعية في التخصص، إضافة إلى أن يكون المعني قد حصل على تكوين مقبول في شؤون التجارة وتسيير القيم المتداولة واكتسابه لتجربة مهنية مقبولة.
  - أن يجوز على محل واضح التعيين وملائم لممارسة النشاط.
  - أن يقدم اكتاب كفالة بمبلغ خمسمائة ألف (500.000) دينار جزائري، ويمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي قد تقتضي ضمانا أكبر.

(1) \_ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 144.

(2) \_ Mansour Mansouri, Op-cit, p p : 45\_49.

**2.3.1.3 شروط اعتماد الوسيط الذي له صفة الشخص المعنوي:**

- حتى يمكن للوسيط في عمليات البورصة ذي الشخصية الاعتبارية أن يمارس وظيفته كوسيط، ينبغي أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط وهي:
- الشكل القانوني الذي ينبغي أن يأخذه هذا الشخص المعنوي هو شركة مساهمة.
  - حيازة رأس مال قيمته مائة (100) مليون دينار جزائري كحد أدنى، ويمكن للجنة أن تحدد قيمة الكفالة بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة والتي تتطلب ضمانات أكبر.
  - أن تتكون رؤوس الأموال الخاصة من رأس المال الاجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من جديد ونتيجة نهاية الدورة المالية.
  - حيازة محلات واضحة التعيين لممارسة النشاط وضمان أمن مصالح العملاء.
  - توفر الشركة على مسير على الأقل يهتم بالإدارة العامة لها، تكتمل فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي سالف الذكر.
  - ولقبول الوسيط في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين يتعين عليهم تقديم طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التي تشترط ما يلي<sup>(1)</sup>:
  - وثائق تثبت المساهمة في صندوق الضمان<sup>(\*)</sup>، والاكتمال في تأمين ضمان المسؤولية تجاه زبائنهم خاصة ضد مخاطر الخسارة، سرقة الأموال والقيم الممنوحة لهم من طرف زبائنهم.
  - الالتزام باحترام القواعد الأخلاقية أثناء التعامل.
  - وثيقة تثبت ملكية أو كراء المحلات المخصصة لنشاط الوسيط في عمليات البورصة.
  - الالتزام بالاكتمال في حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
  - ولا يكون الاعتماد نهائيا إلا عندما يكتب فعلا في عمليات البورصة في الحصة المحددة من رأسمال الشركة المذكورة.

**4.1.3 التزامات ومهام الوسيط في عمليات البورصة:**

- يخضع الوسيط في عمليات البورصة لمجموعة من الالتزامات والمهام التي تحدد دورهم وتضمن السير الحسن لسوق القيم المنقولة.

(1) \_ الجنودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 310.

(\*) \_ هو صندوق يتم تسييره من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ويجري تجميع المساهمات الإلزامية للوسيط ونواتج العقود وذلك لضمان مسؤوليتهم اتجاه زبائنهم.

- \_ التزام الوسطاء في عمليات البورصة؛
- \_ مهام الوسطاء في عمليات البورصة.

### 1.4.1.3 التزامات الوسطاء في عمليات البورصة:

الوسطاء في عمليات البورصة مجبرون بمجموعة من الالتزامات وذلك على عدة مستويات<sup>(1)</sup>:

أ\_ التزامات تجاه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: يجب على الوسيط أن:

- \_ يعلم اللجنة عن أي تغيير يحصل بعد الاعتماد، خصوصا فيما يتعلق بالنظام التأسيسي أو الهياكل أو في حالة تعيين مسيرين جدد.
- \_ يقدم التسجيل الدوري لحالته المالية والمحاسبية، إضافة إلى متابعته واحترامه قوانين التسيير التي تفرضها اللجنة.

ب\_ الالتزامات التنظيمية والمتعلقة بأخلاقيات المهنة: حيث يلتزم الوسيط ب:

- \_ إتمام معاملات زبائنه بصفة عادلة، وضمان الأولوية لصالح زبائنه على مصالحه، كما يستوجب عليه تنفيذ أوامر زبائنه؛
- \_ التمتع بالزاهة، الأمانة والصدق، حيث تعتبر هذه الصفات ملازمة لنشاط الوساطة؛
- \_ إعداد إجراءات التفتيش الداخلية ومراقبة فتح وتسيير حسابات الزبائن، ومراقبة العملاء لديه، وضمان احترام القوانين التنظيمية للجنة؛
- \_ عقد اتفاقية فتح الحساب مع كل زبون بتوضيح طرق استعمال الحساب، طرق الإعلام... الخ.

ج\_ التزامات تجاه الزبائن: يلتزم الوسيط ب:

- \_ السهر على تنفيذ أوامر العملاء في أحسن الظروف المتاحة في السوق؛
- \_ إعلام الزبون عن طريق إشهار بالتنفيذ، يحمل المعلومات التالية: تعيين نوع الورقة، عدد الأوراق، السعر الوحدوي، المبلغ الإجمالي للصفقة، العمولات، التكاليف الأخرى المتعلقة بالعملية، المبلغ الصافي للصفقة، تاريخ الصفقة، تاريخ التسوية والتسليم.

(1) \_ COSOB, " Anales de la COSOB ", N°01, p p : 32\_33.

لأصولهم إلى هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) (\*) وبذلك فهذه الأخيرة تمثل وسيلة لتحريك السوق المالية وتسهيل تمويل واستقطاب المدخرات الضرورية للاستثمارات المنتجة.

إن الحديث عن تنظيمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر تجسد بصدور المرسوم رقم 96\_08 في 10 جانفي 1996 في إطار عرض الخيار الأمثل للمستثمر لإيداع أمواله<sup>(1)</sup>، وقد ميز المشرع بين نوعين من هذه الهيئات هما:

\_ شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير؛

\_ الصناديق المشتركة للتوظيف.

### 1.2.3 شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ( SICAV ):

تعتبر شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير من ضمن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وهي شركة مساهمة تعمل على تسير الحوافظ المالية للقيم المنقولة طبقاً لأحكام القانون التجاري، ورأس مال هذه الشركات محدد مسبقاً فهو لا يقل عن خمسة (05) ملايين دينار جزائري قابلة للتغيير في أية لحظة بطلب من المساهمين أو المكتتبين وهو يطابق مبلغ الأصول المدارة، فيرتفع رأس مال ( SICAV ) بمبلغ الأسهم المكتتبه من طرف المستثمرين الجدد أو الأسهم الجديدة المكتتبه من قبل المستثمرين القدامى، كما تنخفض بمبلغ الأسهم المباعة من طرف المستثمرين.

فشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير توزع عموماً على مساهميتها مجمل العوائد التي تحصل عليها من فوائد الأوراق المالية، أو أرباح الأسهم<sup>(2)</sup>.

وتجدر الإشارة بأنه حتى يمكن قبول أسهم شركة الاستثمار ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة، ينبغي عليها أن تخضع للقواعد التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمتمثلة فيما يلي<sup>(3)</sup>:

\_ عدم تضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال؛

\_ عدم خضوع التنازلات عن الأسهم إلى شرط موافقة المساهمين؛

\_ وجوب كون الأسهم مسددة بالكامل عند الاكتتاب؛

(\*) Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

(1) Mansour Mansouri, Op-cit, p p : 95\_96.

(2) أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 153\_154.

(3) الجودي ساطوري، مرجع سابق، ص: 311\_312.

– وجوب دفع المبالغ القابلة للتوزيع خلال ستة (06) أشهر كأقصى اجل بعد إقفال السنة المالية؛

– يجب عليها تعليق عملية إعادة شراء الأسهم عندما يبلغ رأسمالها نصف المبلغ الأدنى المحدد.

### 2.2.3 الصناديق المشتركة للتوظيف (FCP):

تمثل الصناديق المشتركة للتوظيف ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب حامليها، ولا تعتبر هذه الحصص قيما منقولة يمكن أن تكون موضوع قبول في البورصة إلا إذا كانت قوانين هذه الصناديق معتمدة مسبقا من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وحدد الحد الأدنى لرأسمال الصندوق المشترك للتوظيف بـ (1000.000) دينار جزائري، وباعتبار أن هذه الهيئات تتضمن مختصين ومهنيين ذوي خبرة وكفاءة في تسيير أدوات الاستثمار، فهي تسمح للمدخر المستثمر بتحقيق تسيير أفضل لحفظته، حيث أن التسيير الجماعي للأوراق المالية قد يحقق امتيازات فعلية منها:

– تقديم أفضل إعلام وبأقل تكلفة، باعتبار أن جمع المعلومات يحمل في طياته تكاليف عالية لا يستطيع عادة المدخر الفرد أن يتحملها لوحده.

– تقدم خبرة أكبر ومقدرة كبيرة على التنبؤ بالأحداث، ومن ثم القيام برد فعل سريع.

– تعتبر هذه الوسيلة كقناة لتوجيه المدخرات الفردية لاستثمارها في بورصة الجزائر.

– الاستفادة من إعفاءات جبائية، حيث نص قانون المالية لسنة 2003 على إعفاء ولمدة خمس سنوات مسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو متداولة في سوق منظم وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة<sup>(1)</sup>.

### 3.3 المصدرون في سوق القيم المنقولة<sup>(2)</sup>:

يدخل في إطار هذه الفئة مجموع الأشخاص المعنويين الذين يقومون بعرض الأوراق المالية في السوق وذلك من خلال عمليات اللجوء العلني للادخار أو عمليات العرض العمومي للبيع، حيث يتمثل هؤلاء المتدخلون خاصة في الدولة والجماعات المحلية والشركات ذات الأسهم بما فيها المؤسسات العمومية، البنوك التجارية العمومية، إضافة إلى المؤسسات الخاصة، حيث

(1) \_ المرجع السابق، ص: 312.

(2) \_ رقيق شرياق، مرجع سابق، ص: 97.

أعطى قانون الاستثمارات لهذه الأخيرة الحق بإصدار أسهم في السوق شريطة أن تفتح رأسمالها للمساهمة الخاصة، وذلك بعد تغيير طابعها القانوني.

**II. الأدوات المالية المتداولة، آليات وأنظمة سير عمل سوق القيم في الجزائر:**

لضمان تسيير المعاملات في سوق القيم المنقولة تتوفر مجموعة من الأنظمة والآليات التي تضبط هذه المعاملات وتساهم بذلك في توفير الفعالية اللازمة لهذه السوق.

**1. الأدوات المالية المدرجة في سوق القيم بالجزائر وإجراءات إدراجها:**

بموجب أحكام القانون التجاري تم تحديد مختلف أنواع القيم المنقولة والحقوق والواجبات المرتبطة بها وكذا شروط إصدارها في السوق.

**1.1 الأدوات المالية المتداولة في سوق القيم بالجزائر:**

خصص المشرع الجزائري، سوق القيم المنقولة الجزائرية بثلاثة أنواع من الأوراق المالية وهي (1):

**1.1.1 الأسهم: سندات الملكية**

يعتبر حائز سندات رأس المال كشريك في ملكية الشركة، وقد تضمن القانون التجاري الجزائري الأنواع التالية من الأسهم:

\_ الأسهم العادية.

\_ الأسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح.

\_ أسهم التمتع.

\_ الأسهم ذات الاذونات للاكتتاب في أسهم.

\_ السهم الخصوصي، في إطار تنظيم عملية حوصصة المؤسسات العمومية تم إدخال هذا النوع من الأسهم في الجزائر بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96\_133 المحدد لشروط وكيفيات ممارسة السهم الخصوصي.

**2.1.1 سندات الدين:**

يعتبر من يجوز سندات الدين كمقرض للشركة، ومن أهم السندات التي تضمنها القانون التجاري الجزائري ما يلي:

(1) \_ اعتمادت الباحثة على المراجع التالية:

\_ الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص ص: 313\_314.

\_ Les guide de COSOB, " Guide des valeurs mobilières ", Août 2004, p p : 4\_8.

\_ Mansour Mansouri, Op-cit, p p : 161\_222.

— يجب أن تشر الوضعية المالية لسمين سابقين وللسنة الجارية.

— يجب أن تقدم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

— يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال نشاط السنة السابقة للطلب.

— يجب أن تعلم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حالة التوقف أو التخلي عن بعض الأصول قبل الدخول إلى البورصة.

— يجب أن تقدم تقريرا لتقييم أصولها معد من طرف خبير محاسبي مستقل عن الشركة.

— يجب أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية للشركة.

— عند القيام باستعمال معلومة مميزة أو خاصة من قبل أحد المساهمين بحوزته مراقبة المؤسسة على حساب غيره من المساهمين يجب إبلاغ شركة تسيير البورصة، حيث يكون من حق اللجنة الفصل في مثل هذه الحالة.

### 2.1.2.1 الشروط المتعلقة بالقيم موضوع القبول:

نميز هنا بين نوعين من الشروط، شروط متعلقة بالأسهم وشروط أخرى متعلقة بالسندات<sup>(1)</sup>.

أ- الشروط الخاصة بالأسهم: ندرج الشروط المتعلقة بتسجيل الأسهم في بورصة الجزائر في:

— يجب أن تكون القيم مصدرة من طرف شركة ذات اسم طبقا لأحكام لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري.

— يجب تحرير كل الأسهم.

— القيم التي تمس رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها ( الأسهم ) مقبولة في البورصة.

— يجب أن يكون لها 300 مساهم على الأقل، يوم إدخالها في البورصة.

ب- الشروط الخاصة بالسندات: حتى يتم قيد السندات ف بورصة الجزائر يجب توافر مجموعة من الشروط تتمثل فيما يلي:

— يجب أن يكون مبلغ سندات الدين على الأقل مائة مليون (100.000.000) دينار جزائري.

(1) " حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة "، رقم 01، 1998، من: 23.

— يجب أن توزع السندات على مائة (100) حائز على الأقل يوم الإدخال.

— لا تخضع القروض المصدرة من قبل الدولة لشروط الحد الأدنى لا بالنسبة لقيمة الإصدار ولا بالنسبة لعدد المكتتبين، وذلك طبقاً لأحكام القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

### 2.2.1 كيفية إدراج الأوراق المالية في سوق القيم بالجزائر:

المؤسسة وفي طريقها لقيدها أوراقها المالية ببورصة الجزائر تمر بالعديد من المراحل نذكر أهمها فيما يلي (1):

أ\_ اتخاذ القرار: يتم المصادقة على القرار الذي يسمح بالقيود في البورصة من طرف الجمعية الطارئة للمساهمين و ذلك باقتراح من مجلس الإدارة، و يعتبر هذا القرار بمثابة فرصة لمراجعة الأوضاع وتجزئة الأسهم لكي تصبح في متناول الجميع.

تقوم المؤسسة بتشكيل هيئة استشارية تتولى متابعة العملية والإجراءات الأولية للتحضير لهذه الخطوة الهامة.

ب\_ اختيار الوسيط المرافق: على المؤسسة القيام بتعيين وسيط في عمليات البورصة يتولى متابعة إجراءات القبول والإدراج، ويقوم بإرشاد ومرافقة ومساعدة المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل العملية.

ج\_ التقييم الاقتصادي للمؤسسة: يتم على أساس هذا التقييم تحديد سعر الإصدار، حيث ينجز من طرف خبير محاسب معتمد أو مكتب دراسات معترف به لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

د\_ المطابقة مع متطلبات السوق: وذلك من خلال المراجعة المحاسبية، إعداد حسابات مدعمة وتسوية ما يمكن من التزاعات.

هـ\_ انجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية: يودع مشروع المذكرة الإعلامية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بهدف الحصول على تأشيرة القبول، وهي عبارة عن وثيقة تحوي كافة المعلومات التقديرية الهامة المتمثلة أساساً في معلومات خاصة بالعملية وأخرى خاصة بالمؤسسة والتي تساعد المستثمر في الحكم على هذه الأخيرة.

أما المنشورة الدعائية فهي وثيقة موجهة لعامة الجمهور والتي تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية.

(1) رفيق شرباق، مرجع سابق، ص: 99\_100.

و- تقديم طلب القبول مرفق بملف: يحتوي هذا الملف على توثيق عام حول الشركة ورأس مالها، إضافة إلى وثائق اقتصادية ومالية وقانونية، ووثائق خاصة بأوضاع المراجعة، مشروع المذكرة الإعلامية، الحواصل وجداول النتائج، بالإضافة إلى تقرير التقييم الاقتصادي للمؤسسة، وعند إتمام الملف يودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، على أن يتم تقديمه في أجل لا يقل عن ستين (60) يوما قبل التاريخ المحدد للتسعير في البورصة، وهو نفس الأجل الذي يمنح للجنة من أجل دراسة ملف القبول والتي يحق لها طلب تعديلات قبل منح تأشيرة القبول.

ن- إبرام العقود والاتفاقات: عملية القيد في البورصة تتطلب تضافر جهود العديد من الأطراف (الوسطاء، البنوك، أجهزة البورصة) لذلك فالأمر يتطلب عقد اتفاقات تحدد واجبات، مسؤوليات ومستحقات كل طرف، وأهم هذه العقود هي:

\* - العقد بين المؤسسة والوسيط؛

\* - الاتفاقات بين البنوك والوسطاء؛

\* - عقد السيولة(\*) (Contract de liquidaté).

س- طبع ونشر مطبوعات أوامر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم: تطبع وتنشر مطبوعات الشراء بكميات كافية، يخضع شكلها ومحتواها لقانون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويجب على المؤسسة أن تنجز نموذج شهادات الأسهم وتحضرها بكميات تكفي المساهمين الجدد وكذا عمليات السوق الثانوية، كما يجب على المؤسسة أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لاستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد في أحسن الظروف الممكنة.

ع- انطلاق الحملة الإعلامية: ويباشر ذلك من خلال تحديد إستراتيجية الإعلان ( الملصقات، الإشهار بالوسائل الإعلامية السمعية البصرية، السمعية، المكتوبة )، إرسال قافلة حول عدة نقاط من الوطن، الالتقاء بالمستثمرين، التعريف بالمؤسسة، من كل الجوانب، الإجابة عن أسئلة المستثمرين.

ك- طبع شهادات الأسهم: ويكون ذلك عند نهاية العملية وتبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر.

(\*) - عقد السيولة هو اتفاق نرمة الشركة المصدرة مع أحد البنوك التجارية ليقوم هذا الأخير بدور صانع السوق بالنسبة لأوراقها المالية.

**1.2.3 إجراءات إدخال الأوراق المالية في سوق القيم بالجزائر:**

يميز النظام العام بين ثلاثة أنواع من الإجراءات التي يمكن انتهاجها لإدخال القيم المنقولة إلى البورصة وهي:

- \_ الإجراءات العادية.
- \_ إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.
- \_ إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

**1.3.2.1 الإجراءات العادية<sup>(1)</sup>:**

هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزعا بشكل كاف على الجمهور، بالتسجيل المباشر لقيمة السند في جدول التسعيرة لكي يتم تداولها ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق، وذلك انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، استنادا إلى شروط السوق.

**1.2.3.2 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت<sup>(2)</sup>:**

وهو الإجراء الذي يتضمن وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معلوما من الأوراق المالية بسعر ثابت سبق تحديده.

**1.3.3.2.1 إجراء العرض العمومي للبيع بالسعر الأدنى<sup>(3)</sup>:**

وهو الإجراء الذي يتم بمقتضاه وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معلوما من الأوراق المالية بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للتنازل عنها.

ويتمثل الفرق الرئيسي بين العرض العمومي للبيع بسعر ثابت والعرض العمومي للبيع بسعر أدنى في كون الأول بسعر محدد سلفا في حين أن الثاني يتم بالمزايدة.

في الأخير يمكن إدراج أهم الخطوات التي تمر بها عملية العرض العمومي للبيع من خلال الشكل رقم (19).

(1) \_ Mansour Mansouri, Op-cit, p : 257.

(2) \_ "حوليات تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"، مرجع سابق، ص: 29.

(3) \_ COSOB, "Le fonctionnement de la bourse", 2004, p : 07.



**2. تداول وتسعير أدوات الاستثمار المالي في سوق القيم بالجزائر:**

سوف نحاول الإلمام بهذه النقاط من خلال التطرق إلى المحاور التالية:

- \_ أسلوب التداول في سوق القيم بالجزائر.
- \_ الأوامر في سوق القيم بالجزائر.
- \_ نظام التسعير في سوق القيم بالجزائر.
- \_ نظام المقاصة والتسوية في سوق القيم بالجزائر.

**1.2 أسلوب التداول في سوق القيم بالجزائر:**

بورصة الجزائر عبارة عن سوق مركزي مسير عن طريق أوامر، وبداية من انطلاق هذه السوق وحتى الآن لم تكن مقسمة بل كل الأوراق المالية تتداول في سوق رسمي وحيد، والمحصور في مكان محدد وهو جناح من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أين يلتقي الوسطاء لتنفيذ أوامرهم<sup>(1)</sup>.

**2.2 الأوامر في سوق القيم بالجزائر<sup>(2)</sup>:**

أمر البورصة هو التعليلة التي يعطيها شخص طبيعي أو معنوي، يرغب في شراء أو بيع أوراق مالية مسجلة في البورصة لوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط صناعة السوق، ومن أجل حسن تنفيذ أمر البورصة يجب أن يشتمل على البيانات الآتية:

أ\_ اتجاه العملية بيع/شراء: عند إعطاء الأمر للوسيط يجب تحديد إن كان متعلق بالبيع أو الشراء.

ب\_ تعيين نوع وكمية الأوراق المالية المطروحة للتداول: يجب أن يتضمن أمر البورصة نوع الأوراق المالية والكمية المراد بيعها أو شراؤها.

ج\_ حد السعر: ويمكن أن تصنف أوامر البورصة وفقا لاشتراط الخاص بالسعر إلى:

\*\_ أمر بسعر السوق أو بالسعر الأحسن: الأمر هنا غير مفيد بأي بيان للسعر وينفذ بحسب الأوامر الموجودة والإمكانات المتاحة في السوق.

(1) \_ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 147.

(2) \_ " Les ordres de bourse ", publication de la COSOB, 2004.

- \* \_ أمر بسعر محدد: بموجب هذا الأمر يحدد المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء الأوراق المالية أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به الأوراق المالية.
- د\_ مدة صلاحية الأمر: و يمكن أيضا تصنيف أوامر البورصة طبقا لاشتراط الخاص بمدة الصلاحية إلى:
- \* \_ أمر ممكن الرجوع فيه: يبقى الأمر صالحا إلى غاية الحصة الأخيرة من تسعيرة الشهر الجاري الذي أرسل أثناءه إلى الوسيط في عمليات البورصة.
- \* \_ أمر لليوم: يكون الأمر صالحا فقط أثناء حصة البورصة التي تلي إرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.
- \* \_ أمر للتنفيذ: لا يقيد الأمر بأي تحديد للصلاحية، وتكون مدة تقديمه في السوق محدودة بثلاثة أسابيع من التقويم السنوي.
- \* \_ أمر ذو مدة محدودة: يشمل هذا النوع من الأوامر على تاريخ محدد للصلاحية، مدته القصوى ثلاثون (30) يوما وتحلل على أنها صالحة حتى انتهاء حصة البورصة المذكورة.
- هـ\_ تاريخ إعطاء الأمر: يمكن كذلك للأمر أن يحمل الاشتراط الخاص بشروط التنفيذ:
- \* \_ الأمر " بدون اشتراط " : الذي تحلل فيه كمية الأوراق على أنها قصوى.
- \* \_ الأمر " الكل أو لا شيء " : حيث لا يمكن أن ينفذ هذا الأمر إلا جزئيا.

### 3.2 نظام التسعير في سوق القيم بالجزائر:

النظام العام لبورصة القيم المنقولة في الجزائر يأخذ بنظامين في تحديد السعر هما المستمر والثابت سواء كان التسعير يدويا أو آليا عن طريق الحاسوب، على أن يتم تحديد نوع وطريقة التسعير من طرف شركة تسيير بورصة القيم. وقد تم في مرحلة الانطلاق تحديد السعر يدويا، ويعود ذلك إلى انخفاض حجم الصفقات، كما تعد هذه الطريقة هي المثلى بالنسبة لسوق في بدايتها كبورصة الجزائر. غير أن هذه الطريقة ستتطور في المستقبل بارتفاع حجم الصفقات وتنتقل بذلك إلى مرحلة تعتمد فيها على أنظمة الحاسوب والإعلام الآلي لتحديد نظام الأسعار<sup>(1)</sup>.

(1) \_ " Guide de l'investisseur ", Op-cit, p : 31.

4.2 نظام المقاصة والتسوية في سوق القيم بالجزائر<sup>(1)</sup>:

يهدف نظام المقاصة إلى تسوية المعاملات التي ينجزها الوسطاء في عمليات البورصة أثناء حصص التداول وتحت إشراف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ويرتكز إتمام هذه المعاملات في بورصة الجزائر على التسليم المادي للأدوات المالية، في انتظار تطبيق اللامادية (Dématérialisation)، وتتلخص إجراءات الأنجاز وهو ما يوضحه الشكل رقم (20) في الخطرات التالية:

أ\_ عند (T + 1)، التأكيد: في اليوم الموالي لعقد الصفقة، في حصة المقاصة (T + 1) تتم المقاصة بين الوسطاء من خلال:

- التقاء الوسطاء في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛
  - خلال حصة المقاصة يقدم كل وسيط للوسيط العني كشف الصفقات الناتجة عن آخر عملية تداول والذي يجب أن يكون مصادق عليه؛
  - يقوم كل وسيط بإمضاء كشوف الصفقات بعد مراجعة الصفقات والمبالغ.
- ب\_ بعد (T + 1) وقبل (T + 4): بعد يوم من عقد الصفقة وقبل اليوم الرابع من عقدها، أي بعد حصة المقاصة وقبل حصة التسليم والتسديد تتم العمليات التالية:
- يتم تسليم شهادات الأوراق من قبل الوسيط البائع إلى شركة تسيير بورصة القيم مرفقة بالقائمة الاسمية للمساهمين القدماء.
  - يتم تسليم القائمة الاسمية للمساهمين الجدد من قبل الوسيط المشتري لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
  - تسلم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط البائع وصل إيداع للتسليم.
  - تقوم شركة تسيير بورصة القيم بأنجاز جدول المطابقة (المشترين\_الباعون) ثم تسلمه للشركة المصدرة.
- ج\_ عند (T + 4)، تسليم/تسديد: في اليوم الرابع بعد عقد الصفقة يسلم الوسطاء الوثائق الخاصة بالأدوات المالية وشيكات التسديد إلى شركة تسيير بورصة القيم حيث:
- يسلم إلى شركة تسيير بورصة القيم وصل الإيداع للتسليم من طرف الوسيط البائع مرفقا بإشعارات التسليم للأوراق المالية.

(1) رفيق شرياق، مرجع سابق، ص: 104\_105.

• يسلم إلى شركة تسيير بورصة القيم شيكا من قبل الوسيط المشتري، الذي تحوله بدورها إلى بنك الجزائر.

• تسلم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط وصل إيداع للتجزئة وتحويل الملكية.

د\_ بين (T + 4) و (T + 9): ما بين اليوم الرابع واليوم التاسع بعد عقد الصفقة تتم المراجعة وإعداد الشهادات الجديدة حيث:

• ترسل شركة تسيير بورصة القيم للشركة المصدرة طلب تجزئة وتحويل الملكية مرفقا بالشهادات وجدول المطابقة.

• تراجع الشركة المصدرة إثباتات البيع وتحقق من صحة الشهادات وتقوم بإبطالها.

• تعد الشركة المصدرة شهادات جديدة بأسماء المساهمين الجدد وتسلمها لشركة تسيير بورصة القيم.

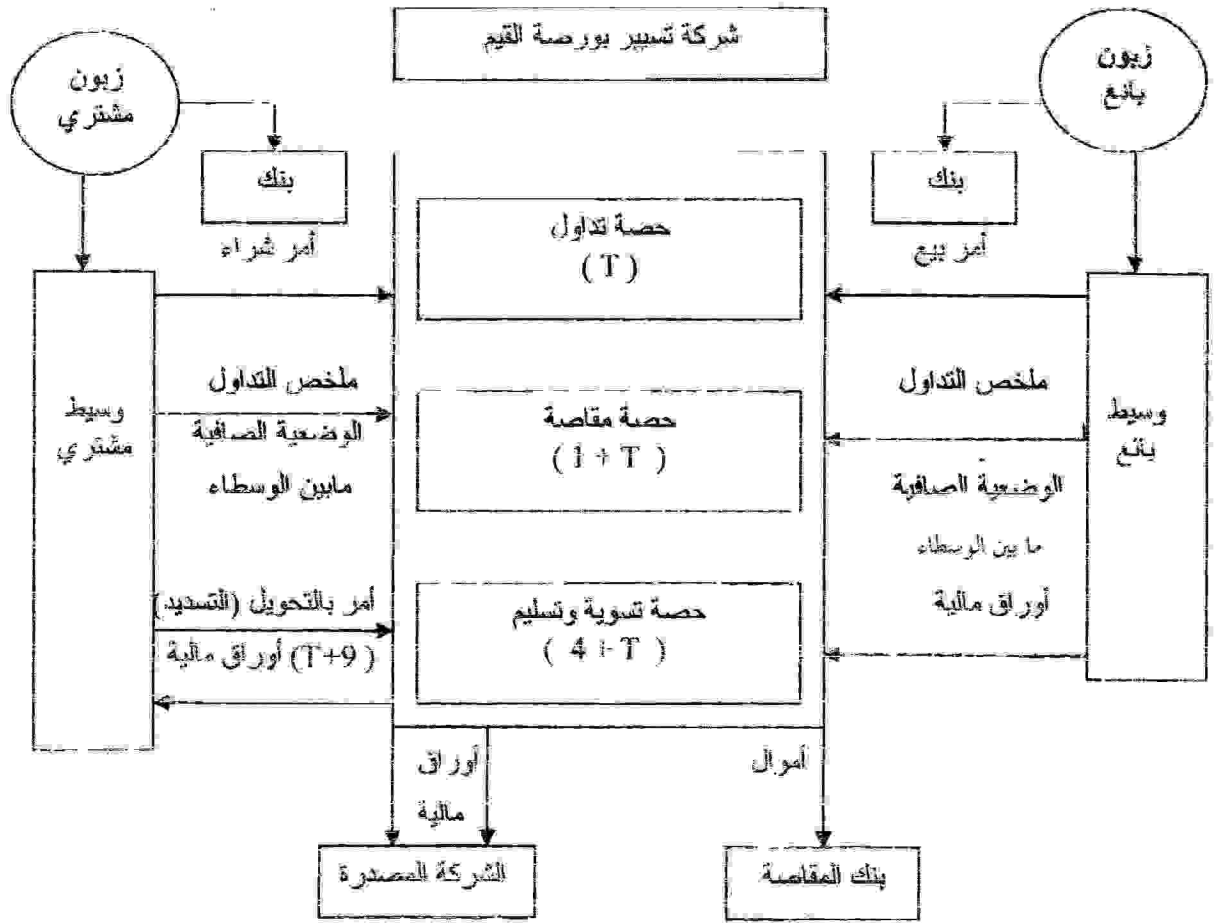
ه\_ عند (T + 9)، تسليم الشهادات: في اليوم التاسع بعد حصة التداول تقوم شركة تسيير بورصة القيم ب:

• تسليم شهادات الأسهم والسندات الجديدة للوسطاء المشتريين.

• تسليم ما تبقى من الشهادات الأصلية للوسطاء البائعين.

وفي الأخير يمكن تبيان السير العام لبورصة الجزائر من خلال الشكل رقم (20) الموالي.

الشكل رقم (20): مخطط السبر العام لبورصة الجزائر.



المصدر: تهرباق رفيفي، مرجع سابق، ص: 106.

### 3. الشركات المدرجة في سوق القيم بالجزائر:

تتسم الشركات المقيدة في سوق القيم بالجزائر بالعدد القليل، حيث ثلاثة (03) منها قامت بطرح أسهم للتداول في حين الرابعة قامت بطرح قرض سندي. وفيما يلي سنتطرق إلى هذه المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر من خلال تناول السنوات الأولى من انطلاقها.

#### 1.3 مجمع رياض سطيف:

يعتبر المجمع من أولى المؤسسات الجزائرية التي يتم تسعيرها في بورصة الجزائر، حيث كان ذلك بتاريخ 17 جويلية 1999 عن طريق طرحها أسهم للاكتتاب العام.

1.4.3 نشأة وتطور مجمع رياض سطيف<sup>(\*)</sup> : ERIAD SÉTIF

أنشأت هذه الشركة في سنة 1983 اثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للمسامد والمطاحن والعجائن الغذائية والكسكس " سيباك SEMPAC (\*\*)" سنة 1982، تم تحويل هذه المؤسسة في سنة 1990 إلى شركة مساهمة برأس مال قدره مائة ( 100 ) مليون دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الأساسي في طحن وتحويل الحبوب، إنتاج وتسويق المواد المشتقة من سميد ودقيق وعجائن غذائية وكسكسي، إضافة إلى أنشطة أخرى لا تقل أهمية كتنقل البضائع، الانجاز والصيانة، استغلال واستصلاح الأراضي في الجنوب.

وقد ارتفع الرأسمال الاجتماعي لرياض سطيف سنة 1993 إلى 850 مليون دينار جزائري مقسم إلى 850 سهم اسمي، وتم تحويلها في سنة 1994 لفائدة صندوق المساهمة للصناعات الغذائية وفق الأمر رقم 95\_25 بتاريخ سبتمبر 1995 الخاص بتسيير رؤوس أموال الدولة، ثم نقلت أسهم المؤسسة بالكامل لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية في 18 جاني 1997.

وفي إطار برنامج خصوصية المؤسسات العمومية وافق المجلس الوطني لمساهمات الدولة ( CNPE ) خلال جلسته المنعقدة بتاريخ 1998/02/05 على إدخال شركة رياض سطيف إلى البورصة عن طريق رفع رأسمالها الاجتماعي.

اثر هذه الموافقة وبانعقاد الجمعية العامة غير العادية للمجمع بتاريخ 1998/04/29 تم رفع رأسمال الشركة في البورصة عن طريق اللجوء العلني للاذخار من جهة وإدراج أسهم الشركة في تسعيرة البورصة من جهة أخرى، وقدر مبلغ رأس المال المسموح بزيادته مليار (1000.000.000) دينار جزائري أي ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية ألف (1000) دينار جزائري للسهم الواحد، وحدد سعر الإصدار بقيمة 2300 دينار جزائري<sup>(1)</sup>.

(\*) Entreprise des Industries Alimentaires et Dérivés de Sétif.

(\*\*) Semouleries, Meuneries de Pâtes Alimentaires et Couscous.

(1) Bulletin de la commission, COSOB, N°01, 1999, p p . 18, 19.

ولتوضيح وضعية المجمع نستعين بالبطاقة الفنية (\*) التالية:

الجدول رقم (13): بطاقة فنية لمجمع رياض سطيف.

المؤسسة الصناعية للحيوب ومشتقاته شركة ذات أسهم _ رياض سطيف SPA	اسم الشركة وغرضها الاجتماعي
شركة مساهمة برأسمال اجتماعي 5000.000.000 دينار جزائري	رأس المال الاجتماعي
رفع رأس المال عن طريق الدعوى العمومية للاحتجار والمقدر بنسبة 20 % من رأسمالها الاجتماعي	طبيعة العملية
أسهم اسمية	طبيعة الأسهم
5180 مساهم جديد	عدد المساهمين
الشركة القابضة للصناعات الغذائية بنسبة 80%	المساهم الرئيسي
إصدار مليون ( 1000.000 ) سهم اسمي جديد بقيمة اسمية 1000 د ج، بقيمة إصدار 2300 د ج	العملية المنجزة
من 02 نوفمبر إلى 15 ديسمبر 1998	تاريخ العرض
التأشيرة رقم 98_01 بتاريخ 27 جوان 1998	تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
17 جويلية 1999	تاريخ الدخول إلى البورصة
13 سبتمبر 1999	تاريخ أول تسعيرة

Source : www.COSOB.org.dz. date de constatation : 11/02/2007.

### 2.1.3 الوضعية المالية لمجمع رياض سطيف:

إن ما يمكن قوله عن الوضعية المالية لمجمع رياض سطيف بعد إدراج أسهمه في البورصة،  
أنها في تدهور مستمر حيث انخفض رقم أعماله من 20.2 مليار دينار سنة 2000 إلى 4.6  
مليار دينار سنة 2004. وذلك ما يوضحه لنا الجدول رقم (14).

(\*) Fiche Technique.

الجدول رقم (14): الوضعية المالية لمجمع رياض سطيف للفترة 2000\_2005 (\*)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

السنوات البيان	2000	2001	2002	2003	2004	2005
رقم الأعمال	20233740828	13390790363	8181748655	6443996999	4682384333	4562842692
القيمة المضافة	4864083091	2051408930	1381459386	327285219	390869310	-
التدفق النقدي	2592199086	1146782899	951658589	-823923239	-348353980	-
النتيجة الصفافية للسنة	1598466612	178193899	-812872738	-1394556002	-897744445	-1174207401
ربح السهم	230	138	115	80.5	-	-
عائد السهم	%10	% 12.33	%11.76	% 8.05	--	-
الربحية الصفافية للسهم	320	217	-	-	-	-
سعر السهم إلى ربحيته	7	5	-	-	-	-

Source : \_ www.COSOB.org.dz date de constatation : 11/02/2007.

\_ Rapport annuelle COSOB, 2005, Op-cit, p : 37.

### 2.3 مجمع صيدال:

بالنظر إلى المهام الموكلة إلى المجمع صيدال من إنتاج وتصدير وتسويق كل ما يتعلق بالمواد الصيدلانية، يعتبر أكبر وأول منتج للأدوية والمواد الصيدلانية في الجزائر.

#### 1.2.3 نشأة وتطور مجمع صيدال:

نشأ مجمع صيدال اثر إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسة الصيدلانية المركزية الجزائرية سنة 1982، ثم ادمج إلى هذه الأخيرة سنة 1987 مركب إنتاج المضادات الحيوية بالمدينة.

ومنذ فيفري 1996 أصبح المجمع بموجب إعادة الهيكلة الصناعية تحت سلطة الشركة القابضة للكيمياء الصيدلانية باسم مجمع صيدال حيث تتكفل الشركة بملكية وتسيير رأسمالها الاجتماعي كلية.

وفي فيفري 1997 تبنت المؤسسة برنامج إصلاح جعلها تحقق نتائج قياسية من حيث المنتجات والمبيعات، حيث بلغت نسبة النمو 23 % الذي أهله للتحويل إلى مجمع صناعي في 1998/02/02 تحت تسمية المؤسسة العمومية الاقتصادية، شركة ذات أسهم المجمع الصناعي

(\*) أنظر الملحق رقم ( 03 ).

صيدال، حيث في نفس السنة اتخذ قرار إدخال صيدال إلى البورصة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة يوم 18/06/1998، عن طريق تحويل 20 % من رأسمالها الاجتماعي للعرض العمومي للإدخار وذلك بمساعدة مكتب دراسات كندي (أثور أندرسون) في تحضير المذكرة الإعلامية لدخول البورصة.

وخلال الفترة ما بين 15 فيفري و 15 مارس 1999 قام المجمع بعرض مليوني سهم للاكتتاب العام بقيمة اسمية 250 دينار جزائري للسهم الواحد.

وقد لقيت عملية طرح الأسهم للاكتتاب قبولا واسعا من طرف المساهمين، خاصة من طرف الأشخاص الطبيعيين أين بلغت نسبة الاكتتاب أكثر من 89 %، وهذا ما أعطى للمجمع شهرة واثمان كبيرين.

وبعد تسليم شهادات الأسهم الجدد تم دخول مجمع صيدال إلى البورصة فعلا بتاريخ 17 جويلية 1999<sup>(1)</sup>. وفيما يلي بطاقة فنية لمجمع صيدال للتعرف أكثر على هذه المؤسسة.

#### الجدول رقم (15): بطاقة فنية لمجمع صيدال.

اسم الشركة وغرضها الاجتماعي	مجمع صيدال
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2500.000.000 د ج
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20 % من رأسمالها الاجتماعي أي ما يعادل مليوني ( 2000.000 ) سهم
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياد _ صيدال بنسبة 80 %
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2000.000 سهم اسمي بقيمة 250 د ج للسهم وبسعر إصدار 800 د ج للسهم
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999
تأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	التأشيرة رقم 04_98 بتاريخ 24 ديسمبر 1998
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1999
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999

Source : www.COSOB.org.dz date de constatation : 11/02/2007.

(1) \_ الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 323.

## 2.2.3 الوضعية المالية لمجمع صيدال:

تمكن صيدال من تحقيق رقم أعمال يفوق ستة (06) ملايين دينار جزائري سنة 2005. وفيما يلي ملخص عن الوضعية المالية لمجمع صيدال.

الجدول رقم (16): الوضعية المالية لمجمع صيدال للفترة 2000 - 2005<sup>(\*)</sup>.

( وحدة القياس: دينار جزائري )

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005
رقم الاعتماد	4201749206	5264243108	5820808044	6129511715	6578621559	6720842689
القيمة المضافة	2300818867	2814780144	2837225056	3339164435	3979032396	3707637469
التدفق النقدي	623838348	796860718	590005894	884957554	842144878	870573802
النتيجة الصافية للسنة	271109221	379810902	187339238	482290897	456231457	430555200
ربح السهم <sup>(**)</sup>	20	13.60 و 40	9	24	20	20
عائد السهم	% 2.5	% 9	% 2.12	% 6.96	% 5.8	% 4.96
الربحية الصافية للسهم	27	38	19	48	46	43.05
سعر السهم إلى ربحيته	29	12	23	7.9	-	-

Source : \_www.COSOB.org.dz date de constatation : 11/02/2007.

\_ Rapport annuelle COSOB, 2005, Op-cit, p : 37.

## 3.3 مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

تعتبر هذه المؤسسة من بين المؤسسات الأولى المسجلة في البورصة وذلك بفضل ريادتها في القطاع الخدماتي.

(\*) \_ أنظر الملحق رقم ( 03 ).

(\*\*) \_ خلال سنة 2001 قام مجمع صيدال بتوزيع نوعين من أرباح الأسهم هما:

\_ 13.60 د ج بالنسبة للمساهمين الرئيسيين ( الخزينة العمومية ).

\_ 40 د ج بالنسبة لباقي المساهمين.

## 1.3.3 نشأة وتطور مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

انطلاقاً من يوم 02 ماي 1975 بدأ استغلال فندق الأوراسي المصنف بـ (05) نجوم وأعيد تجهيزه سنة 1998 وقد تحول إلى شركة ذات أسهم بتاريخ 12 فيفري 1991 برأس مال قدره 40 مليون دينار جزائري، مقسم إلى 400 سهم بقيمة اسمية 100 ألف دينار جزائري للسهم الواحد، هذه الأسهم مملوكة من طرف:

— صندوق المساهمة للخدمات بنسبة 40%؛

— صندوق المساهمة للصناعات المختلفة بنسبة 30%؛

— صندوق المساهمة للبناء بنسبة 30%.

ولقد تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 95\_25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، وبموجب ذلك قامت المؤسسة برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالاً يعادل 1.5 مليار دينار جزائري من خلال إصدار 14600 سهماً بجائناً بقيمة اسمية 100 ألف دينار جزائري لصالح المساهمين، وتمثل أنشطة الفندق في إسكان، الإطعام، احتواء المحاضرات واللقاءات، والنشاطات الترفيهية، إضافة إلى بعض الأنشطة التابعة<sup>(1)</sup>.

وطبقاً لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال جلسته المنعقدة يوم 5 فيفري 1998 في إطار برنامج الخصوصية، وما قرره الجمعية العامة غير العادية لفندق الأوراسي بتاريخ 21 جوان 1998 تم إدخال جزء من رأسمال هذا الأخير بنسبة 20% بهدف الخصوصية الجزئية له، وهو ما يعادل مليون (1000.000) سهم بقيمة اسمية 250 دينار جزائري للسهم حيث تكفلت بهذه المهمة مؤسسة الراشد المالي<sup>(2)</sup>.

وفيما يلي بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي التي دخلت إلى بورصة القيم المنقولة في الجزائر بتاريخ 14 فيفري 2000.

(1) Notice d'information de Hôtel El Aurassi, 1999, p : 14.

(2) Idem, p p : 6\_8.

## الجدول رقم (17): بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي-

اسم الشركة	مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 1.5 مليار دينار جزائري
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي أي ما يعادل 1200000 سهم
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين	10800 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة للخدمات بنسبة 80%
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 1200000 سهم بقيمة اسمية 250 د ج وبسعر إصدار 400 د ج
تاريخ العرض	من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999
تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	التأشيرة رقم 01_99 بتاريخ 24 ماي 1999
تاريخ الدخول إلى البورصة	20 جانفي 2000
تاريخ أول تسعيرة	14 فيفري 2000

Source : www.COSOB.org.dz. date de constatation : 11/02/2007.

### 2.3.3 الوضعية المالية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

تمكنت المؤسسة منذ دخولها إلى البورصة من تحقيق نتائج إيجابية حيث استطاعت تحقيق رقم أعمال يفوق مليار دينار جزائري سنة 2005.

وفيما يلي بعض المؤشرات المالية لمؤسسة فندق الأوراسي ملخصة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (18): الوضعية المالية المؤسسة لتسيير فندق الأوراسي لفترة

.2005 \_ 2000

( وحدة القياس: دينار جزائري )

2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
1643910838	1431664408	1200788520	1134090205	949559286	888725934	رقم الأعمال
1281906557	1086616644	884810182	863070640	735555172	667610655	القيمة المضافة
617857216	503277171	501099519	449111991	359748750	325663923	التدفق النقدي
472861974	356494089	301869408	249881880	198813331	174032289	النتيجة الصافية للسنة
40	35	30	25	22	20	ربح السهم
% 9.93	% 12.96	% 11.11	% 9.65	% 8.15	% 9.65	عائد السهم
78	59	50	42	33	29	الربحية الصافية للسهم
—	—	—	6	8	13	سعر السهم إلى ربحيته

Source : \_ Rapport Annuelle COSOB, 2005, Op-cit, p 37.

\_www.COSOB.org.dz date de constatation : 11/02/2007.

**4.3 شركة سوناتراك:**

تحتل شركة سونا طراك أهمية كبيرة في الجزائر، وقد قامت بطرح سندات للاكتتاب العام بمبلغ خمسة (05) ملايين دينار جزائري.

**1.4.3 نشأة وتطور شركة سوناتراك<sup>(1)</sup>:**

الشركة الوطنية للبحث، الإنتاج، النقل، لتحويل وتوزيع المحروقات المعروفة باسم سوناتراك " SONATRACH " هي شركة ذات أسهم تعود ملكية رأسمالها للدولة وحدها، وتم إنشاؤها بموجب المرسوم الرئاسي رقم 63\_491 المؤرخ في 31 ديسمبر 1963 المعدل والمتمم.

(1) تم الاعتماد على:

\_ www.COSOB.org.dz date de constatation : 11/02/2007.

\_ Bulletin de la commission, COSOB, N°01, 1999, p p : 30\_31.

وقد تم اتخاذ عدة تدابير يتم بمقتضاها إلحاق أنشطة التكثير والبتروكيماويات والتوزيع بهذه الشركة، والغرض من ذلك هو التمكن من مواجهة المعطيات الجديدة للسوق البترولية العالمية.

يقدر الرأسمال الاجتماعي لسونا طراك بـ 245 مليار دينار جزائري ممثلة بـ 245 ألف سهم بقيمة اسمية واحد (01) مليون دينار جزائري للسهم الواحد، وقد تم رفع رأسمال الشركة في سنة 2002 بـ 32 مليار دينار جزائري بقرار من الجمعية العامة للشركة.

### 2.4.3 خصائص القرض السندي لشركة سونا طراك:

من أهم خصائص ومميزات هذا الإصدار ما يلي:

- نوع السندات: عادية؛
- تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق: 09 ديسمبر 2003 و 09 ديسمبر 2008 على التوالي؛
- القيمة الاسمية للسند: 100000 دينار جزائري؛
- عدد السندات 50000 سند بمعدل فائدة 4 % ومعدل عائد 2.99 % ومتوسط سعر قدره 104.64%؛
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية؛
- البنك المرافق: البنك الخارجي BEA؛
- طريقة تداول السندات: تداول السندات بالتراضي خارج البورصة؛
- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: التأشيرة رقم 03\_01 ليوم 03 جويلية 2003. ويمثل الجدول الموالي نتائج عرض القرض السندي لشركة سونا طراك.

الجدول رقم (19): فئات القرض السندي لشركة سونا طراك.

فئات العرض	عدد السندات	المبلغ (مليون دينار)	معدل الفائدة
فئة 100.000 د ج	85528	8552.800	13 %
فئة 50.000 د ج	57263	2863.15	13 %
فئة 10.000 د ج	66053	660.53	13 %
الجموع	208844	12076.48	

Source : Bulletin de la Commission, COSOB, N°1, 2000, p 49.

من خلال الجدول تتضح المكانة الإستراتيجية التي تتمتع بها هذه الشركة، حيث، مكنة، عملية الاكتتاب شركة سونا طراك من الوصول إلى مبلغ يفوق 12 مليار دينار جزائري بعد أن كان محددًا في البداية بمبلغ خمسة (05) ملايين دينار جزائري.

## خلاصة الفصل الرابع:

من خلال تناولنا لمخاور هذا الفصل والخاص بسوق رأس المال الجزائري، تتبعنا مراحل وظروف نشأة بورصة الجزائر ومختلف الأطر والتشريعات التنظيمية التي تم طرحها من أجل الوصول إلى هيكل متكامل للبورصة يخدم التوجهات الجديدة للاقتصاد.

حيث اتضح أن الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر تتمثل في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وشركة المؤتمن المركزي على السندات.

كما أن المتدخلون في عمليات البورصة يتمثلون في الوسطاء وتنحصر هذه الفئة في خمسة شركات هي: الراشد المالي، الشركة العامة للتمويل، الشركة المالية للاستثمارات والتوظيفات وشركة التوظيف في القيم المنقولة. إضافة إلى المستثمرين في القيم المنقولة وهما هيئتان للتوظيف الجماعي شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف. وأخيرا مصدري الأوراق المالية.

وقد حدد المشرع الجزائري الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصة الجزائر في مجموعة الأسهم والسندات إضافة إلى مجموعة أخرى من القيم المهجنة، كما حدد شروط وإجراءات قيدها.

وما يلاحظ على أسلوب التداول أنه أسلوب غير متطور بعيد عن الأساليب المعتمدة، كما أن الأوامر المعمول بها هي ثلاثة أنواع الأمر بسعر السوق، الأمر بالسعر الأحسن والأمر بالسعر المحدد. ويأخذ نظام التسعير في بورصة الجزائر بنظامين هما التسعير الثابت والمستمر.

وتجدر الإشارة إلى أن بورصة الجزائر بدأت العمل بأربعة مؤسسات، مجمع رياض سطيف، مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي والتي طرحت أسهما للتداول في حين قامت شركة سوناطراك بطرح قرض سندي.

# الفصل الخامس

## الفصل الخامس: واقع، معوقات ومتطلبات تحقيق فعالية سوق رأس المال الجزائري

### تمهيد

تلعب سوق رأس المال دورا بالغ الأهمية في توجيه الموارد نحو الاستثمارات الأمثل في الاقتصاد بما يعود بالفائدة على الدولة ككل.

وكلما كانت هذه السوق على درجة من الفعالية كلما زادت الأهمية التي تتمتع بها وكلما كانت عوائدها على الاقتصاد وتنميته أكبر.

وبغية الوقوف على درجة فعالية بورصة الجزائر وأهم المعوقات التي حالت دون تحقيق الأهداف المرجوة من إنشائها، وكذلك السبل الكفيلة بتنشيطها بالشكل الذي يسمح لها بالمساهمة في تحقيق التنمية الشاملة والمستدامة.

**I. واقع ومعوقات سوق رأس المال الجزائري:**

تساهم سوق رأس المال في حشد الموارد المالية وتوجيهها نوح القطاعات المنتجة بشكل يحقق الفعالية الاقتصادية، وسنحاول تقييم واقع سوق رأس المال في الجزائر والتعرف على مدى فعالية هذه السوق من خلال استخدام بعض المؤشرات، لنقف في الأخير على أهم المعوقات والحواجز التي تحول دون فعالية هذه السوق وأداء الدور المنوط بها.

**1. تقييم أداء سوق رأس المال في الجزائر:**

بهدف تقييم أداء سوق رأس المال الجزائري، سوف نتناول المحاور التالية:

❖ تقييم سوق الأسهم؛

❖ تقييم سوق السندات؛

❖ تقييم سوق الإقراض طويل الأجل.

**1.1 تقييم سوق الأسهم:**

بالنسبة لسنة 2005، عرف نشاط السوق الثانوية في مجموعته تراجعاً بالمقارنة مع سنة 2004، حيث لم يسجل أي دخول في البورصة وبقيت أسهم ثلاث شركات مسعرة في البورصة، ويتعلق الأمر بسهم رياض سطيف، سهم مجمع صيدال، وسهم مؤسسة فندق الاوراسي.

وسوف يتم تقييم أداء سوق رأس المال الجزائري من خلال التعرض إلى عدد الأوامر المقدمة في البورصة، حجم العرض والطلب فيها، تطور الأسعار وحجم المبادلات المحققة.

**1.1.1 الأوامر المقدمة في البورصة:**

بلغ عدد الأوامر المقدمة في بورصة الجزائر 226 أمر خلال سنة 2005، والجدول الموالي يبين عدد الأوامر التي تمت على مستوى بورصة الجزائر خلال سنة 2005.

الجدول رقم (20): عدد الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر خلال سنة 2005.

( وحدة القياس: ورقة مالية )

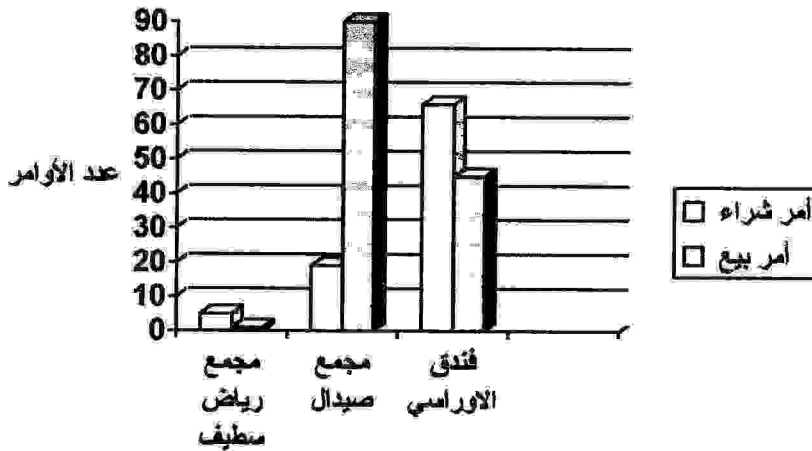
عدد الأوامر		الأسهم
أوامر البيع	أوامر الشراء	
01	05	مجمع رياض سطيف
90	19	مجمع صيدال
45	66	مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
136	90	المجموع

Source : Rapport Annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 12.

ونشير إلى أنه خلال سنة 2004 تم تسجيل 820 أمر شراء وبيع وهو ما يعني وجود انخفاض بمقدار 72.43% بالنسبة إلى سنة 2005.

ويمكن تمثيل عدد الأوامر سواء كانت أوامر بيع أو شراء بالنسبة لكل مؤسسة من المؤسسات الثلاث من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (21): عدد الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر سنة 2005.

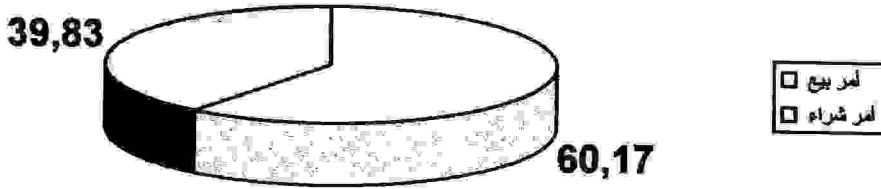


المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام معطيات الجدول رقم (20) السابق.

من الشكل رقم (21) يظهر جليا التدهور الكبير في عدد الأوامر سواء كانت أوامر بيع أو شراء بالنسبة لمجمع سطيف، بينما تسجل أوامر البيع الخاصة بمجمع صيدال أعلى نسبة وتحتل مؤسسة تسيير فندق الأوراسي المركز الأحسن من ناحية عدد أوامر الشراء.

وتمثل أوامر البيع نسبة 60.17 % من مجموع الأوامر المقدمة في البورصة، والتمثيل البياني أسفله يلخص نسبة كل فئة من الأوامر.

الشكل رقم (22): توزيع الأوامر شراء / بيع.



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام معطيات الجدول رقم (20) السابق.

وتجدر الإشارة إلى أنه خلال سنة 2004 كانت أوامر البيع 676 أمر، أي ما يمثل 82% من مجموع الأوامر المقدمة خلال السنة نفسها.

### 2.1.1 العرض والطلب في بورصة الجزائر:

بلغ العرض الإجمالي المسجل خلال سنة 2005، 28991 سهم مقابل 104481 سهم في سنة 2004، وبالتالي هناك انخفاض يقدر ب 72.25%.

في حين بلغ حجم الطلب على الأسهم خلال سنة 2005 ما يعادل 200378 سهم مقابل 307273 سهم سنة 2004، وعليه هناك أيضا انخفاض يقدر ب 34.80%.

والجدول الموالي يبين حجم العرض والطلب على الأسهم الثلاث المسجلة في بورصة الجزائر سنة 2005.

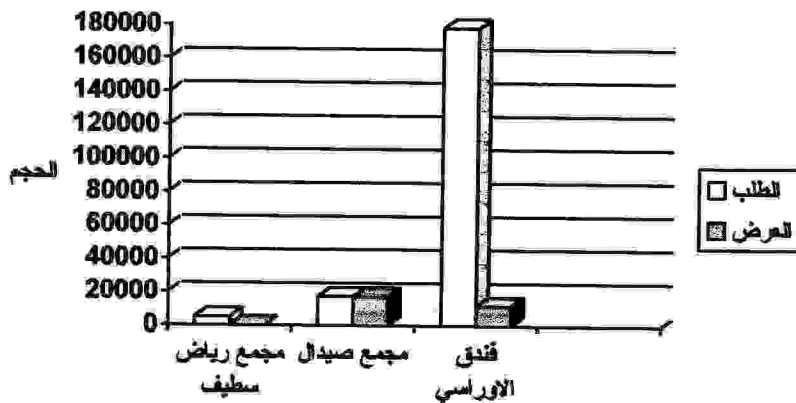
الجدول رقم (21): حجم العرض والطلب على الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر سنة 2005.

عرض وطلب الأسهم في بورصة الجزائر		السهم
الطلب	العرض	
5000	04	مجمع رياض سطيف
17373	17207	مجمع صيدال
178005	11780	مؤسسة تسيير فندق الاوراسي
200378	28991	المجموع

Source : Rapport Annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 14.

من الجدول رقم (21) أعلاه يمكن ملاحظة أن الطلب الإجمالي على الأسهم الثلاثة المسعرة في البورصة يفوق بكثير العرض، مما يدل على عدم سيولة هذه الأسهم، إذ يحتفظ معظم المستثمرين بأوراقهم المالية بدلا من بيعها، وهو ما يعني أن أوامر الشراء تفوق أوامر البيع، وهذا ما يؤدي إلى الانخفاض في الأسعار الحقيقية للأسهم. وتوزيع كل من حجم العرض والطلب بالنسبة لكل سهم من الأسهم الثلاثة ممثل بالشكل الموالي.

الشكل رقم (23): توزيع حجم العرض والطلب بالنسبة لكل سهم.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) السابق.

### 3.1.1 تطور أسعار الأسهم:

تحليل تطور أسعار الأسهم يرتكز على مؤشرين أساسيين هما:

\_ مستوى الأسعار مقارنة بسعر الإدخال؛

\_ تقلب الأسعار<sup>(\*)</sup>.

### 1.3.1.1 مستوى الأسعار:

فيما يخص سنة 2005، عرفت أسعار أسهم مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي عدة تغيرات، كما هو موضح في الجدول الآتي.

الجدول رقم (22): تطور الأسعار في سوق الأسهم خلال الفترة 2001 - 2005.

( وحدة القياس: دينار جزائري )

2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
-	1050_1000	1050_945	1645_1050	2300_1560	مجمع رياض سطيف
360_345	365_345	470_380	585_370	790_510	مجمع صيدال
300_265	280_260	270_250	275_210	375_260	مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

المصدر: \_ وثائق خاصة من بورصة الجزائر (\*\*).

\_ Rapport Annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 16.

بالنسبة لسهم مجمع رياض سطيف، وكما يبين الجدول رقم (22) أعلاه، لم يسجل أي تسعير له خلال سنة 2005.

أيضا من خلال مجال تغير أسعار الأسهم في الجدول أعلاه، يلاحظ أن الأسعار الدنيا في سنة 2005 كانت 345 د ج، 265 د ج بالنسبة لسهم مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي على التوالي<sup>(\*\*\*)</sup>، أي أن الأسعار انخفضت بمقدار 57% و 34% مقارنة بأسعار الإدخال للمؤسستين على التوالي، والتي تتمثل في 800 د ج، 400 د ج على التوالي.

<sup>(\*)</sup> \_ La volatilité.

<sup>(\*\*)</sup> \_ أنظر الملحق رقم (04)، (05).

<sup>(\*\*\*)</sup> \_ أنظر الملحق رقم (06).

وبالنسبة للمتوسط السنوي للأسعار المسجل خلال 2005، فقد بلغ 349 د ج بالنسبة لسهم مجمع صيدال و290 د ج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي مقابل 350 د ج و270 د ج بالنسبة للمؤسستين على التوالي وهذا في سنة 2004.

و يتضح عدم استقرار الأسعار من خلال تباين متوسط الأسعار، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسهم.

### 2.3.1.1 تقلب الأسعار:

مؤشر تقلب الأسعار يقيس مدى التغير في الأسعار المسجلة خلال السنة، ومن خلال الجدول السابق رقم (22) يمكن توضيحه كما يلي:

- 15 د ج بالنسبة لسهم مجمع صيدال، مقابل 20 د ج سنة 2004؛
- 35 د ج بالنسبة لسهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، مقابل 20 د ج سنة 2004.

أما فيما يتعلق بكثرة الحصص المربحة المسجلة بالنسبة لكل سهم خلال 52 حصة في السنة، هي مثلة كما يلي:

- صفر (00) حصة بالنسبة لسهم رياض سطيف مقابل 10 حصة في سنة 2004؛
- 20 حصة بالنسبة لسهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، مقابل 37 في سنة 2004؛
- 15 حصة بالنسبة لسهم مجمع صيدال، مقابل 10 حصة في سنة 2004.

إذن هناك مجال لتسجيل أن عدد الحصص غير المربحة كان هو المسيطر خلال سنة 2005 وهذا بالنسبة للثلاث أسهم المدرجة.

أيضا عدد الحصص المربحة سجل انخفاضاً ب:

- 100 % فيما يخص أسهم رياض سطيف؛
- 45.94 % فيما يتعلق باسم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.
- في حين سجلت زيادة بمقدار 50% بالنسبة لأسهم مجمع صيدال<sup>(1)</sup>.

(1) \_ Rapport annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 18.

## 4.1.1 حجم المبادلات المحققة:

بلغ حجم الأسهم التي تم تبادلها في بورصة الجزائر 13487 سهم خلال سنة 2005، حيث 200378 تمثل أسهم شراء و28991 سهم تمثل أسهم بيع.

يعتبر هذا الحجم ضئيل جدا إذا ما قورن بسنة 2004 التي سجلت حجم مبادلات يقدر ب 22183 سهم منها 104481 تمثل أسهم جانب العرض.

أما بالنسبة لحجم المبادلات بالنسبة لكل سهم فهي كما يلي:

- صفر (00) سهم بالنسبة إلى أسهم مجمع رياض سطيف؛
- 5245 سهم فيما يتعلق بأسهم مجمع صيدال، الذي يمثل 38.88 % من مجموع حجم المبادلات؛
- 8242 سهم فيما يخص أسهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الذي يمثل نسبة 61.11 % من مجموع المبادلات.

وبالمقارنة مع سنة 2004، حجم الأسهم المتبادل سجل:

- سقوط بنسبة 100 % بالنسبة لأسهم رياض سطيف وبنسبة 52.75 % فيما يتعلق بأسهم فندق الأوراسي؛
- زيادة بنسبة 194.49 % بالنسبة لأسهم صيدال.

بتعبير القيم المتبادلة، الصفقات حققت في مجموعها مبلغ يقدر ب 4088200<sup>(\*)</sup> د ج مقارنة ب 8.4 مليون د ج سنة 2004، هذا المبلغ موزع كما يلي:

- 2358995 د ج بالنسبة لأسهم فندق الأوراسي، أي بنسبة 57.70 % من المبلغ الإجمالي، مقابل 4.7 مليون د ج في سنة 2004؛
- 1829205 د ج بالنسبة لأسهم مجمع صيدال، أي ما يمثل نسبة 42.3 % من المبلغ الإجمالي، مقابل 0.6 مليون د ج في سنة 2004؛
- صفر ( 00 ) د ج بالنسبة لأسهم رياض سطيف، مقابل 3 مليون د ج في سنة 2004.

يمكن تلخيص ما سبق في الجدول رقم (23) التالي.

(\*) \_ ورد خطأ في المبلغ من خلال المرجع المستعمل والمبلغ الموضح أعلاه هو بعد التصحيح.

الجدول رقم (23): حجم المبادلات في بورصة الجزائر سنتي 2004 - 2005.

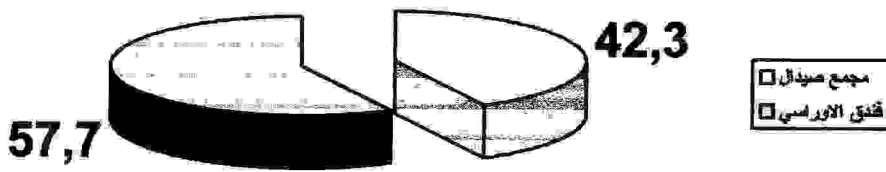
حجم المبادلات ( د ج )		الأسهم
سنة 2005	سنة 2004	
0	3100000	مجمع رياض سطيف
2358995	600000	مجمع صيدال
1729205	4700000	مؤسسة تسيير فندق الاوراسي
4088200	8400000	المجموع

Source : \_ Rapport Annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 19.

\_ Rapport Annuelle, COSOB, 2004, Op-cit, p : 23.

والشكل الموالي يلخص حصة كل سهم بالمقارنة مع مبلغ المبادلات الإجمالي.

الشكل رقم (24): توزيع مبالغ المبادلات لسنة 2005.



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (23) السابق.

## 2.1 تقييم سوق السندات<sup>(1)</sup>:

خلال سنة 2005 عرف السوق السندي الجزائري إصدارات مهمة<sup>(\*)</sup>، حيث تم إصدار

سبعة (07) قروض سندية خلال هذه السنة.

(1) \_ تم الاعتماد على:

\_ www.COSOB.org.dz date de constatation : 11/02/2007.

\_ Rapport annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 23\_25.

(\*) \_ أنظر الملحق رقم (07).

فقد تم تحصيل مبلغ 62.72 مليار دينار جزائري في سنة 2005 مقابل 44.89 مليار دينار جزائري في سنة 2004، أي نسبة زيادة تقدر ب 40%. هذه الزيادة المهمة تترجم الرجوع المتزايد للمؤسسات الكبرى للتمويل عن طريق السوق السندية، بالإضافة إلى كون هذا الأخير أصبح واقع حقيقي في النظام المالي الجزائري.

### 1.2.1 القرض السندي لشركة سونا لغاز:

قامت شركة سونا لغاز بإصدار سندات على مرحلتين، المرحلة الأولى تمت في مارس 2005، أما المرحلة الثانية فتتمت خلال فترة ماي - جوان 2005، وكان الهدف من إصدار هذه السندات هو تمويل جزء من استثمارات المؤسسة خلال الثلاث (03) سنوات القادمة.

وتتميز عملية الإصدار في المرحلة الأولى بمجموعة من الخصائص أهمها:

— نوع وطبيعة السندات: عادية، لحاملها.

— مبلغ القرض: 10 مليار د ج، مقسمة إلى ثلاث شرائح:

• الشريحة الأولى ب 1.8 مليار د ج بمعدل فائدة 3.5% ومعدل عائد 3.09% ومتوسط سعر قدره 102.43.

• الشريحة الثانية ب 3.3 مليار د ج بمعدل فائدة 4.00% ومعدل عائد 4.12% ومتوسط سعر قدره 99.16.

• الشريحة الثالثة ب 4.9 مليار د ج بمعدل فائدة 4.20% ومعدل عائد 4.62% ومتوسط سعر قدره 96.650.

— تاريخ الإصدار: 29 مارس 2005 والفوائد سنوية.

— مدة القرض وتاريخ استحقاقه:

• الشريحة الأولى لمدة 6 سنوات و 9 أشهر وتستحق في 27 ديسمبر 2011.

• الشريحة الثانية لمدة 9 سنوات وتستحق في 31 مارس 2014.

• الشريحة الثالثة لمدة 11 سنة وتستحق في 31 مارس 2016.

— البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.

ـ طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية(\*) .

ـ المستثمرون المعنيون: البنوك والمستثمرون التأسيسيون.

ـ طريقة تداول السندات: تداول السندات بالتراضي في البورصة بين الوسطاء المؤهلين.

ـ تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: رقم 01\_05 ليوم 2005/03/15.

في حين تتميز عملية الإصدار في المرحلة الثانية بمجموعة من الخصائص أهمها:

ـ مبلغ القرض: 15.9 مليار د ج بمعدل فائدة متزايد (3.50%، 3.75%،

4.00%، 4.25%، 5.00%، 7.00%)، ومتوسط سعر قدره 100.

ـ مدة القرض وتاريخ الاستحقاق: لمدة 6 سنوات ويستحق في 2011/05/22.

ـ المستثمرون المعنيون: الجمهور العريض.

ـ تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: التأشيرة رقم 02\_05 ليوم

2005/04/27.

وقد عرفت سندات هذه المرحلة إقبالا كبيرا من طرف الجمهور لدرجة أن فترة الاكتتاب

المقررة بشهر أغلقت بعد 15 يوما من بدء الاكتتاب.

### 2.2.1 القرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية Air Algérie:

عودة شركة الخطوط الجوية الجزائرية إلى السوق المالي في سنة 2005 وذلك من خلال

إصدار قرض سندي بمبلغ 12.32 مليار دينار جزائري، خصص لتمويل امتلاك آلات جديدة

وقد اقتصر العرض على المستثمرون التأسيسيون.

وتضمنت عملية الإصدار جملة من الخصائص أهمها:

ـ نوع وطبيعة السندات: عادية، غير مادية(\*\*).

ـ القيمة الاسمية للسند: 10000 د ج.

(\*) (Adjudication à la Hollandaise)، تسمى أيضا مناقصة بالسعر المطلوب (à prix demandé)، وتعني أنه

يتم ترتيب العطاءات على أساس السعر الأكبر أولا ثم الأصغر فالأصغر إلى أن يتم تصريف الإصدار كله.

(\*\*) \_Dématérialisé.

– خصوصية الاصدار: هذه السندات تمتاز بخاصية الاسترجاع المسبق لمبلغ السندات إذا أراد حاملها ذلك بتاريخ 18 ماي 2008 (مدة صلاحية هذه الميزة من 18 جانفي 2008 إلى 18 مارس 2008).

– مدة القرض: 06 سنوات، أما في حالة تطبيق خاصية الاسترجاع المسبق: 03 سنوات.

– تاريخ الاستحقاق: 2011/05/18.

– معدل الفائدة 4 % ومتوسط السعر 98.91.

– متوسط معدل العائد 4.21 % إذا احتفظ حامل السند به إلى تاريخ الاستحقاق، وفي حالة الاسترجاع المسبق هو 4.40 % ( 18 ماي 2008 ).

– طريقة الاصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية، وقد أجريت بتاريخ 11 ماي 2005.

– البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.

– طريقة تداول السندات: تداول السندات بالتراضي داخل البورصة بين الوسطاء المؤهلين.

– تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: رقم 05\_03 ليوم 2005/05/02.

### 3.2.1 القرض السندي للجزائرية للاتصالات Algérie Télécom:

يمثل هذا القرض السندي الدخول الأول بالنسبة لهذه المؤسسة في السوق المالي الجزائري، حيث أصدرت مؤسسة الجزائرية للاتصالات في نوفمبر 2005 قرضا سنديا بقيمة 6.50 مليار د ج، خصص هذا المبلغ لتمويل امتلاكها تجهيزات جديدة بغية تطوير شبكتها للهاتف النقال.

وتتميز عملية الإصدار بخصائص، نذكر أهمها في:

– البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.

– نوع وطبيعة السندات: عادية ، غير مادية.

– القيمة الاسمية للسند: 10000 د ج.

– مبلغ القرض: 6.5 مليار د ج، تضمن هذا القرض السندي قسمين:

• القسم الأول: 3.35 مليار د ج بمعدل فائدة 2.75 % ومعدل عائد 2.79 % ومتوسط سعر قدره 99.92.

• القسم الثاني: 3.15 مليار د ج بمعدل فائدة 3.00 % ومعدل عائد 3.09 % ومتوسط سعر قدره 99.75.

— مدة القرض وتاريخ استحقاقه:

• القسم الأول لمدة سنتين (02) ويستحق في 2007/11/13.

• القسم الثاني لمدة ثلاث (03) سنوات ويستحق في 2008/11/13.

— طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.

— المستثمرون المعنيون: البنوك والمستثمرون التأسيسيون.

— طريقة تداول السندات: تداول السندات في السوق بالتراضي بين الوسطاء المؤهلين.

— تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: رقم 05\_05 ليوم 2005/10/17.

#### 4.2.1 القرض السندي للمؤسسة الوطنية للتنقيب <sup>(\*)</sup> ENAFOR:

المؤسسة الوطنية للحفر، فرع لشركة سونا طراك، تنشط في القطاع شبه بترولي، هذه المؤسسة أيضا تدخل السوق المالي الجزائري لأول مرة عن طريق إصدار قرض سندي في ديسمبر 2005، موجه للبنوك والمستثمرين التأسيسيين.

تمتاز عملية إصدار هذا القرض السندي بما يلي:

— نوع وطبيعة السندات: عادية، غير مادية.

— القيمة الاسمية للسند: 10000 د ج.

— مبلغ القرض: 8 مليار د ج، يتضمن شطرين:

• الشطر الأول: 4.08 مليار د ج بمعدل فائدة 3.00 % ومعدل عائد 2.98 % ومتوسط سعر قدره 100.09.

• الشطر الثاني: 3.92 مليار د ج بمعدل فائدة 3.50 % ومعدل عائد 3.48 % ومتوسط سعر قدره 100.12.

— المدة وتاريخ الاستحقاق:

(\*) \_ Entreprise Nationale de Forage.

- الشطر الأول لمدة 05 سنوات ويستحق في 2010/12/11.
- الشطر الثاني لمدة 06 سنوات ويستحق في 2011/12/11.

\_ البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA.

\_ طريقة الاصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.

\_ طريقة تداول السندات: تداول السندات في بورصة الجزائر بين الوسطاء المؤهلين.

\_ تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: رقم 05\_06 ليوم 2005/11/10.

### 5.2.1 القرض السندي لمؤسسة CEVITAL:

تمثل ( CEVITAL ) المؤسسة الأولى من القطاع الخاص التي لجأت إلى السوق السندي بغرض الحصول على رؤوس أموال من اجل تمويل جزء من مخطتها التطويري على مدار الثلاث ( 03 ) سنوات المقبلة. ( CEVITAL ) مجمع صناعي يرتكز نشاطه حاليا حول تصفية الزيت والسكر.

عملية إصدار القرض السندي الخاص بهذه المؤسسة تميز بمجموعة من الخصائص أهمها:

\_ نوع وطبيعة السندات: عادية، غير مادية.

\_ مبلغ القرض: 5 مليار د ج، يتضمن هذا القرض شطرين:

- الشطر الأول: 2.93 مليار د ج بمعدل فائدة 3.75 % ومعدل عائد 3.67 % ومتوسط سعر قدره 100.34.

- الشطر الثاني: 2.07 مليار د ج بمعدل فائدة 4.00 % ومعدل عائد 3.80 % ومتوسط سعر قدره 101.05.

\_ خصوصية الاصدار: هذه السندات تتمتع بميزة الاسترجاع المسبق لمبلغ القرض إذا أراد حاملها ذلك.

\_ مدة القرض وتاريخ استحقاقه:

- الشطر الأول: 05 سنوات ويستحق في 2012/01/18، وفي حالة تطبيق ميزة التسديد المسبق يستحق خلال السنة الثالثة.

- الشطر الثاني: 06 سنوات ويستحق في 2011/01/18، وفي حالة تطبيق ميزة التسديد المسبق يستحق خلال السنة الرابعة.

\_ القيمة الاسمية للسند: 10000 د ج.

\_ تاريخ الاصدار: 18 جانفي 2006.

\_ البنك المرافق: القرض الشعبي الجزائري CPA.

\_ طريقة الاصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.

\_ المستثمرون المعنيون: البنوك والمستثمرون التأسيسيون.

\_ طريقة تداول السندات: تتداول السندات في البورصة بالتراضي بين الوسطاء المؤهلين.

\_ تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: رقم 05\_07 ليوم 2005/12/21.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أن الرجوع المتزايد للمؤسسات العمومية إلى السوق السندي بدأ يمارس أثره الايجابي على القطاع الخاص، فدخل (CEVITAL) إلى السوق مثل مرورا من وضعية الانتظار ( بالنسبة إلى القطاع الخاص ) إلى المشاركة في النهوض بسوق رأس المال في الجزائر.

مما سبق يتضح أن سوق السندات عرف انتعاشا في سنة 2005 بعد أن كان مقتصرًا على مؤسستين فقط في سنة 2004 شركة الخطوط الجوية الجزائرية وشركة سونالغاز، بعد خروج شركة سونا طراك التي انتهى أجل استحقاق سنداتهما المصدرة.

### 3.1 تقييم سوق الإقراض طويل الأجل:

في هذه السوق تظهر العلاقة مباشرة بين المقرض والمقترض، حيث يتم تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق القروض.

وفي الجزائر أغلب مدخرات الأفراد والمؤسسات توجه إلى البنوك مما يعني عدم استثمارها في سوق الأوراق المالية. و الجدول رقم (24) الموالي يوضح هيكل الودائع المودعة لدى البنوك.

## الجدول رقم (24): هيكل الودائع للفترة السنوية 2002\_2005.

( وحدة القياس: مليار دينار جزائري )

2005	2004	2003	2002	السنوات
1501.7	1286.2	849.0	751.6	ودائع جارية
1220.4	1127.9	718.9	642.2	– ودائع لدى البنوك
281.3	158.3	130.1	109.4	– ودائع في الحسابات الجارية ولدى خزينة الدولة
1724.172	1577.456	1724.043	1485.191	ودائع لأجل
231.158	1358.561	1553.246	1316.433	– ودائع بالعملة الوطنية
1493.014	218.895	170.797	168.758	– ودائع بالعملة الصعبة

Source : \_ www.ons.dz date de constatation : 11/02/2007.

Rapport 2005 Evolution économique et monétaire en Algérie,  
Banque d'Algérie, 16 Avril 2006, p : 95.

من خلال الجدول رقم (24) السابق يتبين مدى ارتفاع حجم الودائع لدى البنوك، حيث قدر حجم الودائع الجارية في سنة 2005 ب 1501.7 مليار دينار جزائري، كما قدرت الودائع لأجل ب 1724.172 مليار دينار جزائري. فبدلا من تجميد هذه المبالغ في شكل ودائع لدى البنوك كان من المفروض أن توجه إلى سوق رأس المال وبالخصوص سوق الأسهم، باعتبار هذه الأخيرة تمثل الاستثمار الحقيقي.

ومن جانب آخر، فإن القروض التي يمكن استغلالها في تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية ليست القروض القصيرة الأجل وإنما القروض الطويلة الأجل. وفي الجزائر النسبة الكبيرة من القروض موجهة للاستهلاك بدلا من استثمارها، حيث تتطور القروض القصيرة الأجل بصورة أسرع من تطور القروض الطويلة الأجل، إذ تمثل القروض قصيرة الأجل في سنة 2003 نسبة 56% في حين بلغت في سنة 2005 القروض طويلة الأجل 45% والباقي تمثل قروض قصيرة الأجل. الشيء الذي لا يساهم في تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية على المدى الطويل. وهذا ما يلخصه الجدول رقم (25) الموالي.

## الجدول رقم (25): هيكل القروض في الجزائر من سنة 2000\_2005.

( وحدة القياس: مليار دينار جزائري )

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005
قروض للاقتصاد	993.7	1078.4	1266.8	1380.2	1535.0	1778.3
قروض قصيرة الأجل	467.0	513.3	628.0	773.6	828.3	924.3
قروض طويلة الأجل	526.7	565.1	638.8	606.6	706.7	854.0

المصدر: تم الاعتماد على:

Rapport 2005 Evolution économique et monétaire en Algérie, Op-cit,  
p : 203.

Rapport 2002 Evolution économique et monétaire en Algérie, Banque d'Algérie, Juin 2003, p : 113.

في الأخير يمكن القول أن الاقتصاد الجزائري في تمويل استثماراته ما زال يعتمد بشكل كبير على القروض البنكية، في حين يبقى سوق الأسهم والسندات يقتصر على عدد قليل من المؤسسات العمومية ولهذا ينبغي الاعتماد في تمويل الاقتصاد الوطني على سوق الأسهم بصفقتها المحرك الأساسي لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

## 2. مؤشرات تطور فعالية سوق رأس المال في الجزائر:

للقوف على مدى تطور فعالية سوق رأس المال في الجزائر، نستخدم مجموعة من المؤشرات.

## 1.2 مؤشر حجم السوق:

تعتبر السوق في تطور ايجابي مع زيادة حجم السوق، وهو مؤشر ايجابي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ويعتمد في قياس مدى اتساع حجم السوق على مؤشرين هما:

— معدل رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي؛

— عدد الشركات المدرجة في البورصة.

## 1.1.2 معدل رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي:

يقاس المؤشر بنسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس الجدول رقم (26) الموالى تطور معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر.

الجدول رقم (26): مؤشر معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر

.1999 \_ 2005

( وحدة القياس: مليار دينار جزائري )

السنة	رأس المال السوقي	الناتج المحلي الإجمالي	رأس المال السوقي / الناتج المحلي الإجمالي (%)
1999	19.175	3248.2	0.59
2000	21.495	4098.8	0.52
2001	14.720	4235.6	0.35
2002	10.99	4455.3	0.25
2003	11.10	5264.2	0.21
2004	10.100(*)	6126.7	0.16
2005	10.400	7519.0	0.14

المصدر: - التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحسابات شخصية.

\_ Rapport 2002 Evolution économique et monétaire en Algérie,

Op-cit, p : 100.

\_ Rapport 2005 Evolution économique et monétaire en Algérie,

Op-cit, p : 191.

من الجدول رقم (26) السابق، نلاحظ الانخفاض المستمر لرأس المال السوقي في بورصة الجزائر، فبعد القيمة المسجلة في سنة 2000 والتي تفوق 21.49 مليار دينار جزائري، سجلت باقي السنوات انخفاضات متتالية ليصل في سنة 2005 إلى 10.4 مليار دينار جزائري. وقد انخفضت نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث بلغت سنة 1999 نسبة 0.6 % لتصل سنة 2005 إلى 0.14 %، وهو الشيء الذي يعكس ركود البورصة الجزائرية نظرا لانخفاض عدد الصفقات المبرمة فيها وانخفاض حجم الأوامر.

(\*) \_ إحصائيات صندوق النقد العربي.

## 2.1.2 عدد الشركات المسجلة:

يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى اتساع حجم السوق، وبالتالي زيادة حجم الاستثمارات فيه، غير أن عدد الشركات يجب أن يرتبط بحجم رأس مالها حتى يتسنى لها التأثير على الاقتصاد ككل.

ويبين الجدول الموالي تطور عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر.

الجدول رقم (27): عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
عدد الشركات المدرجة في البورصة	2	3	3	3	3	3	3	2

المصدر: صندوق النقد العربي، مجموع النشرات الفصلية حول سوق رأس المال في الجزائر.

\_ [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) date de constatation : 11/02/2007.

يلاحظ من الجدول رقم (27) أعلاه قلة عدد الشركات المدرجة، ويعزى ذلك إلى التأخر المسجل في تجسيد عمليات الخصخصة التي من شأنها أن ترفع من عدد الأوراق المدرجة في البورصة ومن المتوقع أن تعرف بورصة الجزائر انطلاقة فعلية، حيث من المفترض دخول 11 ورقة مالية جديدة بعد أن تقرر ذلك في مجلس مساهمات الدولة. وهذه بعض الشركات التي يتعلق الأمر بها: مؤسسة الميناء لكل من سكيكدة وأرزويو وبجاية، المراكز التقنية للمراقبة (CTC)، نزل الجزائر، مؤسسة الاسمنت بعين الكبيرة، المؤسسة الوطنية للغاز الصناعي، المؤسسة الوطنية للنقل الجوي، شركة سونا لغاز، المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار<sup>(1)</sup>.

يتضح إذن أن عدد الشركات المسجلة ببورصة الجزائر قليل جدا، وهو ما ينبغي العمل على رفعه حتى يتم تنشيط سوق الأوراق المالية وتفعيله.

## 2.2 مؤشر سيولة السوق:

يقصد بمصطلح السيولة كما سبق الإشارة إليه القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة، فسيولة السوق تسمح للمستثمرين بتغيير محافظهم المالية بسرعة وبأقل تكلفة، وبذلك تجعل الاستثمار المالي أقل خطرا وأكثر جاذبية.

(1) - الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 373.

ويتم استخدام مؤشران لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما:

\_ نسبة حجم التداول؛

\_ معدل الدوران.

### 1.2.2 نسبة حجم التداول:

تمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وتعبّر هذه النسبة عن حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني. ويوضح الجدول التالي نسب حجم التداول في بورصة الجزائر.

الجدول رقم (28): نسب حجم التداول في بورصة الجزائر.

( وحدة القياس: مليار دينار جزائري )

السنوات	قيمة التداول	الناتج المحلي الإجمالي	قيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي (%)
1999	0.10808	3248.2	0.003
2000	0.7204	4098.8	0.017
2001	0.53322	4235.6	0.012
2002	0.11206	4455.3	0.002
2003	0.01726	5464.2	0.0003
2004	0.0084	6126.7	0.0001
2005	0.0040882	7519.0	0.00005

المصدر: \_ تم الاعتماد على المراجع التالية:

\_ التقارير السنوية للمحنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحسابات شخصية.

\_ Rapport 2002 Evolution économique et monétaire en Algérie,

Op-cit, p : 100.

\_ Rapport 2005 Evolution économique et monétaire en Algérie,

Op-cit, p : 191.

يبين الجدول رقم (28) أعلاه مؤشر حجم التداول، والذي يوضح أن مستوى السيولة في بورصة الجزائر يتجه نحو الانخفاض المستمر، حيث بدأ المؤشر في سنة 1999 بنسبة 0.003 ثم ارتفع إلى 0.017 وهي أعلى نسبة سنة 2000، لينخفض سنة 2001 إلى مستوى 0.012 ثم يستمر في الانخفاض ليصل إلى 0.00005 سنة 2005.

ويدل الانخفاض في هذه النسبة على انخفاض مستوى السيولة في بورصة الجزائر وهذا بسبب الانخفاض المستمر لقيمة التداول، مما يشير إلى عدم جاذبية الاستثمار في بورصة الجزائر.

## 2.2.2 معدل الدوران:

يعكس مؤشر معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة إلى حجم السوق، حيث يربط بين القيمة الكلية للمعاملات في سوق الأوراق المالية وقيمة رأس المال السوقي.

ويوضح الجدول الموالي معدل الدوران في بورصة الجزائر.

## الجدول رقم (29): معدل الدوران في بورصة الجزائر.

(وحدة القياس: مليار دينار جزائري)

السنوات	قيمة التداول	رأس المال السوقي	معدل الدوران
1999	0.10808	19.175	0.0056
2000	0.7204	21.495	0.0335
2001	0.53322	14.720	0.0362
2002	0.11206	10.99	0.0102
2003	0.01726	11.10	0.0015
2004	0.0084	10.100	0.0008
2005	0.0040882	10.400	0.0004

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (26)، (28).

ومن ناحية أخرى يعني وصول معدل الدوران إلى قيمة الواحد (01) أن متوسط تداول السهم في السنة يبلغ مرة واحدة ويلاحظ أن المؤشر يقل عن الواحد الصحيح منذ بدء عملية التداول وهو ما يشير إلى انخفاض تداول الأسهم، حيث سجل أعلى نسبة له في سنة 2001، إذ بلغ 0.0362 وهي نسبة بعيدة كل البعد عن النسب المعمول بها.

ويعود سبب انخفاض معدل الدوران إلى انخفاض قيمة التداول المستمر نتيجة عزوف المستثمرين عن شراء الأسهم.

### 3.2 مؤشر عدم الاستقرار:

يدل انخفاض درجة التذبذب في سوق الأوراق المالية على ارتفاع وتحسن فعالية سوق رأس المال، ومن خلال قياس درجة التقلب في بورصة الجزائر للفترة 2000\_2003 تم تسجيل النتائج الموضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (30): درجة التقلب في بورصة الجزائر.

السنوات	2000	2001	2002	2003
درجة التقلب	1.22	1.2	0.76	0.81

المصدر: الجودي ساطوري: مرجع سابق، ص: 376.

يبين الجدول رقم (30) السابق درجة التذبذب في بورصة الجزائر، حيث يلاحظ عدم الاستقرار في عوائد الأسهم، وبذلك يعتبر هذا مؤشر سلبي يدل على عدم تطور فعالية سوق الأوراق المالية في الجزائر، كما لا يعطي الثقة للمستثمر التي تسمح له بالاستثمار في بورصة الجزائر.

ويرجع عدم الاستقرار بالدرجة الأولى إلى قلة عدد الأسهم المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية في الجزائر.

### 4.2 مؤشر تمركز السوق:

يقيس هذا المؤشر مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، حيث تعتبر درجة التمرکز أمراً غير محبذ لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

ويوضح الجدول الموالي درجة التمرکز في بورصة الجزائر.

الجدول رقم (31): نسب قيمة التداول للشركات المقيمة في بورصة الجزائر خلال سنتي

2005 \_ 2004.

سنة 2005		سنة 2004		اسم الشركة
النسبة الإجمالية	قيمة التداول ( مليون دينار )	النسبة الإجمالية	قيمة التداول ( مليون دينار )	
0	0	36.9	3.1	مجمع رياض سطيف
57.70	2.358995	7.1	0.6	مجمع صيدال
42.30	1.729205	56	4.7	مؤسسة فندق الأوراسي
100	4.0882	100	8.4	المجموع

Source : Rapport Annuelle, COSOB, Op-cit, 2005, p : 19.

من خلال الجدول رقم (31) أعلاه يتضح أن مؤسسة تسيير فندق الأوراسي تستحوذ على نسبة 56% من إجمالي قيمة التداول، بينما النسبة الأقل فهي من نصيب مجمع صيدال والتي تقدر بنسبة 7.1% وهذا بالنسبة لسنة 2004.

في حين سنة 2005 لم تسجل فيها أي قيمة لمجمع رياض سطيف وبذلك اقتضرت السوق على تداول أسهم مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي بنسبة تداول 57.70%، 42.30% لكل منها على التوالي، وهذه النسب دليل على ارتفاع درجة تمركز السوق، وهو أمر سلبي لبورصة الجزائر.

## 5.2 مؤشر فعالية تسعير الأصول:

إن توفر المعلومات بسرعة وبتكلفة منخفضة أمام كل المستثمرين وانعكاسها في أسعار الأوراق المالية سواء ما تعلق منها بالاقتصاد العالمي أو الاقتصاد المحلي أو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة أو الشركة المصدرة للأوراق المالية إنما يدل على مدى فعالية التسعير في هذه السوق.

وتحسن فعالية بورصة الجزائر إنما يرتبط بمدى القدرة على توفير الشفافية والمعلومات، حيث يساعد توافر مصادر المعلومات والتحليلات المرتبطة بها المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في المجال المالي، ويمكن إجمال مصادر المعلومات بالجزائر في (1):

(1) \_ الجودي ساطوري، مرجع سابق، ص ص: 378-379.

– يصدر بنك الجزائر ووزارة المالية تقارير شهرية وسنوية تغطي معظم المؤشرات الاقتصادية عن الاقتصاد الجزائري، كما تصدر الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر تقارير سنوية وشهرية تغطي نشاط سوق الأوراق المالية، ولكن يعتبر توزيع هذه التقارير محدود وغير متاح أمام جميع الأفراد، كما لا تسمح هذه التقارير بوجود تحليلات عن القطاعات المختلفة وهو ما يحد من فعالية سوق رأس المال في الجزائر.

– تلزم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الشركات المدرجة في البورصة بنشر القوائم المالية الخاصة بها، غير أن هذه الشركات لا توفر المعلومات الكافية عن أداؤها.

– تصدر المؤسسات المقيدة في البورصة بصفة دورية سنوية تقارير، حيث تساعد المعلومات المنشورة في هذه التقارير المستثمر على اتخاذ قراراته في المستقبل، غير أن هذه التقارير لا تحتوي على التحليلات للأزمة والمعلومات الكافية التي تسهل على المستثمر اتخاذ القرارات، خاصة في ظل نقص الثقافة البورصية لدى العديد من المستثمرين.

– توفر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة موقعا على الانترنت به بعض المعلومات عن سوق الأوراق المالية، غير أن حداثة استعمال الانترنت في الجزائر لا يسمح بتوفر هذا المصدر لجميع المستثمرين، كما أن المعلومات المتوفرة تخص فترات سابقة وليست بالمعلومات الحديثة التي تفيد كثيرا المستثمر في اتخاذ قراراته المالية.

ومن خلال ما سبق يلاحظ غياب العديد من المصادر المهمة للمعلومات والتي منها الصحف والمجلات المالية المتخصصة، مؤسسات السمسة، الشركات المتخصصة في تقديم المعلومات والنصح للمستثمر، إضافة إلى المجلات الأكاديمية المتخصصة في مجال النشاط البورصي.

## 6.2 مؤشر الهيكل التأسيسي والتنظيمي:

من أسس تحقيق فعالية سوق رأس المال مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي، ويمكن قياسه من خلال المؤشرات التالية:

أ\_ مدى نشر المعلومات: تعتبر بورصة الجزائر ضعيفة في نشر المعلومات مقارنة ببورصات دول نامية أخرى.

ب\_ المعايير المحاسبية: ألزمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الشركات المقيدة في البورصة بتطبيق نظام محاسبي يأخذ بعين الاعتبار المعايير الدولية.

جـ\_ قوانين حماية المستثمر: لا يوجد قانون مستقل لحماية المستثمر على الرغم من تضمن القوانين الصادرة منذ نشأة بورصة الجزائر إجراءات عديدة لحماية المستثمر.

د\_ العوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال: تعتبر البيروقراطية أحد معوقات الاستثمار في الجزائر رغم القوانين الصادرة والتي تشجع دخول وخروج رؤوس الأموال.

هـ\_ درجة المخاطرة: يعتبر انخفاض درجة المخاطرة أحد سمات السوق الفعالة، وتحتل الجزائر مرتبة غير مشجعة وفقا لترتيب الخطر المركب الوارد في الدليل الدولي لمخاطرة الدول.

### 3. معوقات بورصة الجزائر:

إن إنشاء سوق للقيم المنقولة فعالة وتتماشى مع مقتضيات الاندماج مع الاقتصاد العالمي وما تحكمه من تداعيات، يتطلب تظافر الجهود من أجل العمل على تحقيق جملة من الشروط الأساسية حتى تتمكن هذه الأخيرة من تحقيق الدور المنتظر منها.

وبورصة الجزائر تواجه في القيام بالدور المنوط بها عدة مقيدات تحد من نشاطها، باعتبارها حديثة النشأة، حيث مازالت تسجل الجزائر إلى اليوم عجزا في التمويل ويبقى الجزء الأكبر من الاحتياجات التمويلية يتم توفيره عن طريق البنوك، ولعل من أهم هذه المعوقات نذكر:

— معوقات تتعلق بأنظمة وآليات سير عمل البورصة؛

— معوقات تتعلق بالمحيط البورصوي.

### 1.3 معوقات تتعلق بأنظمة وآليات سير عمل البورصة:

يمكن حصر أهم المعوقات المتعلقة بأنظمة وآليات سير عمل بورصة الجزائر فيما يلي:

#### 1.1.3 قصور الإطار التشريعي والتنظيمي:

يفترض تأسيس سوق لتداول الأوراق المالية توافر بيئة تشريعية وقانونية ملائمة، التي تتمثل في جملة التشريعات والقوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكم نشاط إصدار وتداول الأوراق المالية، كما يرتبط الإطار القانوني للسوق بطبيعة آليات وإجراءات النظام القضائي في حل مشكلة المنازعات والصفقات المشبوهة أو حماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في السوق من خلال آلية الرقابة والإشراف على التداول واكتشاف أي خلل أو انحراف، كالحصول على

بيانات بطرق غير شرعية وتسريب معلومات أو إشاعات خاطئة تؤدي إلى افتعال المخاطر على مستوى البورصة<sup>(1)</sup>.

وما يمكن قوله على البنية التشريعية الخاصة ببورصة الجزائر هو قصور التشريعات فيما يخص بعض الجوانب منها:

— الإطار القانوني الخاص بشروط دخول المستثمرين المحليين والأجانب في سوق رأس المال بالجزائر.

— التشريعات التي تحكم نشاط سوق القيم خاصة ما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها.

— عدم تمتع الجهاز التشريعي بالمرونة الكافية في مجال تحسين مناخ الاستثمار، خاصة بالنسبة للقطاع الخاص الذي يمثل احد آفاق تفعيل بورصة الجزائر.

وفي الأخير، جدير بالذكر سعي الدولة إلى إصلاح البنية التشريعية للبورصة وإصدار عدد من القوانين التكميلية التي تهدف من جهة إلى معالجة بعض النقائص التي تم ملاحظتها بعد سنوات من نشاط البورصة، ومن جهة أخرى فهي تستهدف تحسين مناخ الاستثمار المالي في الجزائر. والدليل على ذلك عدم توقف المراسيم التشريعية عن الصدور مثل المرسوم رقم 04\_03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003.

### 2.13 محدودية عرض الأوراق المالية:

من الأسباب الرئيسية لنجاح أي بورصة للأوراق المالية عرض تشكيلة متنوعة ومتعددة من المنتجات المالية، مما يزيد من فرص التنوع أمام المستثمرين للتقليص من درجة التعرض للمخاطر وزيادة الدخل المتوسط للمحافظ المالية.

وبالنسبة لبورصة الجزائر، فقد حدد للأوراق المالية 12 نوعا يمكن إصدارها من قبل شركات المساهمة وهي كما سبق تبيانها في المبحث الثاني من الفصل السابق إلا أنه لا يتم تداول إلا نوعين منها الأسهم العادية والسندات العادية، ضف إلى ذلك فإن حيازتها من قبل الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين. فمثلا الجدول رقم (32) يوضح سقف الاكتتاب في أسهم مجمع صيدال حسب أصناف المستثمرين.

(1) — المرجع السابق، ص: 332.

الجدول رقم (32): سقف الاكتتاب في أسهم مجمع صيدال حسب فئات المستثمرين.

فئات المستثمرين	سقف الاكتتاب في أسهم مجمع صيدال
الأجراء	40 سهم للعامل
الأفراد	2000 سهم للفرد
المؤسسات المالية	300.000 سهم للمؤسسة
أشخاص معنويون آخرون	3000 سهم للشخص المعنوي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

Bulletin de COSOB, N°01, 1<sup>er</sup> trimestre, 1999, p : 29.

من الجدول رقم (32) السابق يلاحظ الطابع الاحتكاري للمؤسسات المالية حيث يقدر عدد الأسهم المكتتبة قيمها ب 300.000 سهم مقابل 40 سهم فيما يخص الأجراء و 2000 و 3000 سهم بالنسبة لكل من الأفراد وأشخاص معنويون آخرون على التوالي، مما يثبط من عملية الادخار العائلي.

وعليه يمكن إرجاع محدودية الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر إلى الأسباب التالية:

– اقتصار الإدراج في البورصة على المؤسسات العمومية وفتح الرأسمال الخاص بها في حدود 20 % من رأسمالها الاجتماعي، مما يظهر غياب كلي للمؤسسات الخاصة التي يمكن أن تساهم بشكل فعال في تنشيط بورصة الجزائر.

– احتكار المؤسسات الجزائرية لحصص الاكتتاب في الأسهم، وهذا يتناقى وقواعد اقتصاد السوق.

– بطء عملية خوصصة المؤسسات العمومية خاصة الناجمة منها، والتي يمكن أن تساهم في عرض تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية.

– عزوف بعض المؤسسات العمومية الناجمة عن الدخول إلى البورصة لأسباب مجهولة، مثل مؤسسة بريد الجزائر ومؤسسة اتصالات الجزائر اللتان تتوفران على الشروط القانونية لإدراجهما في البورصة<sup>(1)</sup>.

(1) – المرجع السابق، ص: 334.

— قلة المؤسسات المالية المنظمة لعمليات الإصدار والتي توكل إليها مهمة إنشاء المشاريع وتسيير إصدارها وضمان الترويج لعمليات الاكتتاب فيها وذلك لما تملك من الخبرات والقدرات المالية والبشرية.

### 3.1.3 عدم فعالية نظام المعلومات:

يعاني جهاز المعلومات في بورصة الجزائر من قلة مصادر المعلومات، إذ تظل مصداقية التقارير المالية للشركات المدرجة بعيدة عن الجودة المنشودة، وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد المطلوب للإفصاح المالي، كنشر الموازنة الختامية والتأخر أحيانا في نشر مثل هذه البيانات والاكتفاء بعمليات نشر سنوية، بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وهي بذلك تفتح المجال واسعا أمام بعض الأطراف للحصول على سبق في المعلومات دون غيرهم وتحقيق أرباح غير عادية على حسابهم.

إضافة إلى ذلك فإن وسائل الاتصال المستعملة من قبل البنوك المكلفة بجمع أوامر الشراء والبيع بسيطة وتقليدية إلى درجة أن بعضها يأخذ الأوامر إلى الوسطاء في الجزائر العاصمة يدويا مرة كل أسبوع أو أسبوعين. وهذه قمة البطء في التداول، الشيء الذي يؤثر سلبا على سيولة البورصة ككل أكثر من هذا فإن بعض البنوك لا تتوفر حتى على أسعار الأسهم التي تتعامل بها والخاصة بالأسبوع الأخير، مما يصعب على المتعاملين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وبذلك يعتبر من أهم أسباب لافعالية بورصة الجزائر طول مدة تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى عدم توفر المعلومة في الوقت المناسب، إذ كلما طالَّت تلك المدة كلما تغيرت ظروف التعامل، وبالتالي قد يغير المستثمر رأيه في أمر شراء أو بيع سلم للبنك أو الوسيط منذ عدة أشهر. أضف إلى ذلك إلغاء سلطات البورصة الجزائرية التعامل بالسعر الأفضل والإبقاء على الأوامر المحدودة فقط، الشيء الذي قلل من هامش المناورة لدى الوسطاء بشكل كبير، وأدى إلى تدهور سيولة الأدوات المالية المتداولة، لا سيما الأسهم<sup>(1)</sup>.

وفيما يلي الجدول رقم (33) يوضح المدد الفعلية المتعلقة بتنفيذ الصفقات في بورصة الجزائر.

(1) — محفوظ جبار، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999\_2001"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 03،

2004، ص: 93.

الجدول رقم (33): مدد تنفيذ الصفقات في بورصة الجزائر (\*)

الشركة	تاريخ الشراء	تاريخ الحصول على الشهادة	مدة تنفيذ الصفقة
الأوراسي	2001/07/23	2001/10/15	83 يوم
الرياض	2001/07/23	2002/01/14	175 يوم
صيدال	2001/07/23	2002/02/15	208 يوم

المصدر: محفوظ جبار، " كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999\_2001 "، مرجع سابق، ص: 93.

من الجدول رقم (33) السابق يتضح جليا بطء عمليات وإجراءات التداول في بورصة الجزائر. ويلاحظ أن عملية الشراء قد تراوحت مدتها الفعلية بين 83 يوما بالنسبة لمؤسسة فندق الأوراسي و208 يوم فيما يخص مجمع صيدال، وهي فترة طويلة جدا تفسر الوضعية السيئة التي وصلت إليها بورصة الجزائر.

وعليه، فإن نظام المعلومات ببورصة الجزائر يعاني من قصور في المجالات الآتية<sup>(1)</sup>:

— عدم توفر بورصة الجزائر على دراسات وإحصاءات دقيقة عن تطور أسعار الأوراق المالية.

— عدم توفر سماسرة وصناع سوق يتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية.

— عدم توفر رقابة وإفصاح مالي دقيق عن شركات المساهمة وقصور في مهنة تدقيق الحسابات.

— عدم توفر إطارات مدربة لموظفي البورصة للعمل كوسطاء وسماسرة في هذا المجال.

— يستغرق إنهاء الصفقة ثلاثين يوما، بينما المعايير المعمول بها دوليا لا تتعدى ثلاثة أيام مما يعني البطء الكبير في تسوية الصفقات.

— عدم توفر أسعار معلنة وواضحة عن الأسهم المتعامل بها بين المواطنين، إضافة إلى غياب الإعلام المتخصص في مواضيع سوق الأوراق المالية.

ومن خلال ما سبق، يتضح أن رفع الفعالية المعلوماتية لبورصة الجزائر يتطلب محاولة معالجة أوجه القصور السابقة الذكر.

(\*) نتائج الجدول رقم (33) هي نتيجة دراسة ميدانية تمثلت في شراء 3 أسهم تابعة للشركات الثلاثة المسجلة في البورصة بغرض معرفة المدد الفعلية التي تستغرقها مثل هذه الصفقات.

(1) — الجودي ساطوري، مرجع سابق، ص: 333.

## 4.1.3 ضيق السوق وتقلبات الأسعار:

يظهر ضيق سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال محدودية العرض والطلب على الأوراق المالية والاختلال الكبير بينهما، حيث تتراوح نسبة العرض والطلب بين 4.5 لمجمع صيدال، 2.90 لمجمع رياض سطيف و 2.3 لمؤسسة فندق الأوراسي، وهو ما يتسبب في الركود الذي تعرفه بورصة الجزائر<sup>(1)</sup>.

وتعود أسباب ضيق سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى ما يلي:

- ضآلة عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، مما أدى إلى نقص كبير في أحجام التداول وتقليل الفرص الاستثمارية.

- سيطرة شركات مساهمات الدولة على نسبة كبيرة من الأسهم، والتي تقدر بنسبة 80% من رأس مال كل مؤسسة، إضافة إلى عدم السماح بتداول هذه الأسهم في البورصة مما تسبب في خمول هذه الأوراق.

- ضعف النتائج والأرباح التي تحققها المؤسسات المسجلة في البورصة يتسبب في انخفاض معدل عائدها.

- غياب الاستثمار المالي الأجنبي أدى إلى عدم الاستفادة من تجارب الأسواق الأخرى وبالتالي إلى عدم تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر.

## 2.3 معوقات تتعلق بالمحيط البورصي:

يقف أمام نشاط سوق الأوراق المالية الجزائرية عدة معوقات تتعلق بالمحيط البورصي، والتي حالت دون تفعيلها وهي تختلف من حيث طبيعتها بين معوقات اقتصادية، اجتماعية و سياسية.

## 1.2.3 المعوقات الاقتصادية

هناك جملة من المعوقات ذات الطابع الاقتصادي تحول دون نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية في الجزائر، يمكن إبراز أهمها فيما يلي:

(1) \_ محمد براق وآخرون، "معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية (حالة الجزائر)"، المؤتمر الدولي العلمي الثاني حول "سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية \_ إشارة خاصة لحالة الجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 15/14 مارس 2004، ص: 24.

**1.1.2.3 هيمنة القطاع العام وعدم نجاعة مؤسساته (1):**

يغطي القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 % من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية، وأهم ما يتميز به هذا القطاع ما يلي:

- غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى 50% في أحسن الحالات ويد عاملة غير مؤهلة.

- دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية ونظام تحفيز الأجور غير فعال مع إضفاء الطابع الاجتماعي على سياسة التوظيف.

- عدم خضوع تعيين مسيري المؤسسات العمومية إلى شروط موضوعية اقتصادية بل يخضع لاعتبارات غير اقتصادية منها الولاء... الخ.

- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

- أغلب المؤسسات الخاصة تتمثل في شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن الشيء الذي يحول دون إمكانية تسعيرها في البورصة باعتبار أن من بين الشروط هو تحويلها إلى شركات ذات أسهم وهذا من شأنه أن يرفع من عدد الشركات في البورصة، ويبعث فيها ديناميكية وحركة جديدة.

**2.1.2.3 التضخم ومعدل الفائدة:**

رغم التطور الإيجابي الذي عرفه معدل التضخم حيث بلغ 3% سنة 2004 وكذلك معدل الفائدة الذي يتراوح في حدود 5.6% سنة 2004 (\*)، (2) إلا أن اعتماد الإيرادات العمومية بصفة شبه كلية على إيرادات المحروقات يجعل معدل التضخم وسعر الفائدة في عرضة دائمة للتقلب تبعا لتقلبات الأسعار الدولية للمحروقات، وهذا من شأنه أن يعرض المستثمرين إلى مخاطر مالية كبيرة، إضافة إلى كونه يدفع بأصحاب القروض الدخلية إلى استثمارها في سلع معمرة بسبب التخوف من تدهور القيمة الحقيقية لمذخراتهم بفعل التضخم وانحيار قيمة العملة الوطنية (3).

(1) - المرجع السابق، ص: 24\_25.

(\*) - بلغت معدلات الفائدة 8 % سنة 2002 ثم قامت البنوك التجارية بتخفيضها سنة 2004 إلى حدود 6.5 %.

(2) - الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 340.

(3) - مصطفى جعوان، مرجع سابق، ص: 188.

**3.1.2.3 الضغط الضريبي وضعف الحوافز الجبائية:**

يتميز النظام الضريبي الجزائري بتعدد الضرائب وارتفاعها، حيث تخضع الشركات في الجزائر إلى الضريبة على أرباح الشركات بواقع 30% من إجمالي أرباحها السنوية، وعموما يؤدي إلى تخفيض الأرباح الموزعة على المساهمين، إضافة إلى الخضوع التوزيعات عند تحويلها للمساهمين إلى الضريبة على الدخل الإجمالي، الشيء الذي يدفع بالمستثمرين إلى التهرب الضريبي أو البحث عن بدائل استثمارية أخرى عادة ما تكون السوق الموازية.

وإضافة إلى الضغط الجبائي، ما يلاحظ على النظام الضريبي الجزائري هو ضعف التحفيزات الجبائية للمستثمرين في الأوراق المالية، إذ بدلا من إعفاء الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية من الضرائب، فإن النظام الجبائي الجزائري ينص على إخضاع فوائض القيمة المترتبة عن المضاربات المالية في البورصة إلى ضريبة تقتطع من المصدر بنسبة 10% إذا أعيد بيع السندات في السنة الأولى وبمعدل 7% إذا تمت إعادة البيع في السنة الثانية و5% إذا تمت عملية البيع بعد السنة الثانية<sup>(1)</sup>.

**4.1.2.3 سوق الاقتصاد الموازي<sup>(2)</sup>:**

توجه المستثمرين والمدخرين إلى سوق الاقتصاد الموازي، لما توفره لهم من عوائد وأرباح دون تحمل متاعب ومخاطر الاستثمار المالي، فقد قدر حجم الأموال المتداولة في السوق الموازية ما بين مليار و1.5 مليار دولار سنة 2005.

وعليه، فإن العمل على تنظيم هذه السوق باعتبارها واقع ملموس من شأنه توجيه مدخرات الأفراد نحو السوق الرسمية، وبالتحديد إلى الاستثمار في الأوراق المالية.

**5.1.2.3 ضعف القدرة الشرائية للأفراد:**

يعتبر نظام الأجرور في الجزائر وتحرير جهاز الأسعار والتسريح الجماعي للعمال من أهم العوامل التي لها ضلع كبير في تدهور القدرة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، مما أدى إلى ضالة الطاقة الادخارية للعائلات.

وعليه، فإنه من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف العائلات الجزائرية من أجل الاستثمار في الأصول المالية أو في مجالات أخرى.

(1) \_ المرجع السابق، ص: 188.

(2) \_ الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 337.

## 2.2.3 المعوقات الاجتماعية والسياسية:

يعترض نمو وتطور بورصة الجزائر إلى عوائق اجتماعية وسياسية نذكر أهمها فيما يلي:

## 1.2.2.3 غياب الثقافة البورصية لدى العائلات:

يمكن إجمال أهم مظاهر غياب الثقافة البورصية لدى فئات المجتمع الجزائري فيما يلي:

— أمية أغلبية أصحاب الفوائض المالية، حيث يقدر الديوان الوطني للإحصائيات نسبة الأمية للكبار في الجزائر ب 61.6 % لعام 2001، بينما تكاد تنعدم تلك النسبة في البلدان المتقدمة<sup>(1)</sup>.

— عدم وجود إعلام متخصص بنوعيه المكتوب والمرئي، مما جعل شريحة واسعة من المجتمع تجهل أبعاد البورصة.

— غياب المقررات في المناهج الدراسية التي تهتم بالاستثمار المالي ومجال البورصة.

ومن هذا المنطلق، فإنه يستوجب على السلطات القيام بحملة تحسيسية لإعلام المدخرين

بأهمية البورصة، وتنمية الثقافة المالية لديهم وإنشاء مكاتب للدراسات المتخصصة والاستشارات المالية.

## 2.2.2.3 العامل الديني:

هذا العامل ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداوله، حيث يمتنع العديد من العائلات عن توظيف مدخراتهم في البورصة خوفا من تعارض الاستثمار فيها وأحكام الشريعة الإسلامية خاصة منها السندات باعتبار أن عائدها يمثل في الفائدة والتي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

وعليه، ينبغي استحداث أدوات مالية لا تتناقى وقيم الدين الإسلامي، كما أن دخول البنوك الإسلامية كطرف من الوسطاء سيضفي على البورصة الشرعية المطلوبة ويرفع ثقة الأفراد فيها.

## 3.2.2.3 الاستقرار السياسي:

يصعب اتخاذ قرار للاستثمار المالي في جو سياسي سيء ومتقلب قد تضيع فيه الممتلكات، ففي الأعوام القليلة الماضية تحقق قدر كبير وهام من الاستقرار في المجال السياسي، ومن المتوقع أن يزداد تحسن البيئة السياسية والاستقرار السياسي في المستقبل.

(1) — مصطفى جعوان، مرجع سابق، ص: 189.

## II. متطلبات تفعيل سوق القيم في الجزائر:

باتباع الاقتصاد الجزائري آليات اقتصاد السوق بات لزاما عليه الاعتماد في توجيه موارده على قنوات سوق رأس المال، حيث تعمل هذه الأخيرة على التوجيه الأمثل لهذه الموارد نحو القطاعات الأكفأ في الاقتصاد وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي في المجتمع.

وعليه، فإن فعالية سوق رأس المال تعتبر من أهم المؤشرات الرئيسية لزيادة معدل النمو في الاقتصاد الجزائري، وبهدف الوصول إلى هذه الغاية سنحاول طرح بعض المتطلبات التي ينبغي العمل من أجل تحقيقها والتي تشمل الإطار التشريعي والتنظيمي، إضافة إلى جانبي العرض والطلب.

### 1. متطلبات في الجانب التشريعي والتنظيمي:

يتمثل الجانب التشريعي والتنظيمي لسوق رأس المال في جملة القوانين والأطر التنظيمية التي تضبط هيكلها والمعاملات التي يجري تداولها على مستوى هذه الأسواق.

وبهدف تنظيم هذه الأخيرة والوصول إلى القيام بالدور المنوط بها، ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

#### 1.1 تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات:

بهدف حماية المستثمرين والحفاظة على الأمانة والصدق في التعامل في عمليات تداول الأوراق المالية، يجب على الأنظمة والقوانين والتشريعات وأجهزة الرقابة والإشراف على سوق رأس المال العمل على تحقيق عدة آليات أهمها:

— تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات من قبل الشركات المدرجة في البورصة عند الإصدارات الأولية والإفصاح الدوري المستمر بعد ذلك.

— إصدار قوانين تنظم صناعة صناديق الاستثمار وخبراء وناصري الاستثمار بهدف تحسين الإفصاح وتخفيض المخاطر على المستثمرين.

— ضرورة فحص أنظمة المحاسبة المتبعة في شركات المساهمة والبنوك، وتحديد مدى كفاءة التقارير المالية التي تصدرها من حيث الشكل والمضمون وطريقة العرض والإفصاح عن السياسات المحاسبية.

... تشكيل هيئات متخصصة في نشر المعلومات حول الشركات المتداولة في البورصة على أن يتم تغريم أو إيقاف المؤسسات التي ترفض توفير المعلومات أو تقديمها بشكل مضلل. وبالمقابل تستفيد تلك الشركات من امتيازات ضريبية نتيجة شفافيتها المحتملة.

### 2.1 تنظيم عمليات التعامل:

يتوقف تنظيم عمليات التعامل على وجود أنظمة تشريعية تغطي كل تلك التعاملات وهيئة يعزى لها الإشراف على تطبيق القوانين ولوائح السوق وتنظيمه وذلك من خلال أداء الوظائف التالية<sup>(1)</sup>:

... الرقابة على السوق الأولية بإلزام الشركات التي تطرح أسهما جديدة للاكتتاب العام بإصدار نشرة الاكتتاب توضح فيها أغراضها وبرامجها حتى يتعرف الجمهور على أهدافها، وهي بذلك تعمل على حماية المستثمرين من مخاطر الشركات الوهمية.

... وضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة ولحين إعلان نتائج مرضية عن أعمال الشركة لفترة محددة.

... الرقابة على السوق الثانوية من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي باستمرار بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم ويمكن من اتخاذ القرار الاستثماري السليم. ولكي يتحقق هذا الهدف ينبغي أن تكون القوائم المالية معدة وفقا للمعايير المحاسبية، وأن تكون خاضعة لعمليات تدقيق تنتهي بإعداد تقرير مهني بخصوصها.

... تطبيق قوانين ولوائح السوق والهدف هو تحقيق السوق المنتظمة المستقرة التي تضمن تدنية التقلبات الكبيرة في المستوى العام للأسعار التي لا يفسرها حجم تداول مناسب، ولتجنب التقلبات السعرية هناك عدة وسائل أهمها إيقاف التعامل لفترة معينة في الأسهم التي تتقلب أسعارها أو تحديد مدى معين للتغير في الأسعار لا يمكن تجاوزه.

### 3.1 تنظيم الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية:

تتعلق هذه الجوانب بالأساليب والإجراءات التي تتكفل بها الحكومة لحماية حقوق المستثمرين لدى مؤسسات الوساطة المالية، وتذكر أهم هذه الإجراءات فيما يلي<sup>(2)</sup>:

(1) - الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 388.

(2) - أحمد أبو الفتح الناقة، "نظرية العقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1994، ص: 30.

يجب الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند تأسيس أي مؤسسة للوساطة المالية، وذلك بعد فحص موقف الفرد أو المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة والتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة.

يجب إمساك سجلات منتظمة معدة وفقا للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، على أن تخضع هذه السجلات للمراجعة الدورية من قبل أجهزة يناط بها ذلك للتحقق من صحة البيانات الواردة بها.

فرض قيود على الأصول المالية المسموح للوسطاء الماليين بجزائها لضمان سلامة أموال المستثمرين، وقد تكون هذه القيود متعلقة بمنع حيازة بعض المؤسسات لأصول مالية ترتفع فيها درجة المخاطرة، ويظهر ذلك واضحا في البنوك التجارية التي لا يسمح لها بحيازة الأسهم العادية لشدة تقلب أسعارها، وقد تقتصر القيود على وضع حدود معينة لحيازة الأصول الخطرة كما هو الحال في شركات التأمين التي يمكن لها أن تشتري أسهم عادية ولكن في حدود معينة.

إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم الماليين كما هو متبع في التأمين على الودائع في البنوك التجارية، وتهدف هذه الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية إذا واجه الوسيط المالي عجزا ماليا تعذر معه سداد التزاماته المالية، ويسدده المودعين والمستثمرين اشتراكات دورية لتلك الصناديق لاستخدامها في دفع التعويضات عند سقوط المؤسسة أو الوسيط المالي.

وللوصول إلى تحقيق ما سبق، ينبغي أن تمتاز الأطر التشريعية المنظمة لسوق الأوراق المالية في الجزائر بالمرونة، حتى تستطيع مواكبة التطورات التي تحصل يوميا.

## 2. متطلبات في جانب العرض:

من أهم السبل التي يلجأ إليها يقصد تنشيط جانب العرض في بورصة الجزائر هو العمل على توفير المعلومات التي تعتبر المصدر الأساسي لتحديد الأسعار النسبية للأوراق المالية، إضافة إلى محاولة ترقية وتنويع المعروض من الأدوات المالية.

### 1.2 رفع الفعالية المعلوماتية للبورصة:

من الشروط اللازمة لحسن سير البورصة بطريقة ناجحة وفعالة شفافية المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المقيدة في البورصة ومدى مصداقيتها، إذ تنعكس على ضوئها الأسعار ويتم اتخاذ قرارات الادخار والاستثمار وتحقيق الفعالية المعلوماتية على مستوى بورصة الجزائر يجب العمل على تحقيق ما يلي:

1- نشر المعلومات المختلفة في الأوقات المناسبة وتقديمها لكافة المتعاملين على قدم المساواة حتى تكون لهم نفس الحظوظ وتكون المنافسة حقيقية، وبالتالي تحقق فعالية السوق وتوفير الحماية اللازمة للمدخرين المستثمرين في الأوراق المالية.

2- إدراج قواعد وقوانين الإفصاح والشفافية المالية الملزمة للشركات، وآليات مراقبة تنفيذها، وذلك بالعمل على إصدار معايير محاسبية ومعايير تدقيق حسابات جزائية تعتمد على المعايير الدولية والإشراف على حسن تطبيقها.

3- اعتماد أنظمة التداول الإلكتروني.

4- قيام الهيئات المنظمة والمسيرة لبورصة الجزائر بنشر تطورات السوق بشكل يومي، وتقديم التحليلات المختلفة لأداء السوق، بالإضافة إلى توفير تقارير سنوية بدون تكلفة لطالبيها عبر مواقع هذه الهيئات على شبكات الإنترنت.

5- تكوين هيئات متخصصة تكون مهمتها نشر مؤشرات أداء الشركات المتداولة في البورصة، إضافة إلى قيام الجهات الحكومية وخاصة البنك المركزي ووزاري المالية والاقتصاد بنشر تقارير دورية تتضمن مؤشرات الاقتصاد العالمي والوطني وكذا مؤشرات عن بورصة الجزائر وتحليلات عن القطاعات والتوقعات عن الصناعات المختلفة.

6- إلزام الشركات المصدرة للأوراق المالية بنشر تقارير حول أحوال السوق، على أن تكون هذه التقارير مراقبة من طرف الجهات المختصة، حتى تضمن دقة هذه المعلومات وسرعة نشرها في الصحف اليومية والمجلات الأسبوعية والشهرية.

7- العمل على تأسيس وتطوير صحافة مالية مستقلة وحررة تنشر بدقة وتفصيل الأخبار الاقتصادية والمالية عن الشركات المدرجة في البورصة، فضلا عن تخصيص حيز من برامج التلفزيون للأسواق المالية.

## 2.2 ترقية عرض الأوراق المالية:

تتصف بورصة الجزائر بمحدودية عرضها للأوراق المالية، ولترقية عرضها لهذه الأخيرة ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

... ضرورة رفع نسبة فتح رأسمال المؤسسات المدرجة في البورصة إلى أكثر من 50%.

... توسيع إدراج الشركات في البورصة، وذلك عن طريق مراجعة المعايير الواجب توفرها في المؤسسات التي ترغب في الدخول إلى البورصة، باعتبار أن تزايد عدد المؤسسات يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار وزيادة حجم التداول.

– فتح رأسمال المؤسسات الوطنية أمام الشركات الأجنبية التي تمتلك خبرات واسعة في القطاعات التي تنتمي إليها ولا سيما العربية منها.

– محاولة عرض تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية في السوق الجزائرية قصد استقطاب أكبر عدد ممكن من المدخرين المحتملين.

– وضع رزمة للشركات التي ينبغي إدراجها في البورصة لا سيما الخاصة منها حتى يتم تأهيلها أو توفير ما هو مطلوب لتأهيلها.

– إصدار سندات خزينة قابلة للتداول من قبل بنك الجزائر وذلك بهدف تغذية سوق رأس المال بأدوات مالية عديمة الخطر، كما يساعد ذلك في تحديد مستوى معدلات الفائدة في السوق ويزود ذلك بنك الجزائر بأداة تدخل في سوق الأوراق المالية لإدارة السياسة النقدية.

### 3.2 تنوع أدوات الاستثمار:

تتميز الأسواق المتطورة بالعديد من الأدوات المالية المستحدثة كعقود الخيارات والعقود المستقبلية وغيرها من الأدوات المالية المتطورة والتي تهدف لزيادة العرض والطلب وتغطية المخاطر.

وعليه، فإنه للحصول على تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية ينبغي العمل على تحقيق ما يلي<sup>(1)</sup>:

– التوسع في طرح الأسهم الممتازة وإدخال الأسهم العادية المضمونة التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة في التعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين خلال فترة محددة.

– وجوب إدراج العديد من أدوات الدين في بورصة الجزائر لتنشيط سوق السندات، مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات القابلة للاستبدال بأسهم شركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند.

– تشجيع الاتجاه نحو إصدار السندات بفئات معقولة تناسب ومقدرة شرائح عديدة من المدخرين بعيدة عن التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي ذلك إلى المساهمة في تعزيز سيولة السوق.

(1) – الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 383-384.

– إدخال نظام صناع السوق الذي يكون على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية في أي وقت بشكل ينشط السوق ويساهم في سيولتها ويحافظ على استقرارها، وذلك للعمل على نشيط وتطوير سوق السندات باعتبارها أحد العناصر الأساسية لأي سوق متطورة للأوراق المالية.

– تشجيع الشركات الجزائرية على إصدار شهادات الإيداع الدولية لما لها من آثار ايجابية على استقرار السوق، حيث تحد من تقلبات أسعار الأوراق المالية، كما تشجع على تزايد اندماج بورصة الجزائر بالبورصات العالمية، الشيء الذي يعمل على جذب المستثمر الأجنبي إلى السوق الجزائرية خصوصا إذا كان أداء هذه الشهادات جيدا.

– الإسراع في تنفيذ برنامج الخصصة وضرورة دخول هيئات بعض المؤسسات إلى البورصة مثل الشركة الجزائرية للنقل الجوي والشركة الجزائرية للنقل بالسكة الحديدية، بالإضافة إلى بعض الشركات الخاصة مثل شركات الاسمنت، الشركة الجزائرية للاتصالات وريد الجزائر. فدخل هذه الشركات من شأنه أن يعيد للسوق توازنها، ويساهم في تعميقها وينشط من حركة التعامل فيها ويعزز من مستوى سيولتها.

### 3. متطلبات في جانب الطلب:

تتشارك عدة عوامل من أجل العمل على تفعيل سوق رأس المال من جانب الطلب، نذكر أهمها فيما يلي:

#### 3.1 تطوير المؤسسات العاملة في البورصة:

تعتبر صناديق الاستثمار وشركات السمسرة من أهم العوامل الأساسية المؤثرة في تطوير جانب الطلب في مجال سوق رأس المال، حيث تساهم بتحقيق التوازن في السوق، بالإضافة إلى ترقية السيولة في البورصة، غير أن واقع بورصة الجزائر يعكس الدور المحدود لهذه الهيئات مما يستدعي العمل على تحقيق ما يلي:

– إنشاء مؤسسات صانعي السوق، والتي يمكن أن تكون على شكل نظام تجار الأوراق المالية لوجود منافسة بينهم، إلى جانب وجود رقابة صارمة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على تصرفاتهم، كما يستوجب تخفيض تكاليف الوساطة الذي يجعل عمليات البورصة أكثر فعالية لما يتيح هذا التخفيض من تحقيق للسيولة.

— قيام شركات السمسرة بفتح فروع لها في المناطق المختلفة لبلداتها لتسهيل عملية انتقال الأوامر من المستثمرين، واستغلال قربها من المستثمرين المحتملين لنشر الوعي الادخاري وثقافة البورصة.

— إنشاء صناديق الاستثمار التي يمكن أن تلعب دورا مهما في جذب المدخرات، وتوفير الاستثمار للمدخر الصغير والمستثمرين قليلي الخبرة في تكوين محافظهم المالية.

— إنشاء شركات متخصصة تتولى عمليات تقييم الاستثمار المالي، بحيث تقوم بتحليل الأوراق المالية، ومساعدة البنوك التجارية في تسويق الإصدارات الجديدة.

### 2.3. الرفع من مستوى الوعي الاستثماري:

يتسم الوعي الاستثماري في الجزائر بالضعف، وهو ما يقتضي من السلطات المالية العمل على توعية المجتمع الجزائري بمدى أهمية البورصة ودورها في تحقيق أهداف التنمية، وذلك باستعمال ما أمكن من قنوات الاتصال المرئية، المسموعة والمكتوبة في تبليغ تلك الرسالة.

كذلك فإن المعاملة التفضيلية من خلال السياسة الضريبية لبعض المؤسسات الاقتصادية والمالية تشجع المستثمرين على شراء الأدوات المستفيدة من تلك المعاملة على حساب الاستثمارات الأخرى، ومن شأن ذلك أن يشجع من حيازة تلك الأدوات والتعامل فيها بشكل ينشط سوق الأوراق المالية.

كما ينبغي كذلك استحداث أدوات مالية لا تتنافى وقيم الدين الإسلامي.

### 3.3 وضع قوانين لحماية المستثمرين في الأوراق المالية:

تعمل الأطر القانونية والتشريعات على مستوى سوق رأس المال على حماية المستثمرين في عملية تداول الأوراق المالية، وللوصول إلى هذا الهدف ينبغي وجود قانون لحماية المستثمر من خلال العمل على<sup>(1)</sup>:

— إصدار قانون مستقل لحماية المستثمر يتضمن حقه في الحصول على المعلومات واسترداد حقه إذا كان التقصير بسبب ممارسة غير مشروعة من الجهات العاملة بالسوق، وذلك لإضفاء مزيد من الثقة على الاستثمار في الأوراق المالية.

(1) — ليهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 204.

– تشجيع التكوين على أبعاد الاستثمار في البورصة، ودفع الإعلام بكل أشكاله من صحف وإذاعة وتلفزيون للاهتمام بتوضيح مفاهيم ودور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزائري.

– اعتماد مؤشر عام يهتم بأداء بورصة الجزائر وأداء المؤسسات التي تتداول أوراقها المالية بالبورصة.

– الاهتمام بتدريس مقررات البورصة في كليات الاقتصاد والتجارة وتشجيع البحوث الأكاديمية التي تختص بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

فهذه بعض المتطلبات التي نراها تعالج القصور الظاهر في سوق رأس المال بالجزائر وتساهم إلى حد كبير في تنشيطها والرفع من مستوى فعاليتها.

## خلاصة الفصل الخامس:

ما يمكن الخروج به بعد إنهاء مختلف تطلعات هذا الفصل ومن خلال تقييم أداء سوق رأس المال الجزائري أنه لا يساهم بشكل فعال في تمويل التنمية الاقتصادية حيث أن اقتصار هذا السوق على عدد قليل من الشركات يساهم في الإبقاء على محدوديته، إضافة إلى أن سوق السندات ورغم دخول مؤسسات جديدة من خلال طرحها لقروض سنديّة في سنة 2005 إلا أنّها تبقى بعيدة عن كل التطلعات المنشودة، في حين يبقى الجهاز البنكي يلعب الدور الكبير في عملية التمويل بالقروض طويلة الأجل.

ومن خلال الاستعانة بعدد من المؤشرات، تبين أن بورصة الجزائر لا تتوفر على أدنى شروط الفعالية التي تسمح لها بالقيام بالدور المنوط بها في التخصيص الأمثل للموارد وتوجيهها إلى القطاعات الأكثر فائدة في الاقتصاد.

اللافعالية هذه التي ميزت نشاط بورصة الجزائر تكمن وراءها مجموعة من المعوقات تتعلق من جهة بأنظمة وآليات سير عمل البورصة والمتمثلة أساساً في ضعف الإطار التشريعي والتنظيمي، ضعف الفعالية المعلوماتية، محدودية عرض الأدوات المالية، ضيق السوق وتقلبات الأسعار. ومن جهة أخرى معوقات تتعلق بالمحيط البورصبي والمتمثلة خصوصاً في انعدام ثقافة الاستثمار في المجال المالي.

وعليه، جاءت جملة من المتطلبات التي يمكن أن تساهم في تحقيق أدنى درجات الفعالية والمتمثلة في رفع فعالية النظام المعلوماتي للبورصة، ترقية عرض الأوراق المالية، تطوير المؤسسات العاملة في مجال الاستثمار المالي وإدخال أكبر عدد من المؤسسات إلى البورصة خاصة التي تتوفر على شروط الإدراج والتي تنتمي إلى القطاع الخاص الذي سيكون له دور كبير في تفعيل السوق.

بعد إنهاء القسم الأخير من هذه المذكرة، والذي تناول دراسة سوق رأس المال في الجزائر ومتطلبات تحقيق فعاليته، تبين أن هذا الأخير غير فعال بالطريقة التي يمكن أن يساهم بها في تحقيق التنمية الاقتصادية والتخصيص الأمثل للموارد.

حيث اتضح بعد تناول محاور الفصل الرابع، والذي تطرقنا فيه إلى دراسة سوق رأس المال في الجزائر، بأن بورصة الجزائر اكتملت من حيث الهيئات المنظمة والمسيرة لها والتي تتمثل في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤمن المركزي على السندات.

أما فيما يتعلق بالأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر فهي مقتصرة على الأسهم العادية والسندات العادية، وبذلك يلاحظ غياب للأصناف الأخرى من الأوراق المالية التي يمكن أن تساهم في ترقية عرض هذه الأخيرة وتويعها الشيء الذي يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات. وفيما يخص الشركات المدرجة فتتسم بقلة عددها واقتصارها على شركات القطاع العمومي، حيث يلاحظ غياب للقطاع الخاص الذي يمكن أن يساهم بشكل فعال في تحقيق الفعالية المنشودة لبورصة الجزائر.

أما الفصل الخامس والذي تناول واقع، معوقات ومتطلبات تحقيق فعالية سوق رأس المال في الجزائر، حيث تبين من خلال تقييم وتحليل أداء سوق رأس المال الجزائري أن أداء هذا السوق ضعيف من حيث حجم العرض والطلب على الأوراق المالية.

ومن خلال اعتماد جملة من المؤشرات الخاصة بقياس فعالية سوق رأس المال، لوحظ مدى التدهور الذي تعرفه بورصة الجزائر وتميزها بعدم جاذبية الاستثمار فيها. الشيء الذي يتطلب إدخال أوراق أخرى، وعلى مستوى سوق السندات يلاحظ تميز سنة 2005 بدخول عدة مؤسسات من خلال طرحها لقروض سنوية، وخاصة دخول مؤسسة CEVETAL والذي من شأنه أن يحدث انعاشا في البورصة.

هذا الوضع الذي ميز بورصة الجزائر استدعى محاولة الإحاطة بكل المعوقات والحواجر التي كان لها دخل في إيجاد وتغذية اللافعالية التي تتخبط فيها بورصة الجزائر. فمنها ما يتعلق بأنظمة وآليات سير عمل البورصة، مثل القصور التشريعي والتنظيمي، ضعف الفعالية المعلوماتية، محدودية عرض الأوراق المالية وضيق السوق وتقلبات الأسعار، ومنها ما يتعلق بالمحيط البورصي مثل المعوقات الاجتماعية والسياسية والاقتصادية.

وفي محاولة لمعالجة هذا القصور وتجاوز هذه المعوقات، يبقى البحث عن المتطلبات الكفيلة بتحقيق فعالية سوق رأس المال في الجزائر الهدف الذي حاولنا عرضه من خلال إدراج متطلبات تخص الجانب التشريعي والتنظيمي، متطلبات تخص جانب العرض وأخرى تخص تفعيل جانب الطلب.

# الخطبة

## الخلاصة العامة

لحم عن التحولات التي أفضت إليها العولمة المالية إحدى التحليلات الحديثة للعولمة الاقتصادية آثارا ايجابية وأخرى سلبية بالنسبة لمختلف بلدان العالم. تمثل جانبها الإيجابي في بروز بعض بوادر النمو الاقتصادي من خلال ارتفاع معدلات الاستثمار المحلي. أما فيما يخص جانبها السلبي فتمثل في الاضطرابات والأزمات المالية والنقدية التي عرفتتها المساحة المالية والتي تنتشر عدواها بين الدول بسرعة فائقة نتيجة الترابط والتشابك الذي ميز العلاقات المالية. مما استوجب العمل على إيجاد سياسات مالية ونقدية تلتزم بها الدول المتأثرة بهذه الأزمات وتخص بالدرجة الأولى نظامها المالي ومحاولة تكييفه مع واقع التغيرات الجديدة التي فرضتها العولمة المالية.

وفي خضم هذه التحولات احتلت سوق رأس المال أهمية بالغة في تخصيص الموارد وتوجيهها نحو القطاعات الأكفأ في الاقتصاد، وأدى التطور التكنولوجي السريع والتغيير الذي مس طرق التداول وأنواع المنتجات المتداولة إلى التأثير على هذه الأسواق.

ولئن يتسنى لسوق رأس المال تادية وظائفه ما لم يتوفر على درجة عالية من الفعالية، ولتحديد درجة فعالية البورصة يتم الاعتماد على عدة مؤشرات تخص بالدرجة الأولى سيولة السوق وحجمه بالإضافة إلى مستوى الهيكل التنظيمي والتشريعي للسوق المالي.

ولمواكبة متطلبات العولمة لجأت الجزائر، وضمن متطلبات توجهها نحو اقتصاد السوق والإصلاحات التي باشرتها بشأن ذلك، إلى إنشاء سوق لرأس المال وتحرير اقتصادها، حيث سعت إلى إصلاح النظام المالي الذي يشكل إنشاء سوق رأس المال فيه اللبنة الأساسية لبلوغ الأهداف المنشودة.

و عليه، بعد إنهاء مختلف متطلبات هذا البحث الذي حاولنا من خلاله الإجابة على الإشكالية المطروحة سابقا من خلال جميع فصوله تم الخروج بجملته من النتائج يمكن طرح أبرزها في النقاط التالية:

— تتجسد العولمة في تزايد التشابك والترابط بين مجالات الحياة وخاصة الاقتصادية في مختلف أنحاء العالم. لذا فالعولمة ظاهرة متعددة الأبعاد: اجتماعية، ثقافية، سياسية، اقتصادية ومالية، وهي مثيرة للجدل ففي حين يتفق كثيرون على الفوائد الهائلة التي يمكن أن تنجم عنها يركز الآخرون على أضرارها ومخاطرها.

– العولة ظاهرة ستستمر مع استمرار التطور في التكنولوجيا وستبقى مثيرة للجدل لأنها ليست مفيدة أو مضرّة بشكل مطلق كما أن الدخول غير الطوعي فيها سيزيد من المخاوف المرتبطة بها.

– إن العولة المالية كاتجاه عام نحو قيام سوق مالية موحدة تختفي معها كل أشكال القيود والتنظيمات، وتفقد معها الدول سيطرتها على سياساتها الاقتصادية والمالية، تعطى النظام المالي الدولي مظهرا جديدا يقوم على التذبذب وعدم الاستقرار والحقيقة أن بقاءه دون قوانين وتنظيمات تضبطه يجعل هذه الاضطرابات والتذبذبات من أهم سماته.

– إن الانفصال بين قطاع الاقتصاد الحقيقي وقطاع الاقتصاد المالي يلعب دورا كبيرا في زيادة عدم الاستقرار والتذبذب الذي أصبح يميز النظام المالي الدولي الجديد بشكل دائم ويرسم محيطه.

– يلعب سوق رأس المال دورا مهما في تعبئة الادخار وتخصيص رؤوس الأموال بتوفيره مجموعة من الأدوات الاستثمارية تسهل وتضمن انتقال هذه الأموال بين المدخرين أنفسهم وبين المدخرين والمستثمرين. ومن أجل هذا تهيكّل السوق على شكل سوق أولية وسوق ثانوية.

– تستعين سوق رأس المال في مهامها بمؤسسات أخرى مثل هيئة الرقابة التي تهتم بمراقبة السوق، إلى جانب هذه الهيئات يكون الوسطاء الماليون حلقة الوصل بين المستثمرين والمدخرين حيث يهتمون بتسيير محافظ المدخرين مع إبداء النصيح لهم فيما يتعلق بالاستثمارات الجيدة وتمكينهم من التنويع في الاستثمارات وتخفيض تكلفة تعاملاتهم.

– تعتبر سوق رأس المال وسيلة لتحفيز الادخار والاستثمار وتوجيهها، وأنها سوق دائمة ومستمرة تساهم في توفير السيولة اللازمة، وأنها أداة لتقييم المؤسسات ووسيلة لفتح رأس مالها خاصة العمومية منها، إضافة إلى أنها أداة لتقييم الوضع الاقتصادي للبلد، حيث أن تطورها يشير إلى تحسن الوضع الاقتصادي وفشلها يعبر عن تفهقر أداء المؤسسة أو القطاع أو الاقتصاد الوطني.

– تسمح فعالية سوق رأس المال بالتخصيص الأمثل للموارد المتاحة كما تسمح بتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، ويقنضي تحقيق الفعالية بهذا المفهوم تحقق كل من فعالية التسعير وفعالية التشغيل.

– ومن جهة أخرى تتمثل أهم المركّزات الرئيسية في تحقيق فعالية سوق رأس المال في الجوانب المتعلقة بالفعالية التنظيمية والإعلامية.

– تتباين فعالية السوق وفقا للمعلومات الخاصة بها، مما يسمح بالتمييز بين ثلاث صيغ للفعالية، منها الصيغة الضعيفة والتي تعتبر أن المعلومات التاريخية عن الأوراق المالية تنعكس مع أسعارها، والصيغة المتوسطة التي تعتبر أن جميع المعلومات التاريخية والحالية تنعكس على أسعار الأوراق المالية، أما الصيغة القوية فتستند إلى أن جميع المعلومات العامة والخاصة تنعكس على أسعار الأوراق المالية، وهو الشيء الذي يصعب تحقيقه حتى في أرقى البورصات العالمية، ليبقى التسليم بالصيغة الضعيفة ومتوسطة القوة بالنسبة لبعض البورصات.

– هناك جملة من المؤشرات تهتم بقياس درجة فعالية سوق رأس المال، منها حجم السوق، معدل الرسملة البورصية، إضافة إلى مؤشر سيولة السوق، مؤشر درجة التذبذب، مؤشر فعالية تسعير الأصول المالية ومؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي.

– تميزت التدفقات الرأسمالية الدولية إلى الدول النامية في السنوات الأخيرة بنموها الكبير سواء في إطار استثمارات الحافظة أو الاستثمارات المباشرة وحساسيتها تجاه تغير الأوضاع الاقتصادية لهذه الدول. وأدى التقلب الكبير لهذه التدفقات والأضرار الاقتصادية والاجتماعية والسياسية الناتجة عن ذلك إلى شك الكثيرين في مدى حكمة التحرير الكامل لحركة رؤوس الأموال في إطار ما تتطلبه العولمة.

– لقد كانت الأزمة المكسيكية 1995 بمثابة إشارة مبكرة لأهمية وجود نظم مالية قوية وتجنب تراكم الديون الخارجية قصيرة الأجل والعجز الضخم في الحساب الجاري.

– تشير التحرية الآسيوية، إلى أن مستثمري الحافظة الأجانب الذين ليس لديهم وجود مادي في البلد، قد يقومون بشراء وبيع الأسهم عند ارتفاع وهبوط الأسعار على التوالي، والذي يزيد من تقلب الأسواق المالية الناشئة. وفي المقابل، المستثمرون الأجانب الذين لهم وجود مادي في بلد السوق المالية الناشئة هم أقل ميلا لإتباع استراتيجيات تؤدي إلى زعزعة استقرار السوق.

– تتركز مشكلة تحرير أسواق رأس المال خاصة ما يتعلق باستثمارات الحافظة في مسألة عدم تماثل المعلومات مما يولد آثارا جانبية ضارة للمعاملات المالية التي يفترض أن يكون لها فائدة للطرفين اللذين يقومان بها. وتجدد الإشارة إلى أن مشكلة عدم تماثل المعلومات أقل أهمية داخل البلد منها بين الدول بسبب الفروق الثقافية والقانونية والمحاسبية وغيرها. أما بالنسبة للاستثمارات المباشرة، فإنها تعاني في الكثير من الحالات من تشوهات كبيرة بسبب مستويات الضريبة والحوافز الأخرى في كل بلد، لكن الكل يجمع على أن هذا النوع من الاستثمارات هو أكثر استقرارا من التدفقات المالية الأخرى.

– من الحلول الممكنة لمشكلة عدم استقرار التدفقات الرأسالية وضع قيود على حركة الأموال غير المرغوب بها، وبالإضافة إلى هذه القيود، فإن تدني المديونية الخارجية وارتفاع الاحتياطي من النقد الأجنبي ووجود قوانين متطورة للمؤسسات المالية والإشراف الجيد عليها، تساهم في الحد من تقلب التدفقات المالية.

– لقد استطاعت دول جنوب شرق آسيا أن تستفيد من إيجابيات العولمة قبل الأزمات المالية التي أصابتها خلال التسعينات من القرن الماضي، حيث ارتفع أداؤها الاقتصادي والمالي بصورة واضحة، بالإضافة إلى التحسن الكبير في أداء أسواقها المالية ولكن فترة الأزمات جعلت رؤوس الأموال الدولية تتراجع وتسحب من هذه الأسواق مما أثر سلبا على أدائها لكنها بعد فترة وجيزة استطاعت التغلب على هذه الآثار مما يدل على وجود طريقة للاستفادة من بعض جوانب العولمة المالية لتحسين الأداء الاقتصادي.

– جاءت بورصة الجزائر كجزء من الإصلاحات التي باشرتها الجزائر بحكم توجيهها نحو اقتصاد السوق، وتشكل بورصة الجزائر من ثلاثة هيئات هي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وشركة المؤتمن المركزي على السندات، كما أن المتعاملون فيها يتشكلون من هيئتين للتوظيف الجماعي وهما شركة الاستثمارات ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، أما الوسطاء في عملات البورصة فيتشكلون من خمس شركات هي الراشد المالي، الشركات العامة للتمويل، الشركات المالية للاستثمارات والتوظيفات وشركة التوظيف في القيم المتداولة.

– لم تتمكن بورصة الجزائر من تحقيق تنمية في مجال الاستثمار المالي والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة حيث لم يتم فتح رأسمال إلا ثلاثة مؤسسات وبنسبة 20% مما يدل على محدودية بورصة الجزائر.

– محدودية عرض الأوراق المالية في بورصة الجزائر، حيث يتم تداول نوعين من الأوراق المالية الأسهم العادية والسندات العادية مما يلاحظ غياب للتنوع في الأوراق المالية الذي يمكن أن يساهم في توسيع حجم المبادلات في البورصة.

– تعتبر البورصة الإطار الأمثل ل طرح المؤسسات لأسهمها للاكتتاب العام والتقييم الصحيح لها، فمن شأن متابعة الإصلاحات وخاصة ما يتعلق منها بخصوصية المؤسسات أن يساهم في تفعيل بورصة الجزائر، وتحقيقها للدور المنتظر منها.

– تواجه بورصة الجزائر عدة عراقيل منها ما يتعلق بأنظمة وآليات سير عملها مثل قصور الأطر التنظيمية والتشريعية، ضعف الفعالية المعلوماتية، محدودية عرض الأوراق المالية، ومنها ما يتعلق بالحيز البورصي من مشاكل سياسية اقتصادية وثقافية.

– تعتبر الظروف المحيطة ببورصة الجزائر مهياة نوعا ما لتفعيل دورها، خاصة في ظل الاستقرار السياسي الذي تعرفه البلاد، وتحسن المؤشرات الاقتصادية وتوفر الجزائر على احتياطي هام من الصرف الأجنبي.

– غياب متطلبات فعالية سوق رأس المال في الجزائر الشيء الذي يقتضي بذل الجهود من أجل تطويرها، وذلك من خلال الاهتمام بالإطار التشريعي والتنظيمي، جانب العرض والطلب على الأوراق المالية.

وبناء على النتائج المتوصل إليها، يمكن إبراز بعض التوصيات التي تراها ضرورية ومنها ما يلي:

– تأسيس وتقديم دعم سياسي للسلطات النقدية والرقابية المالية التي تدرج وتطبق اللوائح والمعايير الاحترازية التي تقوي القدرة التنافسية العالمية للاقتصاديات.

– الإدارة الجيدة للدين العام، المحلي والخارجي، ورصد المديونية الخارجية للقطاع الخاص.

– الترويج للاستثمار الأجنبي المباشر كأفضل نمط من التدفقات العالمية لرأس المال.

– توفير إطار العمل والحوافز للقطاع الخاص ليستثمر ويمول مشاريع تكنولوجيا المعلومات.

– تهيئة المناخ الاستثماري الملائم في الجزائر، حيث أن إنشاء وتطوير سوق فعال لرأس المال مرتبط أشد الارتباط بتوفر مناخ استثماري ملائم.

– تطوير واستكمال الأطر التنظيمية، المؤسسية والتنظيمية لسوق رأس المال في الجزائر.

– ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة العامة بما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات وبما يشجع شركات المساهمة المغلقة إلى التحول إلى شركات مساهمة عامة.

– تبسيط وتسريع الإجراءات الخاصة بتنفيذ المعاملات المالية وعدم المبالغة في تقرير حد أدنى لما يجب امتلاكه من الأسهم كشرط لقبول الاكتتاب.

– إحكام وتدعيم الرقابة على أعمال المؤسسات بحيث تعكس حسابات الأرباح والخسائر فيها أوضاعها المالية بدقة متناهية مما يضمن حقوق المساهمين والمتعاملين معها، وفي هذا الإطار يجب إنشاء هيئات مستقلة تختص بالرقابة على أعمال هذه الشركات والكشف عما يرتكب فيها من مخالفات.

– العمل على تحقيق التنوع في الأدوات المالية المعروضة عن طريق إدخال العديد من الأوراق المالية المستحدثة.

– العمل على إدخال نظام صانع السوق الذي يكون على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية في أي وقت بشكل ينشط ويدعم سيولته ويحافظ على استقراره.

– العمل على تحويل أكبر قدر ممكن من الدين العام المحلي إلى سندات حكومية تطرح للتداول في سوق الأوراق المالية، إذ من شأن ذلك أن يعمق وينشط سوق السندات، ومن ثم بورصة الجزائر.

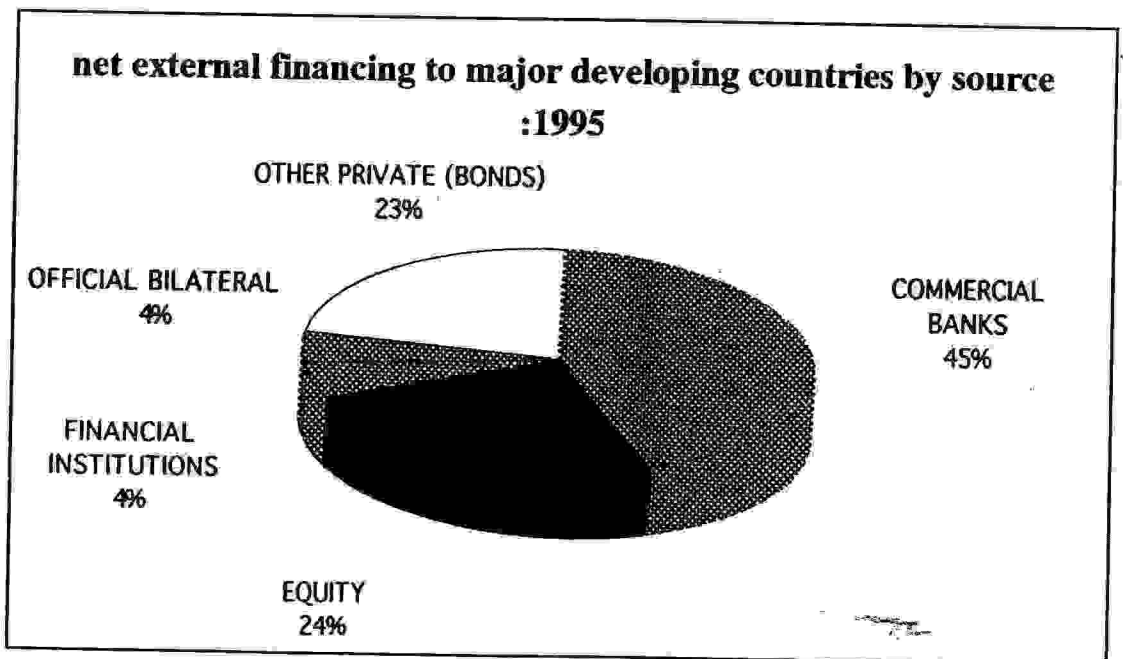
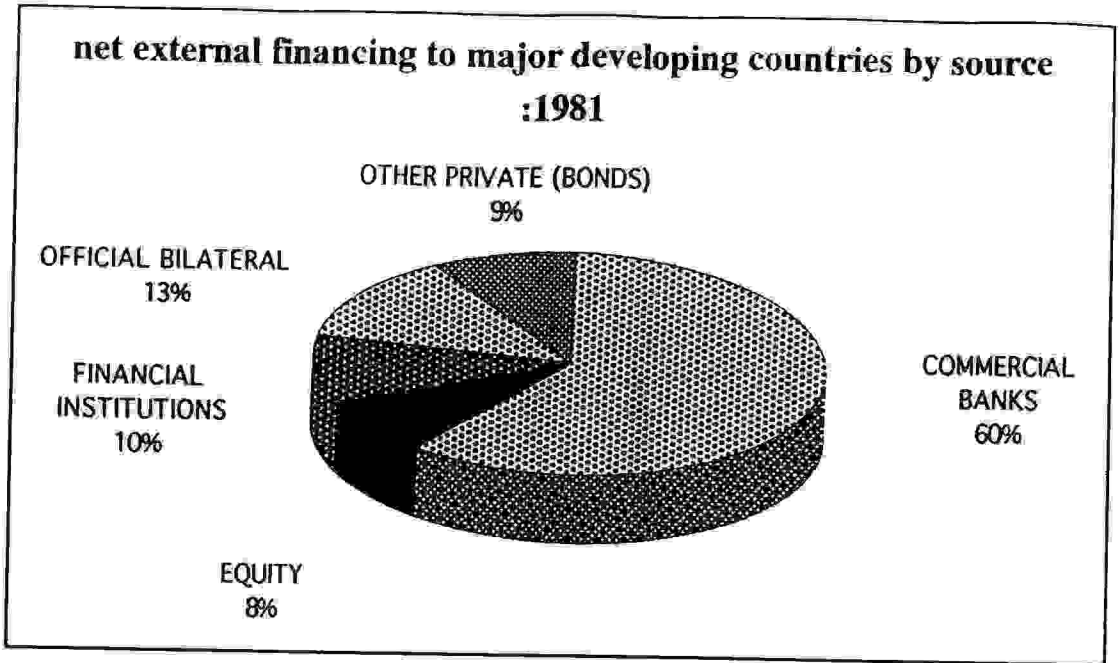
– إدخال البنوك وشركات التأمين للبورصة من شأنه أن يفعلها وينشطها.

– ضرورة إدخال الاستثمار الأجنبي المباشر في البورصة باعتبار هذا الأخير يسمح بحرية دخول ومخروج المستثمرين، عكس الاستثمار غير المباشر.

أتمنى في الأخير أن يكون هذا البحث مساهمة في توسيع آفاق بحوث أخرى في مثل هذا الموضوع الذي تفتقر إليه الساحة الجزائرية خاصة من قبل المختصين.

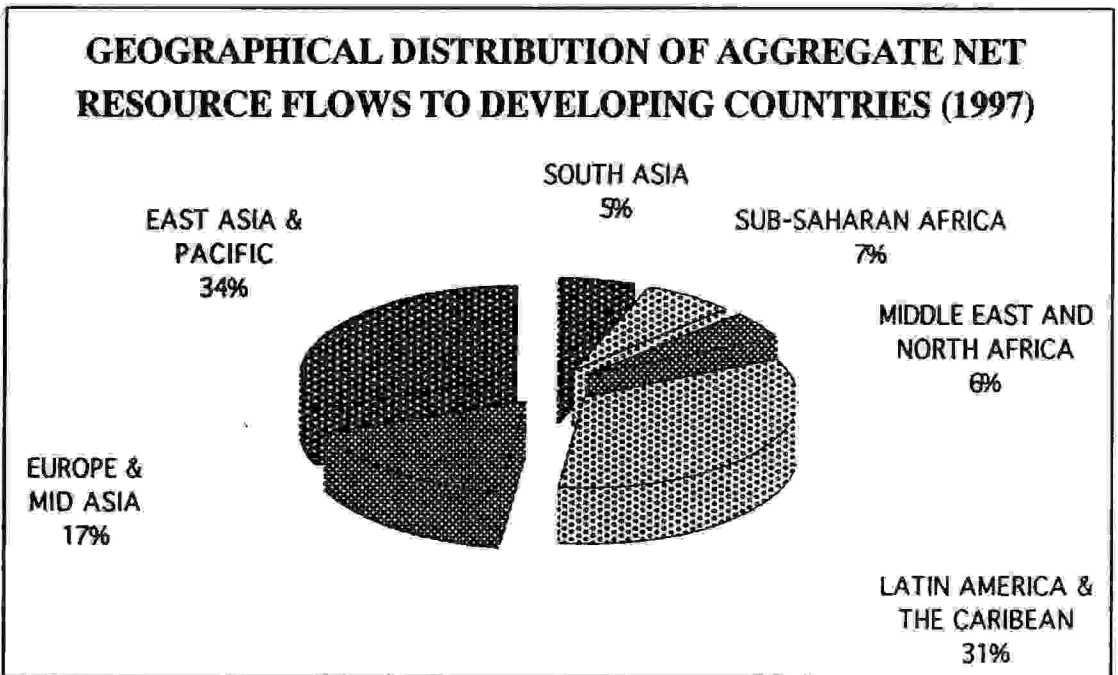
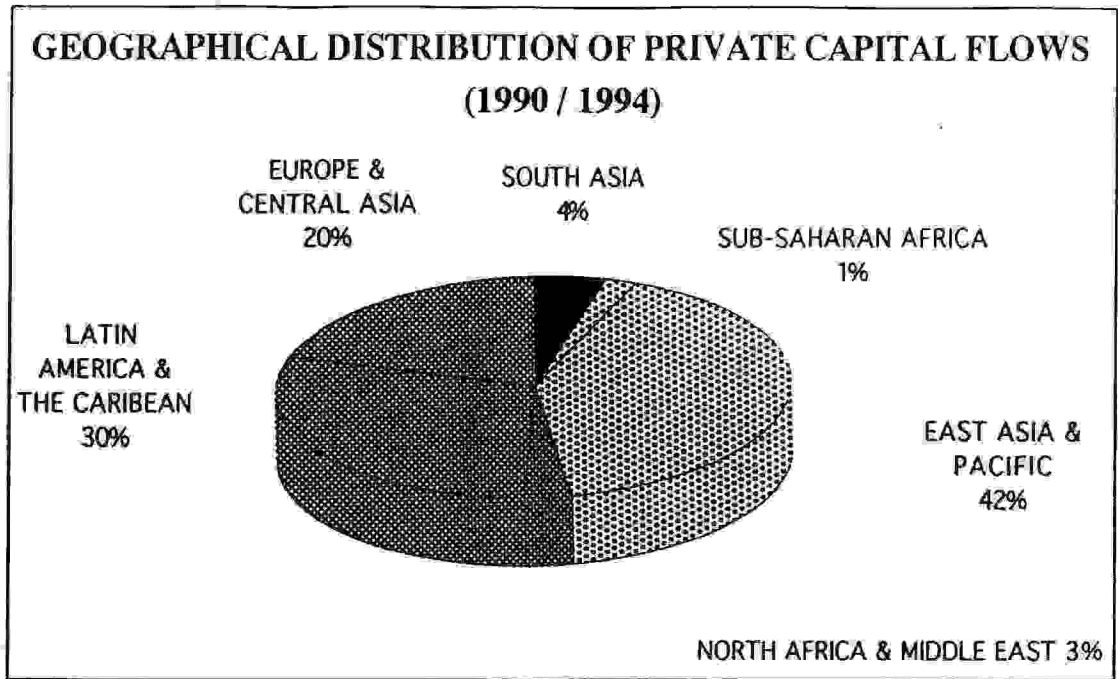
الملاحق

الملحق رقم ( 01 ) : الحاصل المالي الخارجي للدول المتطورة حسب المصدر



SOURCE : WORLD BANK " WORLD DEVELOPMENT FINANCE " DIFFERENT ISSUES

المصدر: هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 90.



SOURCE : WORLD BANK " WORLD DEVELOPMENT FINANCE " DIFFERENT ISSUES

المصدر: هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص: 89.



Résultat - #1 select no\_Seance, conve ...

no_Seance	Date_Negoc	Titre	Cote
70	8 /1 /2001	AUR	375.00
71	15/1 /2001	AUR	380.00
72	22/1 /2001	AUR	380.00
73	29/1 /2001	AUR	380.00
74	5 /2 /2001	AUR	380.00
75	12/2 /2001	AUR	380.00
76	19/2 /2001	AUR	365.00
77	26/2 /2001	AUR	365.00
78	7 /3 /2001	AUR	350.00
79	12/3 /2001	AUR	350.00
80	19/3 /2001	AUR	350.00
81	27/3 /2001	AUR	365.00
82	2 /4 /2001	AUR	365.00
83	9 /4 /2001	AUR	365.00
84	16/4 /2001	AUR	380.00
85	23/4 /2001	AUR	380.00
86	30/4 /2001	AUR	380.00
87	7 /5 /2001	AUR	380.00
88	14/5 /2001	AUR	365.00
91	5 /6 /2001	AUR	350.00
92	11/6 /2001	AUR	335.00
93	18/6 /2001	AUR	330.00
94	25/6 /2001	AUR	345.00
95	2 /7 /2001	AUR	350.00
96	9 /7 /2001	AUR	365.00
97	16/7 /2001	AUR	380.00
98	23/7 /2001	AUR	380.00
99	30/7 /2001	AUR	380.00
100	6 /8 /2001	AUR	380.00
101	13/8 /2001	AUR	380.00
102	20/8 /2001	AUR	380.00
103	27/8 /2001	AUR	365.00
105	10/9 /2001	AUR	350.00
107	24/9 /2001	AUR	335.00
108	1 /10/2001	AUR	320.00
110	15/10/2001	AUR	305.00
111	22/10/2001	AUR	290.00
113	5 /11/2001	AUR	280.00
114	12/11/2001	AUR	270.00
115	19/11/2001	AUR	260.00
116	26/11/2001	AUR	260.00
117	3 /12/2001	AUR	260.00
118	10/12/2001	AUR	270.00
119	18/12/2001	AUR	260.00
120	24/12/2001	AUR	270.00
121	31/12/2001	AUR	270.00
122	7 /1 /2002	AUR	260.00
123	14/1 /2002	AUR	255.00
124	21/1 /2002	AUR	255.00
125	28/1 /2002	AUR	265.00
126	4 /2 /2002	AUR	255.00
127	11/2 /2002	AUR	255.00
128	18/2 /2002	AUR	250.00
129	25/2 /2002	AUR	245.00
130	4 /3 /2002	AUR	255.00
131	11/3 /2002	AUR	260.00
132	18/3 /2002	AUR	265.00
133	25/3 /2002	AUR	265.00
134	1 /4 /2002	AUR	275.00
135	8 /4 /2002	AUR	270.00
136	10/4 /2002	AUR	265.00
137	15/4 /2002	AUR	265.00
138	17/4 /2002	AUR	265.00
139	22/4 /2002	AUR	265.00
140	24/4 /2002	AUR	265.00
141	29/4 /2002	AUR	265.00
142	2 /5 /2002	AUR	265.00
143	6 /5 /2002	AUR	265.00
144	8 /5 /2002	AUR	270.00
145	13/5 /2002	AUR	265.00
146	15/5 /2002	AUR	270.00
147	16/5 /2002	AUR	265.00

Resultat. = #1 select no. 854000; conve ...

150	29/5 /2002	AUR	270.00
151	3 /6 /2002	AUR	270.00
159	1 /7 /2002	AUR	260.00
160	3 /7 /2002	AUR	250.00
161	8 /7 /2002	AUR	240.00
165	22/7 /2002	AUR	235.00
166	24/7 /2002	AUR	240.00
170	7 /8 /2002	AUR	230.00
171	12/8 /2002	AUR	235.00
174	21/8 /2002	AUR	225.00
175	26/8 /2002	AUR	225.00
176	28/8 /2002	AUR	225.00
178	4 /9 /2002	AUR	225.00
179	9 /9 /2002	AUR	215.00
180	11/9 /2002	AUR	215.00
181	16/9 /2002	AUR	215.00
182	18/9 /2002	AUR	215.00
187	7 /10/2002	AUR	215.00
190	16/10/2002	AUR	210.00
195	4 /11/2002	AUR	210.00
196	6 /11/2002	AUR	215.00
197	11/11/2002	AUR	210.00
198	13/11/2002	AUR	215.00
199	18/11/2002	AUR	210.00
201	25/11/2002	AUR	210.00
203	2 /12/2002	AUR	215.00
205	9 /12/2002	AUR	220.00
207	16/12/2002	AUR	220.00
209	23/12/2002	AUR	230.00
211	30/12/2002	AUR	240.00
213	6 /1 /2003	AUR	250.00
215	13/1 /2003	AUR	255.00
217	20/1 /2003	AUR	255.00
219	27/1 /2003	AUR	255.00
221	3 /2 /2003	AUR	255.00
223	10/2 /2003	AUR	255.00
225	17/2 /2003	AUR	255.00
227	24/2 /2003	AUR	255.00
231	10/3 /2003	AUR	255.00
233	17/3 /2003	AUR	255.00
235	24/3 /2003	AUR	255.00
237	31/3 /2003	AUR	260.00
239	7 /4 /2003	AUR	260.00
241	14/4 /2003	AUR	260.00
243	21/4 /2003	AUR	260.00
245	28/4 /2003	AUR	260.00
247	5 /5 /2003	AUR	265.00
249	12/5 /2003	AUR	270.00
251	19/5 /2003	AUR	260.00
255	2 /6 /2003	AUR	265.00
259	16/6 /2003	AUR	260.00
261	23/6 /2003	AUR	260.00
263	30/6 /2003	AUR	250.00
271	28/7 /2003	AUR	250.00
273	4 /8 /2003	AUR	250.00
281	1 /9 /2003	AUR	250.00
283	8 /9 /2003	AUR	250.00
285	15/9 /2003	AUR	260.00
287	22/9 /2003	AUR	250.00
291	6 /10/2003	AUR	260.00
293	13/10/2003	AUR	260.00
295	20/10/2003	AUR	250.00
297	27/10/2003	AUR	260.00
299	3 /11/2003	AUR	260.00
301	10/11/2003	AUR	260.00
303	17/11/2003	AUR	250.00
307	1 /12/2003	AUR	260.00
309	8 /12/2003	AUR	260.00
311	15/12/2003	AUR	260.00
315	29/12/2003	AUR	260.00

\*\*\*\*\*

72	22/1	/2001	ERD	2300.00	
73	23/1	/2001	ERD	2300.00	
74	5	/2	/2001	ERD	2300.00
76	13/2	/2001	ERD	2300.00	
78	7	/3	/2001	ERD	2290.00
79	12/3	/2001	ERD	2295.00	
80	19/3	/2001	ERD	2285.00	
81	21/3	/2001	ERD	2285.00	
82	2	/4	/2001	ERD	2285.00
83	9	/4	/2001	ERD	2285.00
84	16/4	/2001	ERD	2285.00	
85	23/4	/2001	ERD	2280.00	
87	7	/5	/2001	ERD	2195.00
88	14/5	/2001	ERD	2090.00	
89	21/5	/2001	ERD	1990.00	
90	28/5	/2001	ERD	1990.00	
92	11/6	/2001	ERD	1895.00	
93	18/6	/2001	ERD	1895.00	
94	25/6	/2001	ERD	1805.00	
95	2	/7	/2001	ERD	1715.00
96	9	/7	/2001	ERD	1800.00
97	16/7	/2001	ERD	1750.00	
98	23/7	/2001	ERD	1750.00	
99	30/7	/2001	ERD	1700.00	
102	20/8	/2001	ERD	1700.00	
103	27/8	/2001	ERD	1700.00	
104	3	/9	/2001	ERD	1785.00
105	10/9	/2001	ERD	1785.00	
106	17/9	/2001	ERD	1870.00	
107	24/9	/2001	ERD	1780.00	
108	1	/10/2001	ERD	1780.00	
109	8	/10/2001	ERD	1780.00	
110	15/10/2001	ERD	1700.00		
111	22/10/2001	ERD	1645.00		
115	19/11/2001	ERD	1640.00		
117	3	/12/2001	ERD	1560.00	
118	10/12/2001	ERD	1635.00		
119	18/12/2001	ERD	1635.00		
120	24/12/2001	ERD	1600.00		
123	14/1	/2002	ERD	1560.00	
126	4	/2	/2002	ERD	1635.00
127	11/2	/2002	ERD	1645.00	
128	18/2	/2002	ERD	1595.00	
133	25/3	/2002	ERD	1440.00	
142	2	/5	/2002	ERD	1300.00
143	6	/5	/2002	ERD	1235.00
155	17/6	/2002	ERD	1155.00	
158	26/6	/2002	ERD	1145.00	
159	1	/7	/2002	ERD	1100.00
168	31/7	/2002	ERD	1100.00	
182	18/9	/2002	ERD	1095.00	
196	6	/11/2002	ERD	1050.00	
217	20/1	/2003	ERD	1050.00	
229	3	/3	/2003	ERD	1045.00
247	5	/5	/2003	ERD	995.00
249	12/5	/2003	ERD	990.00	
251	19/5	/2003	ERD	945.00	
255	2	/6	/2003	ERD	990.00
259	16/6	/2003	ERD	995.00	
261	23/6	/2003	ERD	950.00	
271	28/7	/2003	ERD	945.00	
281	1	/9	/2003	ERD	945.00
285	15/9	/2003	ERD	970.00	
305	24/11/2003	ERD	950.00		
307	1	/12/2003	ERD	970.00	
311	15/12/2003	ERD	970.00		
313	22/12/2003	ERD	1000.00		

\*\*\*\*\*

69	2	/1	/2001	SAI	790.00
70	8	/1	/2001	SAI	785.00
72	22/1	/2001	SAI	770.00	
73	29/1	/2001	SAI	780.00	

80	19/3 /2001	SAI	780.00
81	27/3 /2001	SAI	770.00
84	16/4 /2001	SAI	735.00
85	23/4 /2001	SAI	735.00
87	7 /5 /2001	SAI	700.00
88	14/5 /2001	SAI	665.00
89	21/5 /2001	SAI	695.00
90	28/5 /2001	SAI	725.00
91	5 /6 /2001	SAI	760.00
94	25/6 /2001	SAI	725.00
95	2 /7 /2001	SAI	720.00
96	9 /7 /2001	SAI	735.00
97	16/7 /2001	SAI	735.00
99	30/7 /2001	SAI	715.00
113	5 /11/2001	SAI	645.00
114	12/11/2001	SAI	615.00
118	10/12/2001	SAI	585.00
119	18/12/2001	SAI	560.00
120	24/12/2001	SAI	535.00
121	31/12/2001	SAI	510.00
122	7 /1 /2002	SAI	485.00
123	14/1 /2002	SAI	505.00
124	21/1 /2002	SAI	505.00
125	28/1 /2002	SAI	530.00
126	4 /2 /2002	SAI	555.00
127	11/2 /2002	SAI	560.00
129	25/2 /2002	SAI	535.00
131	11/3 /2002	SAI	560.00
132	18/3 /2002	SAI	585.00
133	25/3 /2002	SAI	560.00
135	8 /4 /2002	SAI	535.00
136	10/4 /2002	SAI	510.00
137	15/4 /2002	SAI	490.00
138	17/4 /2002	SAI	490.00
139	22/4 /2002	SAI	490.00
140	24/4 /2002	SAI	490.00
141	29/4 /2002	SAI	490.00
142	2 /5 /2002	SAI	490.00
143	6 /5 /2002	SAI	490.00
147	20/5 /2002	SAI	470.00
151	3 /6 /2002	SAI	450.00
153	10/6 /2002	SAI	430.00
166	24/7 /2002	SAI	390.00
167	29/7 /2002	SAI	405.00
168	31/7 /2002	SAI	410.00
170	7 /8 /2002	SAI	430.00
172	14/8 /2002	SAI	450.00
182	18/9 /2002	SAI	430.00
183	23/9 /2002	SAI	410.00
186	2 /10/2002	SAI	390.00
187	7 /10/2002	SAI	400.00
188	9 /10/2002	SAI	400.00
189	14/10/2002	SAI	400.00
190	16/10/2002	SAI	380.00
191	21/10/2002	SAI	395.00
192	23/10/2002	SAI	405.00
193	28/10/2002	SAI	385.00
195	4 /11/2002	SAI	370.00
196	6 /11/2002	SAI	385.00
197	11/11/2002	SAI	370.00
198	13/11/2002	SAI	385.00
199	18/11/2002	SAI	400.00
200	20/11/2002	SAI	410.00
201	25/11/2002	SAI	410.00
203	2 /12/2002	SAI	405.00
207	16/12/2002	SAI	425.00
209	23/12/2002	SAI	430.00
211	30/12/2002	SAI	430.00
215	13/1 /2003	SAI	430.00
217	20/1 /2003	SAI	435.00
219	27/1 /2003	SAI	420.00
221	3 /2 /2003	SAI	420.00
223	10/2 /2003	SAI	420.00
225	17/2 /2003	SAI	420.00

Résultat = #1 select no\_Seance, conve ...

231	10/3 /2003	SAI	430.00
233	17/3 /2003	SAI	435.00
235	24/3 /2003	SAI	450.00
237	31/3 /2003	SAI	450.00
239	7 /4 /2003	SAI	450.00
243	21/4 /2003	SAI	450.00
245	28/4 /2003	SAI	470.00
247	5 /5 /2003	SAI	470.00
249	12/5 /2003	SAI	455.00
255	2 /6 /2003	SAI	435.00
261	23/6 /2003	SAI	415.00
291	6 /10/2003	SAI	400.00
307	1 /12/2003	SAI	380.00

المصدر: وثائق خاصة من بورصة الجزائر.

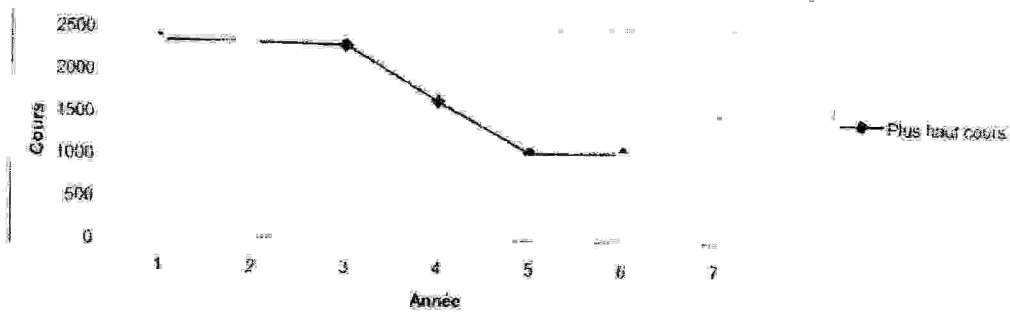
الملحق رقم (05): تطور أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

البيانات  
2005



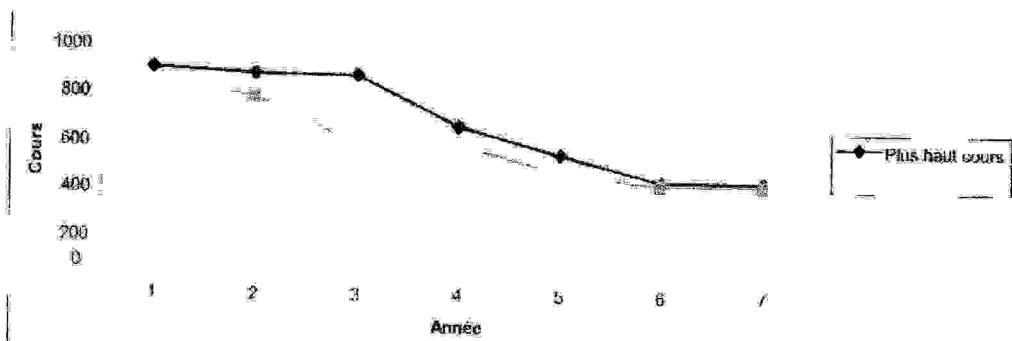
Cours de l'action ERIAD Sétif

Cours / Année	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Plus haut cours	2340	2325	2300	1645	1045	1050	NC
Plus bas cours	2300	2325	1560	1050	945	1000	NC



Cours de l'action SAIDAL

Cours / Année	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Plus haut cours	825	800	795	585	470	360	360
Plus bas cours	765	710	510	510	395	345	345



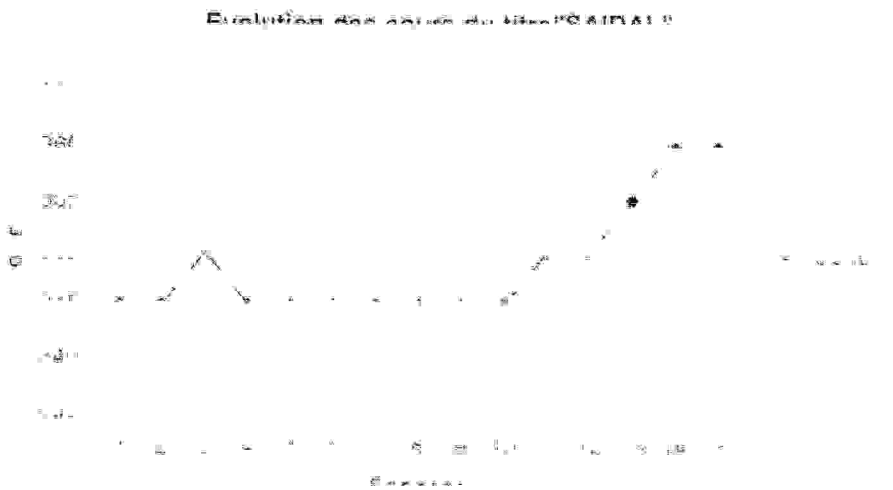
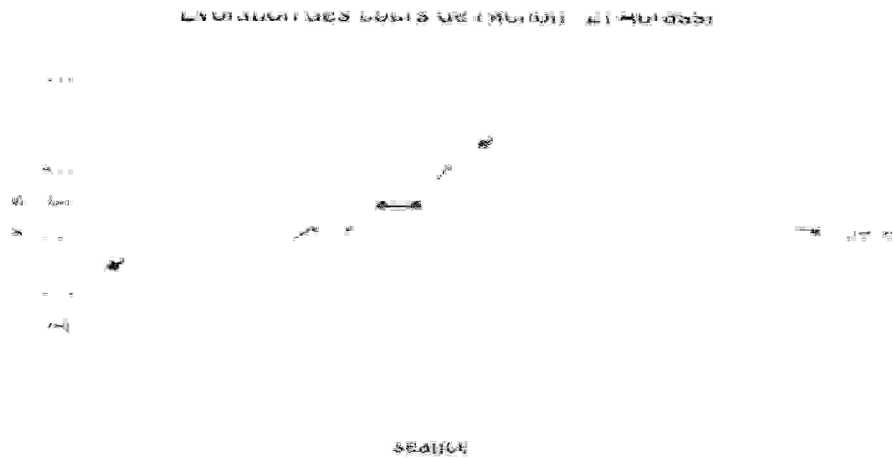
Source : Rapport annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 39.

10  
11  
12  
13

Evolution de l'action COTI AFRANSI						
Cours	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1 <sup>er</sup> trimestre	100	100	100	100	100	100
2 <sup>ème</sup> trimestre	100	100	100	100	100	100
3 <sup>ème</sup> trimestre	100	100	100	100	100	100
4 <sup>ème</sup> trimestre	100	100	100	100	100	100

Source : Rapport annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 40.

الملحق رقم (06): تطور أسعار سهم فندق الأوراسي ومجمع صيدال خلال سنة 2005.



Source : Rapport annuelle, COSOB, 2005, Op-cit, p : 17.



# المراجع

## قائمة المراجع

### 1. الكتب:

#### 1.1 الكتب باللغة العربية:

- 01\_ أحمد أبو الفتوح الناقة، " نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية "، الدار الجامعية الإسكندرية، 1994.
- 02\_ أحمد بوراس، " أسواق رؤوس الأموال "، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر 2003/2002.
- 03\_ أحمد حسن عنان، " جدلية العولمة "، دار كيوان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، دمشق، 2006.
- 04\_ الطاهر لطرش، " تقنيات البنوك "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 05\_ إيهاب الدسوقي، " اقتصاديات كفاءة البورصة "، دار النهضة العربية، القاهرة 2000.
- 06\_ جاك أدا، " عولمة الاقتصاد من التشكل إلى المشكلات "، ترجمة مطانيوس حبيب، داتالاس للدراسات والترجمة والنشر، الطبعة الأولى، دمشق، 1997.
- 07\_ رمزي زكي، " المحنة الآسيوية قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية "، دار المدى للثقافة والنشر، الطبعة الأولى، 2000.
- 08\_ صادق جلال العظم وحسن حنفي، " ما العولمة "، دار الفكر، دمشق، 1999.
- 09\_ صلاح الدين حسن السيسي، " قضايا اقتصادية معاصرة ( دراسة نظرية وتطبيقية ) " دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 2002.
- 10\_ صلاح الدين حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية "، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.
- 11\_ صلاح السيد جودة، " بورصة الأوراق المالية ( علميا وعمليا ) "، مكتبة ومطبع الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000.
- 12\_ ضياء مجيد، " البورصات ( أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات ) "، مؤسس شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 13\_ طارق عبد العال حماد، " التطورات العالمية انعكاساتها على أعمال البنوك "، الدار الجامعية، الجزء الأول، الإسكندرية، 2001.
- 14\_ عبد الغفار حنفي، " البورصات - أسهم، سندات، صناديق الاستثمار - "، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995.

- 15\_ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، " البورصات والمؤسسات المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 16\_ عبد المطلب عبد الحميد، " العولة واقتصاديات البنوك "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 17\_ عصام فهد العريبيد، " الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية والتطبيق ) "، دار الرضا للنشر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002.
- 18\_ عمر صقر، " العولة وقضايا اقتصادية معاصرة "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 19\_ كرم نعمة النوري، " آفاق العولة في البلدان النامية "، دار الإصدار البلغارية، جمهورية بلغاريا، 2005، متوفر على الموقع: ( www.univ-vt.bg ) .
- 20\_ محسن أحمد الخضيري، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة "، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999.
- 21\_ محفوظ جبار، " البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية "، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2002.
- 22\_ محفوظ جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية "، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2002.
- 23\_ محفوظ جبار، " تنظيم وإدارة البورصة "، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، 2002.
- 24\_ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 25\_ هانس رنر مارتين زهارالد شومان، " فح العولة ( الاعتداء على الديمقراطية والرفاهية ) "، ترجمة عدنان عباس علي، عالم المعرفة، الكويت، أكتوبر 1998.
- 26\_ مروان عطون، " الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الثاني، 1993.
- 27\_ مصطفى رشدي شيحة، " الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات "، الدار الجامعية الجديدة للنشر، 1998.
- 28\_ منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- 29\_ منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق والمنشآت المالية "، منشأة المعارف، الإسكندرية.

- 30\_ منير الحمش، " العولمة... ليست الخيار الوحيد "، الأهالي للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، الطبعة الأولى، 1998.
- 31\_ ناهد طلاس العجة، " العولمة محاولة في فهمها وتحسينها "، ترجمة هشام حداد، دار طلاس للدراسات والترجمة والنشر، دمشق، 1999.
- 32\_ هالة حلمي السعيد، " الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة "، بنك الكويت الصناعي، العدد 58، سبتمبر 1999.
- 33\_ هانس بيتر مارتين وهارالد شومان، " فخ العولمة ( الاعتداء على الديمقراطية والرفاهية ) "، ترجمة عدنان عباس علي، عالم المعرفة، الكويت، أكتوبر 1998.

## 2.1 الكتب باللغة الأجنبية:

- 01\_ Ceneco, " Dixeco de l'entreprise ", Dunod, Paris, 1980.
- 02\_ Ceneco, " Dexeco de l'économie ", Dunod, Paris, 1980.
- 03\_ Gérard Marie Henry, " Les marchés financiers\_", Armand Colin, Paris, 1999.
- 04\_ Jaques Bichot, " La monnaie et les systèmes financiers ", Ed.Ellipses marketing S.A, 1997.
- 05\_ Jean-Pierre Allégret, Bernard Courbis, " Monnaies, finance et mondialisation ", Vuibert " dyna'sup ", Paris, 2000.
- 06\_ J. Bremond, A.Geledan, " Dictionnaire économique et social, 100 articles thématiques, 1200 définitions ", Hatier, Paris, 1981.
- 07\_ Mansour Mansouri, " La bourse des valeurs mobilières d'Alger ", Edition Dar Houma, Alger, 2002.
- 08\_ Philippe Gillet, " L'efficience des marchés financiers ", Economica, Paris, 1999.
- 09\_ Philippe Spieser, " La bourse ", Vuibert, Paris, 2003.
- 10\_ Pierre Berger, " Le marchés monétaire ", Traduction arabe de Ali Mokalled, Editions Oueidat, Beyrouth\_ Paris, 1978.
- 11\_ René Revol, " Dictionnaire des sciences économiques et sociales ", Hachette éducation, Paris, 2002.
- 12\_ Régis Benichi, " Histoire de la mondialisation ", Vuibert, 2000, Paris.
- 13\_ Salma Maurice, " Les marchés financiers dans le monde\_", Traduit par Youssef Chidyak, Editions Oueidat, Beyrouth – Paris, 1983.

## 2. أطروحات ورسائل جامعية:

- 01\_ أسماء بلميهوب، " العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة "، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2004/2003.
- 02\_ الجودي صاطوري، " أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية "، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2006/2005.
- 03\_ رفيق شرياق، " دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال \_ حالة الجزائر \_ "، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2005/2004.
- 04\_ سامي مبارك، " فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات \_ دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس \_ " مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد تنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2004/2003.
- 05\_ محمد براق، " بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر "، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999/1998.
- 06\_ مصطفى جعوان، " النظام المصرفي الجزائري ( إشكالية الاندماج في النظام المصرفي العالمي ) "، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية، كلية العلوم التجارية، المركز الجامعي تبسة، 2005/2004.

## 3. المنتقيات والندوات:

### 1.3 المنتقيات:

- 01\_ المنتقى الدولي " الجزائر والعولمة " قسم علم الاجتماع، منشورات جامعة منتوري قسنطينة، 2001.
- 02\_ منتقى حول " La quête de l'émergence face à la contrainte de la "globalisation financière au contexte économique Algérien"، جامعة عنابة، 8/7 ديسمبر 2004.
- 03\_ منتقى دولي حول " اليورو واقتصاديات الدول العربي: فرص وتحديات "، جامعة الأغواط، 20/18 أبريل 2005.

04\_ الملتقى الدولي العلمي الأول حول " العولمة وانعكاساتها على البلدان العربية "، المركز الجامعي سكيكدة، 14/13 ماي 2001.

05\_ ملتقى دولي حول " سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات \_ دراسة حالة الجزائر والدول النامية \_ "، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ونخب العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006.

### 2.3 الندوات:

01\_ ندوة حول " العولمة وإدارة الاقتصاديات الوطنية " المنعقدة في 19/18 نوفمبر 2000 بأبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي، طباعة شركة الفجر، 2001.

02\_ بحوث ومناقشات الندوة الفكرية التي نظمها مركز دراسات الوحدة العربية " العرب والعولمة "، الطبعة الثانية، بيروت، ديسمبر 1998.

03\_ الدورة الأولى " لماذا احترقت " النمر " الآسيوية ؟ "، مطبوعات أكاديمية المملكة المغربية، فاس، ماي 1998.

04\_ ندوة حول " القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة " المنعقدة بالإمارات العربية المتحدة في 3/2 أبريل 2000.

05\_ المؤتمر الدولي العلمي الثاني حول " سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية \_ إشارة خاصة لحالة الجزائر \_ "، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 15/14 مارس 2004.

### 4. المجلات والمطبوعات:

#### 1.4 المجلات:

01\_ مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 02، جوان 2002.

02\_ مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 03، 2004.

03\_ مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد 07، ديسمبر 2002.

04\_ حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998.

#### 2.4 المطبوعات:

#### 1.2.4 المطبوعات باللغة العربية:

01\_ علي كنعان، " الأسواق المالية "، مطبوعة موجة لطلبة السنة الثالثة \_ قسم المصارف والتأمين \_، جامعة دمشق، 2006/2005.

02 \_ محمود سحنون، " دروس في الاقتصاد النقدي والمصرفي "، مطبعة جامعة منتوري  
قسنطينة، الجزائر، 2004/2003.

## 2.2.4 المطبوعات باللغة الأجنبية:

- \_ Les guide de COSOB, " Guide de l'investisseur ", Novembre 1997.
- \_ Les guides de COSOB, " Guide de l'admission ", Novembre 1997.
- \_ Les guides de COSOB, " Guide des valeurs mobilières ", Août 2004.
- \_ Bulletin de COSOB, N°01, 1<sup>er</sup> trimestre, 1999.
- \_ Bulletin de la commission, COSOB, N°01, 1999.
- \_ Bulletin de la commission, COSOB, N° 01, 2000.
- \_ COSOB, " Le dépositaire centrale des titres ", 2004.
- \_ COSOB, "Les professionnels du marchés ", 2004
- \_ COSOB, " Anales de la COSOB ", N°01.
- \_ " Les ordres de bourse ", publication de la COSOB, 2004.
- \_ Notice d'information de Hôtel El Aurassi, 1999.
- \_ Rapport annuelle, COSOB, 2004.
- \_ Rapport annuelle, COSOB, 2005.
- \_ Rapport 2005 Evolution économique et monétaire en Algérie, Banque d'Algérie, 16 Avril 2006.
- \_ Rapport 2002 Evolution économique et monétaire en Algérie, Banque d'Algérie, Juin 2003.

## 5. النصوص القانونية والجرائد الرسمية:

- \_ القانون رقم 88\_01 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق ل 12 يناير سنة 1988 يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.
- \_ القانون رقم 88\_02 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق ل 12 يناير سنة 1988 يتعلق بصناديق المساهمة.
- \_ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993.
- \_ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993.
- \_ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 15، الصادرة بتاريخ 12 مارس 2006.

## 6. مواقع للانترنت:

\_ [www.ons.dz](http://www.ons.dz) date de constatation : 11/02/2007.

\_ [www.COSOB.org.dz](http://www.COSOB.org.dz) date de constatation : 11/02/2007.

\_ صندوق النقد العربي، مجموع النشرات الفصلية حول سوق رأس المال في الجزائر.

\_ [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) date de constatation : 11/02/2007.