

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Larbi Ben M'hidi University



جامعة العربي بن مهيدي

أم البواقي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

# الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية وآفاق تطويرها في الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية  
تخصص: مالية.

إشراف الأستاذ الدكتور:

عبد الوهاب شمام

إعداد الطالب:

عمار زودة

نوقشت علنا وأجيزت بتاريخ 30 ماي 2017 من طرف لجنة المناقشة:

د. عبد الحميد مدفوني	أستاذ محاضر - أ.	جامعة أم البواقي	رئيسا
أ.د. عبد الوهاب شمام	أستاذ التعليم العالي	المركز الجامعي ميله	مشرفا ومقررا
د. السعيد بريكة	أستاذ محاضر - أ.	جامعة أم البواقي	عضوا
د. أحسين عثمانى	أستاذ محاضر - أ.	جامعة أم البواقي	عضوا
د. منصف بن خديجة	أستاذ محاضر - أ.	جامعة سوق أهراس	عضوا
د. شراف عقون	أستاذ محاضر - أ.	المركز الجامعي ميله	عضوا

السنة الجامعية: 2016/2017

**الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية  
وأفاق تطويرها في الجزائر**

---

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Larbi Ben M'hidi University



جامعة العربي بن مهيدي

أم البواقي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

# الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية وآفاق تطويرها في الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية  
تخصص: مالية.

إشراف الأستاذ الدكتور:

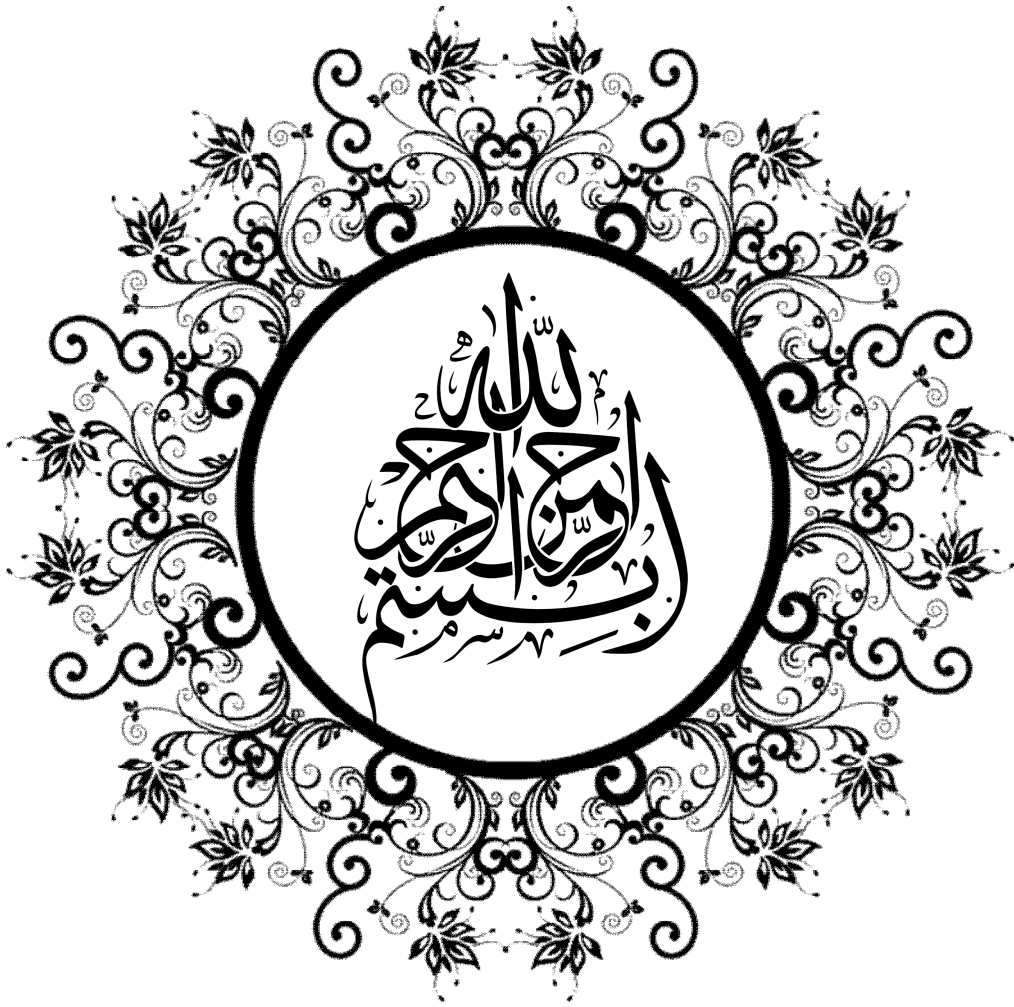
عبد الوهاب شمام

إعداد الطالب:

عمار زودة

لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر - أ.	د. عبد الحميد مدفوني
مشرفاً ومقرراً	المركز الجامعي ميله	أستاذ التعليم العالي	أ.د. عبد الوهاب شمام
عضواً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر - أ.	د. السعيد بريكة
عضواً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر - أ.	د. أحسين عثمانى
عضواً	جامعة سوق أهراس	أستاذ محاضر - أ.	د. منصف بن خديجة
عضواً	المركز الجامعي ميله	أستاذ محاضر - أ.	د. شراف عقون



## تنويه

إِنِّي رَأَيْتُ أَنَّهُ مَا كَتَبَ أَحَدُهُمْ فِي يَوْمِهِ كِتَابًا  
إِلَّا قَالَ فِي غَدِهِ، لَوْ غُيِّرَ هَذَا لَكَانَ أَحْسَنَ وَلَوْ  
زُيِّدَ ذَلِكَ لَكَانَ يُسْتَحْسَنُ، وَلَوْ قُدِّمَ هَذَا لَكَانَ  
أَفْضَلَ، وَلَوْ تُرِكَ ذَلِكَ لَكَانَ أَجْمَلَ، وَهَذَا مِنْ  
أَعْظَمِ الْعِبَرِ، وَهُوَ دَلِيلٌ عَلَى اسْتِيْلَاءِ النَّقْصِ عَلَى  
جُمْلَةِ الْبَشَرِ.

من أقوال القاضي عبد الرحيم بن علي البيساني



## شكر وعرفان

لله الحمد من قبل ومن بعد على إتمام هذا العمل، حمدا يليق بجلاله وعظيم فضله واحسانه، إنه هو أهل الثناء والحمد.

وإنه لمن دواعي الاعتراف بالجميل بعد اختتام هذه المذكرة، أن أتوجه بجزيل الشكر وعظيم التقدير وخالص الامتنان إلى أستاذي الفاضل البروفيسور عبد الوهاب شمام لقبوله الإشراف على هذه الأطروحة، ولما أفادني به من نصائح سديدة وتوجيهات رشيدة وصبره معي إلى آخر المطاف، كما أحيي فيه روح التواضع والمعاملة الحسنة فجزاه الله عني كل الخير.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل.

وأتقدم أيضا بالشكر إلى كل من وقف إلى جنبي وساعدني من قريب أو من بعيد لإنجاز هذا العمل، وأخص بالذكر:

- صديقي الدكتور: جبار بوكثير، الذي كانت له بصمة واضحة من خلال نصائحه في الإخراج اللغوي والمنهجي لهذا العمل؛

- أصدقائي الأستاذ: حمزة بوكفة، الدكتور: محمد الشريف بن زواي والدكتور شراف عقون.

- الدكتورة: صليحة بن عاشور، أستاذتي التي لم تبخل عليا بنصائحتها اللغوية لإنجاز هذا العمل.

أقول لكم جميعا جزاكم الله عني خير الجزاء

عمارة





## إهداء

إلى المعلم الأول والرسول الأعظم سيدنا محمد صلى الله عليه وعلى آله وسلم.

إلى أصحاب الفضل الكبير بعد الله عز وجل أمي وأبي الكريمين أمد الله في عمرهما وأدامهما

تاجا على رؤوسنا، وأعانني على طاعتهما.

إلى التي صبرت وتحملت معي معانات الدراسة زوجتي العزيزة.

إلى إخوتي وأخواتي حفظهم الله جميعا.

إلى من منحوني الحب وأغلى ما يملكون... أهل زوجتي.

إلى عموم الزملاء والأقارب والأحباب.

إلى جميع هؤلاء أهدى لهذا العمل المتواضع

عمارة



خطة الدراسة

قائمتا الأشكال والجداول



الصفحة	العنوان
<i>i</i>	قائمتنا الأشكال والجداول
<i>أ</i>	المقدمة العامة
48 -2	<b>الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية</b>
2	تمهيد
3	<b>المبحث الأول: تطور أسواق الأوراق المالية ومفهومها</b>
3	1. نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها
5	2. تطور مفهوم سوق الأوراق المالية
6	3. الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية
7	4. المخاطر المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية
11	<b>المبحث الثاني: هيكل أسواق الأوراق المالية وتنظيمها</b>
11	1. أنواع أسواق الأوراق المالية
16	2. المتدخلون في سوق الأوراق المالية
22	3. عمليات سوق الأوراق المالية
27	<b>المبحث الثالث: الأدوات والمنتجات المالية في أسواق الأوراق المالية</b>
27	1. خصائص الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية
30	2. الأسهم كأداة ملكية
36	3. السندات كأداة مديونية
39	4. الصكوك الإسلامية Islamic Sukuks
40	5. صناديق الاستثمار Investment fund
41	6. صناديق المؤشرات المتداولة Exchange Traded Funds
43	7. المشتقات المالية
48	خلاصة
88 -50	<b>الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية، مؤشرات أدائها وأنظمة تسعيرها</b>
50	تمهيد
51	<b>المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياس تطورها</b>
51	1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وفرضيات تحققها
55	2. النتائج المترتبة عن كفاءة سوق الأوراق المالية
58	3. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

## خطة الدراسة

61	4. العلاقة بين مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية
62	5. مؤشرات قياس تطور سوق الأوراق المالية
65	<b>المبحث الثاني: مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية</b>
65	1. تعريف مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية
66	2. أنواع مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
67	3. استخدامات مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
68	4. أسس بناء مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
69	5. أساليب بناء مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
72	6. نماذج لمؤشرات أسعار أسهم أسواق أوراق مالية عربية
81	<b>المبحث الثالث: أنظمة تسعير وأساليب تحليل أسواق الأوراق المالية</b>
81	1. أنظمة التسعير المعتمدة في أسواق الأوراق المالية
83	2. طرق تسعير الأوراق المالية في السوق
85	3. أساليب تحليل أسواق الأوراق المالية
88	خلاصة
135 - 90	<b>الفصل الثالث: التنمية الاقتصادية، مصادر تمويلها وعلاقة أسواق الأوراق المالية بها</b>
90	تمهيد
91	<b>المبحث الأول: التنمية الاقتصادية، مفهومها، أبعادها ومستلزماتها</b>
91	1. الفرق بين مفهومي التنمية والنمو الاقتصاديين
93	2. النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية
109	3. أهمية تحقيق التنمية الاقتصادية
110	4. معوقات التنمية الاقتصادية وتحدياتها
114	<b>المبحث الثاني: متطلبات ومصادر تمويل التنمية الاقتصادية</b>
114	1. متطلبات التنمية الاقتصادية
116	2. مصادر تمويل التنمية الاقتصادية
122	<b>المبحث الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية</b>
122	1. الدراسات الاقتصادية حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية
127	2. الدور المرجو من سوق الأوراق المالية في مسيرة التنمية الاقتصادية
135	خلاصة
181 - 137	<b>الفصل الرابع: الأزمة المالية العالمية 2008، نقطة التحول في مسار تطور أسواق الأوراق المالية العربية</b>
137	تمهيد

خطة الدراسة

138	<b>المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية وأثرها على أداء أسواق الأوراق المالية العربية</b>
138	1. تعريف الأزمة المالية THE FINANCIAL CRISIS
139	2. أشكال الأزمات المالية
140	3. الأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري)
155	<b>المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2009 - 2015)</b>
155	1. تطور الأداء من خلال المؤشرات المركبة لأسعار أسواق الأوراق المالية العربية (2009 - 2015)
159	2. تحليل تطورات أسواق الأوراق المالية العربية من خلال مؤشرات تقييم أدائها للفترة (2009 - 2015)
181	<b>خلاصة</b>
<b>183 - 223</b>	<b>الفصل الخامس: خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية، متطلبات تطويرها ودعم تكاملها</b>
183	<b>تمهيد</b>
184	<b>المبحث الأول: خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية</b>
184	1. خصائص أسواق الأوراق المالية العربية
189	2. معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية
195	<b>المبحث الثاني: مرتكزات نمو أسواق الأوراق المالية العربية</b>
195	1. المرتكزات الأساسية
198	2. المرتكزات الساندة
204	<b>المبحث الثالث: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، واقعه ومتطلبات تفعيله</b>
204	1. أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية
206	2. مراحل وجهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية
217	3. معوقات نجاح تكامل أسواق الأوراق المالية العربية
219	4. متطلبات تفعيل تكامل أسواق الأوراق المالية العربية
223	<b>خلاصة</b>
<b>225 - 282</b>	<b>الفصل السادس: طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر وتحليل مؤشرات أدائها</b>
225	<b>تمهيد</b>
226	<b>المبحث الأول: طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر</b>
226	1. نشأة بورصة الجزائر وهيئاتها التنظيمية والرقابية
238	2. طريقة التسعير ونظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر
241	3. أنواع الأوامر المنفذة من طرف الوسطاء في بورصة الجزائر
243	4. القيم المنقولة الممكن تداولها في بورصة الجزائر
246	5. شروط قبول إدراج القيم المنقولة في بورصة الجزائر

خطة الدراسة

248	6. أسواق التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر
250	<b>المبحث الثاني: تحليل وتقييم أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)</b>
250	1. أداء بورصة الجزائر قبل عام 2007
251	2. تحليل الأداء الكلي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)
260	3. تحليل الأداء الانفرادي لأسواق بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)
282	خلاصة
284 - 309	<b>الفصل السابع: ملامح ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر وآفاق تطويرها</b>
284	تمهيد
285	<b>المبحث الأول: ملامح ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر</b>
285	1. ملامح ضعف سوق الأوراق المالية في الجزائر
288	2. معوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر
294	<b>المبحث الثاني: المتطلبات الرئيسية لتطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر</b>
294	1. الخصائص الواجب توفرها في بورصة الجزائر
295	2. المتطلبات السياسية، الاقتصادية والمالية
300	3. المتطلبات التشريعية والقانونية التنظيمية
302	4. متطلبات الجاهزية المؤسسية والتحتية لبورصة الجزائر
309	خلاصة
311	<b>الخاتمة العامة</b>
321	<b>قائمة المراجع</b>
340	<b>فهرس المحتويات</b>
351	<b>الملخصين</b>

قائمة الأشكال والجداول

أولا : قائمة الأشكال حسب تسلسلها

الرقم	عنوان الشكل	صفحة التواجد
(1 - 1)	الوساطة المالية لأسواق الأوراق المالية	6
(2 - 1)	مكونات السوق الثانوية (سوق التداول)	15
(3 - 1)	القيمة السوقية للسهم	32
(1 - 2)	مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	58
(2 - 2)	العلاقة بين مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية	61
(3 - 2)	الأوزان النسبية للأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي (نهاية 2015)	74
(4 - 2)	توزيع الشركات بحسب القطاعات في عينة المؤشر لسنة 2015	78
(1 - 3)	محددات نظرية آرثر لويس للتحويلات الهيكلية	102
(1 - 4)	أنواع الأزمات المالية والاقتصادية	139
(2 - 4)	نسبة التغير في مؤشرات أسهم لبعض أسواق الأوراق المالية العالمية لعام 2008	146
(3 - 4)	نسبة التغير في مؤشرات أسهم لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة لعام 2008	147
(4 - 4)	نسبة تغير مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية العربية خلال عامي 2007، 2008	149
(5 - 4)	تغير مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية العربية خلال عامي 2007، 2008	150
(6 - 4)	التوزيع النسبي للقيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008	151
(7 - 4)	تطور قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2009 - 2015)	156
(8 - 4)	التغير النسبي في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2009 - 2015)	156
(9 - 4)	تطور قيمة مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40 للفترة (2009 - 2015)	158
(10 - 4)	تطور إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال الفترة 2009 - 2015	159
(11 - 4)	إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية إلى الناتج المحلي الإجمالي (2011 - 2015)	160
(12 - 4)	تطور تعاملات الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية (2011 - 2015)	163
(13 - 4)	أنواع الإصدارات الأولية بأسواق الأوراق المالية العربية	164
(14 - 4)	تطور عدد وقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في الأسواق العربية (2010 - 2015)	165
(15 - 4)	تطور عدد وقيمة الإصدارات الأولية من سندات الشركات في الأسواق العربية (2010 - 2015)	166
(16 - 4)	تطور قيمة إصدارات السندات الحكومية في الدول العربية خلال الفترة 2010 - 2015	167
(17 - 4)	تطور عدد وقيمة إصدارات صكوك الشركات العربية خلال الفترة 2010 - 2015	169
(18 - 4)	تطور عدد وقيمة إصدارات الصكوك السيادية العربية خلال الفترة 2010 - 2014	170
(19 - 4)	نسبة تغير مؤشرات أسعار أسهم الأسواق العربية لعامي 2014، 2015	171
(20 - 4)	الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2015	173
(21 - 4)	عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2015	174
(22 - 4)	طبيعة ملكية أسواق الأوراق المالية العربية حتى نهاية عام 2015	177
(23 - 4)	مستوى التزام أسواق الأوراق المالية العربية بمبادئ الحوكمة	180
(1 - 5)	معدل التقلب في مؤشر أسعار أسواق الأوراق المالية العربية عام 2014	187

قائمتا الأشكال والجداول

الرقم	عنوان الشكل (تابع)	صفحة التواجد
(6-1)	هيئات تنظيم وتسيير بورصة الجزائر	228
(6-2)	مسار حصة التداول في بورصة الجزائر	238
(6-3)	مراحل نظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر	240
(6-4)	أسواق التسعيرة الرسمية (Cote Officielle) لبورصة الجزائر	248
(6-5)	تطور القيمة السوقية (الرسمة البورصية) لبورصة الجزائر 2007 - 2015	254
(6-6)	تطور قيمة التداول الإجمالية لبورصة الجزائر 2007 - 2015	259
(6-7)	توزيع قيمة التداول الإجمالي لبورصة الجزائر حسب طبيعة السوق لعامي 2014 و 2015	260
(6-8)	تطور قيمة مؤشر دزاير أندكس (DZAIRINDEX 2011/10 - 2015)	261
(6-9)	تطور قيمة تداول أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	264
(6-10)	تطور عدد الأسهم المتداولة بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	265
(6-11)	التوزيع النسبي لحصة الشركات من إجمالي قيمة تداول الأسهم للعامين 2014 و 2015	266
(6-12)	تطور معدل دوران أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	268
(6-13)	تطور قيمة القروض السنديّة المدرجة للتداول ببورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	273
(6-14)	نسبة تغير قيمة التداول بسوق السندات للفترة (2008 - 2015)	275
(6-15)	تطور قيمة التداول بسوق السندات خلال الفترة (2007 - 2015)	276
(6-16)	تطور عدد الخطوط السنديّة للخزينة العمومية وقيمتها الإجمالية في بورصة الجزائر للفترة (2008-2015)	278
(6-17)	نسبة توزيع قيمة تداول سندات الخزينة العمومية حسب صنفاها لعام 2015	280

## قائمتا الأشكال والجداول

### ثانيا: قائمة الجداول حسب تسلسلها

الرقم	عنوان الجدول	صفحة التواجد
(1 -1)	استحقاق الأدوات المالية	28
(1 -2)	مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية	72
(2 -2)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر المركب للصندوق الممثلة عن الأسواق العربية (نهاية عام 2015)	73
(3 -2)	الشركات المدرجة في احتساب قيمة S&P/AFE 40 Index لعام 2015	77
(1 -4)	معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول خلال عام 2008	148
(2 -4)	تطور مؤشرات تداول أسواق الأوراق المالية العربية للفترة (2010 - 2015)	162
(3 -4)	القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية لعام 2015	172
(4 -4)	مؤشرات سيولة أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا لعام 2015	175
(1 -5)	حصص المتداولين من التعاملات في بعض أسواق الأوراق المالية العربية لعام 2014	185
(1 -6)	وسطاء عمليات بورصة الجزائر	233
(2 -6)	المؤسسات المتداول قيمها المنقولة في بورصة الجزائر (2007 - 2015)	252
(3 -6)	القيمة السوقية الإجمالية لبورصة الجزائر حسب مساهمة كل شركة لعام 2015	254
(4 -6)	مؤشر عمق بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	256
(5 -6)	مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع البنكية للفترة (2007 - 2015)	257
(6 -6)	قيمة التداول الإجمالي لأسواق بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	258
(7 -6)	تطور مؤشرات السوق الرئيسية للفترة (2007 - 2015)	263
(8 -6)	تطور مؤشر معدل دوران أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	267
(9 -6)	رصيد القروض السندية المؤشر لها من طرف COSOB للفترة (2007 - 2015)	271
(10 -6)	تطور مؤشرات سوق السندات المتداولة ببورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)	274
(11 -6)	خطوط سندات الخزينة العمومية المسعرة خلال عام 2015	278
(12 -6)	مؤشرات تداول كتل سندات الخزينة العمومية للفترة (2008 - 2015)	279

# المقدمة العامة

1. إشكالية الدراسة،
2. فرضيات الدراسة،
3. أهداف الدراسة،
4. أهمية الدراسة،
5. منهج الدراسة،
6. مجتمع وفترة الدراسة،
7. مصادر جمع المعلومات والبيانات،
8. مراجعة بعض الدراسات السابقة،
9. مساهمة الدراسة.
10. الهيكل المقترح للدراسة.

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة في العديد من البلدان النامية بصفة عامة والعربية منها بصفة خاصة بالدعوة نحو إقامة أسواق للأوراق المالية (بورصات الأوراق المالية)، إيماناً منها بما تقوم به تلك الأسواق من دور هام في تهيئة المناخ الاستثماري الملائم، وكونها تعتبر أحد ثلاث عناصر السوق المالية والمكونة من سوق النقد الذي يقوم الجهاز البنكي بالدور الرئيسي فيها، وسوق رأس المال التي تتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين، وسوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيها بالأوراق المالية من الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة.

وتعتبر سوق الأوراق المالية قناة لجذب وحشد المدخرات، وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، من خلال مساهمتها في رفع مستوى الوعي الاستثماري، كما تساهم في إنجاح برامج الإصلاحات الاقتصادية والمالية، والتي يجري تنفيذها في العديد من البلدان، ومنها الجزائر على وجه الخصوص، التي قد شرعت في تنفيذ برنامج للإصلاحات الاقتصادية والمالية منذ مطلع عام 1988. والذي شكل إقامة مثل هذه السوق بعدا رئيسيا في إطار إعادة هيكلة القطاع المالي والبنكي في الجزائر.

وبناء على الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الأسواق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، والذي تسعى هذه الدراسة إلى تحديده، وطبعاً لإنجاح هذا الدور لا بد من توفر متطلبات ومقومات متكاملة تتفاعل من خلالها هذه الأسواق وتستند إليها في أداء واجباتها باقتدار، تلك المتطلبات التي تمكنها من الوصول إلى درجة عالية من الثقة بإجراءاتها عند إصدار وطرح الأوراق المالية على المستثمرين وعند تداول هذه الأوراق بين يدي المستثمرين في السوق الثانوية.

ومن هذا المنطلق، جاءت هذه الدراسة متزامنة مع التوجهات الآنية للحكومة الجزائرية لتطوير سوق أوراقها المالية والمسماة ببورصة الجزائر، لجعلها مصدراً بديلاً لتمويل متطلبات تنميتها الاقتصادية، نتيجة تراجع أسعار النفط منذ منتصف عام 2014 وانخفاض مستوى إيراداتها النفطية، بهدف استقرار واقعها ومعوقات نموها والبحث على آليات تطويرها في المستقبل، باعتبار أن هذه السوق تمثل أحد المحاور الرئيسية لهيكل النظام المالي وركيزة عمل اقتصاد السوق والأخذ بآلياتها في إدارة النشاطات الاقتصادية، بما توفره من تمويل متوسط وطويل الأجل للاستثمارات اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية من ناحية وكآلية مناسبة وفعالة لجذب وتحفيز رؤوس الأموال المحلية والمغربية والعربية والأجنبية للاستثمار في البلاد.

## 1. إشكالية الدراسة:

إن عدم فعالية سوق الأوراق المالية في الجزائر، حال دون توجيه الفوائض المالية المتوافرة لدى القطاعين العائلي وقطاع الأعمال نحو الفرص والمجالات الاستثمارية المنتجة وذات العوائد المالية المجزية،

وقد خلق إمكانية ضعيفة أمام هذه الفوائض سواء في تأسيس شركات مساهمة جديدة أو المساهمة في شركات قائمة. كما ساعد غيابها على تعثر تنفيذ برنامج الخصخصة، وضعف تحقيقها للأهداف التي تسعى للوصول إليها.

وعليه، تتمثل إشكالية الدراسة في محاولة الإجابة على تساؤل رئيس مفاده:

**ما هو الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية في دفع عملية التنمية الاقتصادية؟ وما هي متطلبات تطوير بورصة الجزائر لإحداث هذا الدور في الجزائر؟**

ولإحاطة أكثر بالتساؤل السابق، ولتعيين الإطار العام للدراسة نصوغ الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي الجوانب التنظيمية والهيكلية اللازمة لإقامة سوق أوراق مالية فعالة؟
- ما هي متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياس تطورها وأدائها؟
- ما هي متطلبات التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها وعلاقة أسواق الأوراق المالية بها؟
- كيف كان تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، وما هي مؤشرات تطورها بعد الأزمة وتأثيرها على التنمية الاقتصادية بالدول العربية؟
- ما هي معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية وما هي متطلبات تطويرها؟
- ما هو واقع بورصة الجزائر ومعوقات نموها وما هي متطلبات تطويرها لتحديث دورها الاقتصادي التتموي في الجزائر؟

## 2. فرضيات الدراسة:

بناءً على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية التي تحدد إطارها، تقوم الدراسة على الفرضيات التالية:

- يتطلب إقامة سوق أوراق مالية فعالة توفر بنية متكاملة من التشريعات والقوانين والهيئات المنظمة بالإضافة إلى تنوع الأوراق المالية بها؛
- يعتبر توفر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة وسهولة الحصول عليها مقياس لدرجة كفاءتها، في حين تمثل كل من القيمة السوقية وقيمة التداول مؤشري قياس تطورها؛
- تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة سيولتها في الدول النامية ومنها العربية يساهم بدوره في زيادة كفاءة مصادر توفير التمويل طويل الأجل اللازم لكل من الاستثمارات التقليدية والاستثمارات عالية التقنية المحفزة لعملية التنمية الاقتصادية؛

- كغيرها من أسواق الأوراق المالية العالمية، تراجعت ثقة المستثمر العربي والأجنبي في الأسواق العربية بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، مما أدى إلى تراجع أداء مؤشرات الأسواق العربية، وبالتالي التأثير على الدور الاقتصادي لها؛

- تتمثل أهم المعوقات التي حالت دون تحقيق أسواق الأوراق المالية العربية الدور المرجو منها اقتصاديا هو إحصاء المستثمر العربي عن اللجوء إلى هذه السوق لتمويل مشاريعه وتفضيله لما تقدمه السوق النقدية من قروض، وبالتالي يستوجب اهتمام الحكومات العربية بالجانب التوعوي لإيجابيات هذه السوق؛

- تعاني سوق الأوراق المالية في الجزائر من تخلف كبير من حيث نشاطها منذ نشأتها بسبب غياب الإرادة السياسية ومحدودية المؤسسات المدرجة وضعف الهيئات القائمة عليها، مما جعل دورها شبه معدوم في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، ولتدارك هذا الضعف يستوجب أولا تقوية الإرادة السياسية لإصلاح هذه السوق، ومن ثم تهيئة الأطر التنظيمية والتشريعية التي تتطلبها هذه السوق.

### 3. أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة بشكل عام تحليل الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية، والملاح الرئيسية لمتطلبات إنشاء هذه السوق، وتحديد طبيعة المتغيرات المؤثرة فيها، من خلال التحليل النظري للأدبيات التي تناولت هذا الموضوع ومعرفة مدى توافقها مع النتائج التي خلصت إليها الدراسات التطبيقية في هذا المجال خصوصا التي أجريت على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، أيضا تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الكيفية التي نشأت عليها سوق الأوراق المالية في الجزائر، وكذا الوقوف على مجمل الملامح والمعوقات التي حالت دون نموها، ودراسة وتحليل المتطلبات الرئيسية الواجب توفرها حاليا والمتعلقة بآفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.

### 4. أهمية الدراسة:

إن التعمق في مشكلة الدراسة الحالية والتفحص الدقيق لأهدافها من شأنه أن يسלט الضوء على أهميتها والتي تتجلى في الآتي:

- أن هذه الدراسة جاءت متزامنة مع التوجهات الأنوية للحكومة الجزائرية بشأن تطوير سوق أوراقها المالية؛

- إن الدراسة الحالية قد جاءت لتبحث واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر، وكذا في دراسة متطلبات تطويرها، لاسيما في ظل توجهات الدولة بعد أزمة انهيار أسعار النفط وتراجع إيرادات الدولة بشكل كبير، لتفعيل دورها كآلية جديدة لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية بشكل عام؛

- إن تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر سوف يمكن من تجميع جمهور المدخرين والمستثمرين بما يؤدي إلى توفير الأموال اللازمة للمشروعات الاستثمارية المنتجة، فضلا عن تهيئة الظروف المناسبة التي

تمكن جمهور المستثمرين من تداول وتسييل الأوراق المالية المختلفة في أي وقت يشاؤون، الأمر الذي سيشجع الأفراد والشركات المساهمة إلى اقتناء مثل هذه الأوراق المالية المختلفة، وكذا خلق مناخ ملائم لتأسيس شركات مساهمة جديدة؛

- كما أن هذه الدراسة تكتسب أهمية متزايدة نظرا لجملة التطورات التي شهدتها البيئة المالية والاستثمارية الجزائرية والتي من بينها الرغبة المتزايدة للحكومة في التنفيذ الفعال لما تبقى من برنامج خصخصة مشروعات القطاع العام، إلى جانب تسويق أدوات الدين العام وزيادة أهمية الشركات المساهمة وازدياد عددها، فضلا عن النمو الملحوظ للوعي الادخاري والاستثماري لأفراد المجتمع الجزائري.

#### 5. منهج الدراسة:

بشكل عام وبهدف عرض نتائج الدراسة التطبيقية وتحليلها بطريقة علمية سليمة، سيستخدم الباحث في سبيل ذلك المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بالاستعانة بالمصادر والدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة، والتشريعات والقرارات والوثائق الرسمية والتقارير العالمية والعربية والوطنية السنوية ذات العلاقة بالموضوع وتعزيز تحليلها بالمؤشرات المئوية ومعدلات النمو والجداول الإحصائية والأشكال البيانية، سعيا لتغطية المتغيرات المختلفة ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية. ومن بين الأدوات المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة أسلوب دراسة الحالة الذي سيتم تطبيقه والاستعانة به عند التطرق لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وتحليل تطورها ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية في بلدانها، مدعمين الدراسة بإحصائيات رقمية يتم تحليلها من طرف الباحث. وأيضا سيستخدم هذا الأسلوب لدراسة حالة بورصة الجزائر من خلال استقراء واقعها وتحليل مؤشرات أدائها خلال فترة الدراسة للوقوف على معوقات نموها، ومن ثم اقتراح متطلبات تطويرها لتحقيق دورها التنموي معتمدين في ذلك على تجارب الدول العربية.

#### 6. مجتمع وفترة الدراسة:

بناءً على إشكالية الدراسة والأهمية والأهداف المرجوة من موضوع الدراسة المذكورة سابقا، وبما أن هذه الدراسة ستتناول موضوع سوق الأوراق المالية من زاويتين، الأولى منها متعلقة بالبحث والتحليل لأهم المقومات التي تساعد على تطوير سوق الأوراق المالية تسمح بتحقيق الزاوية الثانية للدراسة والمتمثلة في مدى مساهمة هذا النوع من الأسواق في دعم التنمية الاقتصادية للدول، ومن أجل ما سبق ولإيضاح الطابع التطبيقي للدراسة سنعتمد في ذلك على تحليل أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007- 2015) للتعرف على أدائها ومستوى مساهمتها في تمويل التنمية الاقتصادية لبلدانها، وللإستفادة أيضا من بعض التجارب الناجحة منها، ومن ثم دراسة طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال المراحل التي مرت بها ودراسة اللوائح والقوانين والتشريعات التي ساهمت في قيامها وتحليل

مؤشرات أدائها خلال نفس الفترة، ليتم التعرف بعد ذلك على أهم المتطلبات التي تفتقدها هذه السوق ليكون لها دور إيجابي في دعم عجلة التنمية الاقتصادية للوطن.

#### 7. مصادر جمع المعلومات والبيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة وبغية الوصول إلى النتائج المرجوة منها سنعتمد على المصادر الآتية:

المسح المكتبي، من خلال القيام بمسح للمراجع العلمية، من كتب ودوريات عربية وأجنبية وكذا الرسائل الجامعية ذات العلاقة بموضوع الدراسة المتوافرة في المكتبات الجامعية، أيضا القوانين والقرارات والتقارير السنوية والنشريات الصادرة عن الدولة الجزائرية والمنظمات المالية العالمية والعربية، بالإضافة إلى الوثائق والسجلات الرسمية الصادرة من قبل الأجهزة الحكومية والمواقع الإلكترونية باستخدام شبكة الإنترنت للحصول على بعض المواضيع والمقالات ذات الصلة المباشرة وغير المباشرة بموضوع الدراسة.

#### 8. مراجعة بعض الدراسات السابقة:

تعددت الدراسات التي تناولت دور القطاع التمويلي المتمثل في أسواق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، ولقد قام الباحث بجمع مجموعة من الدراسات العربية والأجنبية ذات العلاقة بالموضوع، والتي سيتم عرضها حسب تسلسلها الزمني على النحو التالي:

- دراسة (محمد براق، 1999): بعنوان " بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر.

قد اختار الباحث تقسيم دراسته إلى جزأين كل جزء جاء مستقل عن الآخر، حيث عنون الجزء الأول ببورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أما الجزء الثاني فاختر له عنوان واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم مع دراسة حالة الجزائر.

وحاول الباحث من خلال الدراسة التعرف على ظاهرة التخلف بأبعادها الاقتصادية والاجتماعية مع التأكيد على كيفية تحقيق عملية التنمية ممثلة في معلمين أساسيين هما الاستثمار والادخار، مع الاهتمام بأبرز آليات الربط بينهما على النحو الذي يسمح له من التعرف على تمويل عملية التنمية، واهتمت أيضا الدراسة بالتعرف على بورصة القيم المنقولة وتحديد الإطار النظري لها ودراسة أهميتها والآثار الاقتصادية والاجتماعية الناتجة عنها وبيان شروط نجاحها وكفاءتها.

واعتمد أيضا الباحث في تقديم بعض النماذج العملية لبورصة القيم المنقولة في عدد من الدول الأكثر تقدما في العالم وما حققته من تقدم اقتصادي ورفاه اجتماعي، بالإضافة إلى دراسة بعض التجارب في الدول النامية منها العربية وواقع التنمية فيها ومدى تحقيقها للأهداف المرجوة منها، وخلصت الدراسة لتشخيص الوضع العام لوضع الاقتصاد الجزائري لتحديد مدى اتصاف بورصة القيم المتداولة

الجزائرية بالفعالية، ومعرفة الشروط اللازمة لنجاح هذا المشروع الذي يعلق عليه آمال كبيرة باعتباره قد يساهم بدرجة هامة للخروج من الأزمة الاقتصادية والمالية الحادة التي مرت بها الجزائر.

- دراسة (César Calderón and Lin Liu, 2003): بعنوان "The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth" (Journal of Development Economics)، الولايات المتحدة الأمريكية.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي لنحو 109 دولة متقدمة ونامية خلال الفترة (1960-1994)، باستخدام اختبار Geweke Decomposition Test، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بمعدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما التطور المالي فتم قياسه من خلال متغيرين هما: نسبة العرض النقدي بالمعنى الواسع M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى متغيرات أخرى مؤثرة في النمو الاقتصادي وهي: رأس المال البشري، سعر صرف السوق الموازي، ونسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومستوى الدخل الأولي.

بين اختبار السببية وجود اتجاه ثنائي السببية بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي، كما بينت الدراسة من خلال اختبار المساهمة النسبية التابع لاختبار Geweke Decomposition Test أن فرضية قيادة العرض تساهم في هذه العلاقة السببية الثنائية بشكل أكبر من فرضية قيادة الطلب في الدول النامية منه في الدول الصناعية، وبينت أن تأثير التعميق المالي في النمو الاقتصادي يكون من خلال التراكم الرأسمالي ونمو معدل الإنتاج.

- دراسة (صالح إبراهيم السحيباني، 2007): بعنوان "سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقات الارتباط والسببية - حالة السعودية"، ورقة بحثية مقدمة للقاء السنوي 16 حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، جمعية الاقتصاد السعودية، السعودية.

اختبرت هذه الدراسة علاقات الارتباط والسببية بين سوق الأسهم السعودية والنمو الاقتصادي في السعودية، وذلك من خلال استخدام اختبار التكامل المشترك، واختبار جرينجر للسببية للفترة (1985-2006)، حيث تم استخدام بيانات الناتج المحلي الإجمالي لقياس النمو الاقتصادي، وتم قياس تطور سوق الأسهم من خلال القيمة السوقية وحجم التداول.

توصلت نتائج الاختبارات إلى أن السوق المالية السعودية لا تؤثر في عملية النمو في السعودية خلال فترة الدراسة، في حين بين اختبار السببية وجود اتجاه أحادي السببية من حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي. خرجت الدراسة بعدد من التوصيات التي تتطلبها إعادة هيكلة القطاع المالي وتفرضها برامج الإصلاح الاقتصادي، ولعل من أهم تلك التوصيات دعم عمق السوق من خلال خلق الإطار المؤسسي

وتطوير الأنظمة والتشريعات والوسائل الرقابية، وتسريع برنامج الخصخصة، وتحرير الاستثمار الأجنبي، والإدراج المتبادل للأسهم الإقليمية والدولية، وتنمية الموارد البشرية في القطاع المالي.

- دراسة (Jyh-Lin Wu and Al, 2009)؛ بعنوان 'The dynamic impacts of financial institutions on economic growth: Evidence from the European Union'، مقال بمجلة (Journal of Macroeconomics)، الولايات المتحدة الأمريكية.

تناولت الدراسة التأثير الديناميكي للمؤسسات المالية على النمو الاقتصادي في 13 دولة من دول الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (1976 - 2005)، وذلك باستخدام اختبار الاستقرار وطريقة (PMG) Panel Mean Group Estimators، ودالة الاستجابة الفورية، حيث تم استخدام مؤشرين لتطور الجهاز المصرفي هما: نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الموجودات في البنوك التجارية إلى موجودات الجهاز المصرفي، أما فيما يخص تطور السوق المالي فاستخدم مؤشرين هما: نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الدوران، أما النمو الاقتصادي فتم قياسه من خلال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

توصلت الدراسة من خلال طريقة PMG إلى أن هناك علاقة على المدى الطويل بين تطور الجهاز المصرفي والسوق المالي والنمو الاقتصادي، حيث أن القيمة السوقية ومعدل الدوران لهما أثر إيجابي، أما نسبة الموجودات في البنوك التجارية إلى موجودات الجهاز المصرفي لها تأثير إيجابي، في حين أن نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي لها تأثير سلبي، كما تبين أنه لا توجد علاقة بين تطور الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي في المدى القصير، أما السوق المالي فيؤثر معدل الدوران سلباً في النمو في المدى القصير، أما نتائج اختبار دالة الاستجابة الفورية فكانت مختلفة من دولة إلى أخرى.

- دراسة (خلف الله أحمد محمد عربي، 2010)؛ بعنوان "دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي"، ورقة بحثية أعدت بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة بخت الرضا، السودان.

تهدف الدراسة إلى قياس أثر سوق الخرطوم للأوراق المالية في نمو الاقتصاد السوداني. افترض الباحث أن تنوع الخدمات في سوق الخرطوم للأوراق المالية لا يعبر عن تطور السوق، وأن السوق غير كفاءة، كما أن هناك علاقة طردية بين سوق الخرطوم والسياسة النقدية من جهة والنمو الاقتصادي من جهة أخرى، بالإضافة إلى الأثر السلبي لتقلبات أسعار الأسهم (التباين الشرطي لأسعار الأسهم) في النمو الاقتصادي.

اعتمد الباحث على البيانات من المصادر الثانوية لتغطي الفترة (1995 - 2005). ومن ذلك تم استخدام البرامج الإحصائية EViews و Minitab لتحليل البيانات عن طريق اختبار العشوائية والانحدار المتعدد، من أهم نتائج البحث هيمنة خمس شركات كبرى على السوق، أضف إلى ذلك عدم

كفاءة السوق، وهناك علاقة عكسية بين سوق الخرطوم للأوراق المالية والنمو الاقتصادي ويعزى ذلك إلى كبر حجم تكلفة التعاملات في السوق التي تم التعبير عنها بنسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى رأس المال السوقي في معظم فترات البحث وهو نتيجة لعدم تطور السوق وقلة كفاءته بينما للسياسة النقدية تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي.

أشار الباحث بأن الدراسة تقاطعت مع بعض الدراسات السابقة في عدم كفاءة السوق واختلفت في الأثر السالب للسوق في النمو الاقتصادي. ويوصي البحث بتكثيف الإعلام وتوفير البيانات ومزيد من الشفافية لتحسين كفاءة السوق والعمل على تطوير السوق، والتوجه إلى المجالات ذات الميزة النسبية والمطلقة داخل السودان حتى تحقق السوق أهم أهداف إنشائها.

- دراسة (جميلة يحيى صحراوي، 2011): بعنوان "أثر تطور السوق المالي والجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي - دراسة حالة الأردن (1979 - 2009)"، رسالة ماجستير، جامعة مؤتة، الأردن.

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر تطور كل من السوق المالي (سوق الأوراق المالية) والجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1979 - 2009) ولتحقيق أهداف الدراسة تم تطبيق الاختبارات والأساليب القياسية الآتية: اختبار جذر الوحدة، اختبار الاستقرارية للنموذج، اختبار التكامل المشترك، ونموذج متجه تصحيح الخطأ، حيث تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي، ومتغيري القيمة السوقية للأسهم ومعدل دوران الأسهم لتمثيل تطور السوق المالي، ومتغيري عرض النقد والائتمان المحلي لتمثيل تطور الجهاز المصرفي، وتم إضافة الإنفاق الحكومي كممثل للسياسة المالية.

حيث أظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك أن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، حيث تبين أن الائتمان المحلي له تأثير سلبي ومعنوي على النمو الاقتصادي، بينما تبين أن لعرض النقد، والقيمة السوقية، ومعدل الدوران تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي، في حين أن الإنفاق الحكومي له تأثير سلبي غير معنوي على النمو الاقتصادي. وتوصل الباحث من خلال اختبار السببية المبني على نموذج متجه تصحيح الخطأ إلى تحقق فرضية قيادة العرض في المدى الطويل وفي المدى القصير، حيث تبين وجود اتجاه أحادي السببية من متغيرات تطور الجهاز المصرفي، وتطور السوق المالي إلى متغير النمو الاقتصادي، بينما تبين وجود اتجاه أحادي السببية من الإنفاق الحكومي إلى النمو الاقتصادي في المدى الطويل، واتجاه ثنائي السببية بينهما في المدى القصير. وأظهر اختبار تحميل مكونات التباين أن تطور الجهاز المصرفي له تأثير أكبر من تطور السوق المالي على النمو الاقتصادي. وأخيراً بين اختبار دالة الاستجابة الفورية، أن هناك تأثيراً سلبياً للائتمان المحلي على النمو الاقتصادي في المدى القصير، بينما بقية المتغيرات كان لها تأثير إيجابي.

- دراسة (Zahid Ahmad and Al, 2012) بعنوان "Stock market development and economic growth: A comparative study of Pakistan and Bangladesh" مقال بمجلة (Journal African of Business Management)، جنوب إفريقيا.

تهدف الدراسة إلى تحليل العلاقة بين تنمية سوق الأسهم والنمو الاقتصادي للبلدان النامية الآسيوية، وهما باكستان وبنغلاديش، بعد فترة تحريرهما عام 1990، حيث تقاس العلاقة من خلال الحجم (القيمة السوقية) والسيولة (القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم) وحجم (إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصة). وقد تم دراسة تحليل مقارنة بالاستعانة بالجدول والرسوم البيانية، حيث كانت إشكالية الدراسة: هل تأثر سوق الأسهم على النمو الاقتصادي؟ وكيف ذلك؟ وتوصلت الدراسة القياسية من خلال استخدام تحليل الانحدار أن أسواق الأسهم بباكستان تساهم في النمو الاقتصادي من حيث كبر حجم سوق الأوراق المالية بها، في حين يساهم سوق الأسهم ببنغلاديش في النمو الاقتصادي من حيث السيولة التي يوفرها السوق، وبالتالي كشفت الدراسة بأن سوق الأسهم في كل من باكستان وبنغلاديش هي القوة الدافعة للنمو الاقتصادي للبلدين.

- دراسة (سعيد سفيان العبادلة، 2013)؛ بعنوان "دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية (1997 - 2011)"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.

جاءت هذه الدراسة في إطار التعرف على أهمية سوق فلسطين للأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية في فلسطين خلال الفترة (1997 - 2011) وتحديد الأدوات المالية التي تقوم من خلالها سوق الأوراق المالية بتقديم التمويل اللازم للتنمية مع محاولة إلقاء الضوء على أهم المشاكل والعقبات التي تواجه الاقتصاد الفلسطيني بشكل عام والتي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل خاص.

وتم اختبار فرضية وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية المتمثلة في المتغيرات المستقلة التالية (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول، البيئة الاستثمارية) وبين تمويل التنمية الاقتصادية المتمثل في المتغير التابع (معدل التراكم الرأسمالي).

حيث اختبر الباحث الفرضية باستخدام المنهج الوصفي والنموذج القياسي لبيانات متغيرات الدراسة خلال الفترة من (1997 - 2011) وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews7، ومن خلال الدراسة توصل الباحث إلى قبول الفرضية الرئيسية بوجود علاقة ارتباطية بين سوق فلسطين للأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية، ويعتمد اتجاه التأثير بالسلب أو الإيجاب على مقدار التغيرات في قيم المتغيرات المستقلة، حيث وجد تأثيرا إيجابيا لبعض المتغيرات المستقلة وتأثيرا سلبيا للبعض الآخر.

- دراسة (عبد الحفيظ خزان، 2014): بعنوان "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي - دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013"، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة.

حاول الباحث في دراسته هذه معالجة الإشكالية الرئيسية التالية: ما هو أثر سوق الأوراق المالية بالأردن لتحقيق معدلات النمو الاقتصادي؟.

وللإجابة على إشكالية الدراسة اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليل، القياسي والتاريخي لمحاولة تسليط الضوء على سوق عمان للأوراق المالية ومحاولة معرفة العلاقة بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية بتحقيق النمو الاقتصادي لدولة الأردن، وقد تم استخدام متغيرات الدراسة كالتالي: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل على النمو الاقتصادي وهو متغير تابع، ومتغيرات عدد الشركات المدرجة وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم وهذا لتمثيل تطور سوق الأوراق المالية في الأردن. وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أظهرت نتائج اختبار السببية (Granger Causality Test) في كل من:

- المدى الطويل: على وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من متغيرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في حين لا توجد علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي نحو تطور سوق الأوراق المالية وهذا يعني وجود اتجاه أحادي السببية في المدى الطويل؛

- أما المدى القصير: فقد أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة سببية في المدى القصير في الاتجاهين.

أما الاختبار الأخير لدالة الاستجابة الفورية فقد دل على: أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير حجم التداول تحدث أثرا إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي، ويستمر هذا التأثير الإيجابي إلى غاية نهاية المجال، حيث يبدأ التأثير في التناقص شيئا قليلا عند السنة الثامنة.

## 9. مساهمة الدراسة:

بناءً على ما تضمنته الدراسات السابقة التي تم مراجعتها بشكل كرونولوجي، فإن مساهمة هذه الدراسة تتمثل أساسا في:

- تم الانطلاق في صياغة إشكالية هذه الدراسة من قناعة مفادها أن لسوق الأوراق المالية دور مهم في تمويل التنمية الاقتصادية، وبالتالي لم تهتم في متنها بقياس درجة ارتباط المتغيرين - سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية- عكس ما جاء في معظم الدراسات السابقة التي ركزت على قياس درجة الارتباط، إلا أن هذا لا يلغي وجوب تطرق الدراسة إلى مختلف التوجهات المؤيدة وغير المؤيدة لهذا الدور، ومن هنا سيكون التركيز في الدراسة على أهم الأدوار الاقتصادية التي تحدثها هذه الأسواق في حال تطورها لدفع عجلة التنمية الاقتصادية؛

- محاولة التدليل ميدانيا على درجة تطور أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تحليل تطور أدائها ومساهماتها في تحقيق التنمية الاقتصادية في بلدانها، وذلك من خلال إحصائيات ومؤشرات مالية ونسبية تساعد على توضيح ذلك، لنخلص في الأخير وبعد دراسة واقع بورصة الجزائر لاستخلاص مؤشرات أدائها، ومن ثم محاولة الوقوف على المعوقات التي حالت دون نموها، وإبداء وجهة نظرنا في متطلبات تطويرها حتى تكون آلية تمويلية تساهم في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية في الجزائر.

## 10. الهيكل المقترح للدراسة:

للإحاطة بمختلف جوانب الدراسة واختبار الفرضيات التي تم بناؤها، ارتأينا أن تكون هذه الدراسة مشتملة على سبعة فصول يعكس محتواها جوهر الموضوع وشموليته.

حيث سيتناول **الفصل الأول** الإطار المفاهيمي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية من خلال التطرق لمفهومها وتحليل تطورها وهيكل تنظيمها بالإضافة إلى التعرف على مكوناتها والقيم والأدوات المالية المتداولة بها، أما **الفصل الثاني** سيعنى بدراسة متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياس نموها وأدائها وتتبع تطور أسعار أسهمها وأنظمة التسعير المعتمدة في تسعير قيمها المتداولة.

أما **الفصل الثالث** فسيخصص لغرض دراسة مفهوم ومستلزمات التنمية الاقتصادية من خلال دراسة أهم النظريات المفسرة لها بغية التعرف على معوقات ومصادر تمويلها، للوصول في النهاية إلى التعرف على دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

بينما يقوم **الفصل الرابع** على دراسة تأثير الأزمات المالية العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية وبالتالي إعاقته عن تحقيق دورها الاقتصادي، وفي هذا الصدد سنعتمد في دراسة هذا الأثر على دوافع وتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على كل من أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية بشكل خاص بغية استخلاص العبر منها والعمل على توفير المناخ المساعد في تفاذي وقوع الأسواق العربية في أزمات مشابهة في المستقبل، وسيتم ذلك من خلال تحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق العربية قبل وبعد الأزمة.

سيضمن ما جاء في **الفصل السابق** الوقوف على أهم المعوقات التي حالت دون تحقيق أسواق الأوراق المالية العربية للدور الاقتصادي المرجو منها، لنستخلص في النهاية جملة المتطلبات الواجب توفرها لرفع حجم ومستوى أداء هذه الأسواق لتساهم بفعالية في تحقيق دورها التنموي، وهذا سيكون مضمون **الفصل الخامس**.

أما **الفصلين السادس والسابع** فسيخصصان لعرض واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال نشأتها وهيكل تنظيمها وتسييرها، ثم سيتم تحليل أدائها خلال الفترة (2007- 2015) من خلال جملة من المؤشرات الموضوعية لهذا الشأن، للوقوف على مستوى مساهمتها في التنمية الاقتصادية في الجزائر. بينما سيعنى الجزء المتبقى من الدراسة للتعرف على ملامح ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر ومتطلبات تطويرها لإحداث دورها الاقتصادي.

# الفصل الأول

## الإطار المفاهيمي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية

### المبحث الأول:

تطور أسواق الأوراق المالية ومفهومها



### المبحث الثاني:

هيكل أسواق الأوراق المالية وتنظيمها



### المبحث الثالث:

القيم والأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية

**تمهيد:**

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم لاسيما الرأسمالية منها، وقد جاء انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية هذا الذي أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية، التي أصبحت تؤدي دوراً فاعلاً في تنشيط الاقتصاديات الوطنية وتطويرها من خلال تنظيم وتشجيع عمليات الادخار والاستثمار، بوصفها حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين، أو عبر تفعيلها للسياسات النقدية وتنشيطها للعمل الاقتصادي في المؤسسات والشركات الإنتاجية من خلال ما توفره لها من مصادر تمويل متوسطة وطويلة الأجل.

من هنا كان لابد للدراسة من البدء بالإطار المفاهيمي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية، بهدف تعميق المعرفة بأدبيات هذه الأسواق وتطورها من خلال:

- المبحث الأول: للتعرف على مراحل تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً، ومن ثم على أهم المفاهيم المتعلقة بها والمخاطر التي تؤثر سلباً على أدائها؛
- المبحث الثاني: سيخصص للتعرف على هيكل أسواق الأوراق المالية وتنظيمها؛
- أما المبحث الثالث: سيعنى بالتعرف على الأدوات والمنتجات المالية في أسواق الأوراق المالية وأهم خصائصها.

## المبحث الأول: تطور سوق الأوراق المالية ومفهومها

كشفت التطور التاريخي لأسواق الأوراق المالية، منذ قرون مضت، عن تراكم الخبرة والممارسات في مجال الاستثمار في الأوراق المالية على الصعيد المحلي والدولي. وقد ساعدت شمولية هذه الخبرة والممارسة وتطور قنوات الاتصال وفعاليتها، بأن جعلت هذه الأسواق دون حدود جغرافية لإطارها المادي، باعتبار أن سوق الأوراق المالية تستمد مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق تمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي.

ورغم أن سوق الأوراق المالية حديثة العهد قياساً بسوق السلع المادية، إلا أن مفهومها لا يخرج عن مفهوم الأسواق الأخرى، سواء من حيث تنظيمها أو الإمكانيات المتاحة فيها أو التسهيلات المقدمة للمتعاملين بها.

### 1. نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها:

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاساً لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنه لم تنشأ تاريخياً من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته، وهذا ما سنوضحه تباعاً من خلال عرض التطور التاريخي لنشأة سوق الأوراق المالية.

تعود نشأة سوق الأوراق المالية إلى اجتماع التجار والصيارفة في القرن الخامس قبل الميلاد، ففي أثينا وجدت السوق الكبيرة المسماة (Emponuim)، وأقيمت في روما سوق مثلها باسم (La Coolegia Mercatorum). وقد شهدت هذه الأسواق بعض الأنشطة المشابهة لأنشطة أسواق الأوراق المالية، وكانت تلك الأسواق تشبه إلى حد كبير بورصات التجارة في عصرنا الحاضر.<sup>1</sup>

وفي بداية القرن الخامس عشر ظهر مفهوم البورصة، وتعود كلمة "بورصة" في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان دن بورص van Den Bourse) الذي كان يقيم في مدينة بروج (bruges) البلجيكية، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية. وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية (كالحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة (Barter).

إن نشأة سوق الأوراق المالية (Securities Exchange) بالشكل الحالي قد جاء متأخراً، إذ يعود تاريخ إنشاء أول سوق للأوراق المالية في مدينة انفرس في بلجيكا عام 1576، ومن ثم في أمستردام في

<sup>1</sup> - زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2003، ص: 193.

هولندا عام 1608 ثم في لندن عام 1666 وبعدها في باريس عام 1808 وفيما بعد ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام 1893.<sup>1</sup>

ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، مما حتم ضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات الجارية في سوق الأوراق المالية، وهذه الأخيرة أصبحت منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتتحدد فيها الأسعار وفقا لقوى العرض والطلب، هذا ومررت سوق الأوراق المالية بعدة مراحل حتى وصلت إلى الشكل الذي نعرفه الآن، ومن أهم مراحل تطور أسواق الأوراق المالية:<sup>2</sup>

- **المرحلة الأولى:** تتميز هذه المرحلة بوجود عدد كبير من محلات البنوك الخاصة، التي بدأت تمارس نشاطها منذ بدايات القرن الثاني عشر بعد الميلاد في إيطاليا ثم في إنكلترا وفي اسكتلندا، وقد شهدت هذه المرحلة ارتفاعا في مستويات المعيشة فضلا عن إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشاريع زراعية وتجارية؛

- **المرحلة الثانية:** بدأت هذه المرحلة بنشوء البنوك المركزية (مثل البنك المركزي السويدي عام 1688 والبنك المركزي الإنكليزي عام 1694) كمسيطر على أداء البنوك التجارية، بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة. وعلى رغم من استمرار البنوك التجارية بممارسة أعمالها التقليدية، كخصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، إلا أن القروض الممنوحة كانت محددة وقصيرة الأجل وتحت رقابة البنك المركزي وسيطرته؛

- **المرحلة الثالثة:** اتسمت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار. وانحصرت نشاطات هذه البنوك آنذاك في إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال اللازمة لتمويل المشروعات المختلفة؛

- **المرحلة الرابعة:** تميزت هذه المرحلة بظهور الأسواق النقدية المحلية، وفيها بدأ الاهتمام بسعر الفائدة وازداد إصدار سندات الخزانة لمدد متوسطة وطويلة الأجل، كما ازداد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول. وكانت هذه المرحلة بداية اندماج السوق النقدية مع السوق الرأسمالية؛

- **المرحلة الخامسة:** تمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المالي العالمي، إذ أن تطور المبادلات الدولية والاستثمار بالعملة الأجنبية، فضلا عن تطور تكنولوجيا المعلومات وزيادة الاتصالات، ساعد

<sup>1</sup> - رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص:9.

<sup>2</sup> - طارق إبراهيم الشبلي ومحمد إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، دار وائل، الأردن، 2000، ص:17.

- عوض فاضل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر، العراق، 1990، ص:176.

- زكريا الدوري ويسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص:13.

على اندماج أسواق الأوراق المالية مع الأسواق النقدية، بالإضافة إلى اندماج سوق الأوراق المالية المحلية في سوق الأوراق المالية الدولية وتحول بعض أسواق المال المحلية إلى أسواق مالية دولية.

## 2. تطور مفهوم سوق الأوراق المالية:

تستمد سوق الأوراق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن أنواع السلع وأساليب تداولها هي التي تغيرت عبر التاريخ، نتيجة لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتغير احتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال فيما بينهم.

وقد تباينت مفاهيم سوق الأوراق المالية، إذ إن تطور هذه السوق انعكس في تطور مفاهيمها أيضاً، فالبعض يعرف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية.<sup>1</sup> والبعض الآخر بأنها عبارة عن إطار تنظيمي يتم فيه تداول الأدوات المالية من حيث البيع والشراء.<sup>2</sup>

كما يعرف آخرون سوق الأوراق المالية أيضاً بأنها ذلك العنصر الأساسي من عناصر النظام المالي الذي يلعب دوراً هاماً في تنظيم أساليب التمويل والاستثمار بالإحجام والأوقات المناسبة.<sup>3</sup>

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها مجموعة من المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تلتقي قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل خاص.<sup>4</sup>

وفي الوقت الذي أشار فيه عدد من الكتاب إلى أن سوق الأوراق المالية عبارة عن ذلك المكان الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل عن طريق وسطاء ومتخصصين وفي أوقات محددة،<sup>5</sup> فإن عدد آخر ينفي ضرورة وجود مكان محدد باعتبار أن سوق الأوراق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق.<sup>6</sup>

وبناءً على التعريفات سالفة الذكر يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها "إطار تنظيمي يتم بموجبه الجمع بين قطبي التنمية الاقتصادية - المدخرين والمستثمرين - لغرض تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز من خلال تداول الأوراق المالية ومشتقاتها، دون الحاجة إلى مكان مادي بل يكفي تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع مع المشتري".

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق - استثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 27.

<sup>2</sup> - Peter Howells & Keith Bain , Financial Institutions Markets And money , 3<sup>rd</sup> edition , the Dryden press, USA, 1987 , P :36.

<sup>3</sup> - سليم الحسنية، مفاهيم معاصرة لتحديث الاقتصاد الوطني، منشورات وزارة الثقافة، سوريا، 2000، ص: 21.

<sup>4</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار بالأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 114.

<sup>5</sup> - حسن النجفي، سوق الأوراق المالية (البورصة)، مكتبة النجفي، العراق، 1992، ص: 20.

<sup>6</sup> - رسمية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

## 3. الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية:

رغم إن البعض يصف سوق الأوراق المالية بأنها نوادي قمار ذات دور محدود في اقتصاديات الدول.<sup>1</sup> إلا أن الشواهد الحديثة تشير إلى عكس ذلك تماماً، فهذه الأسواق تستكمل دور المؤسسات المالية في تلك الاقتصاديات. وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من الوظائف والأدوار التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها، والتي يمكن إجمال أهمها بالآتي:

- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز ومثلما موضح بالشكل (1 - 1)، أي أنها تقوم بالتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد. ويتم ذلك بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق:

شكل (1 - 1) الوساطة المالية لأسواق الأوراق المالية



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مفهوم الوساطة المالية.

- يعد التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية أقل تكلفة ولا يسبب آثاراً تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، فضلاً عن أن سوق الأوراق المالية تساعد الحكومة ومؤسساتها على توفير جزء من احتياجاتها التمويلية من خلال طرح أذونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام؛

- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني. إذ تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم المحدودة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من ظاهرة التضخم؛

<sup>1</sup> - عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط2، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2004، ص:20.

- يمكن لسوق الأوراق المالية أن تكون وسيلة مثلى لتخزين الثروة بالنسبة للمدخرين، على أساس جملة من المزايا توفر لهم الريح والأمان وزيادة الثروة، إذ تتسم الأدوات المالية المتوفرة في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، بأنها لا تتعرض للإندثار كما أنها تدر دخلاً خلال مدة الاحتفاظ بها، فضلاً عن انخفاض مخاطرها خاصة فيما يتعلق بالأسهم الممتازة والسندات قصيرة الأجل مقارنة بباقي أشكال الثروة كالموجودات الحقيقية مثل العقارات والسيارات؛

- إضافة لما توفره سوق الأوراق المالية من وسيلة لتخزين الثروة، فإنها تعد ذات أهمية كبيرة للمدخرين بما توفره لهم من سيولة نقدية، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسرعة وسهولة إلى نقد مع انخفاض كلفة التحويل. ومنه فإن سوق الأوراق المالية توفر للمدخرين فرصة الحصول على السيولة والعائد في آن واحد؛<sup>1</sup>

- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الحماية تجاه العديد من المخاطر المالية المتوقعة من خلال إتاحة الفرصة للبنوك والمستثمرين لتتويع استثماراتهم، إذ يمكن من خلال سوق الأوراق المالية بناء محفظة تضم أوراقاً مالية لقطاعات اقتصادية مختلفة ومنشآت متنوعة. إضافة لذلك فإنها توفر فرص بيع وشراء الأصول المستقبلية لتغطية مخاطر تغير معدلات الفائدة أو معدلات صرف العملات أو أسعار السلع والخدمات؛

- إن سوق الأوراق المالية هي القناة الرئيسية في أي اقتصاد حديث تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياساتها النقدية، إذ أن وجود سوق متقدم للأوراق المالية يمكن البنك المركزي من التأثير في كمية الأموال السائلة وسعرها، وذلك بالدخول إلى سوق الأوراق المالية كبائع أو مشتري للموجودات المالية وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة؛<sup>2</sup>

- إن كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته، تمهدان لعملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعدان على اجتذاب الاستثمارات المحفظية بأساليب مكملة للادخار المحلي وليست عوضاً عنه. إضافة إلى ذلك فإن المساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية قد ترتبط بفوائد أخرى أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الحديثة.<sup>3</sup>

#### 4. المخاطر المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية :

يتضمن الحديث الآتي عن المخاطر التي تؤثر سلباً على أداء سوق الأوراق المالية. ويقصد بها تلك المخاطر العامة التي تسود في البيئة الخارجية المجاورة لبيئة سوق الأوراق المالية والتي تترك آثاراً سلبية

<sup>1</sup> - حيدر حسين احمد محمد آل طعمة، تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية (مصر حالة دراسية) للمدة (1991 - 2005)، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، العراق، 2007، ص:23، ص:22.

<sup>2</sup> - عماد صالح سلام، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2004، ص:136.

<sup>3</sup> - سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، الإمارات، 1994، ص:95.

علما أن الأسواق المالية تعتبر المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي والسياسي لبلد ما ، وهذا لما تتصف به من حساسية شديدة اتجاه جميع العوامل التي تحيط بها، والتي ترتبط ارتباطا مباشرا بالأوضاع الاقتصادية والسياسية في ذلك البلد.

وتتمثل أهم المخاطر المحيطة بأسواق الأوراق المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

#### 1.4. المخاطر السياسية:

عندما يعيش بلد ما وضعاً سياسياً غير مستقر، كأن يكون غير قادر على تشكيل حكومة، أو عندما تنشأ أزمات سياسية بين السلطات الحاكمة داخل هذا البلد، أو عندما تنشأ ثورات أو انقلابات، فإن ذلك كله يجعل سوق الأوراق المالية في دائرة المخاطر، والتي ينتج عنها انخفاض قيم الأسهم والسندات، والتي توقع بالتالي حاملها في دائرة الأزمات.

#### 2.4. المخاطر التشريعية المالية والاقتصادية:

وتتمثل بتلك التشريعات المالية المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية أو لعمل النشاط الاقتصادي ككل، وتسمح بالتالي للإدارة الحكومية بالتدخل في العمليات المالية التي تجري داخل سوق الأوراق المالية وخارجها، كأن تفرض تلك الإدارة رقابة مباشرة على عمليات تداول الأوراق المالية أو تحويل الأموال إلى الخارج إلا في ظروف استثنائية، الأمر الذي يؤثر على سير أداء سوق الأوراق المالية، وربما يوقعها تحت دائرة المخاطر المولدة للأزمات.

#### 3.4. مخاطر العملات:

إن الاستثمار في الأوراق المالية قد يكون بالعملات الأجنبية، وقد يكون بالعملات المحلية، ويكون ذلك محددًا في التشريع المنظم لعمل السوق. ونتيجة لتخلخل الاستقرار الاقتصادي في بلد ما، وما يتبعه ذلك من تدهور القوة الشرائية لعملته المحلية، الأمر الذي ينعكس سلباً على المستثمر في سوق الأوراق المالية، بسبب تدهور القوة الشرائية للقيم النقدية العائدة لأسعار الأسهم والسندات التي يحملها، ويوقعه بالتالي في دائرة المخاطر التي قد تكون مولدة للأزمات. والمثال الذي يعطى في هذا المجال يتمثل بدول أميركا اللاتينية، حيث كانت المستويات غير العادية من التضخم مصحوبة بانخفاض مستمر في قيمة العملة تجاه الدولار الأميركي وغيره من العملات الرئيسية، وكان هذا الانخفاض شديداً في العديد من الأسواق المالية الآسيوية التي كانت تاريخياً تربط عملتها بالدولار الأميركي. وقد تأثرت كل البورصات الآسيوية تقريباً تأثراً شديداً بأزمات العملة التي بدأت في عام 1997، أولاً في جنوب شرق

<sup>1</sup> - انظر: جمال ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1998، ص- ص: 22-24.

- الحربي فهد، سوق الأسهم، دار طويق للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2008، ص: 80.

آسيا، ثم امتدت إلى كوريا الجنوبية. وعندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع الانخفاض في مؤشر السوق، فإن ذلك يؤدي إلى تآكل شديد لمحفظة المستثمرين. وهذه المخاطر ملموسة بشكل خاص في الكثير من الأسواق الناشئة، خصوصا أسواق الدول التي تعرف بالنمور الآسيوية،<sup>1</sup> والتي تضم سنغافورة، تايوان، كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، ماليزيا وإندونيسيا. وبسبب الأزمة المالية التي أصابها عام 1997، فإنها خسرت خلال أشهر قليلة من 40% إلى 50% من ثروتها، بسبب انهيار أسواق الأوراق المالية فيها.

#### 4.4. مخاطر السيولة:

إذا أردنا إجراء المقارنة بين عرض السيولة في البلدان النامية وعرضها في البلدان المتقدمة، نجد أن المعروض منها في الأولى أقل من المعروض منها في الثانية، الأمر الذي يؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي ككل، بما فيها نشاط سوق الأوراق المالية، فقد يرغب صاحب الأسهم أو السندات ببيعهما عند توفر سعر معين يتلاءم معه من وجهة نظره، لكنه في المقابل لا يجد من يشتريها منه، بسبب عدم توفر السيولة بالمقدار المطلوب، كما أن بعض المستثمرين داخل سوق الأوراق المالية قد يرغبون بالخروج منها بسبب تدهور الأسعار، فلا يجدون من يشتري منهم ما يعرضونه، الأمر الذي يوقعهم بالتالي في دائرة المخاطر المولدة للأزمات.<sup>2</sup>

#### 5.4. مخاطر العدوى:

نشأت الأزمة الاقتصادية الأخيرة في أواخر عام 2008 داخل الولايات المتحدة الأمريكية، الأمر الذي أثر سلبا على أسواق الأوراق المالية العاملة داخلها، وامتد منها إلى غالب الأسواق المالية الدولية. والسبب في ذلك يرجع إلى تسارع انتقال العدوى من أسواق الأوراق المالية الأمريكية إلى الأسواق العالمية، ثم إلى الأسواق المحلية بالنسبة لكل دولة على حدى، والسبب في ذلك يرجع إلى فقدان الثقة في النظام المالي السائد، مما يترتب عليه زيادة المعروض من الأسهم والسندات من أجل البيع، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمتها. وبناء عليه، فإن آثار الذعر التي تصيب سوق الأوراق المالية بكثرة لبلد معين، له موقعه على الساحة الاقتصادية العالمية، تهدد باستقرار النظام المالي، ليس فقط بالنسبة لهذا البلد، بل لكل البلاد المجاورة له، الأمر الذي يوقع المستثمرين في أسواقها في دائرة المخاطر المولدة للأزمات.

<sup>1</sup> صارم سمير، قراءة في أزمة دول النمور، دار الفكر، سورية، 1998، ص: 29.

<sup>2</sup> حسين محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول: متطلبات التنمية في أعقاب إفراقات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، يومي 28 و29 أفريل 2010، ص: 12.

وإن الأزمة التي أصابت شركة دبي العالمية\*، والناجمة عن عدم قدرتها على الالتزام بوفاء ديونها المستحقة في مواعيدها، أدى إلى تدهور الأسواق المالية، ليس على صعيد دول الخليج فقط، بل تجاوز ذلك إلى أسواق المال في أوروبا، حيث شهدت نهار الخميس الواقع في 2009/11/26 هبوطا كبيرا بعد طلب شركة دبي العالمية من دائئها مدة ستة أشهر لتسديد ديونها المستحقة، حيث سجلت أسواق المال في بريطانيا وفرنسا وألمانيا هبوط بعض مؤشراتهما.<sup>1</sup>

\* هي شركة استثمارية مقرها دبي، وتشمل استثمارات الشركة أربعة مجالات أساسية وهي: النقل والخدمات اللوجستية، الأحواض الجافة والخدمات الملاحية، التطوير الحضري، والاستثمار والخدمات المالية

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني لـ BBC، أزمة دبي العالمية تهز أسواق المال في أوروبا، تم تصفحه بتاريخ 2012/08/12: www.bbc.com

## المبحث الثاني : هيكل أسواق الأوراق المالية وتنظيمها

يمكن النظر إلى سوق الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالتالي تصنيفها طبقاً لأكثر من أساس، وذلك حسب الهدف من تصنيف هذه الأسواق، فمثلاً قد يكون الهدف من التصنيف هو معرفة أنواع الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات مالية معينة، أو قد يكون الهدف هو معرفة كيفية التعامل داخل سوق الأوراق المالية.

والواقع أنه من الصعب الوصول إلى تقسيمات محددة وفاصلة لسوق الأوراق المالية، وذلك نظراً للتداخل الذي يحدث بين الأنواع المختلفة لهذه الأسواق، وبالتالي فإنه سيتم تصنيف سوق الأوراق المالية هنا طبقاً للأسس الأكثر شيوعاً، وبالشكل الأسهل استيعاباً، مع توضيح كيفية حدوث التداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق.

### 1. أنواع وخصائص أسواق الأوراق المالية :

عادة ما تستخدم سوق الأوراق المالية من طرف الحكومات والشركات والمؤسسات التجارية بهدف تجميع الأموال للأغراض طويلة الأجل، إذ أن سوق الأوراق المالية فضلاً عن كونها وعاءاً للتمويل طويل الأجل، فإن كلفة التمويل فيها منخفضة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى (كالبنوك التجارية).

وكما أشرنا آنفاً إلى أن سوق الأوراق المالية هي سوق للأدوات المالية طويلة الأجل (Long-term) التي يحين استحقاقها بعد أجل طويل مما يحملها عبئاً ثقيلاً ومخاطرة كبيرة، لاسيما فيما يخص السندات، ويمكن إجمال أهم خصائص سوق الأوراق المالية في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

- يمتاز الاستثمار في هذه السوق بارتفاع العوائد، مما يدفع المستثمرين للتفكير والاهتمام بالأرباح على حساب السيولة؛
- تعد سوقاً أكثر انتظاماً من سوق النقد، لمحدودية المتعاملين فيها، فضلاً عن كونهم على درجة عالية من التخصص والمهارة في إبرام الصفقات المالية؛
- تعد سوق الأوراق المالية سوقاً للجلمة والتجزئة في آن واحد، إذ تعقد فيها صفقات كبيرة وأخرى صغيرة، بحسب حاجة المتعاملين وطبائعهم؛
- تلعب دوراً حيوياً في تطوير منشآت الأعمال وغيرها، كونها تمثل قناة لتدفق الأموال متوسطة وطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين؛
- يقابل ارتفاع معدل العائد في سوق الأوراق المالية، ارتفاع معدل المخاطرة الناشئ عن طول آجال الأوراق المالية المتداولة فيها وبالتالي زيادة مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة؛

<sup>1</sup> - ناظم محمد الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999، ص:188.

ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية من حيث أولوية الإصدار إلى سوق الإصدارات الجديدة وأخرى للإصدارات القائمة والسابقة ، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين.

### 1.1.1 السوق الأولية Primary Market :

يقصد بالسوق الأولية تلك السوق التي تنشأ من طرف مؤسسة متخصصة، تعرض فيها للجمهور ولأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب شركات أو جهة حكومية معينة وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكبير أو بنك الاستثمار أو المتعهد (Underwriter) مثل مؤسسة مارلنش (Merrill Lynch) ومورجان ستانلي (Morgan Stanely) وإخوان سالمون (Salomon Brothers) في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>1</sup>

أما في الدول ذات الأسواق المالية الصغيرة فقد تتولى بعض البنوك التجارية عملية الإصدار فالسوق الأولى أو سوق الإصدار هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (السهم أو السند) والمكتتب الأول فيها.<sup>2</sup> وتبرز أهمية السوق الأولية في أن التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة يمثل زيادة أو إضافة للتراكم الرأسمالي في الاقتصاد الوطني.<sup>3</sup>

وهناك أسلوبان شائعان في عملية إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية هما:<sup>4</sup>

#### 1.1.1.1 الأسلوب المباشر:

وفق هذا الأسلوب تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها، وقد يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايدة وبخاصة بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية.

#### 2.1.1.1 الأسلوب غير المباشر:

قيام مؤسسات مالية متخصصة مثل ( بنك الاستثمار ) بالإصدار لحساب الشركات والمؤسسات الخاصة والراغبة في الحصول على تمويل، إذ تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية و توزيعها فضلاً عن تقديم المشورة والنصح للشركات المعنية.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، الأردن، 1994، ص:8.

<sup>2</sup> - سليم الحسنية، مرجع سبق ذكره، ص:22.

<sup>3</sup> - Peter S. ROSE, **Money and Capital Markets**, 7th Edition, McGraw-Hill Education, USA, 2000, P:686.

<sup>4</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص:239.

## 2.1. السوق الثانوية Secondary Market:

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعضهم مع بعض، وليس بين المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق. وبناء على ذلك فإن السوق الأولية توفر تمويلًا فعليًا للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية في حين نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات.

بعبارة أخرى فإن السوق الثانوية تتعامل في أوراق مالية سبق إصدارها وبيعها للمستثمرين، وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلًا للملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر.<sup>1</sup> ويمكن التعرف على دور السوق الثانوية (سوق التداول) وأهميتها في النظام المالي والاقتصادي من خلال الآتي:<sup>2</sup>

- توفر السوق الثانوية للمستثمرين السيولة والربحية معا، وتتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بالسرعة المطلوبة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة، عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي؛

- تلعب السوق الثانوية دورا هاما في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في المشروعات الاقتصادية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية؛

- إن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابيا على أداء السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطا وتداولًا كبيرًا شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وتوسيع القائمة منها، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولية.

ويوجد أكثر من نظام لتداول الأوراق المالية في سوق التداول، وتلعب هذه الأنظمة دورا مهما في تطوير السوق الثانوية وتشغيلها، فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملين والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما تمثل هذه الأنظمة النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات عن أسعار السوق ونشاطها، وهناك نمطان رئيسان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول هما:

## 1.2.1. السوق المنظمة Organized Market:

تتميز هذه السوق بوجود مكان مادي ملموس تتوفر فيه الوسائل اللازمة لالتقاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية ووكلائهم. ويتم بيع الأوراق المالية في هذه السوق بالمزاد حيث يتم قبول السعر الأعلى ثم الأدنى فالأدنى إلى أن يتم تصريف كامل الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - رمضان علي الشراح ومحروس أحمد حسن، الاستثمار: النظرية والتطبيق، ط2، ذات السلاسل، الكويت، 1999، ص:52.

<sup>2</sup> - رسمية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص:22.

ويقتصر التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية المسجلة فقط،<sup>1</sup> إذ يجري تداول الأوراق المالية بواسطة شركات مرخصة وفقاً لقوانين وأنظمة محددة تنظم عملية التداول. ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية المنظمة إلى أسواق مركزية وأسواق محلية:<sup>2</sup>

ففي إطار السوق المركزي يتم التعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والسوق، من أمثلتها بورصة نيويورك (NEW YORK STOCK EXCHANGE – NYSE) التي تعد أكبر سوق مالي في العالم، إذ تتعامل بحوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية. وتسمى أحياناً بالمجلس الكبير.

أما الشكل الثاني من سوق الأوراق المالية المنظمة، يسمى بالسوق المحلية أو البورصة المحلية (Regional Exchanges)، إذ تتعامل هذه السوق بما تبقى من الأوراق المالية المسجلة، وتخدم هذه السوق صغار المستثمرين في المناطق الواقعة فيها إضافة إلى كبار المستثمرين، كالمهنيين والمؤسسات المتعاملة بالأوراق المالية بيعة وشراء، إذ تلجأ الأخيرة إلى السوق المحلية لما تتميز به من بساطة في إجراء الصفقات، وانخفاض في عمولات السماسرة.

### 2.2.1 السوق غير المنظمة Unorganized Market:

هي ذلك النوع من الأسواق الذي يجري التعامل فيها خارج حدود سوق الأوراق المالية وتسمى هذه المعاملات، بالمعاملات على المنضدة أو فوق الحاجز (Over-The counter).<sup>3</sup>

وتنشأ هذه الأسواق نتيجة إخفاق بعض منشآت الأعمال والشركات التجارية من دخول السوق، بسبب القوانين والضوابط التي تحكم دخول السوق المنظمة، لذا يتم اللجوء إلى السوق غير المنظمة (الموازية) لتداول الأوراق المالية التي لم تكتسب الشروط القانونية للدخول إلى السوق المنظمة.

وتدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية تعرف باسم ناسداك (NASDAQ)، إذ تظهر طلبات البيع والشراء لأسهم الشركات المختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني على شكل عروض (Offers). وتتضمن السوق غير المنظمة - التي هي أحد مكونات السوق الثانوية - أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين:

- **السوق الثالثة:** تمثل السوق الثالثة قطاعاً من السوق غير المنظمة إذ تتكون من بيوت السمسرة، من غير المسجلين في السوق المنظمة. ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المسجلة بالإضافة إلى الأسهم غير المسجلة وتلجأ العديد من المؤسسات والشركات التجارية للتعامل بهذه السوق تجنباً للاختناقات الحاصلة في السوق المنظمة والمترتبة على تنوع المعاملات وكثرتها، فضلاً عن انخفاض العمولة على الصفقات

<sup>1</sup> - عبد الله طاهر وموفق على خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار يزيد للطباعة والنشر، الأردن، 2004، ص:374.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص:21.

<sup>3</sup> - خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم - تحليل - استراتيجيه، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص:10.

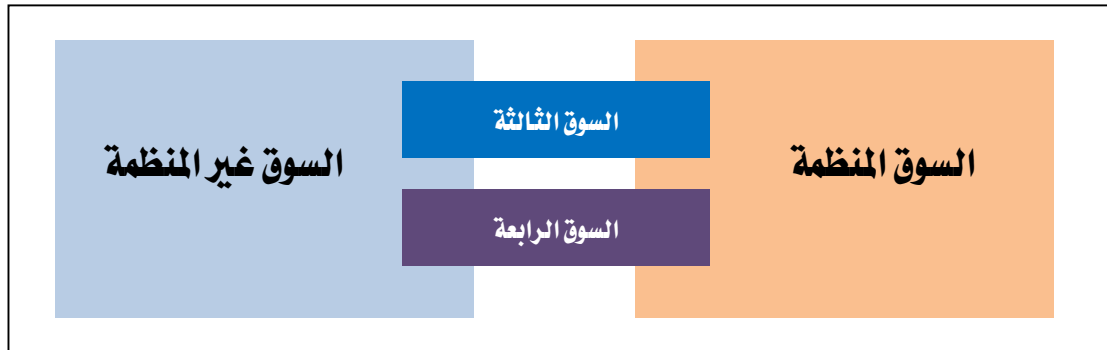
المبرمة في هذه السوق، نظرا لأن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في هذه السوق، مثلما هو الحال في السوق المنظمة.<sup>1</sup> ومن أبرز المتعاملين في هذه السوق صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة وشركات التأمين.

وقد لاقت هذه الأسواق نجاحا كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكية، نظرا لما تتمتع به من انخفاض في العمولة وسرعة في تنفيذ العمليات مقارنة بالوقت الذي يستغرقه إجراء مثل هذه الصفقات في الأسواق المنظمة.

- **السوق الرابعة:** يتم التعامل في هذه السوق بصورة مباشرة ومن دون وساطة بين المؤسسات الكبرى، بهدف استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية، ومن ثم تخفيض النفقات الخاصة بالصفقات الكبيرة. وفي هذه الحالة فإن هذه المؤسسات عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري.

ويتم التعامل في السوق الرابعة من خلال شبكة الاتصال الإلكتروني آنستنت (Instant)، إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة حجم ونوع وسعر الأوراق المالية السائدة في السوق.<sup>2</sup>

الشكل (1 - 2): مكونات السوق الثانوية (سوق التداول)



المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على ما جاء في مكونات السوق الثانوية.

ويبين الشكل (1 - 2) العلاقة التي تربط السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، والعلاقة بين كل من السوق الثالثة والسوق الرابعة، إذ يشير هذا التداخل إلى أن السوقيين الثالثة والرابعة هما جزء من السوق الثانوية، ويمكنهما التعامل في أوراق مالية متداولة في السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص: 11.

<sup>2</sup> - عبد الله طاهر وموفق علي الخليل، مرجع سبق ذكره، ص: 378.

### 1.3. السوق البديلة (Le marché alternatif) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تعرف السوق البديلة على أنها إحدى الآليات التي تم استحداثها للمساعدة على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة مساهمتها في تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها لتمويل التنمية الوطنية، من جهة، ومن جهة أخرى على أنها تكييف لآليات سوق الأوراق المالية لتمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من الخدمات التي تقدمها سوق الأوراق المالية، دون الحاجة إلى تلبية شروط الإدراج التعجيزية الخاصة بالسوق الرسمية، بغية تنشيط قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والإسهام في حل مشاكله التمويلية.<sup>1</sup>

كما تساهم كذلك السوق البديلة في تحسين مناخ الاستثمار في البلد، ما يساهم في تحسين الصورة الاقتصادية للبلد، وبالتالي جذب رؤوس أموال إضافية من شأنها أن تساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية. وبالتالي تمتاز السوق البديلة بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من أسواق الأوراق المالية، والتي يمكن إيجازها في الآتي:<sup>2</sup>

- سوق موجهة لتلبية الحاجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- شروط وإجراءات القيد فيها مبسطة وميسرة بما يتماشى وخصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تكلفة إدراج أقل نسبيا من نظيرتها في السوق الرسمية، ما يمنح هذا البديل التمويلي أفضلية على التمويل البنكي خاصة فيما يتعلق بتكلفة التمويل.

وأول سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أنشئت في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا الأوسط بورصة النيل NELEX والتي بدأت نشاطها في عام 2007، وفي عام 2012 تم إدراج 19 شركة في السوق، حيث تم إدراج أول شركتين عام 2008، تليها أربع في عام 2009، وثمانية في عام 2010 وأربعة في عام 2011.<sup>3</sup>

### 2. المتدخلون في سوق الأوراق المالية:

يحتاج سوق الأوراق المالية لمجموعة من المتدخلين كالمؤسسات المالية والبنكية، التي تسهل عملية البيع والشراء وتمويل الصفقات، وتقديم القروض للمستثمرين بأشكال متعددة، وترويج

<sup>1</sup> - Djamel eddine Sahnoun, *Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME –Le cas de la Tunisie-*, Revue Des économies nord Africaines, N°6, université de Chlef, 2009, P: 85

<sup>2</sup> - كروش نور الدين، تكييف آليات سوق الأوراق المالية وفق المتطلبات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة تحليلية لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية- ، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015/2016، ص:72.

<sup>3</sup> - Zondo Sakala et Jacob Kolster, *Le développement des marchés financiers en Afrique du Nord: État actuel et perspectives d'avenir*, African Development Bank, Note Économique, 2013, P :12.

الاكتتاب للأوراق المالية الجديدة وغيرها من الأعمال المتعلقة بالسوق وآلية عمله، وتختلف هذه الأطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد المعني. ومن أهم الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية:

## 1.2. وسطاء الأوراق المالية:

من الأمور المشتركة في جميع أسواق الأوراق المالية في العالم هو أن التداول في قاعات هذه الأسواق عادة ما يتم بواسطة وسطاء أو سماسرة مرخصين للقيام بهذه الأعمال، فكل مستثمر أن يختار وسيطا ينوب عنه في تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة به لقاء عمولة تحددها القوانين والتنظيمات المعمول بها في السوق المعنية.<sup>1</sup>

والوسطاء هم طائفة متخصصة في الشؤون المالية، ذوو خبرة وكفاءة في التعامل بالأوراق المالية وطرائق تداولها وكيفية تحصيل كوبوناتها، إلى جانب حيادهم التام في عقد الصفقات. ويقوم الوسيط بممارسة عمله من خلال عقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية وفي المواعيد الرسمية لحساب عملائه مقابل عمولة محددة،<sup>2</sup> إذا فالوسيط هو مجرد وكيل للعملاء، مهمته التوسط في البيع والشراء فقط، فلا تدخل الأوراق المالية ضمن ملكيته، وهناك بعض القوانين والتشريعات تجيز له البيع والشراء لحسابه الخاص، ويمارس الوسيط مهنته منفردا أو من خلال شركة سمسرة.<sup>3</sup>

ويؤدي الوسيط المالي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر، وأكثر أنواع الأوامر شيوعا هي:

- **الأمر السوقي The Market Order**: بحسب هذا النوع من الأوامر ينفذ الأمر بمجرد استلامه من قبل العميل وبموجب أفضل سعر يتوفر بتاريخ التنفيذ، وفي حالة الشراء يكون أفضل سعر هو (أقل سعر يمكن الحصول عليه) أما في حالة البيع فيكون (أعلى سعر) هو أفضل سعر للبيع.

- **الأمر المحدد The Limited Order**: تختلف طبيعة هذا الأمر حسب نوع القيد الذي يضعه العميل على السمسار، فقد يشمل هذا القيد سعر التنفيذ فقط أو وقت التنفيذ فقط أو كليهما معا، فإذا اقتصر القيد على سعر التنفيذ فقط فهذا يعني أن السمسار يكون ملزما بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المحدد في الأمر، ويكون مسؤولا عن عدم التنفيذ إذا أخل بالشرط.

<sup>1</sup> - حسن النجفي، مرجع سبق ذكره، ص:70.

<sup>2</sup> - زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، مرجع سبق ذكره، ص:197.

<sup>3</sup> - Frederic S. MISHKIN, *The Economics of Money, Banking, & Financial Markets*, 6th Edition, Pearson Education, France, 2001, P.350.

أما إذا اقتصر القيد على وقت التنفيذ فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ الأمر وبأفضل سعر يتحقق حينئذ، وفي التاريخ المحدد للتنفيذ أو خلال المدة المتفق عليها، وقد يشمل القيد سعر التنفيذ ووقته معاً، بمعنى أن الأمر الذي يصدره العميل للسمسار يحدد فيه سعراً معيناً للتنفيذ خلال مدة زمنية معينة، وفي هذه الحالة يكون السمسار ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للسهم أو السند إلى سعر التنفيذ خلال المدة الزمنية المحددة، أما إذا لم يتحقق ذلك فيعد الأمر ملغياً ولا يتحمل السمسار أي مسؤولية.<sup>1</sup>

- **أمر التوقف أو الإيقاف Stop Order**: يطبق هذا النوع من الأوامر بصيغتين، الصيغة الأولى: والتي تطبق على عمليات بيع الأسهم، إذ يلجأ إليها المستثمرون لضمان تحقيق حد معقول من الأرباح عندما يكون اتجاه حركة الأسعار في نزول ويطلق على هذه الصيغة مصطلح (Stop Loss Order).

فمثلاً لو أن أحد المستثمرين كان لديه سهم عادي قد اشتراه بسعر 100 ديناراً بينما السعر السوقي السائد للسهم حالياً هو 150 ديناراً، وخوفاً من هبوط محتمل في السعر، يصدر المستثمر أمراً للسمسار بصيغة تضمن له حداً أدنى من الأرباح ومن ثم تجنبه خسارة كبيرة محتملة، مثلاً يصدر العميل أمراً بالصيغة الآتية: (بع إذا وصل السعر السوقي للسهم 120 ديناراً)

أما الصيغة الثانية التي يمكن لأمر الإيقاف أن يصدر بها فيطبق على عمليات شراء الأسهم عندما تلوح في الأفق مؤشرات لارتفاع السعر السوقي للسهم، ويطلق على هذه الصيغة (Stop Buy Order) فمثلاً إذا كان السعر السوقي لسهم معين 50 ديناراً وتوقع المستثمر ارتفاع السعر في المستقبل فحينئذ يمكن إصدار أمر للسمسار بالصيغة الآتية: (اشتر إذا وصل السعر السوقي إلى 60 ديناراً).

- **الأمر الفوري Filler Kill Order**: بموجب هذا النوع من الأوامر يجب أن ينفذ الأمر فوراً بمجرد استلامه وبالسعر الأفضل الجاري حينئذ، وإلا عد الأمر ملغياً.

- **الأمر المفتوح Open Order**: حسب هذا النوع من الأوامر فإن الأمر يبقى ساري المفعول إلى أن ينفذ أو يتم إلغاؤه من طرف المستثمر، ويتطلب إصدار الأمر المفتوح أن يكون المستثمر على دراية بظروف العرض والطلب للأوراق المالية محل الدراسة.

- **الأمر الحر Free Order**: في هذا النوع من الأوامر، وهو نادراً ما يطبق، يكون للوسيط أو للسمسار الحرية المطلقة في تنفيذ الأمر في الوقت والسعر الذي يراه مناسباً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للطباعة والنشر، العراق، 1982، ص: 94.

<sup>2</sup> - رسمية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

## 2.2. الشركات الاقتصادية:

تعتبر الشركات الاقتصادية الخاصة والعامة من بين المتدخلين الفاعلين أيضا في سوق الأوراق المالية، حيث تلجأ هذه الشركات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها الجديدة والتوسعية، فضلا عن نشاط الإصدار يتجلى الجانب الآخر لتدخل الشركات الاقتصادية في توظيف فوائضها المالية لتدر عليها أرباحا تفوق أرباح نشاطها العادي، كالمتاجرة في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق. ومن أهم هذه الشركات:

- **شركات التأمين:** وهي شركات مساهمة تمتلك أموالا ضخمة، تقوم بتوزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين.

- **صناديق التقاعد:** تقوم هذه المؤسسات بجمع المبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل، على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيخوخة.<sup>1</sup>

- **صناديق الاستثمار المشتركة:** هي وعاء مالي تكونه مؤسسة أو عدة مؤسسات مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار)، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمشاركين فيه عائدا مجزيا، ضمن مستويات مخاطر مقبولة،<sup>2</sup> وعادة ما يلجأ الأفراد وصغار المدخرين إلى هذه الصناديق لما تتميز به من:<sup>3</sup>

• **التنوع:** يلاحظ أن صغار المدخرين الذين يشترون الأوراق المالية لا يستطيعون الاستفادة من مزايا التنوع، لضآلة استثماراتهم أو صغرهما، لذلك تقدم هذه الصناديق الطريقة التي يمكن من خلالها تحقيق هذه الغاية لصغار المدخرين؛

• **الإدارة الكفؤة:** إذ يقوم بتولي إدارة هذه المحافظ مدراء ذوو خبرة وكفاءة عالية في إدارة المحافظ المالية، وهذا مالا يستطيع المستثمر تحقيقه بمفرده؛

• **السيولة:** توفر هذه الصناديق السيولة اللازمة لصغار المستثمرين، من خلال استعدادها لإعادة شراء أسهم المستثمر بناءً على طلبه، حيث أثبتت التجارب الأوروبية والأمريكية أن إنشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة. وقد أفادت عدد من البلدان النامية (مثل الهند وتايلند وماليزيا وهونغ كونغ) من هذه التجربة، إذ اتجهت هذه الدول إلى تطوير أسواقها المالية عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار، مما أدى إلى تطوير القطاع المالي فيها.

<sup>1</sup> - ناظم الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:198.

<sup>2</sup> - مصباحي محمد الأمين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2009، ص:73.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم- سندات- وثائق استثمار- خيارات، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص:374.

### 3.2. البنك المركزي:

يعد البنك المركزي أحد أهم المؤسسات التي تتعامل باستمرار في سوق الأوراق المالية، لغرض تحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة، خاصة منها المتعلقة برفع معدلات النمو الاقتصادي والاستخدام الأمثل للموارد وتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار. ويمكن تلخيص دور البنك المركزي في السوقين الرأسمالي والنقدي في الآتي:<sup>1</sup>

- توجيه السياسة النقدية؛
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها؛
- مراقبة عمليات بيع العملات الأجنبية وشراؤها؛
- الإشراف على أدوات السوق النقدي، من خلال مراقبة عمليات بيع وشراء السندات وأذونات الخزينة وغيرها من الأدوات المالية؛
- إصدار النقد ومراقبة أسعار الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي...

### 4.2. البنوك التجارية:

لأسباب تاريخية مختلفة، احتلت البنوك بصفة عامة مكان الصدارة في التعامل بالأوراق المالية، وبالأخص في الدول المتقدمة. ومع استمرار توسع تعامل هذه البنوك في الأوراق المالية، تطورت العمليات التي تقوم بها من مجرد أقسام صغيرة داخل هذه البنوك إلى إدارات قائمة في حد ذاتها.

وعادة ما تستثمر البنوك التجارية جزء من مواردها المالية في شراء الأوراق المالية، نظراً لما تدره هذه الأوراق من عائد مجز، وتأتي الأوراق المالية في المرتبة الثانية بعد القروض من حيث أهميتها كمجال لاستثمار الموارد المالية للبنوك.

وتحقق البنوك التجارية من وراء الاستثمار بالأوراق المالية، بالإضافة إلى العوائد المالية، توفير السيولة التي يحتاجها البنك لمواجهة سحبات العملاء، إذ يمكن تصنيف هذه الأوراق كخط دفاع ثان بعد الاحتياطات النقدية للتزود بالسيولة.<sup>2</sup>

### 5.2. المستثمرون والمضاربون في سوق الأوراق المالية:

تحتوي بورصات الأوراق المالية العالمية على العديد من المستثمرين والمضاربين، الذين يمارسون شراء الأوراق المالية وبيعها، بغية تحقيق أقصى الأرباح، ومن أهم هذه الفئات:

<sup>1</sup> - رسمية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص:45.

<sup>2</sup> - حيدر حسين احمد محمد آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص:37.

- المضاربون المحترفون **Speculators**: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعه تحركات الأسعار في السوق المالية بصفة دائمة. هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي، كاستخدام نموذج دورة السوق وتشخيص الاتجاه الرئيس، والذي يمثل نموذجا لتتبع الاتجاهات السلوكية والنمطية لأسعار السوق.

- المضاربون الهواة **Outsiders**: تهدف هذه المجموعة للاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة في السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، إذ تقوم هذه الفئة بشراء الأوراق المالية وبيعها في الوقت ذاته سواء في السوق نفسه، أو إعادة بيعها في أسواق أخرى، للاستفادة من فروقات الأسعار. وعادة ما تختفي هذه الفئة من سوق الأوراق المالية نتيجة تحقيق الخسائر المتتالية.

- المتآمرون **Manipulators**: تعمل هذه المجموعة على التحكم بأسعار الأوراق المالية وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل، الناتج عن قوى العرض والطلب العادية. وتتميز هذه الفئة بتوافر الموارد المالية الضخمة لديها والتي تمكنها من تحقيق أهدافها.<sup>1</sup>

- المستثمرون **Investors**: يمثل المستثمرون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها، وهناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الداخلي والمستثمر العادي، فالمستثمر الداخلي يهدف إلى السيطرة على الشركة وأدائها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم الخاصة بها، فيما يهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أعلى الأرباح من خلال بيع وشراء الأوراق المالية.

- المحتاطون **Hedgers**: تحتفظ فئة المحتاطين بالأوراق المالية من أجل الحيلة وتقليل المخاطر التي قد تتعرض لها مواقفهم المالية، وذلك من خلال الاحتفاظ بعدد متنوع من الأوراق المالية على أمل أن تغطي العوائد المحصلة منها المخاطر التي قد يتعرضون إليها نظير انخفاض أسعار بعضها أو التغير في العوائد المرتقبة منها.<sup>2</sup>

وبالرغم من هذا التصنيف، فإن واقع أسواق الأوراق المالية يجعل من الصعب في كثير من الحالات التمييز وبشكل دقيق بين هذه الفئات، فقد يكون المتعامل في سوق الأوراق المالية مستثمرا في حالات ومواقف معينة، ومحتاطا في مواقف أخرى، أو يكون متاجرا في أوراق مالية معينة ومضاربا في أخرى.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص، ص: 41، 42.

<sup>2</sup> - سيف سعيد سويدي، النقود والبنوك، ط3، دار الكتب القطرية، قطر، 2002، ص: 54.

## 3. عمليات سوق الأوراق المالية:

إن سوق الأوراق المالية بمفهومها الصحيح تعني عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين المتعاملين لآجال مختلفة، ويتم إبرام العمليات داخل هذه السوق حسب الالتزامات الزمنية إلى ثلاثة أنواع، هما:

## 1.3. المضاربة في سوق الأوراق المالية:

## 1.1.3. مفهوم المضاربة في سوق الأوراق المالية:

لقد انقسم المعروف للمضاربة في سوق الأوراق المالية إلى قسمين:

قسم عرفها تعريفاً يحمل دلالات إيجابية، وقد غلب هذا على التعريفات الغربية للمضاربة والمضارب، وكذا كثير من القواميس والكتب العربية. ومن بين التعريفات التي أخذت هذا المنحى نذكر ما يلي:<sup>1</sup>

- تقدير فرص الكسب لانتهازها، واحتمالات الخسارة لاجتنابها؛
- بيع أو شراء أوراق مالية للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن تنبؤ في تغيرات قيمها؛
- عملية مالية أو تجارية بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي للسوق بقصد تحقيق الربح؛
- المشاركة في نشاطات مالية ذات طابع خطر لكنها تحمل في ثناياها عائداً مجزياً.

وقد اعتبرت كثير من الكتابات الغربية المضارب مستثمراً يملك خبرة أعمق وأوسع من غيره تمكنه من تحمل خطر أكبر، وهذا ما يميزه عن بقية المستثمرين الذين لا يقوون على تحمل مخاطر عالية.

بينما توجهت تعريفات أخرى توجهها نقدياً بناءً على تقديرهم لغالب مراميها وتطبيقاتها وتداعياتها السلبية على السوق، ومن بين هذه التعريفات عرفت بأنها:<sup>2</sup>

- بيع أو شراء صوريان ليس بغرض الاستثمار، ولكن بغرض الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، والقيمة الاسمية والدفترية من ناحية أخرى؛
- قبول التعرض لمخاطر كبيرة وعلى الأخص في محاولة توقع الأحداث المستقبلية والمغامرة بما يشبه المقامرة على أمل تحقيق أرباح سريعة وكبيرة.

<sup>1</sup> - سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية (عرض تحليلي نقدي)، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، السعودية، ديسمبر 2010، ص: 07.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص: 07.

- بيع أو شراء لا لحاجة راهنة، ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن التنبؤ بتغيرات قيم الأوراق المالية.

ويلاحظ على هذه التعاريف أنها اتفقت على أن كل من يقتني السهم، للانتفاع والاستفادة من فروق أسعار الأسهم - دون أن تكون له الرغبة في الاستفادة من العائد على السهم - فإنه يكون مضاربا، ويسمى عمله مضاربة.

وعليه فيمكن تعريف المضاربة بأنها "هي العمليات التي يقوم بها الأشخاص من بيع وشراء للقيم المالية بسوق الأوراق المالية، معتمدين في ذلك على معلومات ظرفية أو على مجرد الحظ والتخمين والتنبؤ، لا بغرض تسلم السهم لمحتواه والانتفاع بما يعود عليه من ربح، وإنما لغرض الاستفادة من فروق الأسعار بين وقت وآخر".

### 2.1.3. العلاقة بين المضاربة والاستثمار:

مما يقال أن سوق الأوراق المالية بطبيعتها يوجد فيها المستثمر والمضارب، ولكل منهما دوافعه الذاتية في التعامل، فالمستثمر يرى أنها مكان مناسب لاستثمار أمواله والحصول على الأرباح في المدة الطويلة، أما المضارب فإنه لا يهدف إلى الاستثمار أساسا، وإنما يوظف أمواله في شراء الأوراق المالية عندما تنخفض أسعارها، وبيعها عندما ترتفع أسعارها في أقرب فرصة.<sup>1</sup>

رغم هذا التباين في الدوافع الذاتية لكل من المستثمر والمضارب، والذي يعتبر حدا فاصلا للتفريق بين الاستثمار ومضاربة سوق الأوراق المالية، إلا أن هناك اعتبارات أخرى توضح مدى الاختلاف بين مفهوم الاستثمار والمضاربة في سوق الأوراق المالية، وهذه الاعتبارات هي:<sup>2</sup>

#### 1.2.1.3. العوائد المتوقعة:

بينما يكون اهتمام المستثمر بالعائد السنوي الناتج عن النشاط الحقيقي للشركات، يهتم المضارب بتحقيق الربح من تذبذبات أسعار الأسهم اللحظية في السوق. إضافة إلى أن العوائد المتحققة من الاستثمار تمتاز بالدورية والثبات النسبي ومعقولية نسبتها، أما عوائد المضاربة فهي غير منتظمة ومتقلبة ونسبتها متضخمة، وتفوق عوائد الاستثمار الحقيقي.

#### 2.2.1.3. درجة المخاطرة:

يطلق لفظ الاستثمار على الأنشطة التي تقل فيها درجة المخاطرة، بينما يطلق اسم المضاربة على الأنشطة التي تزيد فيها درجة المخاطرة. فالحسائر التي قد يصاب بها المستثمر غالبا ما تكون طفيفة

<sup>1</sup> - عبد الفتاح محمد صالح، حقيقة المضاربة في البورصة، مقال بموقع الاقتصاد العادل، نشر بتاريخ: 2012/01/06، تم تصفحه بتاريخ http://thefaireconomy.com/article.aspx?id=32

2014/08/12

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

ويمكن تغطيتها من الأرباح الاحتياطية، أما المضارب فعليه أن يكون مستعداً لخسائر قاسية قد يتعرض بسببها إلى الإفلاس.

### 3.2.1.3. مدة استخدام الأموال:

الاستثمار يستمر لعدة سنوات، بينما المضاربة لا تتجاوز الأيام أو الأسابيع بأي حال.

### 4.2.1.3. نوع التعامل:

المتعاملون في السوق العاجلة ممن يريدون شراء الأسهم وتسلمها للاحتفاظ بملكيته مستثمرين، والمتعاملون بالبيع القصير والهامش للاستفادة من تذبذبات الأسعار مضاربين.

من الاعتبارات السابقة يتضح أن مضاربة سوق الأوراق المالية، لا تعد بأي حال من الأحوال نوعاً من الاستثمار الحقيقي، ولا تعدو عن كونها نشاطاً مالياً طفيفاً لا يحقق أي قيمة مضافة للاقتصاد.

### 2.3. العمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية Spot transaction:

وهي العمليات التي يلتزم كل من المشتري والبائع بتنفيذ عقودها، وذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية ويدفع المشتري ثمنها خلال فترة وجيزة جداً 48 ساعة على الأكثر. ومن خلال هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر نوع الصفقة، طبيعة الورقة المالية، موضوع الصفقة والكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية، دون أن ننسى السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره، بحيث يوجد في هذه العملية العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup> ويلجأ المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما:<sup>2</sup>

- الرغبة بالاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة لفترة زمنية بغية الحصول على الإيرادات المنتظمة؛
- قصد المضاربة عند ارتفاع أسعارها ببيعها، والحصول على سيولة نقدية فورية.

هذه العمليات العاجلة هي شراء بكامل الثمن ولكن هناك شراء يتم بجزء من الثمن أو الشراء بالهامش وهذا له عدة أوجه أهمها:

### 1.2.3. البيع على المكشوف Short sale:

الأصل في المعاملات أن تشتري السهم أولاً ثم تبيعه فيما بعد، وهو السلوك الطبيعي المتوقع من المتداول الذي يشتري السهم، على أمل أن ترتفع قيمته السوقية فيما بعد لتحقيق بعض الأرباح، غير أن

<sup>1</sup> - بن أحمد بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2013، ص: 40.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

هناك نمط آخر من المعاملات، وفيه يباع السهم أولاً ثم يشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمته السوقية عن القيمة التي سبق أن بيع بها.<sup>1</sup>

والبيع على المكشوف هو أن يبيع المتداول أسهم مقترضة من سمسار على أمل أن ينخفض سعرها فيشتريها ويعيدها للسمسار ويكون قد كسب بذلك الفرق بين سعر الشراء والبيع.<sup>2</sup> أو أن يبيع المتداول أسهما لا يملكها وعند التسليم يقوم بشرائها من السوق ويعطيها للمشتري، أو يقوم باقتراضها من آخر ويسلمها للمشتري، ثم يقوم بشراء تلك الأسهم بعد ذلك للمقرض، وهذه الصورة تسمى بالبيع على المكشوف أو البيع القصير، حيث يهدف البائع إلى الريح إذ أنه يتوقع انخفاض سعر الأسهم بعدما باعها وبالتالي يشتريها بثمن أقل مما باعها ويستفيد من ذلك.<sup>3</sup>

### 2.2.3. التعامل بالهامش Trading on the Margin :

التعامل بالهامش يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كل منهما يقوم على القرض، ووجه الاختلاف بينهما كون المشتري بالهامش يقترض من سمساره نقودا يشتري له بها مزيدا من الأوراق المالية التي أصدر إليه الأمر بشرائها.<sup>4</sup>

وأساس التعامل في هذا النوع من البيوع أن يشتري العميل أسهما بمبلغ معين من المال، في حين أنه لا يملك إلا جزء من قيمة هذه الأسهم " وهو الذي يسمى الهامش " فيدفعه للسمسار، ويقترض الباقي من سمساره بفائدة محددة، على أن ترهن الأسهم المشتراة عند السمسار كضمان للقرض، ويقوم السمسار بالاقتراض بضمانها من البنك ولكن بسعر فائدة أقل.<sup>5</sup>

### 3.3. العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية Derivatives transaction :

البيوع الآجلة في سوق الأوراق المالية هي العمليات التي يتم التعاقد عليها حالا، ويؤجل الدفع والتسليم إلى تاريخ لاحق متفق عليه مسبقا، يسمى موعد التصفية. والغرض الأساسي من العمليات الآجلة هو تحقيق ربح من المراهنة على فرق السعر بين يوم عقد الصفقة وبين يوم التصفية، ولها صور متعددة ومخاطر كثيرة سواء على المتعاملين أو على سوق الأوراق المالية نفسه وأغلب العمليات الآجلة تجرى على المكشوف أي أن المضارب لا يملك الأسهم التي يضارب عليها.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 147.

<sup>2</sup> أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط2، دار بن الجوزي، السعودية، 2005، ص: 223.

<sup>3</sup> عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص: 307.

<sup>4</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1996، ص: 411.

<sup>5</sup> عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص: 312.

<sup>6</sup> عبد الفتاح محمد صالح، مفهوم البيوع الآجلة في البورصة، مقال بموقع الاقتصاد العادل، نشر بتاريخ: 2014/08/12، تم تصفحه بتاريخ 2014/10/15: <http://thefaireconomy.com/article.aspx?id=32>

وأهم العمليات التي يجرى عليها التعامل في السوق الآجلة نذكر ما يلي:

### 1.3.3. العمليات الآجلة الباتة والقطعية (البسيطة) Forward transaction :

العمليات الباتة هي التي يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري بتنفيذها في يوم التصفية المحدد مسبقاً، فيلتزم المشتري بدفع الثمن بالسعر الساري في السوق العاجلة عند التعاقد ويلتزم البائع بتسليم المبيع ولا خيار لأحدهم في فسخ العقد أو إلغائه إلا أن لكل من المتعاقدين أن يصفى مركزه بأن يبيع نقداً ما اشتراه آجلاً، وله أو عليه الفرق بين سعري التعاقد والتصفية إن كان مشترياً، أو أن يشتري ما باعه آجلاً وله أو عليه الفرق بين سعري التعاقد والتصفية إن كان بائعاً. ولكل من المتعاقدين أيضاً أن يؤجل موعد التصفية إلى التصفية المقبلة بنقل مركزه إلى غيره مقابل سداد فائدة أو بدل عن فترة التأجيل تسمى ببديل التأجيل.<sup>1</sup>

### 2.3.3. العمليات الآجلة الشرطية (الخيارات) Options :

ويسمى البعض عقود الخيارات أو العمليات الآجلة بشرط التعويض. والمراد بها أن يلتزم البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلاً في تاريخ معين، لكن يشترط أحدهما لنفسه الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً، ليكون بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية، وذلك عندما يكون تقلب الأسعار في غير صالح دافع التعويض.

وكما هو معلوم فإن تقلبات الأسعار في سوق الأوراق المالية قد تؤدي إلى خسائر فادحة، ولذلك يعتمد المضاربون إلى هذه العمليات (الشرطية) - والتي تقترن بدفع مبلغ من المال يعتبر بمنزلة التعويض - في حال رغب أحد الأطراف بعدم إتمام المعاملة إذا كان تنفيذ العملية في غير مصلحته، وهنا يظهر البعد المالي لهذه العملية، علماً أنها لا يحصل فيها تسلّم وتسليم بصفة عامة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - المرجع السابق.

<sup>2</sup> - حسن حمد الرفاعي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

### المبحث الثالث: الأدوات والمنتجات المالية في أسواق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات، السلع والأدوات الرئيسية المتداولة في أسواق الأوراق المالية، فهي تعتبر صكاً لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر.<sup>1</sup>

وتشتمل هذه الأدوات أو القيم على كافة الخصائص التي تلبى متطلبات المستثمرين من حيث نوعية الورقة المالية المتاحة (حقوق ملكية - دين) وطرق إصدار وتداول هذه الأوراق وطرق حساب العوائد عليها فضلاً عن آجال استحقاقها، ويعد تحليل تلك الخصائص ودراستها أمراً ضرورياً، لأنها تعد الأساس الذي يستند إليه الشخص في اختياره لهذه القيم المالية، فضلاً عن ضرورة التعرف على أنواع هذه الأدوات والمنتجات المالية. لذا تم تخصيص هذا المبحث لدراسة الأدوات والمنتجات المالية في سوق الأوراق المالية:

#### 1. خصائص الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية:

تتشترك أغلب الأدوات المالية بمجموعة من الخصائص، التي تعد معايير لكل نوع من أنواع هذه الأدوات، تساعد المستثمرين في اختيارهم بين هذه الأدوات، ومن أهم هذه الخصائص:

##### 1.1. السيولة:

يقصد بالسيولة سرعة تحويل أي أصل من الأصول المالية أو الحقيقية إلى نقد. إلا أن هذا المفهوم لا يوضح المعنى الاقتصادي لمفهوم السيولة، لأن أي شخص يمتلك سيارة جديدة قيمتها مثلاً عشرة ملايين ديناراً يستطيع أن يحولها إلى نقد بسرعة كبيرة، إذا عرضها للبيع بسعر خمسة ملايين ديناراً ولكن هذا لا يجعل السيارة تتمتع بسيولة عالية، لأن المفهوم الاقتصادي للسيولة هو تحويل الأصول الحقيقية والمالية بأعلى سعر نقدي لها.

من المتوقع أن يزداد الإقبال على شراء الأصل المالي وبسعر مرتفع كلما ارتفعت درجة سيولته، في حين أنه من المتوقع أن لا يقبل المتعاملون على شراء أصل منخفض السيولة إلا عند سعر منخفض، يضمن لهم تحقيق عائد يعوضهم عن التكاليف التي يتحملونها عند محاولة التخلص من هذا الأصل.

وغالباً ما تتحدد السيولة بالنسبة إلى الموجودات المالية بالترتيبات التعاقدية، فمثلاً تتميز الودائع الجارية بسيولتها الكاملة لأن هناك التزام بتغطيتها من البنك عند الطلب، وبشكل معاكس تماماً فإن

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق الرأسمالي الإسلامي بماليزيا - ، رسالة ماجستير، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين، 2007، ص:46.

إصدارات صناديق المعاش الخاصة تتصف بعدم سيولتها، إذ لا يمكن تحويلها إلى سيولة إلا عند التقاعد.<sup>1</sup>

### 2.1. مدة الاستحقاق:

تمثل مدة الاستحقاق المدة المحددة بين تاريخ إصدار الأداة المالية وتاريخ إعادة المبلغ المستحق عليها. فإذا كانت الأداة سند قرض تصدره شركة خاصة مثلاً بتاريخ 2005/1/1، ويستحق إعادة الدفع بتاريخ 2014/12/31 فإن مدة الاستحقاق لهذا السند هي 10 سنوات عند الإصدار. أما إذا كانت شروط السند تعطي الجهة التي أصدرته (المقترض) الحق في استرداد أو سحب السند في أي وقت يشاء، وهو ما يحصل عادة في سندات الشركات الكبرى، فإن مدى الاستحقاق في هذه الحالة يكون غير مؤكد وعموماً تتراوح مدة الاستحقاق للأدوات المالية المختلفة بين الاستحقاق الفوري والاستحقاق اللانهائي.<sup>2</sup> وهو ما يوضحه الجدول (1 - 1).

جدول (1 - 1) استحقاق الأدوات المالية

نوع الاستحقاق	مدة الاستحقاق	أمثلة من الأدوات المالية
فوري Immediate	عند الطلب	الحسابات الجارية لدى البنوك التجارية
قصير الأجل Short Term	يوم واحد إلى سنة	اذونات الخزينة
متوسطة الأجل Intermediate Term	من ستة إلى عشر سنوات	سندات قرض حكومية أو خاصة
طويلة الأجل Long Term	ما يزيد على عشر سنوات	سندات حكومية أو خاصة
ما لانهاية Infinite	غير محددة	أسهم صادرة عن شركات خاصة أو سندات حكومية دائمة

المصدر: حيدر حسين أحمد محمد آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص:47.

يلاحظ من الجدول السابق التنوع الكبير في مدد استحقاق الأدوات المالية، إذ تتراوح من الاستحقاق الفوري، الذي تتميز به الحسابات الجارية إلى مدد الاستحقاق اللانهائي الذي تتميز به الأسهم العادية الصادرة عن الشركات الخاصة وليست لها مدة استحقاق معينة، أي أنها تبقى متداولة في أسواق الأوراق المالية.

### 3.1. العائد:

يتمثل العائد الدوري في التوزيعات المدفوعة لحامل السهم أو مدفوعات الكوبون على السندات، بينما يعكس العائد الكلي مجموع كل من العائد الدوري والأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي قد

<sup>1</sup> - حيدر حسين أحمد محمد آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص:45، 46.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص:46.

تتحقق خلال مدة الاستثمار بالأسهم والسندات. ويمثل معدل العائد الكلي بعد الضريبة أقوى حافظ لاقترناء الأصل، كونه يعكس الإضافة الصافية إلى ثروة المستثمر.<sup>1</sup>

#### 4.1. عنصر المخاطرة:

تعد هذه الخاصية محدد أساس لقيمة الأصل المالي فمع ارتفاع درجة المخاطرة يزداد احتمال تحمل المستثمر أو المدخر المالي لخسائر أكبر وبالتالي فإن من الطبيعي أن المستثمر أو المدخر لن يرغب بتحمل درجة أكبر من المخاطر إلا إذا كان هناك كسب مادي متوقع يقابل ذلك. ويتمثل ذلك الكسب عادة بالعوائد المتوقعة على الأدوات المالية.

وغالبا ما يتعرض المستثمر المالي إلى ثلاثة أنواع من المخاطر المرتبطة باقتنائه للأدوات المالية:

**النوع الأول** خطر سعر الفائدة وينشأ هذا الخطر من احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغيير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية.

**أما النوع الثاني** فيسمى بخطر القوة الشرائية لوحدة النقد أو التضخم وينتج هذا الخطر عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد.<sup>2</sup>

ويسمى **النوع الثالث** من المخاطر بخطر عدم القدرة على السداد وعادة ما يتعرض حامل السند لهذا النوع من المخاطر بسبب احتمال عدم قدرة المؤسسة المصدرة للسندات بتسديد قيم أو فوائد السندات أو الاثنين معا.<sup>3</sup>

#### 5.1. قابلية الأدوات المالية للتجزئة:

يقصد بهذه الخاصية توفر الأدوات المالية بفئات مختلفة، فمعروف مثلا أن النقود موجودة بفئات مختلفة تنحصر بين الدينار الواحد إلى آلاف الدينانير، والمدخر أو المستثمر يمكن أن يتصرف بأي جزء منها. أما بالنسبة للأدوات المالية فإنها تتباين فيما بينها من حيث قابليتها على التجزئة، فشهادات الإيداع بمبلغ عشرة آلاف ديناراً مثلا، لا يمكن تجزئتها ويصعب تداولها وبالتالي تتخضع سيولتها، بينما أدوات الخزينة التي تصدر بعدة فئات، خمسة آلاف ديناراً أو عشرة آلاف ديناراً، تكون أسرع تداولاً وأكثر سيولة.<sup>4</sup>

ومع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، تزداد رغبة المستثمرين في اقتناء الأصل المالي كلما زادت درجة قابليته للتجزئة.

<sup>1</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص:13.

<sup>2</sup> - محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص:46.

<sup>3</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص:83.

<sup>4</sup> - عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الأردن، 2003، ص:101.

## 6.1. القابلية للتداول:

يقصد بقابلية تداول القيم المالية هو إمكانية بيعها إلى شخص ثالث قبل تاريخ استحقاقها. أي أن المدخر الذي قام بشراء الأداة المالية من الجهات المصدرة لها قادر على التصرف بها بالبيع إلى شخص آخر في السوق المالية. وتختلف الأدوات المالية من حيث قابليتها للتداول وبحسب الشروط التي تصدر بها. فمثلا الودائع البنكية المقيدة بمدة زمنية معينة تكون عادة غير قابلة للبيع أو التداول بالرغم من كونها موثوقة بشهادات إيداع، بينما أذونات الخزينة التي تصدرها الحكومة قابلة للتداول ويتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية بيعا و شراء في أي لحظة زمنية.<sup>1</sup>

ولا شك في إن إمكانية بيع الأدوات المالية قبل مدة استحقاقها تجعل منها أكثر جاذبية عند المدخرين، لأن هذه الخاصية توفر لهم مرونة أكبر في التصرف بها عند الحاجة.

وبعد تعرفنا على خصائص الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، سنحاول من خلال الآتي معرفة أهم أشكالها والتعرف على مميزاتها. ويتعلق الأمر بكل من الأسهم والسندات، الصكوك الإسلامية، صناديق الاستثمار والمؤشرات والمشتقات المالية باعتبارها منتجات مالية حديثة ويطلق عليها بالإبداعات المالية، وسيتم التفصيل فيها من خلال محتوى هذا العنصر.

## 2. الأسهم كأداة ملكية:

يمثل السهم أصل ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي لحامله الحق في حصة من رأس مال الشركة المصدرة له. وتعد الأسهم الأداة الرئيسية لتمويل الشركات، إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس مال الشركة، ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الاقتراضية للشركة.

ويعرف السهم أيضا على أنه عبارة عن سندات متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها الذي يتكون بدوره من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.<sup>2</sup>

## 1.2. قيم السهم:

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

<sup>1</sup> - المرجع السابق.

<sup>2</sup> - مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك و بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993، ص: 169.

### 1.1.2. القيمة الاسمية للسهم:

هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة. وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.<sup>1</sup>

### 2.1.2. القيمة الدفترية ( المحاسبية):

وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية.

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية:<sup>2</sup>

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة؛

- القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية.

### 3.1.2. القيمة السوقية:

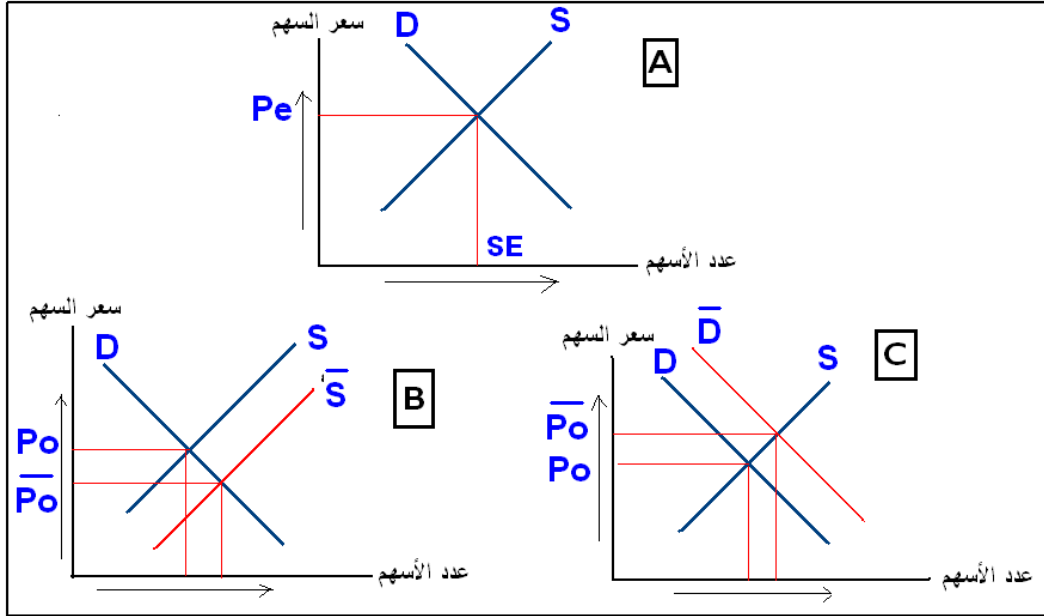
تمثل القيمة السوقية للسهم القيمة التي تتداول بها الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية التي تتمثل بالسعر الذي يحدده الباعة والمشترون عند المتاجرة بالسهم، وتحسب القيمة السوقية لأسهم الشركة عن طريق ضرب سعر السوق للسهم في عدد الأسهم المصدرة، وقيمة السهم تمثل الثروة النقدية عند أي نقطة زمنية محددة، تنعكس منها عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ليكون المستثمر متقبلا للثروة النقدية لتنفيذ عملية الاستثمار.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 191.

<sup>2</sup> - حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 19.

تحدد العلاقة بين العرض والطلب، على الأقل نظرياً قيمة السهم، وأفضل مؤشرين لتمثيل هذه العلاقة، الأسعار السائدة وحجم التداول للأسهم خلال مدة زمنية محددة،<sup>1</sup> والشكل (1-3) بصوره الثلاث A,B,C يعكس هذه العلاقة بوضوح.

الشكل (1-3): القيمة السوقية للسهم



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص:477.

يتضح من الشكل (1-3) بأن القيمة السوقية (سعر السهم) تتحدد عند نقطة تقاطع كمية عرض الأسهم  $S$  والطلب عليها  $D$ ، والنقطة  $P_o$  تمثل سعر التوازن للسهم الواحد، الذي من خلاله يمكن تحديد اتجاهات السوق وحالات الارتفاع والانخفاض بها، الذي بدوره يعد مؤشراً لحالة تطور السوق، وعليه عند تحرك منحنى العرض أو الطلب نحو الأعلى أو الأسفل، يميناً أو يساراً يؤدي إلى التغيير في سعر السهم  $P_e$  كما موضح في المنحنيين B,C ليشير هذا التغيير إلى استجابة السعر للتغيرات في البيئة الداخلية أو الاقتصادية للمؤسسة المعنية.

#### 4.1.2. القيمة الحقيقية:

تختلف القيم الحقيقية للأسهم عن قيمتها السوقية بسبب الأحكام المستخدمة لتطوير القيمة الحقيقية قد لا تكون نفس أحكام المساهمين في السوق نفسها، فهي القيمة المعتمدة على تحليل المعلومات المالية حول مؤسسة ما.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص:477.

وقد وردت تسميات عديدة للقيمة الحقيقية منها القيمة المعقولة، القيمة العادلة، القيمة النظرية والقيمة الصحيحة. التي تبرزها حقائق اقتصادية ومالية متعلقة بالمؤسسة وتمثلة بقيمة ( موجداتها - الأرباح - ربحية السهم - توزيعات الأرباح - وآفاق النمو المستقبلية)، وتحسب القيمة الحقيقية للسهم من خلال تقدير التدفقات النقدية لتوزيعات الأرباح والعوائد الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم في نهاية مدة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب. وقد تختلف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية للسهم بسبب التلاعب بأسعار الأسهم أو لعدم توفر معلومات كافية عن أداء المؤسسة.

### 5.1.2. قيمة التصفية:

تمثل قيمة التصفية قيمة الإيرادات المتبقية من بيع المؤسسة التي يتوقع المساهم الحصول مقابل السهم الذي يحمله من قيمة تلك الإيرادات، بعد تسديد حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة. وتستخرج قيمة التصفية للسهم بقسمة قيمة التصفية للشركة على عدد الأسهم المصدرة.<sup>1</sup>

### 2.2. أنواع الأسهم:

هناك العديد من التصنيفات للأسهم، فهناك تصنيف للأسهم حسب الشكل الذي تظهر به إلى أسهم اسمية، ولحامها ولأمر، وتصنف أيضا الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية وأخرى مختلطة، أما التصنيف الثالث الذي سنعتمد عليه في دراستنا هذه هو من حيث حقوق حاملها، والتي تتجزأ إلى:

#### 1.2.2. الأسهم العادية (Common Shares) ومميزاتها:

الأسهم العادية هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديده، ولحامها حق الملكية في الشركة وليس لهم الأولوية في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية. وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

- في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة؛

- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية،

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص، ص: 478، 479.

وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية. وللأسهم العادية مميزات عديدة نوجزها فيما يلي:

— حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛

— إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم؛

— يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيته، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛

— يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.<sup>1</sup>

### 2.2.2. الأسهم الممتازة (Preferred Stocks) ومميزاتها:

تعد الأسهم الممتازة من أدوات الاستثمار والتمويل في آن واحد، فهي أداة استثمارية لأن حملتها يحصلون على أسبقية في الأرباح، بمقادير ثابتة وقبل حملة الأسهم العادية، ثم إنها أداة تمويلية لأنها تعد من أدوات الملكية.

ويعرف السهم الممتاز بأنه أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم العادية). إذ يكتسب السهم الممتاز صفة الهجانة بوصفه يمثل مشاركة برأس مال الشركة كالأسهم العادية، إضافة لكونه يحصل على عائد دوري ثابت كالسندات.<sup>2</sup> ولحاميل السهم الممتاز الحق في الحصول على عائد محدد سنويا، إما بنسبة من القيمة الاسمية أو كمبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم.

ورغم أن السهم الممتاز يعد شكلا من أشكال الملكية من الناحية القانونية والضريبية إلا أنه يختلف عن السهم العادي في عدة جوانب أهمها:

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006، ص:58،57.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سليم، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص:66.

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حالة توزيعها قبل أصحاب الأسهم العادية، وهو ما يضمن لهم حد أدنى من الأمان ويقلل من المخاطر التي يتعرضون لها مقارنة بمخاطر امتلاك أسهم ممتازة؛
  - حق الأولوية في الحصول على قيمة السهم أو جزء من هذه القيمة قبل أصحاب الأسهم العادية، عند تصفي الشركة؛
  - حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية كلما كان المركز المالي للشركة قويا، وهو ما يمكن أصحاب الأسهم الممتازة من الحصول على عدد أكبر من الأسهم العادية؛<sup>1</sup>
  - تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة مستمرة تقريبا، إذا ما قورنت بالثبات شبه النسبي لأسعار الأسهم الممتازة؛
  - تعد الأسهم الممتازة أقل شيوعا من الأسهم العادية؛
  - لا تشارك الأسهم الممتازة بالإدارة على العكس من الأسهم العادية.<sup>2</sup>
- وتصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل أو القابلية على الاستدعاء من الشركة. وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة إلى:<sup>3</sup>
- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** في هذا النوع من الأسهم الممتازة يحق لحامل السهم ترحيل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة إلى أخرى، في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيق الشركة أرباحا ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما؛
  - **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة أما بالكامل أو جزئيا؛
  - **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** يمكن لحامل هذا النوع من الأسهم تحويله إلى سهم عادي، وتعد قابلية تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي ميزة كبيرة تعطي حاملها أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل السهم العادي، وفي الوقت ذاته توفر لحاملها أيضا، وخلال مدة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يتيح لحاملها فرصة تحقيق مكاسب رأسمالية؛

<sup>1</sup> -Denis Morissette, *Valeurs mobilières et gestion de portefeuilles*, SMG, Canada, 1993, p :8

<sup>2</sup> - جميل سالم الزيدانين، *أساسيات في الجهاز المالي: المنظور العلمي*، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999، ص:223.

<sup>3</sup> - ناظم محمد الشمري وآخرون، *مرجع سبق ذكره*، ص، ص:213، 214.

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: في هذا النوع من الأسهم الممتازة تقوم الشركة بإلزام حامل السهم برده للشركة بسعر محدد خلال مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، الأمر الذي يوفر ميزة للشركة المصدرة وهي ميزة الإطفاء لهذا النوع من الأسهم، إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لصالح المساهمين العاديين.

### 3. السندات (Bonds) كأداة مديونية:

تعد أدوات المديونية مصدرا من مصادر التمويل المتاحة، تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من جهة واحدة، إذ يجرى المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسنيدها وتسويقها إلى الجمهور، وتعد السندات لاسيما ذات الأجل الطويل، النوع الأكثر شيوعا لهذه الأدوات.

قد احتلت السندات مركزا رئيسيا في سوق الأوراق المالية منذ عام 1973 ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات من القرن المنصرم.

ويعرف السند بأنه أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق،<sup>1</sup> ويتضح من التعريف ما يأتي:

- السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد؛
- حامل السند دائن للجهة المصدرة له؛
- عائد السند عبارة عن فائدة الكوبون المحددة بنسبة مئوية بمدد استحقاق؛
- للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند؛
- صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية.

إلى جانب خصائص السندات المشتقة من تعريفها فإن للسندات مزايا متعددة تجعلها أحيانا أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم وهي:<sup>2</sup>

- أن الفوائد المدفوعة على السندات تحسب كنسبة مئوية من قيمة السند؛
- أن للسندات آجال محددة ومع ذلك يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق؛
- على رغم من أن الشركات قد لا تحقق أرباحا بشكل دائم مع ذلك يتوجب عليها دفع عوائد السندات؛

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص:86.

<sup>2</sup> - ناظم محمد الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:215.

- تنحصر مخاطر أسعار السندات عموماً في تغيير أسعار الفائدة.

### 1.3. أنواع السندات :

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وعلى أسس مختلفة، إذ يمكن تقسيمها مثلاً على أساس جهة الإصدار أو على أساس شكل الإصدار أو على أساس الأجل أو على أساس الضمان أو على أساس القابلية للتداول والاستدعاء، إلا أن التقسيم على أساس جهة الإصدار هو الأكثر شيوعاً فضلاً عن أهميته في هذه الدراسة، وتقسّم السندات من حيث جهة الإصدار إلى سندات حكومية وسندات شركات الأعمال.

#### 1.1.3. السندات الحكومية :

تمثل السندات الحكومية أداة دين طويل الأجل، شأنها في ذلك شأن السندات التي تصدرها شركات الأعمال، وتهدف الحكومة من وراء إصدار السندات تمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ذات المنافع الاجتماعية أو لمواجهة عجز الموازنة العامة أو كسياسة لاستهداف التضخم وامتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد،<sup>1</sup> وللسندات الحكومية أشكال نوجز أهمها في الآتي:<sup>2</sup>

- **سندات الخزينة:** يشكل هذا النوع جزءاً صغيراً من الديون الحكومية، وعادة ما يكون استحقاق سندات الخزينة ضمن مدة تتراوح ما بين 10 إلى 30 سنة من تاريخ إصدارها وبعض أنواع هذه السندات يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق؛

- **الإصدارات الخاصة:** هذا النوع من الإصدارات الحكومية لا يمكن بيعه للجمهور، إذ تقوم الحكومة بإصداره وبيعه مباشرة إلى الصناديق الحكومية مثل صناديق التقاعد الحكومية وصناديق شركات التأمين.

وتعد السندات الحكومية بشكل عام أكثر جاذبية بالنسبة إلى المستثمرين من الأفراد والبنوك والجهات المستثمرة الأخرى، بسبب ما تتمتع به هذه السندات من محدودية في درجة المخاطرة والالتزام المالي من قبل الحكومة، بتسديد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.

إضافة إلى أن السندات الحكومية عادة ما تكون مغرية للمستثمرين، بسبب الإعفاء الضريبي على عوائدها (فوائدها)، وأيضاً بسبب درجة سيولتها، باعتبار أن السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى. إذ تلزم الدولة عند طرحها لهذه السندات بأن تعطي الحق للمستثمرين بتحويل تلك السندات إلى نقد، من قبل البنك الوسيط بين الدولة وصاحب السند.

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، 2002، ص: 62.

<sup>2</sup> - حيدر حسين أحمد محمد آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

## 2.1.3. سندات شركات الأعمال:

تصدر هذه السندات من طرف شركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية، طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات بالبلد المعني. وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات، تختلف باختلاف شروط كل إصدار، ومن أهمها:

- **السندات غير المضمونة:** يصدر هذا النوع من السندات عن الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها، ويعتمد حملة هذه السندات في هذه الحالة على الضمان العام للدائنين. وفي حالة الإفلاس أو التصفية يتم سداد مستحقات المستثمرين في هذه الأدوات بعد سداد مستحقات السندات المضمونة؛

- **السندات المضمومة:** عادة ما يتم إصدار هذا النوع من السندات بضمان رهن بعض أصول الشركة وفي بعض الأحيان يتم إصدار هذه السندات بضمان طرف ثالث، مثال ذلك قيام شركة قابضة بضمان الوفاء بأية التزامات، تعجز شركاتها التابعة عن الوفاء بها.<sup>1</sup> والجدير بالذكر أن عدم ضمان هذا النوع من السندات لا يفقد حملتها حقهم في أولوية الحصول على قيمة سنداتهم في حالة تصفية الشركة؛<sup>2</sup>

- **السندات الرديئة (منخفضة الجودة):** ظهر هذا النوع من السندات في نهاية السبعينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية، وتصنف هذه السندات بأنها ليست من الاستثمارات الجيدة لأنها تحتوي على مخاطر كبيرة، لذا يكون العائد عليها مرتفعاً لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر. ومن أهم هذه المخاطر ارتفاع نسبة المديونية للشركة (الأموال المقترضة إلى مجموع الموجودات)؛<sup>3</sup>

- **سندات بمعدلات فائدة متغيرة:** استحدث هذا النوع من السندات، منذ ثمانينات القرن المنصرم، نتيجة التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة الجارية. وعادة ما ترتبط أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات بأسعار الفائدة على السندات الأخرى مثل أذونات الخزينة، ويتم تعديل سعر الفائدة على هذه السندات بين مدة وأخرى ليتلاءم مع أسعار الفائدة الجارية في السوق؛<sup>4</sup>

- **السندات ذات القاسم الصفري:** هي من الوسائل الحديثة حيث لا تدفع السندات أية فوائد وتباع بخصم كبير من القيمة الاسمية وتحقق للشركة المزايا التالية:

. عدم دفع فوائد دورية؛

. تتمتع الشركة بمزايا المعالجة الضريبية (بياع بخصم، الدولة تتحمل ضريبياً جزءاً من الخصم سنوياً)؛

. انخفاض سعر الفائدة الفعلية على هذه السندات.

<sup>1</sup> - أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، 1998، ص: 157.

<sup>2</sup> - محمد علي أبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 504.

<sup>3</sup> - عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 166.

<sup>4</sup> - محمد يسر برنيه، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2004، ص: 60.

ولكن تترتب بعض العيوب:

. في حالة استدعاء السندات يترتب على الشركة دفع القيمة الاسمية كاملة؛

. ضرورة دفع مبلغ ضخّم عند تاريخ السداد حيث لا يسمح بإطفاء السندات؛

- **السندات القابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يحق للمؤسسة التي أصدرتها تسديدها قبل حلول موعد الاستحقاق وفي الوقت الذي تراه مناسباً، ويجوز للشركة تسديد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الاستدعاء قبل موعد استحقاقها. ميزة هذا النوع للمؤسسة المصدرة أنها تستطيع استدعاء هذه السندات في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية، وإصدار سندات جديدة بسعر فائدة أقل، أما الميزة الرئيسية لحامل السند فهي أن المؤسسة المصدرة تدفع عادة أسعار فائدة تزيد عن الأنواع العادية للسندات. وعادة لا تمارس الشركة هذا الحق في حالة ارتفاع سعر الفائدة السوقي.<sup>1</sup>

#### 4. الصكوك الإسلامية Islamic Sukuks :

تعد الصكوك الإسلامية بديلاً شرعياً للأوراق المالية التقليدية لاسيما سندات الدين، فقد لقيت رواجاً لافتاً في الفترة الأخيرة لما تتمتع به من مزايا سواء من حيث تحقيق متطلبات الشريعة الإسلامية أو من حيث كونها بديلاً استثمارياً ناجحاً مقارنة بالبدائل الاستثمارية الأخرى، فهي تجمع بين خاصيتي العوائد الإيجابية والمخاطر المتدنية، من هذا المنظور عرف مجمع الفقه الإسلامي الصكوك الإسلامية بأنها "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات من أعيان، منافع، حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"<sup>2</sup>.

وتعد ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم، حيث تشكل 67% من إصدارات هذه الصكوك عالمياً. وقد شهدت سوق الصكوك الماليزية نقلة نوعية من 11,86 مليار دولاراً أمريكياً عام 2008 لتصل إلى 82,39 مليار دولاراً أمريكياً عام 2013.<sup>3</sup>

انطلاقاً مما سبق يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها وثائق مالية متساوية القيمة، تمثل في الواقع حصصاً في موجودات فعلية أو مستقبلية، يتم استحداثها باستخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك المصدرة، فهي بهذا التصور تصدر باسم المكتتبين فيها بصفتهن مشاركين في نتيجة الاستثمار الذي أصدرت من أجله تلك الصكوك.

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 505، 506.

<sup>2</sup> - مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم: 178(4/19)، الدورة 19، الإمارات، 2009، ص: 9.

<sup>3</sup> - زلاطو نعيمة، أهمية سوق المالية الإسلامي في تمويل الاقتصاد الجزائري، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري" المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 13، 12 أبريل 2016، ص: 16.

## 5. صناديق الاستثمار Investment fund:

تعد صناديق الاستثمار أحد أهم أدوات الاستثمار على الإطلاق بالنسبة للمستثمرين أصحاب المدخرات المحدودة، والذين لا يستطيعون متابعة أداء أسواق الأوراق المالية، وليس لديهم الخبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، وللتعرف على الجوانب الأساسية لهذه الأداة الاستثمارية نستعرض ما يلي:

## 1.5. تعريف ومزايا صناديق الاستثمار:

تمثل صناديق الاستثمار وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية وهذا ما لا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي أحد الأدوات المالية الحديثة في إدارة الأموال، وذلك وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردين مما يعود بالفائدة على البنك أو على الشركة التي تؤسس صناديق الاستثمار وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، وهي وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق الأوراق المالية بما يحقق حماية للمستثمرين، فهي وجدت خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين وبخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة.<sup>1</sup>

وتعرف صناديق الاستثمار على أنها مؤسسات الاستثمار الجماعي التي قد تتخذ شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة داخل الجهة المنشئة لها (شركة/ بنك مثلا)، وهي تعمل كوعاء مالي لجمع الأموال من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين مقابل وثائق الاستثمار التي يحصلون عليها، ويتم استثمار تلك الأموال في تكوين محافظ الأوراق المالية التي يتولى إدارتها مديرون محترفون في سبيل زيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة وتحقيق باقي أهداف الصندوق.<sup>2</sup>

لقد ساعد الانتشار السريع لصناديق الاستثمار تحقيق العديد من المزايا التي تجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين من الأدوات الاستثمارية الأخرى، ومن أهم هذه المزايا ما يلي:<sup>3</sup>

- إدارة الأصول بواسطة خبراء مختصين؛
- ملاءمتها لكافة شرائح المستثمرين؛
- التوازن بين المخاطرة والعائد للاستفادة من محاسن التنويع وبالتالي تقليل المخاطر المالية؛
- سهولة استرداد الأموال المستثمرة.

<sup>1</sup> - أيمن محمد عاطف محمد، ما هي أنواع ومزايا صناديق الاستثمار؟، مقال تم تصفحه بتاريخ 2016/10/12، على الرابط:

[/https://www.bayt.com/fr/specialties/q/79722](https://www.bayt.com/fr/specialties/q/79722)

<sup>2</sup> - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية (مع إمكانية تطبيقها في الجزائر)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص: 169، 170.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص- ص: 182 - 184.

## 2.5. أنواع صناديق الاستثمار:

توجد صناديق استثمار لكل أنواع أساليب الاستثمار ولجميع أنواع الأوراق المالية. ويمكن تقسيم غالبية هذه الصناديق إلى الأنواع التالية:<sup>1</sup>

- **صناديق الاستثمار المغلقة:** هي تلك الصناديق التي تنشئها شركات المساهمة وأطلق عليها وصف مغلقة لأنها تصدر عددا ثابتا من الحصص يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، كما لها هدف محدد وفترة زمنية محددة وفي نهاية تلك الفترة تتم تصفية الصندوق وتوزع عوائده المحققة على المشتركين فيه، ويمكن لأي مشترك في الصندوق المغلق أن يبيع ما يمتلكه من أصول في الصندوق في سوق الأوراق المالية؛

- **صناديق الاستثمار المفتوحة:** كما تسمى أيضا صناديق الاستثمار المشتركة، وهي صناديق يتم إنشاؤها من طرف شركة استثمار أو بنك أو شركة تأمين وتقوم بإصدار عدد غير ثابت من الحصص التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتقوم إستراتيجية هذا النوع من الصناديق بإصدار وثائق جديدة كلما استثمر مستثمر أموالا إضافية في هذا الصندوق، فتصدر له وثائق بقيمتها، يمكن إعادة بيع هذه الوثائق لصندوق الاستثمار الذي أصدرها حسب القيمة الصافية لأصول الصندوق عند البيع. ويتم تقييم وثائق هذه الصناديق يوميا بناء على القيمة الصافية لموجودات الصندوق، كما يعطي صندوق الاستثمار المشترك شهادة للمساهم فيه مباشرة أو من خلال وسيط في سوق الأوراق المالية يتيح هذا النوع من الصناديق للمشاركين فيها الخروج منها أو الدخول إليها في أي وقت و على أن يتم ذلك على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية الداخلة ضمن موجودات الصندوق، وعملية التقييم لموجودات الصندوق تيسر اشتراك مساهمين جدد أو انسحاب مساهمين قائلين.

ومن أبرز التصنيفات أيضا لأنواع الصناديق الاستثمارية، نجد صناديق الأسهم، صناديق السندات، الصناديق العقارية، صناديق النقد، صناديق متخصصة بقطاع معين مثل صناديق الطاقة أو الاتصالات أو شركات ذات قيم رأسمالية معينة ومحددة وصناديق الاستثمار الإسلامية، كما تختلف وفق نمط حملة الوحدات الذين قد يكونوا أفرادا أو مؤسسات مالية أو جهات حكومية لدول ذات توجهات ادخارية طويلة الأجل.

## 6. صناديق المؤشرات المتداولة Exchange Traded Funds :

بدأت صناديق المؤشرات ETFs لأول مرة في الظهور في عام 1993 عندما طورت شركة State Street Global Advisors بالتعاون مع البورصة الأمريكية أول سوق لصناديق المؤشرات، وقد أطلق على صندوق منها شهادات إيداع ستانرد أند بورز Standard and Poor's Depository Receipts وكانت عبارة

<sup>1</sup>- أيمن محمد عاطف محمد، مرجع سبق ذكره.

عن صناديق مؤشرات تتبع أداء مؤشر S&P500 وتعتبر SPDR حتى الآن أحد أنجح صناديق المؤشرات وأكثرها سيولة.

### 1.6. تعريف صناديق المؤشرات:

صناديق المؤشرات هي صناديق استثمارية مفتوحة تتبع حركة مؤشر معين ولكن يتم قيد وتداول الوثائق المكونة لهذه الصناديق في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وتتميز صناديق المؤشرات بما تمنحه للمستثمرين من فرص تغطية أسواق كاملة في دول مختلفة أو قطاعات مختلفة وذلك بتكلفة أقل من وسائل الاستثمار الأخرى.

وتتكون صناديق المؤشرات من سلة من الأوراق المالية المتداولة التي يحتويها مؤشر معين في سوق الأوراق المالية، فهي مصممة كصناديق الاستثمار المفتوحة لتوفير تكاليف أقل للدخول في السوق. ولكن بخلاف صناديق الاستثمار المفتوحة فيمكن تداول صناديق المؤشرات في أي وقت خلال جلسة التداول.

ومع نهاية نوفمبر 2007 ارتفع عدد صناديق المؤشرات على المستوى العالمي إلى 1137 صندوقاً يدار بواسطة 73 مديراً استثمارياً ويتم تداولها في أكثر من 42 سوقاً للأوراق المالية بأصول مدارة تصل قيمتها إلى 773.2 مليار دولاراً، كما نشر في تقرير مؤسسة مورجان ستانلي.<sup>1</sup>

### 2.6. أهمية صناديق المؤشرات:

تتضح أهمية صناديق المؤشرات في:<sup>2</sup>

- لا يوجد تكاليف لبيع صناديق المؤشرات، كما أن تكلفة إدارتها تكون أقل من تكلفة إدارة صناديق الاستثمار العادية. لذلك فإن الاستثمار في صناديق المؤشرات، يساعد في الحصول على الأرباح أو الخسائر لسلة من الأوراق المالية دون تحمل تكاليف شراء كل ورقة مالية على حدة؛
- تتميز صناديق المؤشرات بالشفافية لإمكانية متابعة أسعارها وتداولها لحظياً في أي وقت خلال جلسة التداول اليومية بسوق الأوراق المالية؛
- تتميز صناديق المؤشرات بالمرونة كونها تتكون من مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، مما يتيح للمستثمرين محفظة متنوعة من الأسهم بدلاً من التركيز على سهم بعينه، في الوقت الذي يتم تداولها بنفس السهولة التي يتم بها تداول سهم واحد؛

<sup>1</sup> <http://www.egx.com.eg/arabic/ETFs.aspx>

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، تم تصفحه بتاريخ 2014/05/12 :

<sup>2</sup> نفس المرجع.

- تتيح صناديق المؤشرات الفرصة للمستثمر للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية وهو ما يعطى المستثمر الفرصة لدخول أسواق وقطاعات محددة ومتنوعة؛
- يتم تداول صناديق المؤشرات خلال ساعات التداول بالسوق ولا بد أن يكون لكل صناديق المؤشرات صانع سوق، حيث يلتزم صانع السوق بالبيع أو الشراء لكل من يرغب في ذلك من المستثمرين، وهو ما يضمن وجود سيولة دائمة لصناديق المؤشرات المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث يثق المستثمر دائماً في إمكانية قيامه ببيع أو شراء شهادات صناديق المؤشرات التي يملكها في أي وقت يرغب في ذلك.

### 7. المشتقات المالية:

شهدت أسواق الأوراق المالية الدولية منذ ثمانينات القرن العشرين، ثورة حقيقية أنتجت تغييرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات المالية ذات الفوائض إلى الوحدات الباحثة عن التمويل، وقد تحولت هذه الأسواق بفضل هذه التغييرات إلى كيان تسوده حركة لا تعرف التوقف أو الركود.

وتعد المشتقات كمنتجات مالية، من أهم سمات التطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية. إذ بدأ التعامل بهذه المنتجات مع التقلبات الحادة التي شاهدها كثير من أسواق المال العالمية، فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، فقد استخدمت هذه الأدوات للتحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار.

ويمكن تعريف المشتقات بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل السندات والأسهم والسلع. وتستخدم هذه الأدوات لغرض التحوط من مخاطر التقلب في أسعار تلك الأصول.<sup>1</sup> وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات، لعل من أهمها وأكثرها انتشاراً عقود الخيارات والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية والمبادلات. هذا بالإضافة إلى العديد من الأنواع الأخرى مثل المبادلة الاختيارية (Swaption) والقاعدة (Floor) والسقف (Cap) والسقف والقاعدة (Collar)،<sup>2</sup> وفيما يأتي توضيح مختصر لأهم أدوات المشتقات المالية وأكثرها انتشاراً:

#### 1.7. عقود الخيارات Options contracts:

عقد الخيار، هو عقد يبرم بين طرفين: مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل معين، بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، ولقد تم تداول عقود الخيارات أول مرة في بوسة منظمة عام 1973، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق

<sup>1</sup> - حيدر حسين احمد محمد آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، الأردن، 1994، ص: 183.

الخيارات ويتم تداولها الآن في بورصات كثيرة حول العالم، وتشمل الأصول موضوع الخيارات: الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات، أدوات الدين، السلع.<sup>1</sup>

يتضح من مضمون عقد الخيارات أن هناك طرفين أساسيين في عقد الخيارات هما، مشتري الخيار، ومحرر حق الخيار (البائع)، إذ يقوم محرر الخيار بمنح مشتري الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية أو أي سلعة أخرى بسعر معين خلال مدة محددة أو في تاريخ محدد، مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد إلى المشتري يسمى علاوة حق الاختيار. ويمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعتها وشروط العقد إلى قسمين هما:<sup>2</sup>

### 1.1.7. خيار الشراء:

يكون العقد خيار شراء، عندما يعطى للطرف الأول (المشتري) الحق بأن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة، وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول الطرف الثاني (بائع الخيار) على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

### 2.1.7. خيار البيع:

ويكون العقد خيار بيع، إذا ما أعطي للطرف الأول (المشتري) الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول المحرر على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

أما من حيث مدة التنفيذ، فيمكن التمييز بين أسلوبين يتم من خلالهما تنفيذ عقد الخيارات:<sup>3</sup>

– **الخيار الأمريكي:** بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه؛

– **الخيار الأوروبي:** بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، إلا أن تنفيذ الخيار لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

يتضح مما سبق أن التعامل بالخيارات أمر مرهون برغبة المستفيد من الخيارات وتوقعاته فالخيارات هي أدوات تأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية في الأمد الطويل.

<sup>1</sup> - عبد القادر شلال وعلال قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة البويرة، 2013/11، ص:10.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص:95.

<sup>3</sup> - حيدر حسين احمد محمد آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص:59.

## 2.7. العقود الآجلة Forward Contracts :

العقود الآجلة هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد متفق عليه.<sup>1</sup> وتعد العقود الآجلة عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها، بما يتفق وظروف كل منهما، ومن ثم فهي لا تتداول في سوق الأوراق المالية.

وتحدد العقود الآجلة مواصفات الأصل أو السلعة، كدرجة الجودة أو التصنيف أو الكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد، إذ يتم التفاوض مقدماً على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري وتستخدم البنوك والشركات العقود الآجلة لتفادي التعرض لمخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما قد يستخدمها المستثمرون للوقاية من تقلب أسعار الفائدة، ويسمى هذا النوع بالعقود الآجلة لأسعار الفائدة.<sup>2</sup>

وبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة بالعقد ويضمن هذا النوع من العقود للمستثمرين حماية أنفسهم خلال مدة محددة من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

## 3.7. العقود المستقبلية Futures Contracts :

تعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق نمطي بين طرفين لتسليم أو استلام موجودات مالية أو حقيقية معينة بسعر وتاريخ محدد، وتعود أصول أسواق العقود المستقبلية إلى بدايات القرن التاسع عشر إذ جاء تنظيمها نتيجة للعرض والطلب على المحاصيل الزراعية، وما يترتب على طبيعة هذه السلع من تقلبات حادة في الأسعار، فالمزارع كان يأتي بمحصوله في السوق الآنية حين كانت تنخفض الأسعار بشكل كبير في مواسم الحصاد، نتيجة لضخامة العرض، وترتفع الأسعار كثيراً في موسم الربيع نظراً لزيادة الطلب على العرض، من هنا تطور السوق الآني إلى سوق آجل حيث كان يتم الاتفاق على السعر في موعد محدد ليتم تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً. وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق العقود المستقبلية.<sup>3</sup>

وبهذا المدلول فإن العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتري العقد والآخر بائعاً له، أما الأصل الذي يسري التعامل به بموجب هذا العقد فيتراوح بين الأصول الحقيقية مثل السلع والمعادن أو

<sup>1</sup> - Aime Scannavino, Les Marches Financiers Internationaux, Dunod, Paris, 1999, P:62.

<sup>2</sup> - حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 1996، ص:22.

<sup>3</sup> - ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية : العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 2004، ص:309.

العملات بأنواعها أو الأصول المالية كالأسهام والسندات، إلا أن أغلب المستقبلات التي يتم تداولها الآن هي المستقبلات المالية.

وغالبا ما يشار للطرف الذي تعاقد على الشراء بالمركز الطويل والطرف الذي تعاقد على البيع بالمركز القصير، باعتبار أن المركز الطويل يعني أن ماسك هذا المركز بحاجة إلى الموجود في تاريخ لاحق، لذا يقوم بالتثبيت على سعر الشراء تحسبا من ارتفاع الأسعار لحين الحاجة إلى الموجود.

أما المركز القصير في عقد المستقبلات يعكس حقيقة أن ماسك هذا المركز يمتلك الموجود الآن أو سيكون بحوزته في تاريخ الاستحقاق ويرغب في التثبيت على سعر البيع تحسبا من أي انخفاض في الأسعار لحين تاريخ البيع مستقبلا.

ويلزم التعامل بالعقود المستقبلية كلا الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه أما بشكل نقد أو على شكل أوراق مالية، لحماية كلا الطرفين من مخاطر عدم السداد المترتبة عن عدم التزام أحد الطرفين بالوفاء بالتزاماته.<sup>1</sup>

وعلى الرغم من الشبه الواضح بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من حيث أنها تتعلق بتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد سلفا، إلا أن العقود الآجلة تختلف عن العقود المستقبلية في المجالات الآتية:<sup>2</sup>

- تتحدد شروط العقود الآجلة وفقا لاتفاق وتراضي الطرفين بينما تكون العقود المستقبلية محدد من حيث القيمة وتاريخ الاستحقاق؛
- تبرم العقود الآجلة بين الطرفين البائع والمشتري بينما تبرم العقود المستقبلية بين مؤسسة التقاص والبائع ومؤسسة التقاص والمشتري؛
- في العقود الآجلة يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد أما في العقود المستقبلية فيتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار؛
- لا يمكن تسوية العقد الآجل إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق بينما يمكن تسوية العقد المستقبلي قبل تاريخ الاستحقاق.

#### 4.7. عقود المبادلات swaps:

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية، تتحدد وفقا له قيمة الصفقة آنيا، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق. وتتعدد عمليات المبادلات (المقايضة)

<sup>1</sup> - محمد علي العامري، الأساسيات المعرفية للمستقبلات، مقال بمجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد العاشر، العدد: 34، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2004، ص: 137.

<sup>2</sup> - حيدر حسين احمد محمد آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

فمنها: <sup>1</sup>

- عملية مقايضة معدلات العائد؛
- عمليات مقايضة العملات؛
- عمليات مقايضة عقود حق الخيار؛
- عمليات مقايضة الأسهم؛
- عمليات مقايضة السلع؛
- اتفاقية إعادة الشراء؛
- عقود الحد الأقصى لمعدلات العائد لحماية المقترض (السقف)؛
- عقود الحد الأدنى لمعدلات العائد لحماية المقرض (القاعدة)؛
- الحماية المتبادلة بين المقرض والمقترض (السقف والقاعدة).

<sup>1</sup> - عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، دار النشر غير معروفة، أبو ظبي، 2002، ص:246.

**خلاصة:**

تم التطرق في هذا الفصل إلى الإطار المفاهيمي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية، واشتمل على ثلاثة مباحث رئيسية لتقديم فكرة شاملة عن مراحل تطور وماهية أسواق الأوراق المالية من حيث وصفها ومفهومها، حيث تم تعريف سوق الأوراق المالية بأنها تلك السوق التي يتم بموجبها الجمع بين قطبي التنمية الاقتصادية - المدخرين والمستثمرين- لغرض تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز من خلال تداول الأوراق المالية ومشتقاتها، دون الحاجة إلى مكان مادي بل يكفي تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع مع المشتري. وتم أيضا عرض طبيعة المخاطر التي تؤدي إلى التأثير سلبا على أدائها، كما أن هذه السوق تحتاج إلى مجموعة من المتدخلين كالمؤسسات المالية والبنكية التي تسهل عملية البيع والشراء وتمويل الصفقات، وتم التطرق أيضا إلى تصنيفات السوق المالي المختلفة والتي تنقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

كذلك تطرق الفصل إلى أنواع الأدوات والمنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والتي غالبا ما تكون أسهم عادية وممتازة، سندات طويلة الأجل وصكوك إسلامية تصدرها الشركات العامة والخاصة وحتى الحكومات، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار، صناديق المؤشرات والمشتقات المالية.

## الفصل الثاني

# كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات تطورها وأدائها وأنظمة تسعيرها

### المبحث الأول:

كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياس تطورها



### المبحث الثاني:

مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية



### المبحث الثالث:

أنظمة التسعير وطرق تحليل أسواق الأوراق المالية

## تمهيد:

قد يلاحظ المتتبع وجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية - وبصفة خاصة الأسهم والبيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما يثير اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق الأوراق المالية، وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق الأوراق المالية.

وكما أوضحنا من خلال الفصل السابق فإن سوق الأوراق المالية تؤثر وتتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الكلية مثل معدلات التضخم والسياسات الائتمانية وأسعار الفائدة وسعر الصرف والعوائد على الأصول المالية المختلفة وغيرها. كما تتأثر بمستوى حالة العرض والطلب على الأوراق المالية في التداول، فزيادة عدد المشترين تعني زيادة الطلب على شراء الأوراق المالية مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في سوق التداول، لذلك فإن اختبارات معدل نشاط الأسهم في سوق التداول تعد من المعايير المهمة في قياس كفاءة السوق ودرجة تطورها، إذ يتم استخدام مؤشرات عدة تستند إلى الخصائص المتعلقة بحجم السوق وسيولته مع الأخذ بنظر الاعتبار أنه لا يمكن الاستناد إلى معيار واحد أو عدد محدود من المعايير، بسبب أوجه القصور الإحصائي والمفاهيمي التي يعاني منها كل معيار، لذلك ينبغي الاستناد إلى معايير عدة تغطي مظاهر التعدد في مفهوم التطور لسوق الأوراق المالية، فضلا عن أن هذه المعايير قد تسهم في توضيح أفضل للعلاقة بين تطور السوق والنمو الاقتصادي على المدى الطويل.

كما سنتعرض بالدراسة من خلال هذا الفصل لماهية كفاءة سوق الأوراق المالية وذلك بتعريفها وتبيان أنواعها وشروط تحقيقها، ومن ثم التعرف على أهم مؤشرات قياس حجم وسيولة وتطور هذه الأسواق من خلال مضمون **المبحث الأول**، أما **المبحث الثاني** سنعالج من خلاله موضوع المؤشرات المالية لأسعار أسهم أسواق الأوراق المالية، تعريفها، أنواعها وبعض النماذج منها، ليختتم الفصل بموضوع **المبحث الثالث** المخصص لدراسة أنظمة تسعير الأوراق المالية المتداولة وأساليب تحليل أسواق الأوراق المالية.

## المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياس تطورها

يعد توافر المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد الأركان الرئيسية لنجاح سوق الأوراق المالية وتعزيز درجة تطورها، إذ أن كفاءة السوق تعتمد بشكل أساسي على مدى ثقة المستثمرين بالمعلومات المتاحة ودرجة مصداقيتها وموضوعيتها كونها تعكس واقع النشاط الذي تضطلع به الشركة ذات العلاقة وآفاقها المستقبلية وبالتالي الاقتصاد ككل. وتتمثل المعلومات ببيانات (مالية واقتصادية) منظمة، يقوم المستثمر بتحليلها مستندا إلى العوامل الذاتية التي تحكم سلوكه ونظرته لمستقبل الأسعار، واستخدام نتائج ذلك التحليل في صياغة واتخاذ القرارات الاستثمارية، وبذلك تنعكس أهمية ترويج تلك المعلومات في مفهوم كفاءة السوق، من خلال نوعية المعلومات وكميتها المتاحة بكلف منخفضة ومنفعة أعلى، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات عن واقع الشركات المصدرة للأسهم وظروف سوق تداولها.

### 1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وفرضيات تحققها:

تشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية من جهة والبيانات والمعلومات من جهة أخرى، إلى مفهوم كفاءة السوق. وقد بدأ الاهتمام بهذا المفهوم نتيجة قيام محللي الأوراق المالية بإجراء التحليل الأساسي لتحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيرا خاطئا وتوصلوا إلى أن عدم كفاءة السوق يعني انحراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية، وعليه سنحاول في هذا الإطار إبراز مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم الفرضيات المعتمدة لتحقيقها.

#### 1.1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

تتصف سوق الأوراق المالية بالكفاءة طالما كانت أسعار الأسهم تعكس بشكل كامل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية، مما يعني أن السعر الجاري يمثل تقديرا جيدا للقيمة الحقيقية للسهم في ظل المنافسة الكاملة للمتعاملين في السوق جميعا، إذ تمثل القيمة السوقية للسهم قيمته الحقيقية التي تعكس توقعات المستثمرين الخاصة بالمكاسب المستقبلية والمخاطر التي قد يتعرض لها الاستثمار في السهم، لكن في الواقع العملي وفي ظل حالة عدم التأكد، فإنه من الصعب تحديد القيمة الحقيقية للسهم، بسبب اختلاف تقديرات المستثمرين في السوق حول قيمة السهم والتدفقات النقدية المتوقعة أن يحققها السهم، وعائد المخاطرة المصاحب للاستثمار، في هذا السهم، لذلك فإن الأسعار الفعلية للسهم سوف تدور حول القيمة الحقيقية له.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، أيام 25- 27 أفريل 2005، ص:8.

ويستند مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى النظرية الكلاسيكية، التي ترى عدم وجود إمكانية تحقيق أرباح اقتصادية (غير اعتيادية) في ظل المنافسة الكاملة، فالمعلومات في السوق متاحة للمتعاملين جميعاً، مما يعني إمكانية تحقيق معدل عائد قريب من المتوقع في ظل مستوى معين من المخاطرة، لكون الجميع يحصل على الفرصة نفسها في تحقيقه، وكذلك تحقيق العدالة في السوق، وبذلك لا يمكن تحقيق أرباح غير اعتيادية نتيجة تماثل المعلومات، وبالتالي فإن سعر الورقة المالية في هذه السوق يمثل تقديراً جيداً لقيمتها الاستثمارية.<sup>1</sup>

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

- الأول: أن يكون استخدام الأسواق من قبل المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة للتبادل؛

- الثاني: هو أن تعكس الأوراق المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية وحيث تكون متناسبة مع معدلات العوائد المرادودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول.

وعليه يمكن أن تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية بأن تكون أسعار الأوراق المالية تعكس بكل مصداقية الوضع المالي للشركات المتداولة، ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها، يكون من شأنها تغيير نظرهم للشركة المصدرة للسهم إيجابياً أو سلبياً، بحيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

وفي السوق الكفوءة، يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو تعاملات نفذتها الشركة أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة.<sup>2</sup>

ومنه يمكن القول بأن كفاءة سوق الأوراق المالية تتحقق إذا ما استجابت أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين في السوق، سواء كانت معلومات سياسية أو اقتصادية أو أي معلومات أخرى، من شأنها أن تغير توجه المتعاملين إلى الجهة المصدرة للسهم، إذ غالباً ما تتجه الأسعار صعوداً وهبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء سواء كانت تفاؤلية أو تشاؤمية.

وبناء على ذلك كله فإن مفهوم كفاءة الأسواق هو مفهوم مثير للاهتمام، فلكي تكون السوق كفوءة لا بد أن يوجد عدد لا بأس به من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفوءة وبالتالي فإن هذا الاعتقاد يدفع كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 124.

<sup>2</sup> - عبد الله بن محمد الرزين، مرجع سبق ذكره، ص: 8، 9.

غير عادية مما يؤدي إلى تغير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمته الحقيقية وحينئذ تتحقق للسوق الكفاءة التي تشدها دون أن يحقق أي منهم الأرباح غير العادية التي كان يسعى لتحقيقها.<sup>1</sup>

### 2.1. فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية:

فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية تشير إلى أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة لأنه في السوق الكفؤة يتم تقليص أو القضاء على كل فرص الربح الغير مستغلة. والقضاء على هذه الفرص ضروري لتحقيق كفاءة السوق، بسبب عدم سماح هذه السوق وفق إجراءاتها المتضمنة الإفصاح عن كافة المعلومات المتاحة للمتعاملين فيها أن يحققوا أرباحا استثنائية لأنهم لا يملكون أي معلومات سرية يمكن استغلالها في تحقيق تلك الأرباح،<sup>2</sup> ويستند نموذج السوق الكفؤة إلى عدد من الفرضيات منها:

#### 1.2.1. سيادة شروط المنافسة التامة: وتتمثل في الآتي:<sup>3</sup>

- وجود عدد كبير من المتعاملين المتنافسين (البائعين والمشتريين) في السوق، مما يعني عدم وجود تأثير احتكاري على أسعار الأسهم، فالجميع يقوم بتحليل ظروف السوق وتقييم أدواتها بشكل مستقل وبالتالي لا يمكن التحكم بأسعار الأسهم السائدة في السوق، وإنما في كميات الأوراق المالية المتداولة، فهم متلقون للسعر دون أن يفرضوه. فضلا عن حرية الدخول والخروج من السوق دون أية قيود، وحرية المستثمر في بيع و شراء أية كمية من الأوراق المالية، وكذلك الرشد الاقتصادي والعقلانية تمثل الصفة السائدة للمتعاملين في السوق للتأثير في الأسعار وتعظيم المنفعة؛
- إتاحة المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة من خلال إعداد وتحليل ونشر المعلومات بتكاليف منخفضة لتكون متاحة للمتعاملين جميعهم في السوق دون تمييز؛
- ورود المعلومات الجديدة يدفع المستثمرين لتعديل أسعار الأسهم بشكل سريع، فيما لا يترتب على المعلومات السابقة مثل هذا التأثير، كما لا يمكن التنبؤ بتغييرات الأسعار المستقبلية، وبالتالي لا يجري التحضير المسبق لأية تعديلات في هذه التغييرات؛
- ليس شرطا اكتمال التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة، لكن لا بد من عدم وجود اتجاهات شاذة في هذه التعديلات تهدد بتقلبات سعرية بعيدة عن التوازن.

إن تحقق هذه الشروط في السوق الكفؤة يعني أنها تعكس المعلومات المتاحة كافة، دون أي فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة وتحليلها وبين انعكاس تلك المعلومات على أسعار السوق، كما

<sup>1</sup> - Anthony Saunders and Marcia Cornett, **Financial Markets and Institutions**, McGraw-Hill Education, USA, 2007, P:274.

<sup>2</sup> - Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakin, **Financial Markets**, 7th Edition, Prentice Hall, USA, 2012, P:132.

<sup>3</sup> - يوسف عبد الله عبد، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 92، 93.

أنه يعني عدم وجود فواصل زمنية في الحصول على المعلومات الجديدة بين المستثمرين. إلا أنه في الواقع العملي، قد يصعب تحقيق بعض تلك الشروط، فالمعلومات لا تتاح دون كلفة، أو بشكل متماثل للمستثمرين جميعاً، كما أن وجود الضرائب على بعض المعاملات يؤدي إلى عدم إتمامها بشكل كامل، فضلاً عن وجود عدد من المؤسسات الكبيرة في بعض أسواق الأوراق المالية التي بإمكانها التأثير في أسعار الأسهم في السوق، كما أن حالة الرشد الاقتصادي التي يتصف بها المستثمر في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق، وسعيه لتعظيم منفعته من خلال سعيه للحصول على المعلومات التي تساعد في تحقيق هذا الهدف، فإنه من المتوقع مضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وحصول تأثيرها في أسعار الأوراق المالية، وفي هذه الحالة فإن القيمة السوقية للسهم تصبح أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لوقت قصير، إذ تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن.<sup>1</sup>

### 2.2.1. الشفافية وأهميتها في تسعير الورقة المالية :

تعد الشفافية إحدى المرتكزات المهمة لسوق الأوراق المالية وتطورها، إذ أن توافر المعلومات المالية والاقتصادية داخل السوق يساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما يساعد المتعاملين على تجنب التسعير غير السليم للورقة المالية، من خلال تحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم وتحديد العائد المتوقع الحصول عليه من الاستثمارات المختلفة وفق درجة المخاطرة، فضلاً عن تحديد مستقبل أداء الاستثمارات من خلال معرفة المستثمرين بالبيئة الداخلية للسوق والبيئة الاقتصادية العامة.

ومن جانب آخر تمثل سيكولوجية المستثمرين (التفاؤل والتشاؤم) إحدى أهم العناصر التي ينبغي أن تؤخذ بنظر الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل توافر المعلومات في سوق الأوراق المالية، ويعد يوم الاثنين الأسود 19 نوفمبر 1987 بمثابة إشارة البدء بالدراسات النفسية لسلوك المتعاملين في سوق الأوراق المالية والعوامل النفسية المؤثرة في هذا السلوك، فالكثير من المستثمرين يتخذ قراراته الاستثمارية استناداً إلى حالته النفسية، وليس إلى الدراسات الفنية والمالية التي تعتمد وفرة المعلومات، فإذا كانت الحالة النفسية للمستثمر متشائمة لاسيما في حالات ركود السوق، فستتخفف لديه الرغبة في شراء الأسهم ويميل إلى التخلص منها بعرضها للبيع وعدم الاحتفاظ بها، فضلاً عن تجاهل أي خبر إيجابي يتعلق بسعر الورقة، أما إذا كانت الحالة النفسية للمستثمر متفائلة فإنه سيتغاضى عن أي خبر سلبي يصدر عن الشركة المصدرة للسهم ويتجاهله تماماً، فضلاً عن تجاهل المحاذير الأخرى التي تحول دون شرائه الأسهم بأسعار عالية، على الرغم من تحذيرات المحللين بقرب حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار واحتمال انخفاضها كونها نتيجة مباشرة للارتفاع الكبير في الأسعار.<sup>2</sup> وتتميز سوق الأوراق

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص:494.

<sup>2</sup> - عنايات النجار، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006، ص:62.

المالية بخضوعها لظاهرة الحركة العشوائية، وهي حركة متغيرة يصعب فيها التنبؤ باحتمالات تغيرات قيمة السهم في المستقبل ارتفاعا أو انخفاضاً، وقد اكتشفت هذه الظاهرة من قبل الباحث الفرنسي (لويس باشلر)، أثناء قيامه برصد التغيرات المتتالية للأسعار في السوق، إذ لاحظ عدم وجود أي ارتباط بينهم، مما يعني عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار، ودفعه إلى القول بأن المضاربة في السوق تمثل لعبة عادلة، إذ لا يمكن من خلالها ضمان تحقيق الأرباح لمستثمر معين على حساب مستثمر آخر، كما رأى أيضاً أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقديراً غير متحيز للسعر الذي يمكن أن يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، وبذلك توصل باشلر إلى أن الأسعار الحالية في سوق السلع تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد. أما مراحل الدورات التجارية التي تمر بالاقتصاديات الرأسمالية، فيمكن التنبؤ بها اعتماداً على بعض المتغيرات الاقتصادية، لاسيما التطورات الحاصلة في سلوك أسعار الأوراق المالية في السوق، وربطها بالأنماط السابقة لحركة الركود والرواج في الاقتصاد. وقد حاول الإحصائي (موريس كاندل) اختبار صحة هذه الفرضية، بعد أن طورها على وفق صيغة تعتمد الأسلوب الاستنباطي، الذي استند إلى تحقيق هدفين يمثلان محور الاهتمام بهذه السوق وهما: <sup>1</sup>

- بيان ردود أفعال الأسعار تجاه المعلومات الجديدة؛

- تحليل الأدوات المالية لتوضيح كيفية بناء المحفظة الاستثمارية.

فقد قام كاندل بتحليل السلاسل الزمنية لتغيرات أسعار الأسهم خلال مدد زمنية مختلفة من الرواج و الكساد، واتضح له بأن أسعار الأسهم في السوق الكفوءة تتقلب بشكل عشوائي، حول قيمتها الحقيقية، أي أنها ترتفع أو تتخفف في اليوم الواحد، بغض النظر عن اتجاهات تغيرها في الماضي، لأن الحركة العشوائية هي نتيجة للأسعار العشوائية في السوق التي تعكس كل المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق، مما يعني أن إمكانية التنبؤ بتغيرات أسعار الأسهم يعد دليلاً على عدم كفاءة السوق، لأن القدرة على التنبؤ بالأسعار تعني أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار. <sup>2</sup>

## 2. النتائج المترتبة عن كفاءة سوق الأوراق المالية:

بعد عرض مفهوم وفروض كفاءة سوق الأوراق المالية، لابد من معرفة النتائج أو الآثار المترتبة عن كفاءة السوق وأهمها:

<sup>1</sup> - يوسف عبد الله عبيد، مرجع سبق ذكره، ص:94.

<sup>2</sup> - عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص:58.

## 1.2. كفاءة التخصيص :

تقاس كفاءة السوق بقدرتها على مدى تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، من خلال توجيه تلك الموارد نحو المجالات الاستثمارية ذات الربحية الأعلى، توافقا مع هدف المستثمر بالحصول على أدوات استثمارية (أسهم وسندات) ذات عوائد مستقرة نسبيا أو متنامية مضمونة.<sup>1</sup> وفي ذلك تؤدي السوق الكفؤة دورين؛ الأول مباشر يتمثل في حصول المستثمرين على الأسهم، أي شراءهم لعوائد مستقبلية، مما يعني سهولة إصدار الشركات الناجحة، التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة للمزيد من الأسهم، وكذلك إمكانية بيعها بسعر أعلى، وبالتالي زيادة حصيلة الإصدارات وانخفاض متوسط تكلفة الأموال، فضلا عن تحقيق عدالة السوق من خلال إتاحة الفرص المتساوية للراغبين في إبرام الصفقات، وهي سمة مهمة وضرورية لتحقيق كفاءة تخصيص الموارد المالية. أما الدور الثاني فهو غير مباشر ويتمثل بمؤشر الأمان، ويقصد به ضرورة توافر وسائل معينة لحماية المستثمرين من المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق مثل مخاطر الغش والتدليس والممارسات الأخرى غير الأخلاقية، فضلا عن مخاطر إفلاس الوسطاء الذين يحتفظون بالأوراق المالية الخاصة بعملائهم، فالمستقبل الواعد للشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويدها بما تحتاجه من أموال إضافية، مما يعني إمكانية حصولها على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدارها للسندات، أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية بسعر فائدة معقول. أما الشركات التي لا تتاح لها فرصا جيدة للاستثمار، فيتوقع أن تواجه صعوبات في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى لو تحقق لها ذلك فعادة ما يكون على حساب تقديم خصم على السعر المطروح به السهم، مما يعني حصيلة أقل للإصدار وتكلفة أعلى للأموال. وفي حالة لجوء هذه الشركات للاقتراض بوصفه مصدرا بديلا أو مكملا، قد تواجه صعوبة في ذلك، وحتى إذا نجحت في الحصول على أموال مقترضة، فيتوقع أن يكون ذلك بسعر فائدة معقول.<sup>2</sup> ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، لابد من توفر سمتين أساسيتين هما:

## 1.1.2. كفاءة التسعير:

ويطلق عليها الكفاءة الخارجية، وتعني سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين جميعا في السوق، دون فاصل زمني كبير، وبتكلفة منخفضة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس المعلومات المتاحة كافة، فضلا عن أنها تمثل في أي وقت، القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم، وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح الاعتيادية ويصعب على أحدهم

<sup>1</sup> - عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص: 10.

<sup>2</sup> - منير ابراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، دار غرناطة للطباعة والنشر، مصر، 1995، ص: 124.

تحقيق أرباح أخرى على حساب الآخرين، وعلى الرغم من توفر هذه السمة، قد يحصل أحيانا أن يتحمل بعض المستثمرين خسائر عند دخوله السوق، نتيجة عدم امتلاك الخبرة الكافية في تحليل المعلومات المتاحة، أو ضعف في نشاط متابعة السوق، مما يعني أن سبب الخسارة هو سلوك المستثمر وليس عدم كفاءة السوق. وفي حالات أخرى، قد يتمكن عدد من المستثمرين من الحصول على معلومات سرية قبل غيرهم، عبر وسائلهم الخاصة، واستعمالها في تحقيق أرباح غير اعتيادية، لا يمكن تحقيقها من قبل مستثمر آخر لا يمتلك تلك المعلومات، وهذه الحالة تعد تهديدا لفقدان السوق سمة كفاءة التسعير، إن هذه الحالات قد تحدث لمرات معدودة ولعدد قليل جدا من المستثمرين المستفيدين من المعلومات، ففي ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المستثمرين الحصول على المعلومات باستمرار، لأن استمرارها يعني أنها أصبحت معروفة لعدد كبير من المستثمرين، وفي كل الحالات فإن تحقيق سمة كفاءة التسعير فقط لا يؤدي إلى تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية إلا إذا تحققت كفاءة التشغيل.<sup>1</sup>

### 2.1.2. كفاءة التشغيل:

يطلق عليها الكفاءة الداخلية، إذ ترتبط هذه السمة بتكلفة المعاملات داخل السوق، ويقصد بها قدرة السوق على استمرارية خلق التوازن بين العرض والطلب على الأسهم في ظل أدنى تكلفة لتنفيذ عمليات التداول بين المتعاملين واستمرارها، فضلا عن عدم إتاحة الفرصة للمستثمرين وصناع السوق لتحقيق ربح اقتصادي (غير اعتيادي) فيه. وتتحقق كفاءة التشغيل في السوق من خلال الحفاظ على استقراره من قبل المتعاملين فيه (المستثمرين وصناع السوق والوسطاء)، وذلك من خلال مواجهة حالات الطلب العالي، وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص بهوامش منخفضة.<sup>2</sup>

يتضح مما تقدم أن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على كفاءة التشغيل، إذ لا بد من بقاء تكلفة تنفيذ الصفقة عند حدودها الدنيا، لكي تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات بشكل كامل وسريع، بما يبهر الجهد المبذول للحصول على المعلومة الجديدة وتحليلها، بغض النظر عما تحدثه تلك المعلومة من تأثير في سعر الورقة المالية. وبذلك فإن وجود تلك السمات يمثل ضمانا للتسعير العادل للورقة المالية، بتكلفة منخفضة، وهما شرطا كفاءة السوق.

### 2.2. كفاءة المعلومات:

تتحقق هذه الكفاءة من خلال إعداد المعلومات الدقيقة والشاملة وتحليلها، إذ تمثل تلك المعلومات جوهر السوق الكفؤة وذلك لضمان شفافيتها، وذلك يتطلب الكشف عن البيانات الاقتصادية

<sup>1</sup> - يوسف عبد الله عبد، مرجع سبق ذكره، ص:95، 96.

<sup>2</sup> - ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص:141.

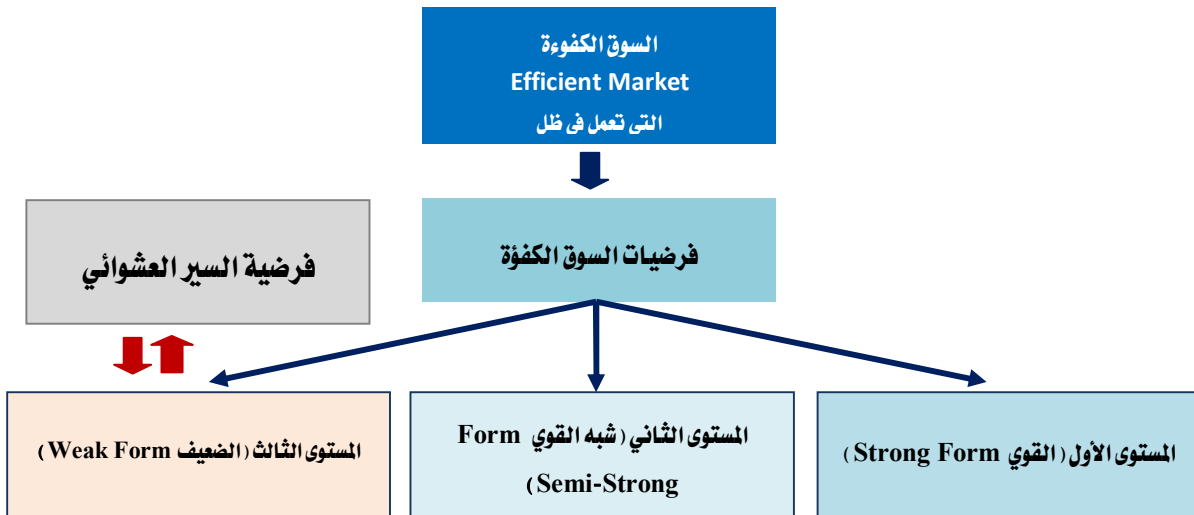
(المالية والنقدية) المتعلقة بالأدوات المتداولة في السوق، والجهات المصدرة لهذه الأدوات والظروف السائدة في السوق والاقتصاد، وبعبارة أخرى فإن هذه المعلومات تتضمن عناصر كل من التحليلين الأساس والفني للسوق. فاستنادا إلى معطيات كلا التحليلين يتم تحليل الاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية. ويعد التحليل عملية إجرائية تهدف إلى تقديم معلومات من واقع تفسير محتوى القوائم المالية. فضلا عن معلومات أخرى مالية وغير مالية عن سوق الأوراق المالية والاقتصاد الكلي، بهدف مساعدة المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري.

إن توافر الكفاءات المذكورة في سوق الأوراق المالية يسهم في توجيه الموارد المالية نحو مجالات الاستثمار الأكثر ربحية، مما يعني أن سوق الأوراق المالية تمثل مقياسا للنشاط الاقتصادي، فكلما زادت الإصدارات الجديدة زاد نشاط التداول في السوق، وذلك يعني تجميع المدخرات وتكوين شركات مساهمة جديدة وإقامة صناعات جديدة وتوسيع القائمة منها، مما يسهم في زيادة الدخل الوطني والحد من البطالة وتنمية النشاط الاقتصادي وترشيد استخدام الموارد المالية داخل الاقتصاد.<sup>1</sup>

### 3. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

تتخذ صيغ فرضية كفاءة السوق المالي أشكالا ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات بالاعتماد على وفرة المعلومات وكلفتها، ويمكن توضيح هذه المستويات من خلال الشكل (2- 1) كالآتي:

الشكل (2- 1) مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر:

Janette Rutterford, Josephine Maltby, **An Introduction to Stock Exchange Investment**, 3rd edition, Palgrave Macmillan, England, 2007 , P :24.

<sup>1</sup> - عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص:44.

يتضح من الشكل السابق أن هناك ثلاث مستويات لكفاءة سوق الأوراق المالية، وهي:

### 1.3. المستوى الأول (القوي Strong Form):

في ظل هذا المستوى فإن السعر الحالي للسهم يعكس المعلومات العامة جميعها المتاحة للجمهور بشكل علني، فضلا عن المعلومات الخاصة لمساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها، أي أن الأسعار الحالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن الشركة، وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح اقتصادية بصورة مستمرة على حساب مستثمرين آخرين.<sup>1</sup> لكن في الواقع العملي، يصعب توافر الظروف الملائمة لتحقيق هذه الصيغة، حتى في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسهم الذي يفسر فرضيات السوق من الناحية الاقتصادية من أجل أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات كافة، إذ تتساوى الأرباح المتوقعة مع التكاليف الحدية للحصول على هذه المعلومات، لأن أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين لهم القدرة في الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة قبل إعلانها، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق أرباح اقتصادية\*، يمكن التأكد من تحقيقها من خلال اختبار ربحية هؤلاء الأعضاء عبر تعاملهم بالأوراق المالية، وبالتالي يمكن التأكد من مدى دقة هذا المستوى من الكفاءة، مما يعني عمليا عدم وجود السوق الكفؤة بهذا المستوى، وبالتالي قدرة المؤسسات الاستثمارية المحترفة على تبني استراتيجيات استثمارية تحقق لها أرباحا اقتصادية، لأن كفاءة السوق ليست بالمستوى التي لا تسمح بتحقيق ذلك. كما أن المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي لها القدرة على الوصول إلى المعلومات بشكل سريع، فضلا عن كفاءتها في استعمال أدوات التحليل المالي لتحديد الاتجاهات المتوقعة للسوق. ويمكن تحديد دقة هذا المستوى من الكفاءة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المتحققين من قبل هذه المؤسسات مع ما يحققه المستثمر الاعتيادي.<sup>2</sup>

### 2.3. المستوى الثاني (شبه القوي Semi-Strong Form):

في ظل هذا المستوى فإن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم والمعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور أيضا وتتضمن الآتي:<sup>3</sup>

- المتغيرات الاقتصادية والسياسية الدولية؛
- الظروف والسياسات الاقتصادية للبلد؛

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 129.

\* - مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسهم: يعني مضي بعض الوقت على وصول المعلومات إلى السوق لتظهر آثارها على أسعار الأسهم مما يعني بقاء القيمة السوقية للسهم أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لمدة من الزمن.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 512.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

- الظروف الخاصة بالشركة والقطاع الاقتصادي؛
- التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة، وتحليلاتها وتفسيرات النتائج المعدة من قبل مؤسسات التحليل المالي.

وعليه فإن أسعار الأسهم في بداية الأمر قد لا تكون صحيحة، على الرغم من استجابتها للمعلومات المتاحة، لأن تلك الاستجابة تستند إلى رؤية أولية لتلك المعلومات. إلا أنه بعد مضي وقت قصير ستستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، فالمستثمر لن يستطيع تحقيق أرباح اقتصادية بسبب عدم كفاية الوقت اللازم لتحليل المعلومات المتاحة للوصول إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم، إلا إذا حصل على معلومات خاصة من داخل الشركة غير متاحة للآخرين، كما هو الحال بالنسبة لكبار مساهمي الشركة وأعضاء مجلس الإدارة فيها، وعليه فإن الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية تكون صغيرة، وهو ما يتفق مع طريقة التحليل الأساس الذي يعتمد تحليل البيانات استناداً إلى المتغيرات الاقتصادية والسياسية الدولية، فضلاً عن السياسات الاقتصادية المحلية والوضع الداخلي للشركة والقطاع الذي تنتمي إليه وكذلك البيانات والقوائم المالية الخاصة بالشركة، لتحديد العائد والمخاطر المؤثرة في الاستثمار وسعر السهم.<sup>1</sup>

### 3.3.3 المستوى الثالث (الضعيف Weak Form):

يقضي هذه المستوى بأن الأسعار الحالية في السوق تعكس المعلومات التاريخية جميعها المتعلقة بتغيرات الأسعار وأحجام التداول في المدة السابقة مثل عائد السهم والظروف الاقتصادية السائدة وحالة القطاع الذي تنتمي إليه الشركة والوضع المالي والإنتاجي لها، وعليه لا يمكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية للورقة المالية،<sup>2</sup> لأن التغيرات المتتالية للأسعار مستقلة عن بعضها وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم، إذ ترتبط تلك التغيرات بورود معلومات جديدة وليس بالمعلومات التاريخية. كما أن المتعاملين في السوق قد حصلوا جميعاً على المعلومات الجديدة، ولذلك فإن التغيرات الجديدة في سعر الورقة المالية تكون مستقلة بشكل كامل عن التغيرات التي طرأت خلال المدة الماضية، وعليه فإن سعر الورقة المالية سوف يستجيب للمعلومات الجديدة التي تصل السوق فقط، فضلاً عن عدم إمكانية المستثمرين تحقيق أرباح اقتصادية من خلال تحليل التغيرات في الأسعار التاريخية، لأن الأسعار الجديدة تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية، إلا في حالة الحصول على معلومات جديدة خاصة من داخل الشركة، وعليه ففي ظل هذا المستوى للسوق الكفاءة فإن الفرق بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية تكون كبيرة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - المرجع السابق.

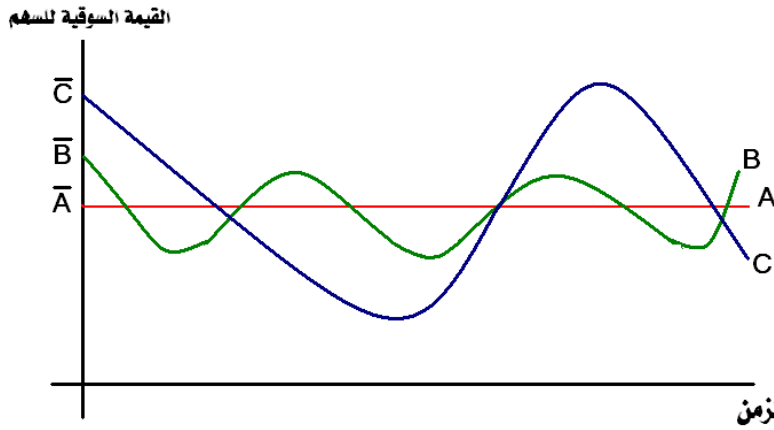
<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص، ص: 128، 129.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

## 4. العلاقة بين مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية:

يتضح من المستويات الثلاث لكفاءة السوق، بأن المستوى الثالث يحظى بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق، مما يعني عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح اقتصادية بالاعتماد على تحليل حركة الأسعار السابقة. وفي الوقت نفسه يوجد خلاف حول حقيقة المستويين الأول والثاني. وعليه يمكن القول بأن المعلومات ذات الصلة بكل مستوى تتدرج من حيث السعة والشمول من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، فضلا عن تداخل المستويات مع بعضها البعض. فالمعلومات ذات العلاقة بالمستوى الأول تضم معلومات كل من المستويين الثاني والثالث، وأن المستوى الثاني يتضمن المعلومات العامة والمعلومات التاريخية للمستوى الثالث.<sup>1</sup> والشكل (2-2) الآتي يعكس طبيعة العلاقة بين المستويات الثلاث للكفاءة.

شكل (2-2) العلاقة بين مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية



المصدر: عدي عباس عبد الأمير الكريطي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق -دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية (2008 - 2012) - ، رسالة ماجستير، جامعة الكوفة، العراق، 2013، ص:63.

يتضح من الشكل (2-2)، أن سوق الأوراق المالية لكي تكون كفوءة بالمستوى الثاني، فلا بد أن تكون كفوءة بالمستوى الثالث، ولكي تكون كفوءة بالمستوى الأول لا بد أن تكون كفوءة بالمستويين الثاني والثالث. ويعكس المنحنى (C<sup>-</sup>) التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية، فهو مؤشر المستوى الثالث لكفاءة السوق. في حين يوضح المنحنى (B<sup>-</sup>) وجود فروقات محدودة بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية ويمثل المستوى الثاني للكفاءة. أما المنحنى (A<sup>-</sup>) فيمثل السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة الكاملة للسوق، إذ يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أية لحظة وبدون أية اختلافات.

<sup>1</sup> عدي عباس عبد الأمير الكريطي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق -دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية (2008 - 2012) - ، رسالة ماجستير، جامعة الكوفة، العراق، 2013، ص:64.

مما سبق يمكن القول، بأن كفاءة سوق الأوراق المالية لا تعبر عن مفهوم مطلق وإنما هو مفهوم نسبي يقاس استناداً إلى هيكل ونوعية المعلومات التي يمكن الاستناد إليها في التنبؤ بالأسعار.<sup>1</sup> ويمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع هي:<sup>2</sup>

- معلومات تاريخية: وتعبر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي؛
- معلومات عامة (متاحة للنشر): عن الظروف الحالية في الاقتصاد والصناعة والشركة المصدرة للسهم؛
- معلومات خاصة: لا تتاح إلا لفئة معينة مثل كبار العاملين في الشركة.

وعلى مستوى الاقتصاد فإن توافر المعلومات يؤدي دوراً مهماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة وتخفيض درجة عدم التأكد الخاصة بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة في حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وحجم التداول فيه، وبالتالي الإسهام في زيادة معدل النمو الاقتصادي.

### 5. مؤشرات قياس تطور سوق الأوراق المالية :

إذا كانت الأوراق المالية المتداولة في السوق تمثل جانباً مهماً من النشاط الاقتصادي من جهة، وإذا كانت سوق الأوراق المالية تتسم بالإفصاح والشفافية من جهة أخرى، فإن المؤشرات التي صممت بعناية من أجل قياس حالة السوق ككل أو جزءاً منها، من شأنها أن تكون صورة عامة حول تطور هذه السوق التي تعكس بدورها الحالة الاقتصادية للدولة، ومن ثم التوقع بحالة الاقتصاد المستقبلية ومنه إتاحة الفرصة لتفادي الأزمات المالية التي قد تتعرض لها الدولة.

في هذا الصدد يتفق المحللون على مجموعة من المعايير لتقييم درجة تقدم ونضج سوق الأوراق المالية نذكر منها حجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركيز، وسيتم تفصيلها فيما يلي:

#### 1.5. مؤشرات حجم السوق:

من بين أهم المؤشرات المعتمدة في قياس حجم سوق الأوراق المالية، نذكر مؤشرين التاليين:

##### 1.1.5. مؤشر معدل القيمة السوقية (الرسملة السوقية) (القيمة السوقية / الناتج المحلي الإجمالي) MV/GDP:

تمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. ويقاس هذا المؤشر عمق القيمة السوقية في الاقتصاد الوطني، إذ يستند استعمال هذا المؤشر من الناحية الاقتصادية، إلى افتراض أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجاباً أو سلباً بقدرته على حشد

<sup>1</sup> - المرجع السابق.

<sup>2</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

وتعبئة رأس المال وتوزيع المخاطر على مستوى الاقتصاد الكلي، إلا أنه لا يمكن الاعتماد على هذا المؤشر لوحده بشكل كامل للدلالة على درجة تنمية السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق، في حين أن حجم التعاملات فيها يكون صغيراً ويعني ذلك أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفق مؤشر نسبة رأس مال السوق، إلا أنها ليست نشطة.<sup>1</sup> ففي وقت مضى، هناك بلدان عربية تجاوز حجم أسواقها قيمة الناتج المحلي الإجمالي، مثل الأردن، الكويت، قطر، البحرين. إذ تجاوزت تلك النسبة كمتوسط سنوي 100% خلال عام 2007، أما عام 2013 فقد بلغ هذا المؤشر في كل من الأردن، قطر، المغرب والسعودية نحو 93,5%، 72,8%، 64,2% و55,8% على التوالي.<sup>2</sup>

### 2.1.5. مؤشر عدد الشركات المدرجة NC (Number of listed companies):

يستعمل عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ضمن مؤشرات حجم السوق من خلال درجة مساهمتها في تمويل الشركات وبالتالي دور السوق في تمويل الاقتصاد، إذ لا يمكن استعماله لوحده لتفسير مدى تطور سوق الأوراق المالية أو لإجراء المقارنة بين مستويات تطور الأسواق، فقد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيراً، لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً، كما إن استخدام هذا المؤشر لوحده لا يفيد في حالة الاختلافات المحدودة في عدد الشركات المدرجة في عدد البلدان، إلا أنه يكون مفيداً في حالة الاختلافات الكبيرة، فمثلاً ليس مهماً أن يكون المتوسط السنوي لعدد الشركات المدرجة في استراليا هو 1184 شركة في الوقت الذي يكون فيه متوسط العدد في كندا 1118 شركة خلال المدة نفسها. وعليه فالفروق المحدودة في عدد الشركات في كلتي الدولتين لا يمكن استخدامها في تفسير أيهما أكثر تطوراً في مجال أسواق الأوراق المالية، لكن إدراج أقل من 70 شركة في أسواق الأوراق المالية في دول أخرى مثل الإمارات والبحرين خلال المدة نفسها يمثل دليلاً على محدودية الأسواق في كلتي الدولتين. ومن جانب آخر فإن تزايد عدد الشركات في بعض الدول العربية مثل الأردن والكويت ومصر خلال عام 2013 يعكس درجة النمو في تلك الأسواق.<sup>3</sup>

### 2.5. مؤشرات درجة السيولة:

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تحقيق السيولة للأوراق المالية في كل وقت، وهو الأمر الذي يحتل عادة قمة سلم أولويات المستثمر المحلي أو الأجنبي على حد سواء، لاسيما وأن أسواق الأوراق المالية ذات السيولة العالية تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى اقتضت الحاجة. وتتمكن السوق من تحقيق ذلك من خلال نظام الحوافز والعقوبات بحيث يزداد التعامل على أسهم الشركات

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص95.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013، فصل الإحصائيات، الإمارات، 2014، ص:408.

<sup>3</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص:95.

الناجحة، فترتفع قيمتها السوقية بينما يقل التعامل على أسهم الشركات المتعثرة الأخرى وتتنخفض قيمتها السوقية.

توجد هناك العديد من المؤشرات التي تمكنا من قياس درجة سيولة السوق، إلا أن الأدبيات الحديثة كثيرا ما استخدمت قيمة التداول الإجمالية ومعدل الدوران كمؤشرين لتحديد درجة سيولة السوق، علاوة على كونهما مكملين لمؤشر معدل القيمة السوقية لتحديد نشاط السوق، فعلى الرغم من أن حجم السوق قد يكون كبيرا من حيث القيمة السوقية لكنه قد لا يكون متمتعاً بنشاط في التداول.<sup>1</sup> وسنوضح مفهوم هذين المؤشرين فيما يأتي:

### 1.2.5. مؤشر معدل قيمة التداول (قيمة التداول الكلية/النتاج المحلي الإجمالي) TV/GDP:

وهو قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، إذ يشير هذا المؤشر إلى حجم التعاملات (التبادل الفعلي للأسهم) في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد الوطني، وهو يعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد، ويكمل معدل قيمة التداول معدل القيمة السوقية، فقد يكون معدل القيمة السوقية مرتفعة، إلا أن حركة التداول ضعيفة (السيولة) في السوق.

### 2.2.5. مؤشر معدل الدوران (Turnover Ratio) TR:

يشير هذا المؤشر إلى قيمة التداول الإجمالية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على القيمة السوقية أو الرسملة السوقية للسوق، أي إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي قيمة الأسهم المدرجة في السوق،<sup>2</sup> ويعتبر مؤشر معدل الدوران هو الأكثر ملائمة كمقياس لسيولة سوق الأوراق المالية من مؤشري معدل القيمة السوقية ومعدل قيمة التداول، لأن القيمة السوقية وقيمة التداول تكون منسوبة إلى حجم الاقتصاد أي بيان السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، بينما معدل الدوران يعطي بيان السيولة الموجودة في السوق نفسه.<sup>3</sup>

والجدير بالذكر أن مستويات هذا المؤشر في بعض الأسواق العربية خلال عام 2014 أبدى تقدما ملحوظا مقارنة بالأسواق الناشئة، ليصل إلى نحو 118,4% و 118,2% لكل من السوق المالية السعودية وسوق دبي المالي على التوالي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنتها مع بعض الأسواق المالية العربية -دراسة تحليلية-، مقال بمجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 88، الجامعة المستنصرية، العراق، 2011، ص: 105، 106.

<sup>2</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

<sup>3</sup> - Woon Gyu Choi and David Cook, **Stock Market Liquidity and the Macroeconomy: Evidence from Japan**, International Monetary Fund, WP/05/6, USA, January 2005, P :7.

<sup>4</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، فصل الإحصائيات، الإمارات، 2015، ص: 473.

## المبحث الثاني: مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية من أهم البيانات التي تصدر عن هذه الأسواق، فهي طريقة للتعبير عن الاتجاه العام لحركة أسعار الأسهم بالسوق سواء ارتفعا أو انخفاضا أو ثباتا، فإذا أردنا أن نعرف تغير حركة الأسعار لسوق معين، فإنه ليس من المعقول أن نراقب سعر إغلاق كل شركة منفردة، حيث أنه في بعض الأسواق يوجد آلاف الشركات المدرجة لأسهمها، ولذلك كان من الأفضل حساب معدل هذه الأسعار كي يتكون لدينا تصور عام عن أداء السوق وقد ظهرت المؤشرات لأول مرة في العام 1896 على يد Dow Charles وشريكه Edward Jones اللذين قاما بتأسيس شركة Dow Jones Company المهتمين ببورصة نيويورك حيث قاما بعمل مؤشر لقياس أداء 12 شركة مدرجة في بورصة نيويورك. ومنذ ذلك الحين شهدت مؤشرات الأسواق المالية تطورا كبيرا وازداد التطور الذي شهده قطاع الخدمات المالية عالميا وأصبح هناك العديد منها، وسيتم من خلال هذا المبحث التعرف على ماهية مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية وأهميتها وطرق حسابها وبعض النماذج منها عالميا وعربيا.

### 1. تعريف مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية:

يعرف مؤشر السوق على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها وتعد مؤشرات السوق مقياسا حقيقيا لأداء سوق الأوراق المالية سواء في البلدان المتقدمة أو في البلدان النامية، فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق، ونظرا لكون المؤشر يتكون من شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة، فضلا عن أنه يعد أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فإنه يمكن أن يمثل مرجعا واضحا للمستثمر في سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

ويعرف مؤشر سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة بين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو في سوق آخر، إذن المؤشرات تعكس:<sup>2</sup>

-حالة السوق في مجمله، مثل: مؤشر داو جونز؛

-حالة السوق لقطاع أو صناعة معينة، مثل: مؤشر داو جونز للصناعة؛

<sup>1</sup> - حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية -الأردن والسعودية حالة تطبيقية، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص: 69.

<sup>2</sup> - P.Topscalm, Les indices boursière sur action, Economica, Paris, 1996, P :9

-حالة السوق لإقليم معين أو مجموعة من الدول، مثل: مؤشر صندوق النقد العربي.

ويمكن أن نعرف المؤشر على أنه مقياس كمي يستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك وأداء سوق الأوراق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها في المستقبل.

## 2. أنواع مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية:

يوجد معياران لتقسيم مؤشرات أسعار الأسهم وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها:

### 1.1.2. المؤشرات حسب الوظيفة:

تقسم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى:<sup>1</sup>

#### 1.1.2.1. مؤشرات عامة:

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

#### 2.1.2. مؤشرات قطاعية:

وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندرد اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

### 2.2. المؤشرات حسب إمكانية التداول:

وتقسم المؤشرات من حيث إمكانية تداول إلى:<sup>2</sup>

#### 1.2.2.1. مؤشرات متداولة:

وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بها 50 مؤشراً عام 2000، وذلك بالرغم من أن أول سوق أوراق مالية من هذا النوع قد أنشأت في كنساس سيتي بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر Nikkei225 ومؤشر Nasdaq100.

<sup>1</sup> - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، ط:2، دمشق، 2008، ص:38،39.

<sup>2</sup> - واثق حمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظه الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، سوريا، 2003، ص:31.

## 2.2.2. مؤشرات غير متداولة:

هي مؤشرات لا تتداول في أسواق الأوراق المالية مثل مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات الأسواق العربية، ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

## 3. استخدامات مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق الأوراق المالية وفي طليعة تلك الاستخدامات:

- تعد أحد أهم استخدامات المؤشرات تمثيل سوق الأوراق المالية عند قياس المخاطر النظامية systematic risk في الأصول الفردية أو المحافظ الاستثمارية، إذ يعد المؤشر وكيلا عن سوق معين، وبحساب علاقة عوائد الأصول بمؤشر السوق يكون حساب المخاطر النظامية التي تستخدم متغيرا أساسيا في نموذج تسعير الأصول لتحديد العوائد المطلوبة والتي تتكافأ مع مخاطر الأصل والمحفظه، ومن ثم تحديد الأسعار المعدلة لهذه الأصول؛<sup>1</sup>

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظه، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظه أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظه جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حده وإذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر؛

- يستخدم للحكم على أداء المدراء، ويمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظه من الأوراق المالية المختارة عشوائيا، أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق؛<sup>2</sup>

- إن كون المؤشر مبني على أساس أسهم مجموعة من أهم الشركات المسعرة في سوق الأوراق المالية فإن قياس أداء هذه الأسهم يعكس أداء هذه الشركات في حد ذاتها وعادة ما تكون هذه الشركات تحتل الجانب الأكبر في النشاط الاقتصادي داخل الدولة، لذلك فالمؤشر المبني على أساس عينة ممثلة تمثيلا كاملا لكل الشركات المسعرة في السوق، حيث يقدر في أغلب الأحيان على قياس الأداء الاقتصادي للدولة ككل. وذلك يتحقق فقط إذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Frank K. Reilly & Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, 10th Edition, Cengage Learning, USA, 2012, P :150.

<sup>2</sup> - المعهد العربي للتخطيط، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، الكويت، 2004، ص:7.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 243.

## 4. أسس بناء مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية:

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية:<sup>1</sup>

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصاديا؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلا للتسعير.

ولبناء أي مؤشر في هذا الصدد يجب أن تؤخذ مجموعة من الأمور أهمها:

## 1.4. عينة ملائمة:

- تعرف العينة - فيما يتعلق ببناء المؤشر - بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي الحجم والانتساع والمصدر:<sup>2</sup>
- فيما يتعلق بالحجم: القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق؛
- أما الانتساع: فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تمييز؛ أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة؛
- أما المصدر: فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

## 2.4. الأوزان النسبية:

- تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي:<sup>3</sup>
- طريقة الوزن على أساس السعر Price Based Weighing Method : أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن

<sup>1</sup> - عصام فهد العريبيد، مرجع سبق ذكره، ص:39.

<sup>2</sup> - حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مقال بمجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة سطيف، 2011، ص:5.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص، ص:6،5.

الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها؛

- طريقة الأوزان حسب القيمة Value Based Weighing Method: أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدره. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أية خلل في المؤشر؛

- طريقة الأوزان المتساوية Equal Weighing Method: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

### 5. أساليب بناء مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية:

يوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل سوق الأوراق المالية ومن أهم هذه الأساليب:

#### 1.5. المؤشرات المبنية على أساس السعر:

يعد مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial Average أفضل مثال على مثل هذه المؤشرات، إذ يعد من أقدم وأشهر المؤشرات المستخدمة في البورصات العالمية، وقد نشر لأول مرة في عام 1897 بجريدة وول ستريت بنيويورك ويقوم بأسهم أهم وأكبر 30 شركة صناعية في أمريكا.<sup>1</sup>

تطلق هذه الطريقة من المبدأ التالي: بما أنه يوجد سهم لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي تقوم عليها المؤشر، ولتوضيح ذلك بفرض أن المؤشر يتكون على سبيل المثال من ثلاثة أسهم فقط: A، B، C، وأن أسعارها هي: 50، 40، 10 على التوالي، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر والتي على أساسها يحسب عائد محفظة السوق تساوي 100 وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة: 5، 4، 1 على التوالي، وإذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح: 80، 50، 20 على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150، مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50%.

ويؤخذ على هذه الطريقة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المؤسسة أو حجمها، يضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في المؤشر في حالة الاشتقاق، مما يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة بانخفاض سعره ولتغلب على ذلك

<sup>1</sup> - نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، 2008، ص: 140.

ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم معين التي تحدد قيمته بالمعادلة التالية:

$$(القيمة الإجمالية للأسهم ق ÷ المقسوم عليه ق إ) = (القيمة الإجمالية للأسهم ب ÷ المقسوم عليه ب إ)$$

ق إ : تمثل القيمة قبل الاشتقاق.

ب إ : تمثل القيمة بعد الاشتقاق.

لتوضيح ذلك نفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاث شركات وأن السعر هو 10 ، 20 ، 30 على التوالي، وهو ما يعادل قيمة قدرها 60 ، في ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر  $(10 + 20 + 30) / 3 = 20$  ، أما إذا حدث اشتقاق في السهم الشركة الثالثة بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم فسينخفض سعر السهم من 30 إلى 10 ، ففي هذه الحالة سوف ينخفض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لتصبح:  $(10 + 20 + 10) = 40$  في هذه الحالة تصبح قيمة المقسوم عليه يساوي 2 بدلا من 3 ، لتصبح قيمة المؤشر:  $40 / 2 = 20$  ، كما كان قبل الاشتقاق لأن الانخفاض لا يعزى على سوء حال السوق إنما سببه الاشتقاق الذي حدث.<sup>1</sup>

## 2.5. المؤشرات البنينة على أساس القيمة:

يوجد مؤشران من أشهر المؤشرات التي تبنى على أساس القيمة هما:<sup>2</sup>

- مؤشر كولس Cowles Index : في عام 1949 قدم الفريد كولس مؤشر كولس الذي استخدم فيه بيانات 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناءً على معدل القيمة السوقية للسهم؛

- مؤشر ستاندرد و بور S & P Index : يعد مؤشر كولس أساس مؤشر ستاندرد و بور الأكثر شهرة واستخداما الآن أو المعروف باسم S & P 500 إذ بدأ تكوين هذا المؤشر في 1957/3/4. وفي ذلك الوقت كانت الأسهم التي يتكون، منها المؤشر تعادل نسبة 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.

حسب هذا الأساس يتم إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي؛ فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها

<sup>1</sup> - حسين قبلان، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 97، 98.

<sup>2</sup> - حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشر سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص: 72.

النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدره. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر. ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال إتباع المراحل التالية:<sup>1</sup>

- حساب القيمة السوقية لأسهم الشركة ضمن المؤشر = الأسهم المتداولة لهذه الشركة × سعر سهم الشركة .

- إيجاد الوزن النسبي لكل سهم شركة مدرجة في المؤشر = (القيمة السوقية لأسهم الشركة ضمن المؤشر ÷ القيمة السوقية الإجمالية للشركات المدرجة في المؤشر) × 100 .

- حساب قيمة المؤشر على أساس القيمة =

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Begining Index Value}$$

حيث: Index<sub>t</sub> قيمة المؤشر في الفترة t.

Pt: سعر إقبال الأسهم في الفترة t.

Qt: عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

Pb: سعر إقبال الأسهم في فترة الأساس.

Qp: عدد وحدات الأسهم في فترة الأساس.

(Bigining Index Value) BIV: قيمة المؤشر في لحظة تكوينه.

من بين العيوب التي وجهت لهذا الأسلوب التحيز عند احتساب قيمة المؤشر نتيجة تباين أسعار أسهم الشركات المدرجة في عينة المؤشر، ولتوضيح ذلك نفرض انه يوجد سهمان لشركتين ارتفعت أسعارهما بنفس النسبة ولتكن مثلاً 40%، سنلاحظ أن تأثير قيمة المؤشر لهذا الارتفاع تكون مختلفة في كلا الحالتين، نتيجة اختلاف أسعار أسهم الشركتين، وبالإضافة إلى اختلاف حجم الشركتين، ولهذا نستنتج أن التحيز قد ينتج بسبب تباين أسعار وأحجام الشركات في تركيبة المؤشر.

### 3.5. المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

تعطي طريقة الأوزان المتساوية قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا يمثل فيها الشركة بسهم واحد فمثلاً لو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم تمثل الشركات A، B، C بسعر 50، 40، 10، على التوالي ففي تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية حيث الكمية الوهمية من السهم A = 50 ÷ 1 = 0,02 ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي (السعر × الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد (50 × 0,02)، أما بالنسبة للشركة B = 40 ÷ 1 = 0,025 وبالنسبة لـ C = 10 ÷ 1 = 0,1. والمثال التالي يوضح ذلك:

<sup>1</sup> - طارق إبراهيم الشبلي، محمد إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الأردن، 2000، ص: 153.

<sup>2</sup> - حسين قبلان، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

الجدول رقم (2- 1) مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية

R	V <sub>2</sub>	P <sub>2</sub>	V <sub>1</sub>	Q	P <sub>1</sub>	الأسهم
0,60	1,60	80	1	0,02	50	A
0,25	1,25	50	1	0,025	40	B
1	2	20	1	0,1	10	C
	4,85		3			قيمة المؤشر

المصدر: حسين قبلان، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

$P_2$  ،  $P_1$  : سعر السهم في نهاية السنة الأولى ونهاية السنة الثانية.

Q: الكمية الوهمية المحسوبة.

$V_2$  ،  $V_1$ : القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر =  $Q \times P$ .

R: عائد السهم أي قيمة  $V_2$  مطروحا منها قيمة  $V_1$ .

متوسط عائد المؤشر =  $(3 - 4,85) \div 3 = 0.617$ .

متوسط عائد الأسهم الفردية =  $(1 + 0,25 + 0,60) = 0,617$ .

يتضح من خلال هذا الأساس المعتمد في بناء هذا النوع من المؤشرات أنه يتجنب تحيز الأسعار في تحديد قيمة المؤشر نتيجة تساوي أوزان الأسهم، ولهذا يمكن أن نحكم على أن التغيرات التي ستحدث مستقبلا في قيمة المؤشر تعكس جليا التغيرات الحاصلة في مجموعة الأسهم المشكلة للمؤشر، ومن جهة أخرى يعاب على هذا الأسلوب تجاهله للتباين المحتمل في حجم وأهمية الشركة المصدرة للسهم.

## 6. نماذج مؤشرات أسعار أسهم أسواق أوراق مالية عربية:

تم خلال السنوات الأخيرة تطوير العديد من المؤشرات من طرف معظم أسواق الأوراق المالية العربية، سواء كانت هذه المؤشرات تقيس أداء قطاعات معينة أو تعكس أداء سوق الأوراق المالية بذاتها أو إقليمية بصفة عامة، ونظرا للعدد الكبير لهذه المؤشرات سنحاول التركيز على أهمها:

### 1.6. المؤشر المركب لصندوق النقد العربي AMF Indices:

يقوم صندوق النقد العربي\* باحتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة. كما يقوم الصندوق باحتساب مؤشر خاص بكل سوق، وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش\*\* المتسلسل وتحتسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة ويتم قياس التغير في

\* صندوق النقد العربي (AMF): صندوق النقد العربي مؤسسة مالية عربية إقليمية تأسست عام 1976 وبدأت في ممارسة نشاطها عام 1977 ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيها 22 دولة عربية ومقره أبو ظبي بالإمارات العربية المتحدة، والهدف الرئيسي لهذا الصندوق تحقيق التوازن في المدفوعات للدول الأعضاء، وإزالة القيود المفروضة على المدفوعات بين الدول الأعضاء، وتحسين التعاون النقدي العربي، وتشجيع تطوير الأسواق المالية العربية، مما يمهد الطريق للعملة العربية الموحدة، وأخيرا تشجيع وتعزيز التجارة بين الدول الأعضاء.

\*\* رقم باش Paashe Index: يعتبر واحد من الأرقام القياسية وهو أداة إحصائية لقياس التغير النسبي في أسعار أو كميات أو قيم ظاهرة ما أو عدة ظواهر من فترة زمنية لأخرى أو من مكان لآخر

قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف أسهم من المؤشر.<sup>1</sup>

ويشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات أسواق الأوراق المالية في ستة عشر سوقاً عربياً، حيث تتوزع الأوزان النسبية للأسواق العربية المدرجة في المؤشر المركب وعدد الشركات الممثلة في عينة المؤشر حسب كل سوق، حسب ما يوضحه الجدول (2-2) والشكل (2-3) التاليين:

الجدول (2-2) عدد الشركات المدرجة في المؤشر المركب للصندوق الممثلة عن الأسواق العربية (نهاية عام 2015)

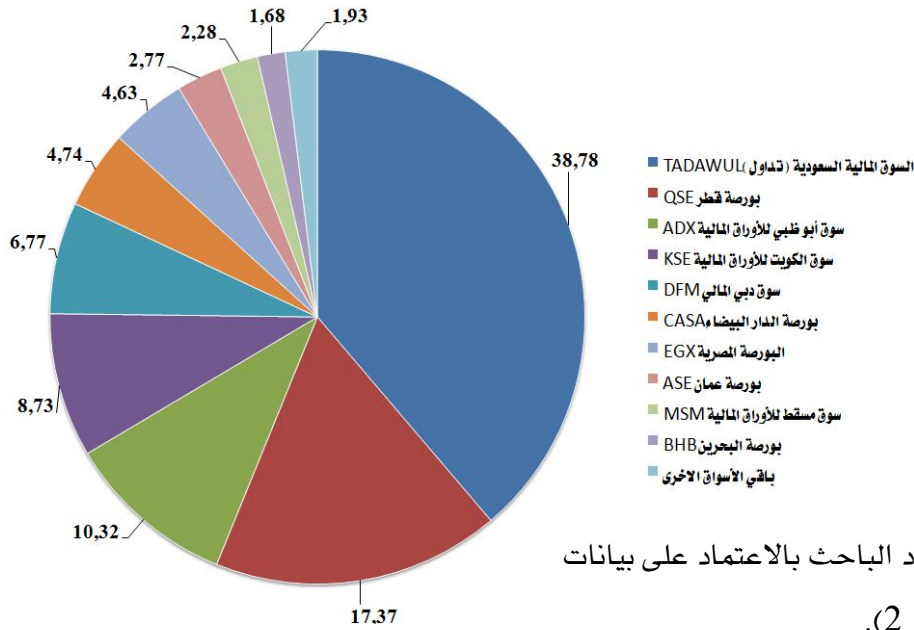
السوق	عدد الشركات المدرجة في المؤشر	الوزن النسبي للسوق في المؤشر <sup>0</sup> %
1 السوق المالية السعودية (تداول) TADAWUL	76	38.78
2 بورصة قطر QSE	34	17.37
3 سوق أبوظبي للأوراق المالية ADX	37	10.32
4 سوق الكويت للأوراق المالية KSE	78	8.73
5 سوق دبي المالي DFM	25	6.77
6 بورصة الدار البيضاء CASA	42	4.74
7 البورصة المصرية EGX	76	4.63
8 بورصة عمان ASE	77	2.77
9 سوق مسقط للأوراق المالية MSM	104	2.28
10 بورصة البحرين BHB	28	1.68
11 بورصة تونس BVMT	36	0.74
12 بورصة بيروت BSE	11	0.67
13 بورصة فلسطين PEX	21	0.24
14 سوق الخرطوم للأوراق المالية KHARTOUM	21	0.18
15 سوق دمشق للأوراق المالية DSE	13	0.07
16 بورصة الجزائر BEA	2	0.01
<b>المجموع</b>	<b>681 شركة</b>	<b>100%</b>
♦الوزن النسبي للسوق في المؤشر = القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في المؤشر لكل سوق ÷ القيمة السوقية الإجمالية للشركات المدرجة في المؤشر.		

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2015، العدد 83، 2016، ص: 96.

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني لصندوق النقد العربي، تم تصفحه بتاريخ 2015/10/22:

<http://www.amf.org.ae/en/page/description-and-methodology>

الشكل (2- 3) الأوزان النسبية للأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي (نهاية 2015) (%)



نلاحظ من خلال بيانات كل من الجدول (2- 2) والشكل (2- 3) السابقين أن عينة الشركات المدرجة في احتساب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تضم 681 شركة، موزعة على 16 سوق مالي عربي بنسب متفاوتة، حيث تصدر السوق المالي السعودي أكبر وزن نسبي في المؤشر بنحو 38,78% وهي تمثل نسبة حصة القيمة السوقية لأسهم شركات السوق 76 المدرجة في عينة المؤشر بالنسبة لإجمالي القيمة السوقية لأسهم المؤشر المركب، أما في الدرجة الثانية والثالثة من حيث الوزن النسبي في المؤشر تأتي بورصة قطر وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبتي 17,37% و 10,32% على التوالي، ومنه نستنتج أن أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تتحكم فيه أسواق الأوراق المالية الثلاثة باعتبارها مجتمعة تشكل أزيد من 66% من الوزن النسبي للمؤشر المركب، في حين نجد بقية الأسواق الأخرى أوزانها متفاوتة، باستثناء بورصة الجزائر وسوق دمشق للأوراق المالية وسوق الخرطوم للأوراق المالية تكاد أوزانها تكون معدومة كونها لم تتعد 0,2%.

يعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حده وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية.

أما طريقة اختيار العينات فيتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:<sup>1</sup>

- القيمة السوقية؛

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية للرباعي الثالث، العدد 82، الإمارات، 2015، ص: 87، 88.

- معدل دوران السهم؛

- تصنيف الشركات قطاعياً.

وتستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل. والصيغة

العامية للمؤشر هي: عندما تكون  $i > 1$ .

$$X_i = (M_i / B_i) 100$$

$$B_i = B_{i-1} \times M_i / M_{ad}$$

عندما تكون  $i=1$

$$X_i = 100$$

$$B_i = M_i$$

حيث:

$$X_i = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

$$B_i = \text{القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون } i = 1 \text{ (الفترة الأولى)};$$

$$M_i = \text{القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة } i$$

$M_{ad}$  = القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

**أما القيمة السوقية (M) تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر. والقيمة السوقية لكل سهم =  $n_i \times P_i$ .**

حيث:  $P_i$  يمثل آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة  $i$ ؛

$$n_i = \text{عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة } i.$$

**أما القيمة السوقية المعدلة ( $M_{ad}$ ) فيتم تحديدها للفترة  $i$  بموجب الصيغة التالية:**

$$M_{ad} = M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1} .$$

حيث:

$I_i$  = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة  $i$ . وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

$R_i$  = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة  $i$ ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

$N_i$  = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة  $i$ .

$Q_{i-1}$  = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة  $i$ .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

## 2.6. مؤشر اتحاد البورصات العربية S&P/AFE 40 Index:

أطلق اتحاد البورصات العربية\* بالتعاون مع مؤسسة ستاندرد اند بورز مؤشر البورصات العربية الذي يعكس أداء 40 شركة من كبرى الشركات المدرجة على البورصات العربية منها البحرين، مصر، الأردن، الكويت، لبنان، المغرب، عمان، فلسطين، قطر، المملكة العربية السعودية، تونس والإمارات العربية المتحدة.

حيث تم اختيار هذه الشركات بحسب المعايير الدولية لمؤسسة ستاندرد اند بورز ومنها الرسملة السوقية وحجم التداول ونسبة الأسهم الحرة من رأس المال، هذا ولوحظ أن المؤشر يمثل كل من البلدان الأعضاء في اتحاد البورصات العربية التي تتوفر المعلومات الخاصة بشركاتها عبر الوكالات العالمية، بشركة واحدة على الأقل، على أن لا يتعدى الحجم التمثيلي لأي بلد عشرة شركات على الأكثر ونسبة 35% من المؤشر.<sup>1</sup>

والجدول (2- 3) التالي يوضح الشركات المدرج أسهمها في احتساب المؤشر حتى نهاية عام

2015.

\* اتحاد البورصات العربية (AFE (Arab Federation of Exchanges): هو عبارة عن جهاز توجيهي وترشيدي لبورصات الأوراق المالية العربية تأسس سنة 1978 وهو تابع لجامعة الدول العربية ومقره بيروت، ويهدف هذا الجهاز إلى تيسير تحقيق أهداف الإتحاد المتمثلة بالمساعدة في إيجاد قنوات اتصال بين البورصات العربية في ما بينها وبين الجهات المالية الأخرى من مقاصات وشركات وساطة مالية وسواها، والمساعدة على تطوير أعمالها والتشجيع على القيد المشترك للأوراق المالية العربية، ومواءمة الأنظمة المعمول بها من قبل البورصات والعمل على نشر الوعي الادخاري والاستثماري وتقديم المساعدة الفنية للبورصات العربية وعقد برامج تدريبية متخصصة والتعاون والتنسيق مع الجهات المالية العربية والعالمية وسواها

<http://www.ase.com.jo>

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني لبورصة عمان -الأردن، تم تصفحه بتاريخ 2015/10/22:

[www.standardandpoors.com/indices](http://www.standardandpoors.com/indices)

ولمزيد من المعلومات عن المؤشر يمكن زيارة الرابط التالي:

الجدول (2 - 3) الشركات المدرجة في احتساب قيمة S&amp;P/AFE 40 Index لعام 2015

البلد	الرمز	م الشركة
الإمارات العربية المتحدة	ADCB	بنك أبوظبي التجاري
البحرين	AUB	البنك الأهلي المتحد
كويت	ABK	البنك الأهلي الكويتي
المملكة العربية السعودية	1120	مصرف الراجحي
المملكة العربية السعودية	1150	مصرف الإنماء
الأردن	ARBK	البنك العربي
المغرب	ATW	التجاري وفا بنك
لبنان	AUDI	بنك عوده
سلطنة عُمان	BKMB	بنك مسقط
كويت	BOUBYAN	بنك بوبيان
كويت	CBK	البنك التجاري الكويتي
قطر	CBQK	البنك التجاري القطري
مصر	COMI	(البنك التجاري الدولي (مصر)
الإمارات العربية المتحدة	DPW	دي بي وورلد
الإمارات العربية المتحدة	EMAAR	شركة إعمار العقارية
المملكة العربية السعودية	7020	إتحاد إتصالات
المملكة العربية السعودية	FGB	بنك الخليج الأول
مصر	GTHE	غلوبال تيلكوم القابضة
كويت	GBK	بنك الخليج
قطر	IQCD	صناعات قطر
كويت	KFIN	بيت التمويل الكويتي
المغرب	IAM	إتصالات المغرب
قطر	MARK	مصرف الريان
كويت	ZAIN	مجموعة زين
الإمارات العربية المتحدة	NBAD	بنك أبو ظبي الوطني
كويت	NBK	بنك الكويت الوطني
قطر	ORDS	اوريدو
فلسطين	PALTEL	الإتصالات الفلسطينية
قطر	QIBK	مصرف قطر الإسلامي
قطر	QNBK	بنك قطر الوطني
المملكة العربية السعودية	1010	بنك الرياض
المملكة العربية السعودية	1090	مجموعة سامبا المالية
المملكة العربية السعودية	2020	شركة الأسمدة العربية السعودية
المملكة العربية السعودية	2010	الشركة السعودية للصناعات الأساسية
المملكة العربية السعودية	7010	الاتصالات السعودية
المملكة العربية السعودية	2050	مجموعة صافولا

تونس	CC	سوسيتي قرطاج سمنت
لبنان	SOLA	سوليدير أ
المملكة العربية السعودية	1060	البنك السعودي البريطاني

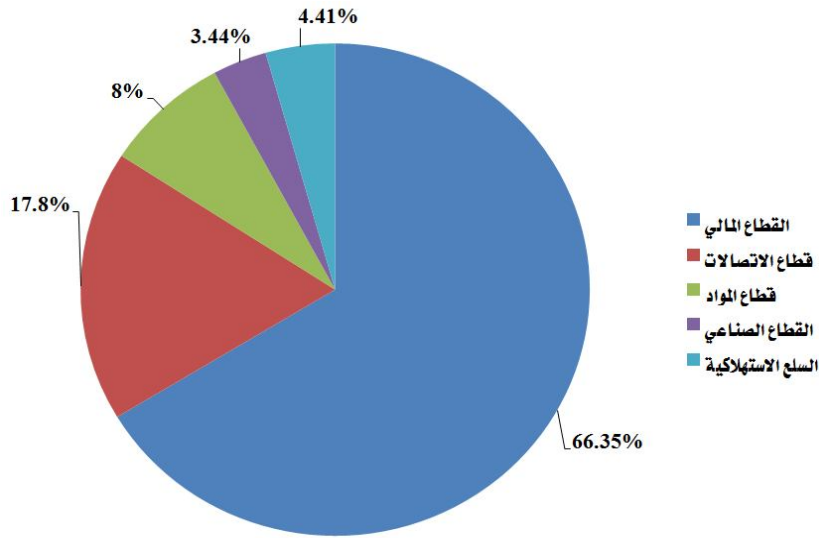
المصدر: الموقع الإلكتروني لاتحاد البورصات العربية تم تصفحه بتاريخ 2016/02/12:

<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/S-P-AFE-40-Index.aspx>

أما توزيع الشركات المدرجة في المؤشر بحسب القطاعات الاقتصادية يوضحها الشكل (2- 4)

التالي:

الشكل (2- 4) توزيع الشركات بحسب القطاعات في عينة المؤشر لسنة 2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لاتحاد البورصات العربية تم تصفحه بتاريخ 2016/02/12:

<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/S-P-AFE-40-Index.aspx>

يظهر الشكل (2- 4) أن الشركات التابعة للقطاع المالي استحوذت على أكبر حصة من تركيبة مؤشر اتحاد البورصات العربية بتجاوزها نسبة 66% من إجمالي الشركات المدرجة في المؤشر، تليها شركات قطاع الاتصالات بنسبة 17,8%، أما بقية القطاعات الأخرى نسبة مشاركتها في عينة المؤشر تراوحت بين 3 و 8%.

### 3.6. مؤشر بورصة مصر EGX30:

تعتبر بورصة مصر من أهم أسواق الأوراق المالية إفريقيا وعربيا، حيث تحتل المراتب الأولى من حيث الأداء مقارنة بالأسواق العربية، ومنذ نشأتها وإلى يومنا هذا بلغ عدد المؤشرات المتداولة بالبورصة ثمانية مؤشرات موزعة بين مؤشرات قطاعية وأخرى عامة، ويعتبر مؤشر EGX30 أول هذه المؤشرات وأهمها والمعروف سابقا بمؤشر CASE 30 وقد كان 2 جانفي 1998 هو تاريخ بداية المؤشر بقيمة أساس تبلغ 1000 نقطة.

تم حساب مؤشر EGX 30 وفقا للعملة المحلية والدولار ابتداء من 1998 وقد تم بدء نشر المؤشر مقوما بالدولار في 1 مارس 2009. يضم مؤشر EGX 30 أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط.<sup>1</sup>

ومن أهم المؤشرات التي أسستها البورصة المصرية بعد هذا المؤشر نذكر:<sup>2</sup>

- مؤشر EGX70: وهو مؤشر سعري جديد أنشأ بتاريخ 1 مارس 2009، حيث يقيس المؤشر الجديد أداء السبعين شركة الأكثر نشاطا في السوق المصري بعد استبعاد الشركات الثلاثون الأنشط المكونة لمؤشر EGX 30. ويقوم مؤشر EGX 70 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، وقد بدأ حسابه بأثر رجعي بداية من 1 جانفي 2008.

- مؤشر EGX100: دشنت البورصة المصرية هذا المؤشر بدءا من 2 أوت 2009، حيث يقيس المؤشر الجديد أداء المائة شركة الأكثر نشاطا في السوق المصري متضمنة الشركات 30 الأنشط المكونة لمؤشر EGX 30 والشركات 70 المكونة لمؤشر EGX 70.

ويقوم مؤشر EGX 100 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، وقد بدأ حسابه بأثر رجعي بداية من 1 جانفي 2006.

#### 4.6. مؤشر بورصة عمان - الأردن:

بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب مؤشر جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس ( الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتبارا من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 وإلى سبعين شركة في عام 2001 وإلى 100 شركة في العام 2007، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

يتم احتساب المؤشرات في بورصة عمان بناء على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين المؤشر من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب

<sup>1</sup> <http://www.egx.com.eg>

<sup>1</sup> - بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة مصر، تم تصفحه بتاريخ 2015/10/22 :

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.<sup>1</sup>

### 5.6. المؤشر العام لسوق المالية السعودية - تداول Tadawul All Share Index :

يعتبر مؤشر تداول TASI هو المؤشر العام للسوق المالية السعودية وهو السوق الوحيد لتداول الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية وأكبر أسواق الأسهم العربية، حيث يقيس المؤشر العام السعودي أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، يتنوع المؤشر العام (تداول) ليغطي جميع القطاعات في المملكة العربية السعودية منها الزراعة، والصناعة، والاتصالات، والتأمين، وتهيمن الشركات المدرجة في قطاعات البنوك والخدمات المالية والصناعات البتروكيماوية على تكوين المؤشر، يتكون المؤشر العام السعودي من 170 شركة حتى جوان 2015.

تم حساب المؤشر العام للسوق المالية السعودية عن طريق ضرب قيمة المؤشر في اليوم السابق مع نسبة التغير في القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات المشمولة في حساب المؤشر.<sup>2</sup> والمعادلة أدناه توضح آلية حساب المؤشر العام ومؤشرات القطاعات:<sup>3</sup>

$$\text{المؤشر} = (\text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم} \div \text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق}) \times (\text{قيمة المؤشر لليوم السابق})$$

حيث :

- مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة = القيمة السوقية للشركة "A" + القيمة السوقية للشركة "B" + ..... وهكذا لجميع الشركات المشمولة في المؤشر .
- القيمة السوقية للشركة "A" = (سعر آخر صفقة عادية لسهم الشركة "A" × عدد الأسهم الحرة للشركة "A"). بحيث الأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول.
- سعر آخر صفقة عادية للسهم هو سعر الصفقة التي تجاوزت قيمتها 15.000 ريال.

<http://www.ase.com.jo>

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لبورصة عمان -الأردن، تم تصفحه بتاريخ 2015/10/22:

<http://www.tadawul.com.sa>

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية، تم تصفحه بتاريخ 2015/10/22:

<sup>3</sup> نفس المرجع.

### المبحث الثالث: أنظمة تسعير وأساليب تحليل أسواق الأوراق المالية

يعرف سعر سوق الأوراق المالية على أنه القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات التداول، وترتبط العمليات التي تجري على إحدى هذه الأوراق أشد الارتباط بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقا لقانون العرض و الطلب،<sup>1</sup> تراعي أنظمة أسواق الأوراق المالية في سبيل إتمام عمليات التداول تنفيذ الأوامر سواء المتضمنة البيع أو الشراء من خلال تأسيس الأسعار التي ستتخذ على إثرها هذه الأوامر، إذ أن تحديد سعر الورقة المالية غير مرهون بإرادة العملاء، وإنما يتوقف تحديده على مدى سيولة العروض والطلبات. وهذا المبحث سيعنى بدراسة أنظمة وطرق التسعير المعتمدة في سوق الأوراق المالية وأساليب تحليل هذه الأخيرة.

#### 1. أنظمة التسعير المعتمدة في أسواق الأوراق المالية:

وعليه فقد تسعر الورقة المالية انطلاقا من الأوامر المجمعة وهو ما يعرف بنظام التسعير المسير بالأوامر، كما قد تحدد تسعيرتها وفقا لمسار عرض الأسعار من خلال نظام التسعير المسير بالأسعار وهو ما سيتم التفصيل فيه ضمن هذا العنصر.

#### 1.1. نظم التسعير المسيرة بالأوامر Order Driven Market:

هو من أكثر الأنظمة انتشارا وتحدد الأسعار وفقه بناءً على أوامر السوق، الذي يقود إلى إنشاء سعر موحد وعادل للجميع إذ يمثل هذا النظام تجسيدا للنموذج اللاتيني الذي يسير ويوجه بناءً على أوامر البورصة، ومبدأ العمل في ظل هذا النظام يبدأ أولا بتجميع الأوامر من طرف هيئة تسيير السوق ثم القيام بمواجهتها بعضها ببعض من أجل الوصول إلى سعر يمثل نقطة توازن تنفذ على إثره بقية الأوامر، وما يميز هذا النظام هو وحدة السعر لجميع العمليات كما يحقق نوع من الشفافية مما يسهل اكتشاف المخالفات، إضافة إلى المساواة بين المتعاملين،<sup>2</sup> ومن بين طرق التسعير الذي يحتويها هذا النظام نجد:

#### 1.1.1. نظام التسعير الثابت fixing:

يتم اللجوء لنظام التسعير الثابت في حالة وجود نقص في سيولة الأوراق المالية، فيتم التداول من مرة إلى مرتين في اليوم الواحد عن طريق تجميع الأوامر جميعا تراكميا سواء تلك المتعلقة بالبيع أو الشراء والتي يشترط أن تكون مقيدة في دفتر الأوامر خلال الجلسة، فيتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الافتتاح، وتظهر على سجل أوامر الشركة دون إجراء أي تداول عليها، تظهر أوامر البيع المتراكمة من أدنى سعر إلى أعلى سعر، وبالنسبة لأوامر الشراء من أعلى سعر إلى أدنى سعر، يتولى نظام التداول

<sup>1</sup> - محمد يوسف ياسين، عمليات البورصة، الطبعة الأولى، منشورات حلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص:104.

<sup>2</sup> - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, *la Bourse*, Edition la Découverte, Paris, 2006, p :21.

الإلكتروني احتساب سعر التوازن بعد كل عملية إدخال، وعلى إثر ذلك تنفذ أوامر البيع والشراء المدخلة خلال مرحلة الافتتاح ويطبق عليها آخر سعر يمثل نقطة توازن.<sup>1</sup>

### 2.1.1. نظام التسعير المستمر Continuous:

يتم اعتماد نظام التسعير المستمر كلما كان هناك تركيز كبير في حجم المعاملات والتي قد تصل لنحو 20 معاملة خلال 30 ثانية،<sup>2</sup> وتقوم هذه الطريقة على إجراء مواجهات بين الأوامر بطريقة مستمرة بحيث تسجل الأوامر في المقصورة كلما رغب الوسطاء في ذلك، ويتم تسعير القيم كلما تلاقت الأوامر وكانت متطابقة ومتناسبة بنفس السعر تستمر هذه العملية طيلة حصة التسعيرة، وتنتهي الحصة بأسعار مختلفة ومتعددة مصدرها الصفقات المنعقدة عند كل مواجهة، أما بالنسبة للأوامر التي لم تتم فترحل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنته مدة صلاحيتها، ويتم إدراجها في دفتر أوامر الافتتاح لليوم الموالي.<sup>3</sup>

### 2.1.1. نظم التسعير مسيرة بالأسعار Quote Driven Market:

إن أسواق الأوراق المالية العاملة بنظام التسعير المسير بالأسعار فإنها تعتمد وبشكل أساسي على صناع السوق وهو بدوره يمثل تجسيدا للنموذج الأنجلو أمريكي المنتشر في شمال أمريكا وانجلترا، إذ يتم تسييره وفق الأسعار المعروضة من طرفهم، حيث تبدأ حصة التسعيرة باقتراح وسطاء السوق لأسعارهم، دون الإفصاح عن نية البيع أو الشراء، ودون أن يعلم أحد بمضمون الأوامر التي تلقاها من الزبون، يسعى المتداول دائماً إلى استغلال الفجوات بالحصول على أكبر سعر ممكن لضمان هامش سعر أوسع، لأن عمولته تتحدد بهامش السعر الذي يمثل الفرق بين سعر التنفيذ وسعر الأمر، فكلما كان السعر الذي تنفذ به العملية أكبر كلما كان فارق السعر أكبر، وبالتالي تزداد عمولته.<sup>4</sup>

وما يميز هذا النظام عن سابقه هو عدم تحقيقه للمساواة بين الوسطاء لأن تحديد الأسعار لا يكون من طرف إدارة السوق بل من طرف وسطاء السوق، فدوره في هذا النظام دور إيجابي وفعال يؤثر على السوق بشدة، إذ يتوقف على نشاطه هذا تحديد الأسعار، وبالتالي حجم التعاملات في السوق،<sup>5</sup> مما يجعل السوق حرة وتنافسية ونجد هذا النظام منتشرا في بورصة نازداك الأمريكية\*.

<sup>1</sup> - حسام الدين سماعيل، عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة ورقلة، 2014/2015، ص:43.

<sup>2</sup> - Paul-Jacques Lehmann, *bourse et marchés financiers*, 2em édition, dunod, paris, 2005, P :43.

<sup>3</sup> - حسام الدين سماعيل، مرجع سبق ذكره، ص:44.

<sup>4</sup> - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, *op-cit*, P :43.

<sup>5</sup> - حسام الدين سماعيل، مرجع سبق ذكره، ص:44.

\* بورصة نازداك أو ناسداك NASDAQ جاءت تسميتها من اختصار Automated National Association of Securities Dealers Quotations system وبالعبارة (نظام تحديد الأسعار المؤمن التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الأوراق المالية) هي سوق مالي أمريكي أنشئ في عام 1971، مقر ناسداك الرئيسي يقع في مدينة نيويورك، وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية في الولايات المتحدة

## 2. طرق تسعير الأوراق المالية في السوق:

فيما يلي سنتعرض طرق وكيفية تحديد أسعار الأوراق المالية المتبعة في معظم البورصات العالمية:

### 1.2. التسعيرة بالمناداة:

تتم التسعيرة عن طريق المناداة بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في مقصورة التداول وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي بحوزتهم، ونظرا للفوضى والضجيج التي يلاحظ وجودها في هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجؤون إلى إرفاق طلباتهم الشفهية بإشارة من اليد وهي بوضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حال الشراء وفي اتجاه عمودي في حال البيع. وغالبا ما يجتمع الوسطاء فيما بينهم قبل حضور جلسة السوق ويبدلون غاية جهدهم لمعرفة العروض والطلبات الفعلية. وكثير من الوسطاء لا يفصح عن نيته حتى لا يستغل الآخرون ذلك، بل يكتفي بذكر السند الذي يرغب به، دون أن يعلن عما إذا كان بائعا أو مشتريا، فإذا اتفق وسيطان على السعر همس كل منهما في أذن وسيط ثالث ليعلمه فيما إذا كان عرض البيع وطلب الشراء متطابقين أبرمت الصفقة بينهما.<sup>1</sup>

### 2.2. التسعيرة بالمعارضة (المقابلة):

وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه و شراؤه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن، يعتمد نجاح هذه التقنية على فعالية شخصين هما المسعر ( موظف في السوق) والخبير (مندوب أحد الوسطاء)، إذ يقوم المسعر بتعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة.<sup>2</sup>

### 3.2. التسعيرة بالصندوق:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة، فيعمل الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة السوق بتحديد الأسعار بناء على العروض المودعة لديها.<sup>3</sup>

الأمريكية مع نحو 3200 شركة مدرجة بها، كما أن متوسط عدد الأسهم المباعة بها يوميا أعلى من أي بورصة أمريكية أخرى. أغلب الشركات المدرجة فيها تكنولوجية وتعتبر المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي.

<sup>1</sup> - عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص: 71، 72.

<sup>2</sup> - حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية،

فلسطين)، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2014/2015، ص: 34.

<sup>3</sup> - نفس المرجع.

## 4.2. التسعيرة بالدرج:

هي طريقة كتابية سهلة و بسيطة، يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية، في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج موجود في السوق، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، ويحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض وطلبات.

في بداية كل حصة تداول، يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة والموجودة في الدرج الخاص بالورقة المالية ويحدد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي، أهم ما يميز التسعيرة بالدرج أنها تتم بطريقة كتابية تتميز بالسهولة والسرعة، كما يتم التعامل بها خاصة بالنسبة للأوراق المالية التي تتميز بسيولة قليلة في السوق الثانوية.<sup>1</sup>

## 5.2. نظم التسعير الإلكتروني الحديثة:

تتم عن طريق خدمة التداول الإلكتروني عبر الإنترنت وهي الخدمة التي تقدمها شركة الوساطة لعملائها، بحيث تمكنهم من التداول بالأوراق المالية عن طريق إدخال أوامر الشراء والبيع إلى نظام التداول الإلكتروني بأنفسهم من خلال استخدام شبكة الإنترنت.<sup>2</sup>

ومنه تسند مهمة تسعير القيم وتنفيذ الأوامر المتعلق بها إلى نظام الإعلام الآلي يرتبط به كافة الوسطاء المعنيين بنشاط التداول، وتقتصر مهمتهم في قيد الأوامر على مستوى برنامج التداول، ليتولى هذا الأخير عملية فرز الأوامر بحسب نوعها وكميتها ثم إجراء مواجهة آلية بينها بتلاقي العروض مع الطلبات وتنفيذ الصفقة مباشرة كلما تلاقى أمران متناسبان إذا كان التسعير مستمرا، أو تنفذ في آخر الحصة إذا كان التسعير ثابتا.<sup>3</sup> ومن بين هذه الأنظمة الحديثة في التسعير والتداول نذكر:

- نظام التسعير الجديد أو ما يطلق عليه بمنصة NSC V 900\* والذي يعتمد التسيير الآلي لحصص التداول. وهي منصة طورتها آتوس أورونيكست ATOS Euronext وتستعمل في عدة أسواق أوراق مالية من مثل أورونيكست، دبي، المغرب، مسقط، ماليزيا، تونس، عمّان، طهران، لوكسمبورغ. ويمكن نظام NSC V900 من النقل التلقائي لأوامر السوق ومن إبرام الصفقات حسب قواعد خاصة بالسوق يتم تحديدها مسبقا؛<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص: 35.

<http://www.ase.com.jo/ar>

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، تم تصفحه بتاريخ 2016/05/15.

<sup>3</sup> - حسام الدين سماعيل، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

\* -NSC : Nouveau système de cotation.

<sup>4</sup> - الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء، تم تصفحه بتاريخ 2016/05/15.

<http://www.casablanca-bourse.com/ar/content.aspx?IdLink=284&Cat=21>

- نظام "X-stream" المصمم من طرف شركة Nasdaq OMX المملوكة لبورصة ناسداك والذي بدأ العمل به في نوفمبر 2008، وهو النظام الذي سيستوعب الزيادات المتتالية في أحجام التداول كما سيمكن البورصة من تداول أدوات مالية متنوعة مثل الأسهم، السندات بالإضافة إلى الأدوات المالية الهيكلية، وصناديق المؤشرات، الصكوك، والخيارات والمستقبليات، ومختلف المشتقات.<sup>1</sup>

### 3. أساليب تحليل أسواق الأوراق المالية:

إن التعامل مع الأسواق المالية والنفوذ إليها مرتبط أساساً بتحليل تلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها ومدى علاقة الأسواق مع بعضها البعض لغرض الوصول إلى النتائج التي من خلالها تمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم، وعليه فإن تحليل أسواق الأوراق المالية مرتبط تماماً بالتعامل بتلك الأسواق بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة لتبني الأداة الاستثمارية المناسبة في الوقت المناسب وفي المكان المناسب، فبدون التحليل العلمي المستند إلى معلومات وبيانات شفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية سوف يكون الاستثمار معرض إلى مخاطر كبيرة وقد يكون ضياع لمبدأ الاستثمار نفسه، ولذا فإن من أبرز وسائل تحليل أسواق الأوراق المالية هو التحليل المالي والتحليل الأساسي والتحليل الفني.

### 1.1.3 التحليل المالي Financial Analysis:

إن التحليل المالي من المواضيع المهمة التي توجه النشاط الاستثماري في عالم المال والأعمال وهناك شركات كبيرة متخصصة في هذا المجال مثل شركة (ميري لينش)، التي تقدم لزيائنها المشورة المالية عبر فروعها المنتشرة في العالم.

يقصد بالتحليل المالي دراسة وفحص البيانات والقوائم المالية بشكل تفصيلي ودقيق مع استقراء العلاقات القائمة بين عناصرها وأجزائها، والتوصل إلى مجموعة من المؤشرات ذات الدلالة التي يمكن بها الحكم على أداء الشركة المراد الاستثمار فيها، بشكل لا ينصرف إلى الماضي فقط وإنما أيضاً يرتبط بالأوضاع الحاضرة بالإضافة إلى المساهمة في استشراف المستقبل ومن ثم إصدار حكم موضوعي على حقيقة الوضع المالي للشركة المراد الاستثمار فيها،<sup>2</sup> إن التحليل المالي يعتمد أساساً على القوائم المالية المنشورة سنوياً أو دورياً، إضافة إلى معلومات أخرى مالية وغير مالية عن سوق الأوراق المالية وعن الاقتصاديين الكلي والجزئي.

يتم تحليل التقارير المالية من خلال ثلاث مستويات، أولها ما يعرف بالتحليل على مستوى الشركة حيث يتم في هذا المستوى دراسة نتائج عمل الشركة وكذلك المركز المالي للشركة من

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، تم تصفحه بتاريخ 2016/05/15.

<sup>2</sup> - لطفي أمين السيد احمد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص:41.

خلال استخراج النسب المالية من قوائمها المالية لعدد من السنين الماضية، وثانياً التحليل على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه الشركة والذي يتم فيه دراسة الشركات الأخرى المماثلة في البلد التي تعمل فيها وإجراء المقارنات الملائمة، وثالثاً التحليل على مستوى الظروف الاقتصادية العامة والتي يتم فيها دراسة ظروف الاقتصاد الكلي من حيث مستوى التضخم والركود وارتفاع الأسعار وتأثيرها على منتجات الشركة.<sup>1</sup>

### 2.3. التحليل الأساسي Fundamental Analysis:

في أسواق الأوراق المالية توجد هناك طريقتان رئيسيتان في البحث فيما يتعلق بالتحليلات الخاصة بالأوراق المالية وهما التحليل الأساسي والتحليل الفني، فالتحليل الأساسي يستند إلى المبدأ القائل بأن المعيار الأساسي لانتقاء الأسهم المناسبة للاستثمار هو قدرة الشركة على تحقيق الأرباح على المدى البعيد.

ولغرض التنبؤ بأرباح الشركات المستقبلية يجب أن نأخذ بعين الاعتبار وضع الشركة الداخلي، بالإضافة إلى وضع الصناعة التي تدرج نشاط الشركة ضمنها، فمعظم التحليلات الأساسية تشير إلى وجوب القيام بتحليل ظواهر الاقتصاد الكلي من أجل التوصل إلى القرار الاستثماري الصائب، حيث يتم البدء بالاتجاهات الاقتصادية العامة، مثل مؤشر الناتج الوطني الإجمالي ومعدلات التضخم والبطالة ونظم الضرائب وأسعار الفائدة وأسعار الصرف، حيث يحاول المحللون عن طريق دراسة الأوضاع الاقتصادية في أي بلد التنبؤ باتجاه سوق الأوراق المالية فيه، فمن المعروف أن هذه الأسواق تتجه بشكل عام للصعود في فترات النمو الاقتصادي والهبوط في فترات الركود الاقتصادي، فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم والخروج منه، ثم يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية وهي اختيار قطاعاً صناعياً معيناً حيث يتم فيه دراسة مقدار حجم الطلب على منتج ذلك القطاع ودورة حياة المنتج واتجاهات الصناعة ومستوى المنافسة، حيث يحاول هنا المستثمر معرفة أي من القطاعات يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة، وفي الخطوة الثالثة يتم الانتقال إلى دراسة الظواهر الاقتصادية الجزئية الخاصة بشركة معينة في هذا القطاع وأوجه الاستثمار فيها حيث يتم دراسة القوائم المالية والمؤشرات المالية والاتجاهات في تلك الشركة.<sup>2</sup>

يهدف مستوى التحليل هنا بالدرجة الأولى تحديد مستوى ربحية الشركة ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في نفس القطاع، إن دراسة أوضاع الشركات ومتابعة أحوالها باستمرار تمكّنان المستثمر من التعرف بشكل مبكر على أي تغييرات قد تطرأ على

<sup>1</sup> - أياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانيمارك، الدانيمارك، 2009، ص: 47.

<sup>2</sup> - الموصلي بشر، البورصة: كيفية المضاربة والاستثمار، دار شعاع للنشر والعلوم، مصر، 2003، ص: 97.

ربحية هذه الشركات أو ظروفها المالية، كما يهدف التحليل الأساسي أيضا وبشكل عام إلى تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرارات الاستثمار وتحديد الورقة المالية التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها إلى محفظة الاستثمار، فالتحليل الأساسي بمستوياته الثلاث يهدف في النهاية إلى التوصل إلى القيمة الذاتية والحقيقية للاستثمار ومدى قربها أو بعدها عن القيمة السوقية له.

### 3.3. التحليل الفني Technical Analysis :

إن التحليل الفني يعتبر من أهم التحليلات السائدة في أسواق الأوراق المالية لأن وسائله تنصب على حركة تلك الأسواق، حيث يفترض هذا التحليل أن أسعار الأسهم أو معدل العائد المتوقع منها مستقبلا إنما يعتمد على تحليل اتجاهات الأسعار أو العائد في الفترات السابقة، أي أنه يعتمد على تكرار ما حدث في الماضي، بمعنى أن أسعار الأسهم تمر بسلسلة ما تتكرر خلال الفترات الزمنية وأن القيمة السوقية للاستثمار تتحدد بناءً على العرض والطلب عليها ويعتمد هذا التحليل على المعلومات المتدفقة عن حجم التعامل ومستوى الأسعار السوقية والمؤشرات السوقية التي تنتجها أسواق الأوراق المالية (البورصات) عن التعامل فيها، ولذا فإنه يمثل دراسة للظواهر الخاصة باتجاهات أسعار الأوراق المالية كل ورقة على حده والتي تتجمع لتمثل قوى العرض والطلب في السوق وذلك لاكتشاف العوامل الأساسية التي تؤثر على حركة الأسعار، بالإضافة إلى تحديد الدوافع المختلفة لمتخذ القرار،<sup>1</sup> هذا وأن هناك عدة أساليب تستخدم في التحليل الفني منها:

#### 1.2.3. نظرية داوجونز:

يعتقد مؤسس هذه النظرية أن أسعار الأسهم تسير في موجات أو تحركات مثل الماء وهذه الموجات قد تكون طويلة أو متوسطة أو قصيرة، أي أن هناك اتجاهها رئيسيا للأسعار ومهمة المحلل الفني هنا هو معرفة هذه الموجات حتى يمكنه أن ينصح المستثمر بشراء السهم قبل أن تصل الموجة إلى قمته إذ يمكنه الشراء بسعر أقل والبيع بسعر أعلى عندما تصل حركة الأسعار إلى قمته.<sup>2</sup>

#### 2.2.3. الرسوم البيانية charts:

تعتبر الرسوم البيانية أداة العمل الرئيسية للمحلل الفني وهي كثيرة ومتنوعة ومن أهمها وأكثرها شيوعا واستخداما هي الخط البياني line chart، والخطوط العمودية أو الأعمدة البيانية bar chart، والشموع اليابانية japanese candlesticks، وأخيرا طريقة النقطة والحرف point and figure.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أياد فلاح حسن الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

<sup>2</sup> - العريبيد عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002، ص: 143.

<sup>3</sup> - المهيلمي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الرابعة، مطبعة البلاغ، مصر، 2006، ص: 63.

## خلاصة:

تطرق هذا الفصل إلى الإطار العام لكل من كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم مؤشرات حجم ودرجة سيولة وتطور أسعار أسهم السوق، بالإضافة إلى ذكر أهم أنظمة تسعير الأوراق المالية المتداولة بالسوق، واشتمل الفصل على ثلاثة مباحث رئيسية لتقديم فكرة شاملة عن العناصر السابقة على النحو التالي:

- تم التطرق من خلال المبحث الأول إلى طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر السهم، بمعنى فيما إذا كانت معلومات خاصة أو عامة، معلومات ماضية أو حاضرة، هي التي تحدد الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، فالسوق الكفؤة ثلاثة صيغ مختلفة هي فرض الصيغة الضعيفة والذي يعني أن سعر الورقة المالية في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية عن سعر السهم وحجم التعامل عليه أما الصيغة الثانية لكفاءة السوق فهي الصيغة شبه القوية، وهي تعني أن سعر السهم لا يعكس المعلومات التاريخية فقط بل المعلومات العامة كذلك، وهي المعلومات الخاصة بالظروف العامة، وظروف الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى معلومات حول الشركة المصدرة للسهم محل الاهتمام. ليبقى الفرض الأخير وهو فرض الصيغة القوية، والذي تنعكس فيه جميع المعلومات سواء كانت عامة متاحة لعامة الناس، أو خاصة متاحة لعدد معين من الأفراد، كالإطارات الكبرى في الشركة. كما تم التطرق في هذا المبحث أيضا إلى أهم المؤشرات النسبية التي يعتمد عليها في تحليل تطور أسواق الأوراق المالية ودرجة عمقها ومساهمتها في الاقتصاد الوطني؛

- أما المبحث الثاني فخصص لدراسة مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية كونها تمثل أرقاما قياسية من حيث ذكر أنواعها وطرق حسابها باعتبارها أحد أهم الأدوات التحليلية في السوق، كونها تلعب دورا مهما في تقديم الصورة المبدئية العامة حول السوق والاقتصاد بصفة عامة؛

- وأخيرا كان مضمون المبحث الثالث يعالج موضوع أنظمة التسعير المعتمدة من طرق أسواق الأوراق المالية لتسعير القيم المالية المتداولة بها، وعليه فقد تسعير الورقة المالية انطلاقا من الأوامر المجمعة وهو ما يعرف بنظام التسعير المسير بالأوامر، كما قد تحدد تسعيرتها وفقا لمسار عرض الأسعار من خلال نظام التسعير المسير بالأسعار. وقد تطرق المبحث أيضا إلى أساليب تحليل أسواق الأوراق المالية وأبرزها التحليل المالي، التحليل الأساسي والتحليل الفني.

## الفصل الثالث

# التنمية الاقتصادية، مصادر تمويلها وعلاقة أسواق الأوراق المالية بها

### المبحث الأول:

التنمية الاقتصادية، مفهومها، أبعادها ومستلزماتها



### المبحث الثاني:

متطلبات ومصادر تمويل التنمية الاقتصادية



### المبحث الثالث:

علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية

**تمهيد:**

تركز الاهتمام في السنوات القليلة الماضية على تطوير وتنمية أسواق الأوراق المالية وذلك لدورها الفعال في تجميع وتوفير الأموال اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية، كما هو معلوم هذه الأخيرة تتطلب تجميعاً لرؤوس الأموال، لتمويل أوجه الإنفاق الحكومي المختلفة ولتمويل النمو الاقتصادي بوجه عام، فالحاجة إلى التدفق المستمر للمدخرات لتمويل المشروعات الجديدة كانت سبباً في قيام أسواق الأوراق المالية، خصوصاً وأن النمو والتنمية الاقتصادية يعتمدان إلى حد كبير على قيام المشروعات ذات الحجم الكبير، والتي تتخذ شكل الشركات المساهمة بعد أن أصبح من المتعذر على فئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال تمويل تلك المشروعات وحبس أموالهم فيها مدة طويلة.

ومن هنا وجب تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، لذا سيعالج مضمون الفصل الثالث من هذه الدراسة مفهوم التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها وفهم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية، من خلال ثلاثة مباحث على النحو التالي:

- **المبحث الأول:** سيعالج مفهوم التنمية الاقتصادية والنظريات المفسرة لها، بالإضافة إلى أبعاده الاقتصادية ومستلزمات تحقيقها؛

- **المبحث الثاني:** سيخصص لدراسة متطلبات التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها؛

- أما **المبحث الثالث:** لدراسة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية، وبالتالي التعرف على الدور الذي تحققه هذه الأسواق من أجل المساهمة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

## المبحث الأول: التنمية الاقتصادية، مفهومها، أبعادها ومستلزماتها

لم تزل عملية النمو والتنمية الاقتصادية تشغل بال كثير من المفكرين على الساحة الاقتصادية لأنها المسلك الضروري نحو الرفاهية الاجتماعية والاقتصادية لواقع التخلف والفقر الذي بات أكثر من نصف العالم يعيش مرارته. وفي أثر ذلك تباينت التعريفات وتشابهت بعض المصطلحات الاقتصادية للتعبير عن الدرجات الأخيرة من سلم التطور الاقتصادي. وعلى ضوءه تناول عدد من الدراسات مصطلح النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية بوصفهما مترادفان ويجوز استخدامهما للتعبير عن المعنى نفسه. ولكن يشير رواد الاقتصاد والاجتماع المعاصرون إلى أنه يوجد اختلاف قائم بين اصطلاحي النمو والتنمية، وسنوضح فيما يلي أهم المفاهيم المتعلقة بالنمو والتنمية الاقتصادية، لنستوعب هذه الاختلافات بين المفهومين ومن ثم التطرق لأبعاد ومستلزمات التنمية الاقتصادية.

### 1. الفرق بين مفهومي التنمية والنمو الاقتصاديين:

قبل حديثنا على أهم الفروق الموجودة بين المفهومين، وجب في البداية تسليط الضوء لتعريف المفهومين معتمدين في ذلك على جملة من آراء بعض الاقتصاديين والتنظيمات الدولية، على النحو التالي:

#### 1.1. التنمية الاقتصادية Economic Development:

قد اختلفت تعريفات التنمية فيما بين الاقتصاديين والكتاب، ولكنها أجمعت على أن التنمية الاقتصادية تشمل جميع جوانب الحياة في المجتمع وتتجاوز بذلك مفهوم النمو الاقتصادي الذي غلب على الكتابات الأولى في مجال التنمية.

فقد عرفها البعض بأنها عملية متحركة مستمرة نحو الصعود بصورة ايجابية منعكسة على زيادة الدخل الفردي الحقيقي والدخل الوطني بفعل عمل الأجزاء المباشرة وغير المباشرة بالزيادة أو/ و النقص للتأثير على عمل الكل بالزيادة، كونها وسيلة لتحقيق الأهداف الاقتصادية والرفاه الاجتماعي ضمن استقرار نسبي في معدلات التضخم والبطالة.<sup>1</sup>

وعرفت على أنها عملية متكاملة بشقيها الاقتصادي ويقصد بها؛ زيادة الدخل الوطني الحقيقي للمجتمع، والشق الاجتماعي ويقصد بها إحداث تغيير اجتماعي وثقافي وسياسي، ويسير الشقان جنباً إلى جنب.<sup>2</sup>

وكذلك عرفت بأنها ذلك الجانب المادي الذي تعمل الدولة على تنميته والاهتمام به لأنه من الركائز الأساسية لأي تنمية، وتعرف التنمية الاقتصادية على أنها العملية التي يتم من خلالها الانتقال من حالة التخلف إلى حالة التقدم وذلك يقتضي إحداث تغيير في الهياكل الاقتصادية، وبالتالي فهي

<sup>1</sup> - فخر الدين الفقي، محمد محمود وفاء، أسواق الأوراق المالية بين الدور التنموي والانمائي، ليبيا، ب س ن، ب د ن، ص:8.

<sup>2</sup> - كلاؤس روز، الأسس العامة لنظرية النمو الاقتصادي، جامعة قاريونس- بنغازي، ليبيا، 1990، ص:14.

تتصرف إلى إحداث زيادة الطاقة الإنتاجية للموارد الاقتصادية، كما تعتبر التنمية الاقتصادية على أنها عملية لرفع مستوى الدخل الوطني بحيث يترتب تبعاً على هذا ارتفاع في متوسط نصيب دخل الفرد، كما أنه من مضامينها رفع إنتاجية فروع الإنتاج القائمة خاصة في دول العالم الثالث كالمقطع الزراعي وقطاع الموارد الأولية.

إن التنمية الاقتصادية هي تقدم للمجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل ورفع مستويات الإنتاج من خلال إنماء المهارات والطاقات البشرية وخلق تنظيمات أفضل.<sup>1</sup>

أما المفهوم المتعارف عليه لدى الاقتصاديين والمتعلق بالبنك الدولي مفاده بأن التنمية الاقتصادية عملية معقدة ومفهوم ذو أبعاد متعددة يتعلق بتحسين الظروف المعيشية لأفراد المجتمع مقياسه بأي مؤشر، سواء تمثل ذلك في نمو متوسط دخل الفرد (آخذين في الاعتبار كل التحفظات المتعلقة باستخدام الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لقياس مستوى الرفاهية الاقتصادية)، أو مؤشر الأمم المتحدة المتعلق بالتنمية البشرية HDI أو مؤشر الأمم المتحدة لقياس الفقر HPI بين البشر.<sup>2</sup>

وبصفة عامة يمكن القول بأنها هي العملية التي من خلالها نحاول زيادة متوسط نصيب الفرد من إجمال الناتج الوطني خلال فترة زمنية محددة وذلك من خلال رفع متوسط إنتاجية الفرد واستخدام الموارد المتاحة لزيادة الإنتاج خلال تلك الفترة.

## 2.1. النمو الاقتصادي Economic Growth :

يعرف النمو الاقتصادي بأنه ظاهرة التزايد المستمر في الناتج الوطني الإجمالي الحقيقي أو الدخل الوطني الحقيقي خلال عقد من الزمن أو عدة عقود متعاقبة، وعلى ما يصاحب ذلك من تغيرات كمية ونوعية تتناول مختلف بُنى الاقتصاد والمجتمع، وكل ما تتضمنه العوامل الحضارية والشروط الفنية التي من شأنها أن تدعم قدرة السكان على تحقيق تزايد مستمر في إجمالي إنتاجهم الحقيقي في الأجل الطويل.<sup>3</sup>

من جانب آخر يعرفه سيمون كيزنت Simon Kuzent الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1971 بأنه ارتفاع طويل الأجل في إمكانيات عرض بضائع اقتصادية متنوعة بشكل متزايد للسكان، وتستند هذه الإمكانيات المتنامية إلى التقنية المتقدمة والتكيف المؤسسي والإيديولوجي المطلوبة لها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، دراسات في التنمية الاقتصادية، جامعة البلقاء التطبيقية، دار الصفاء للنشر، الأردن، 2005، ص:11.

<sup>2</sup> - فخر الدين الفقي، محمد محمود وفاء، مرجع سبق ذكره، ص:8

<sup>3</sup> - عريقات حربي محمد موسى، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص:268.

<sup>4</sup> - Michael P. Todaro & Stephen C. Smith, **Economic Development**, 8th édition, Addison Wesley, USA, 2003, P :85.

نلاحظ أن هذا التعريف ركز في مفهوم النمو الاقتصادي على النمو طويل الأجل وبالتالي على النمو المستدام وليس العابر، وأيضا على دور التقانة المركزية في النمو طويل الأجل، وضرورة وجود تكيف مؤسسي وإيديولوجي مما يظهر أهمية النظام المؤسساتي في عملية النمو الاقتصادي.

وللنمو الاقتصادي ثلاثة أنواع هي:<sup>1</sup>

- **النمو التلقائي Spontaneous growth**: وهو ينبع بشكل عفوي من القوى الذاتية التي يملكها الاقتصاد الوطني من دون اتباع أسلوب التخطيط العلمي على المستوى الوطني؛
- **النمو العابر Transient growth**: الذي لا يملك صفة الاستمرارية ويكون نتيجة لظهور عامل أو عوامل معينة يزول النمو بزوالها؛
- **النمو المخطط Planned growth**: ويكون ناتجا من عملية تخطيط شاملة لموارد ومتطلبات المجتمع، وإمكانية هذا النمط تأتي من إمكانية وقدرة المخططين وواقعية الخطط المرسومة وبفاعلية التنفيذ والمتابعة والمشاركة من قبل الجماهير الشعبية في عملية التخطيط وعلى جميع المستويات.

وقد يحدث نمو اقتصادي ولكن من دون تنمية كما هو الحال في النمو الكبير في الدخل الوطني للدول النفطية نتيجة ارتفاع أسعار النفط، فهذا النمو لم يتحقق عن تغيير في الأبعاد المختلفة للمجتمع وإنما نتيجة تغيير عامل اقتصادي واحد هو ارتفاع أسعار النفط. وفي الاتجاه ذاته، قد تحدث تنمية لكن من دون نمو وذلك خلال مدة معينة من مدد التنمية التي يمر بها المجتمع. وهي الحالة التي يكون فيها التغيير الهيكلي البنائي الاقتصادي آخذا طريقه بنجاح. وتتوزع مكاسب التنمية بطريقة أكثر عدالة ويكون معدل النمو في الناتج أو الدخل الوطني ثابتا نسبيا.

خلاصة ما سبق يظهر أن تأثير النمو الاقتصادي يكون في التغيير الإيجابي في نصيب الفرد من الدخل أو الناتج، بينما تشمل التنمية الاقتصادية إضافة لنصيب الفرد تغييرات في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية، وعليه فإن النمو الاقتصادي يعد جزءا من التنمية الاقتصادية.

## 2. النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية:

يحتوي الفكر الاقتصادي على مجموعة من النظريات تبحث في ظروف تحقيق التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة اقتصاديا، حيث ظهرت العديد من النظريات التي تعالج قضايا التنمية الاقتصادية في الاقتصاديات النامية والتي سنعرضها من خلال مضمون هذا العنصر. ولتحقيق هذا الهدف سنتطرق للنظريات التنموية التالية:

<sup>1</sup> - بدر شحدة سعيد حمدان، تحليل مصادر النمو في الاقتصاد الفلسطيني (1995 - 2010)، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، فلسطين، 2012، ص: 17، 18.

- نظرية الدفعة القوية؛
- نظرية النمو المتوازن؛
- نظرية أقطاب (مراكز) النمو؛
- نظرية النمو غير المتوازن؛
- نظرية التغير الهيكلي وأنماط التنمية؛
- نظرية مراحل النمو لروستو؛
- نظرية ثورة التبعية الدولية.

## 1.2. نظرية الدفعة القوية لروزنشتين رودان (Rosentein Rodan):

يؤكد صاحب النظرية روزنشتين رودان:<sup>1</sup>

أن مقدمة القيود التي تؤثر على التنمية في البلدان النامية هي ضيق حجم السوق. ولهذا يرى أن التقدم خطوة لن يكون له تأثير فاعل في توسيع السوق وكسر الحواجز والقيود وكسر الحلقة المفرغة للفقر، بل يتطلب الأمر حداً أدنى من الجهد الإنمائي ليتسنى للاقتصاد الانطلاق من مرحلة الركود إلى مرحلة النمو الذاتي. وهذا يعني حسب رودان وجود حد أدنى من الاستثمار والتي يسميها بالدفعة القوية والتي قدرها بنحو 13.2% من الدخل الوطني خلال السنوات الخمس الأولى من التنمية ثم ترتفع تدريجياً.

يرى صاحب هذه النظرية بأن عملية التنمية لا تتم بطريقة تدريجية بل عن طريق إحداث قفزات غير مستمرة بمعنى إن الاقتصاد المتخلف يتطلب دفعة قوية تمكنه من التغلب على قصوره الذاتي. وتستند هذه النظرية على فكرة الوفورات الخارجية، أي المنافع التي تحصل عليها المشروعات من خارجها أي التي تعود عليها من مشروعات أخرى مثل منشآت البنية التحتية كالطرق والجسور والسدود ومحطات الماء والكهرباء. وبذلك فإن المقترحات التي يقدمها رودان لضمان نجاح التنمية ما يلي:

- ضرورة توفر القدر اللازم من الاستثمارات لإحداث الدفعة القوية المنشطة للاقتصاد الوطني، من خلال توظيف حجم ضخم من الاستثمارات في بناء مرافق رأس المال الاجتماعي من طرق ومواصلات وجسور وسدود وتدريب القوى العاملة، باعتبار هذه المشروعات الضخمة غير قابلة للتجزئة؛
- نظراً لعدم قدرة البلدان النامية على توفير المدخرات المطلوبة، فهو يقترح الاعتماد على رؤوس الأموال الأجنبية المقترضة من دول ومؤسسات خارجية؛

<sup>1</sup> - مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية: نظريات وسياسات وموضوعات، دار وائل للنشر، الأردن، 2007، ص- ص: 88- 91.

- يعتبر التصنيع السبيل الأمثل للقضاء على مشاكل التخلف الاقتصادي، وهو مجال لاستيعاب فائض العمالة المتعطلة جزئياً أو كلياً؛
  - العمل على نشر الصناعات الخفيفة لأنها ذات قدرة على امتصاص اليد العاملة غير المستخدمة خصوصاً في المناطق المزدحمة بالسكان؛
  - التركيز على توسيع الصناعات الاستهلاكية وهو ما أطلق عليه اسم التوازن الأفقي لصناعات الاستهلاك من خلال توجيه الاستثمارات نحو عدد كبير من تلك الصناعات وبأحجام تتناسب مع مرونة الطلب الداخلية؛
  - نظراً لضيق الأسواق القطرية وعدم قدرتها على امتصاص وتصريف منتجات المشروعات الصناعية، يقترح تبني فكرة الأسواق المشتركة لحل ضيق الأسواق المحلية.
- ويفرق رودان بين ثلاثة أنواع من عدم التجزئة والتي ينجم عنها وفورات خارجية:
- عدم إمكانية تجزئة الاستثمارات الرأسمالية أو دالة الإنتاج: وذلك يعود إلى طبيعة هذه الاستثمارات فهي تتطلب قدراً كبيراً من رأس المال ولا يمكن تأجيلها من حيث الوقت، فهي تأتي أولاً حسب سلم الأولويات، بحيث أنها تسبق النشاطات الإنتاجية الأخرى ووجودها ضروري لخلق البيئة الملائمة وتدعيم أنشطة القطاعات الاقتصادية الأخرى، وهي تنقسم إلى نوعين:
  - المشروعات الإستراتيجية: وهي التي تتطلب قدراً كبيراً من رأس المال مثل مجمعات الحديد والصلب والبتروكيماويات والصناعات الثقيلة بوجه عام؛
  - المشروعات المكتملة: وهي التي تكمل المشروعات الأساسية، إذ لا يتحقق النفع العام من هذه الأخيرة إلا بإحاطتها بالمشروعات المكتملة. إذ تعتبر خدمات السدود ناقصة ما لم تنشأ حولها محطات توليد الطاقة الكهربائية وشبكات الصرف والري. وإذا أريد تعمير الصحراء بالمشروعات الزراعية والصناعية لا بد من تأسيس مشروعات البنية التحتية أولاً، لذلك فإن البلد النامي سيكون مضطراً لتخصيص نسبة عالية من موارده لتنمية رأس المال الاجتماعي للضروريات آنفة الذكر.
- عدم إمكانية تجزئة الطلب: إن هذه الخاصية ترتبط بالقوة الشرائية وحجم السوق، فإذا أردنا ضمان سوق واسعة وقوة شرائية فاعلة فإن ذلك يتطلب تقوية الطلب من خلال توسيع حجم الاستثمارات عبر الدفعة القوية، لأن المشروع الاستثماري المنفرد ربما يتعرض لمخاطر عدم إمكانية تصريف منتجاته بسبب تجزؤ الطلب، ولأغراض معالجة هذا المقصود في الطلب مطلوب إقامة عدد من المشروعات، لأن كل واحد فيها سيخلق الطلب للمشروعات الأخرى فيوسع حجم السوق وتنشط القدرة الشرائية وتتصرف منتجات تلك المشاريع وهو بذلك يعتبر مبرراً مناسباً لدعم فكرة الدفعة القوية للتنمية.

- انخفاض حجم المدخرات: من المعروف أن عرض المدخرات في البلاد النامية لا يستجيب بسرعة للتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة، علاوة على أن تزايد الميل الحدي للاستهلاك فيها يقود إلى تخفيض ميلها الحدي للادخار ويترتب على هذه المعادلة تزايد حجم الاستهلاك وانخفاض حجم المدخرات، ومن هنا تأتي أهمية وجود الدفعة القوية.

وبما أن الدول النامية فقيرة ومتوسط نصيب الفرد من دخلها الوطني مازال منخفضاً وأن مقتضيات التنمية تستلزم توجيه أكبر قدر ممكن لأغراض الاستثمار، وجب أن يكون هناك نوع من التوافق أي التوازن بين زيادات الاستثمارات اللازمة لاحتياجات التنمية وزيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني، أي يجب أن يكون الميل الحدي للادخار أعلى من الميل المتوسط للادخار، لأن هذا التعبير يحافظ على مستويين، فهو من جهة يزيد من حجم المدخرات ويحافظ على القدر اللازم للاستهلاك حتى لا تأتي التنمية المقبلة على حساب الجيل الحاضر.

إن من أهم الانتقادات الموجهة إلى هذه النظرية هي:

- تتطلب الدفعة القوية رؤوس أموال ضخمة لإقامة القاعدة الصناعية الضرورية، وهي مشكلة بالنسبة للبلدان التي لا تتوفر لديها مثل هذه الموارد الضخمة وتفوق قدرتها للوفاء بها؛
- أن هذه الإستراتيجية تبقى على الازدواجية التي تتم بها الاقتصاديات المتخلفة أي تبقئها على قطاعات متقدمة وأخرى متخلفة؛
- أكدت هذه النظرية على تنمية الصناعة دون التأكيد على تنمية الزراعة والتي تعتبر النشاط السائد في مثل هذه البلدان النامية والمتخلفة؛
- أن هذه النظرية تركز على الصناعات الخفيفة الاستهلاكية دون الاهتمام بالصناعات الثقيلة كما إن إغراء البلدان النامية نحو الصناعات الخفيفة سوف يحرمها من فرصة تحقيق معدلات عالية وسريعة في تراكم رأس المال.

## 2.2. نظرية النمو المتوازن لراجنر نيركس (R. Nurkse):

لقد أعاد نيركس صياغة نظرية الدفعة القوية لرودان، لتأخذ تسمية وصيغة جديدة هي نظرية أو إستراتيجية النمو المتوازن، وهي من بين النظريات التي طرحت ما بعد الحرب العالمية الثانية وتعتقد هذه النظرية أن التنمية تحتاج في مرحلة تصحيح الاختلال إلى تحقيق التوازن في توزيع الاستثمارات بين مختلف القطاعات حتى يكون نموها متوازناً، بحيث لا تتم تنمية قطاع أو قطاعات بذاتها على حساب قطاع أو قطاعات أخرى فيؤدي ذلك إلى نمو قطاعات بمعدلات تفوق معدلات نمو القطاعات الأخرى مما يؤدي إلى عرقلة النمو العام للاقتصاد كله، ويضربون مثلاً بالدول التي اهتمت بالصناعة وأهملت الزراعة فأضر ذلك إضراراً بليغاً بالتنمية.

تقوم نظرية النمو المتوازن على عدة فروض أهمها:

- بما أن التخلف الاقتصادي يعني وجود اختلال جوهري بين مجموعة العناصر والنسب التي يتألف منها البنيان الاقتصادي للدولة، (وهي التي تقيس وتوضح العلاقة النسبية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية)، فإن نوعية ودرجة هذا الاختلال في الهيكل الاقتصادي يخالف باختلاف الدول والأزمنة لنفس الدولة أيضا. ولهذا تختلف نوعية ومقدار وكيفية الجهد المطلوب لتحقيق التنمية الاقتصادية تبعا لذلك وحتى بين البلدان المتقدمة نفسها؛<sup>1</sup>

- يفترض نيركس أنه يوجد هناك منهجان للنمو المتوازن، الأول يشير إلى الطريق الذي تخطته التنمية ونمط الاستثمار الضروري للعمل السلس للاقتصاد، والثاني يشير إلى حجم الاستثمار اللازم للتغلب على ظاهرة عدم التجزئة في عملية الإنتاج. إن التفسير الأصلي للنمو المتوازن لدى نيركس يميل إلى احتواء المنهجين معا، بينما يركز رودان على ضرورة الدفعة القوية للتغلب على عدم التجزئة؛

- لا بد أن يتحقق التوازن أيضا بين القطاع المحلي والقطاع الخارجي باعتبار عوائد الصادرات تعتبر مصدر مهم لتمويل التنمية، فالاستيراد يتزايد مع زيادة الإنتاج وبالتالي زيادة التشغيل وتوسيعه. ولمواجهة متطلبات الاستيراد المتزايدة ولتمكين الصادرات من أن تمول التنمية، فإن البلد لا يمكن أن يوسع من تجارته الداخلية على حساب تجارته الخارجية؛<sup>2</sup>

- يدعو نيركس إلى الاعتماد على الموارد المحلية المتأتية من القطاع الزراعي لتمويل البرامج الاستثمارية الضخمة، كما يدعو إلى استيعاب فائض العمالة في بناء مرافق الاستثمار الاجتماعي الذي يؤدي إلى رفع إنتاجية القطاع الزراعي؛

- وجوب تفعيل دور الدولة من خلال قيامها بالتخطيط والتنفيذ لزيادة فاعلية السوق في البلدان المتخلفة وتوسيعه بالاعتماد على جملة من العوامل منها توسيع عرض النقد واستخدام الدعاية وإلغاء القيود على التجارة وتوسيع البنية التحتية.

وجهت العديد من الانتقادات إلى هذه النظرية، ومن أهم المنتقدين ألبرت هيرشمان A.Hirschman وسنجر Singer وكريهارا Kurihara وغيرهم، تمثلت أساسا في:

- يرى الاقتصادي هيرشمان، وهو من مؤيدي نظرية التنمية غير المتوازنة، بأن تنفيذ نظرية النمو المتوازن سوف ينتهي إلى فرض اقتصاد صناعي متكامل وحديث على قمة اقتصاد تقليدي راكد لا يرتبط أحدهما بالآخر، وأن التنمية هنا تكون إحياء لظاهرة الازدواجية الاقتصادية؛

<sup>1</sup> - كبداني سيدي أحمد، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2013/2012، ص:81.

<sup>2</sup> - مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص:92.

- يعتبرها البعض غير واقعية لأنها تفترض توفر موارد ضخمة لتنفيذ برامجها، وهذا يجعل الدول المتخلفة عاجزة على توفير هذه الموارد الضخمة، لان النظرية لم تتجح في حل مشكلة محدودية الموارد؛
- يؤكد البعض أن مفهوم النمو المتوازن ينطبق أكثر على البلدان المتقدمة من انطباقه على البلدان المتخلفة، لأنها تفترض توفر مهارات إدارية لدى هذه البلدان في حين أن الواقع يشير إلى عدم توفرها، فكيف يمكن تحقيق تنمية في جميع القطاعات معا؟<sup>1</sup>
- لهذا فإن فكرة النمو المتوازن ليست فكرة خاطئة في نظر البعض، ولكنها غير ناضجة، لأنها قابلة للتطبيق في مراحل لاحقة من النمو المستدام ولكنها غير ملائمة لكسر الجمود الذي تتميز به البلدان المتخلفة.

### 3.2. نظرية أقطاب (مراكز) التنمية لفرانسوا بيرو (F.Perrox) :

يعرف قطب التنمية بأنه صناعة محركة أساسية تستقطب حولها مجموعة من الصناعات والأنشطة الإنتاجية، ويتوفر لها سوق واسعة وتتمتع بآثار تحريضية كبيرة، وتؤدي في حال إقامتها إلى دفع الاقتصاد الوطني إلى الأمام، والحث على تطوير النشاط الاقتصادي في مختلف جوانب هذا الاقتصاد.<sup>2</sup>

ويعتبر فرانسوا بيرو السباق في شرح ما يعرف بنظرية مراكز أو أقطاب التنمية وذلك سنة 1950، التي اعتمدها فيما بعد هيرشمان كأساس لنظرية النمو غير المتوازن، وإن كان الكثير من الباحثين ينسبون هذه النظرية إلى نظريات التوطن الصناعي، فصاحبها يرى أن التنمية الصناعية لا تحدث في كل مكان ودفعة واحدة، بل تحدث في نقاط معينة أو أقطاب تنموية تحتوي على عدة قوى اقتصادية جاذبة وطاردة بدرجات متفاوتة من النمو، وبالتالي تنتشر تأثيراتها في الجهات المجاورة عبر قنوات لتمس مختلف جوانب الاقتصاد الوطني.<sup>3</sup>

يستطيع قطب التنمية أن يمارس دوره في كسر طوق التخلف، والانطلاق في مسار التنمية من خلال الآثار التحريضية الكبيرة التي يولدها. فهو من جهة يخلق فرصا جديدة للعمل في داخله و في داخل الصناعات والأنشطة المرتبطة به ويدفع قوة العمل للانتقال إلى مواقع العمل الجديدة.

وقطب التنمية يساهم في زيادة حجم الدخول النقدية وزيادة حجم الطلب الفعال، وتطوير إطار العلاقات النقدية السلعية، وبالتالي تطوير حجم السوق الوطنية وقدراته الاستيعابية. إن تركيز الاستثمار على صناعة أو صناعات رائدة مختارة يتفق وإمكانيات البلدان المتخلفة على تأمين مصادر التراكم

<sup>1</sup> - عصام خوري وعدنان سليمان، التنمية الاقتصادية، جامعة دمشق، 1995، ص:249.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

<sup>3</sup> - كبداني سيدي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص:65.

اللازمة ويقلل من مدى حاجة هذه البلدان إلى توجيه استثمارات كثيرة إلى مشاريع رأس المال الاجتماعي ذات التكلفة المرتفعة، والاستعاضة عن ذلك بالتركيز على مشاريع الإنتاج المباشرة.

كما أن مجمل الآثار التحريضية لقطب أو أقطاب التنمية تساهم في تكوين آلية ذاتية للتنمية ودفع الاقتصاد الوطني بمجمله إلى الأمام، إلا أن تحقيق أهداف إقامة قطب للتنمية لا يمكن أن تتم بصورة تلقائية، ولا بد أن يتلائم ذلك مع ضرورة تطوير البنى المؤسساتية والإدارية والقانونية للبلاد، ووضع السياسات التي تضمن تعبئة الموارد البشرية والمادية والمالية من أجل توفير سبل نجاح عمل قطب التنمية. أما خلاف ذلك فقد تولد تناقضات عميقة تعرقل عمل قطب التنمية وتعزله عن بقية القطاعات الاقتصادية.<sup>1</sup>

#### 4.2. نظرية النمو غير المتوازن أو الأسلوب الانتقائي لألبرت هيرشمان (A. Hirschman):

تأخذ هذه النظرية اتجاهها مغايراً لفكرة النمو المتوازن، حيث أن الاستثمارات يتم انتقاؤها لقطاعات معينة بدلاً من توزيعها بالتزامن على جميع قطاعات الاقتصاد الوطني. ويعتقد روادها أن إقامة مشروعات جديدة يعتمد على ما حققته مشاريع أخرى من وفورات خارجية جديدة يمكن أن تستفيد منها وتقوم عليها مشروعات أخرى تالية.

ومن أهم مؤيدي هذه الإستراتيجية ألبرت هيرشمان وهانز سنجر Hans Singer اللذان انتقدا أسلوب النمو المتوازن على الرغم من وجود اتفاق في الرأي من قبل هيرشمان مع نيركسه و رودان في أن عملية التنمية تحتاج إلى دفعة قوية تتمثل في برنامج استثماري كبير، إلا أن هيرشمان يرى أن هناك قدرة محدودة من الاستثمارات موجودة أصلاً في الدول النامية، كذلك يتفق هيرشمان مع نيركس في تكامل الاستثمارات مع بعضها البعض.<sup>2</sup>

يؤكد هيرشمان بأن التنمية يمكن أن تحدث من خلال عدم التوازن في الاقتصاد. وأن هذا يمكن أن يحدث من خلال الاستثمار في الرأس المال الاجتماعي أو في نشاطات إنتاجية مباشرة، فالأول يحقق وفورات خارجية بينما الثاني يستفيد من هذه الوفورات، ذلك لأن الاستثمار في الرأس المال الاجتماعي يشجع الاستثمار الخاص.<sup>3</sup>

إن أنصار نظرية النمو غير المتوازن يرون أن اتباع هذا الأسلوب هو الأفضل كإستراتيجية ملائمة للدول المتخلفة مما يؤكد اعتراضهم على أسلوب أنصار النمو المتوازن بخصوص الدفعة القوية، ويركزون على الدفعة القوية للاقتصاد الوطني بحيث تكون في إطار النمو غير المتوازن.

<sup>1</sup> - زليخو بلحناشي، التنمية الاقتصادية في المنهج الإسلامي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2007، ص: 30.

<sup>2</sup> - فارس رشيد البياتي، التنمية الاقتصادية سياسياً في الوطن العربي، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك، الدانمرك، 2008، ص: 80.

<sup>3</sup> - مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

وبالرغم من أن الكثير يرون أن هذه النظرية واقعية وتأخذ كل أوجه عملية التخطيط التنموي في الاعتبار، ومع ذلك وجهت لها جملة من الانتقادات أهمها:<sup>1</sup>

- أن الانتقائية تتطوي على حد أدنى من التوازن في مختلف المجالات، فإذا كانت الخطوات الضخمة في كافة المجالات في نفس الوقت هي مسألة مستحيلة، فإن الخطوات الضخمة في عدد قليل من المجالات دون الاهتمام بالمجالات الأخرى هي مسألة ممكنة غير أنها تقود سريعاً إلى عدم التوازن الاقتصادي؛

- لا تعتمد هذه النظرية على وجود خطة شاملة، وهي مسألة بعيدة عن واقع الدول النامية التي لا يمكن للقطاع الخاص أن يتحمل وحده أعباء التنمية في المجتمع، فالجزء الأكبر من الجهود الإنمائية ينبغي أن يتحملها القطاع الحكومي بحكم إمكانيته؛

- قد تقود هذه النظرية إلى الاهتمام بالصناعات الكمالية على حساب الصناعات الأساسية.

لذلك نقترح اتباع حل وسط يعتبر بمثابة سياسة ثابتة تتطوي على التوفيق بين مدخلي الدفعة القوية والأسلوب الانتقائي، حيث يبدو أن السياسة الأكثر معقولة للإنماء في الدول النامية تتطوي على السير المستمر المتزن في المجالات كلها مدعوماً بخطوات كبيرة ضخمة في مجالات مختارة. وعلى المستوى الاقتصادي فإن المدخلين يمكن أن يكونا مكملين بدل أن يكونا متنافسين.

## 5.2. نظرية التحولات الهيكلية لأرثر لويس (Arther Lewis):

نظرية التحولات الهيكلية من أشهر نظريات التنمية التي ظهرت في الخمسينات، والتي تركز على الكيفية التي يتم بواسطتها تحويل اقتصاديات الدول الفقيرة من الاعتماد الحاد على الزراعة إلى الصناعة والخدمات لتصبح اقتصادياتها أكثر مرونة وقدرة على مواجهة تقلبات وتغيرات الطلب، كان آرثر لويس الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد أول من قدم نموذجاً للتنمية أساسه التحول من الريف إلى الحضر أو من الزراعة إلى الصناعة بشكل مقصود ومنطقي. وقد نالت النظرية قبولا عاما لدى مخططي سياسات التنمية في العالم الثالث في أوائل الخمسينات وحتى أواخر الستينات.

يتعامل لويس مع اقتصاد مكون من قطاعين، أولهما قطاع زراعي تقليدي أطلق عليه اسم قطاع الكفاف يتميز بهبوط إنتاجية العمل فيه إلى الصفر أو أعلى بقليل، وثانيهما قطاع صناعي حديث ترتفع

<sup>1</sup> - عجمية محمد عبد العزيز، الليثي محمد علي، التنمية الاقتصادية: مفهوماً - نظرياتها - سياساتها، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص:

فيه الإنتاجية وتتحول إليه العمالة الرخيصة في القطاع التقليدي بشكل تدريجي منتظم.<sup>1</sup> وافترض لويس في تحديد نظريته ما يلي:<sup>2</sup>

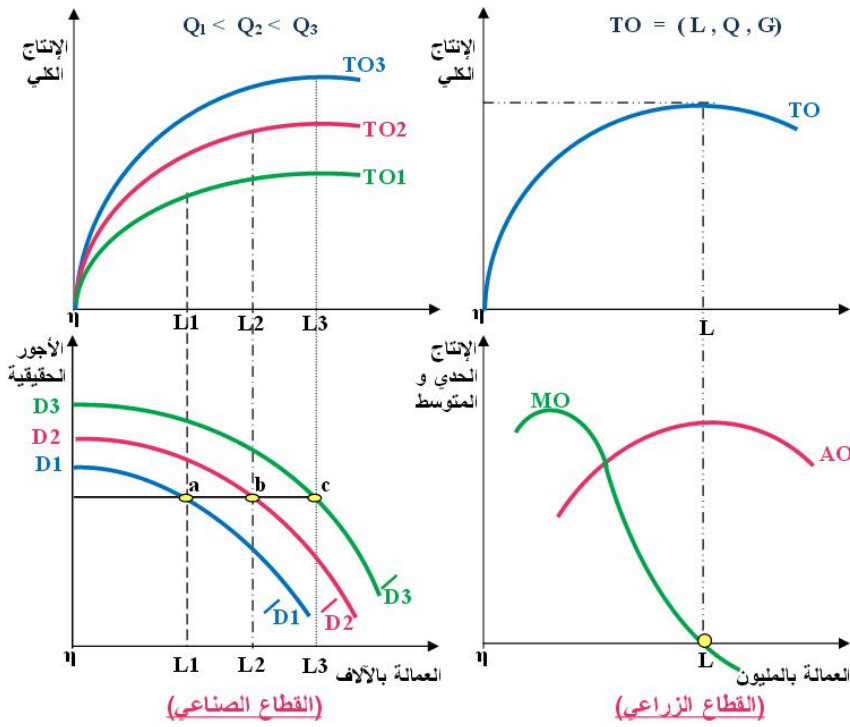
- أن عملية تحول العمالة من القطاع التقليدي إلى القطاع الصناعي، ونمو العمالة في هذا الأخير متوقفة على زيادة إنتاج القطاع الصناعي والناج عن زيادة التراكم الرأسمالي؛
- أن الطبقة الرأسمالية في المجتمع تعيد استثمار جميع أرباحها؛
- أن القطاع الصناعي يحتفظ بمستوى ثابت للأجور عند مستوى أعلى من مستوى أجر الكفاف السائد في القطاع الزراعي) يفترض أنه أعلى بنسبة 30%، لتشكيل حافزا قويا لهجرة تدريجية للعمالة إلى القطاع الصناعي عند زيادة إنتاج هذا الأخير وبالتالي زيادة الطلب على العمالة فيه؛
- أن الزيادة في الإنتاج وخلق فرص جديدة للعمل في القطاع الصناعي تتحدد بنسبة الاستثمارات والتراكم الرأسمالي في هذا القطاع.

ويمكن توضيح النظرية من خلال الشكل (3 - 1) التالي، حيث يمثل الجزء الأعلى من القسم الأيمن تغير الإنتاج الزراعي مع زيادة وحدات العمل المستخدمة (دالة الإنتاج التقليدية).

<sup>1</sup> - عبلة عبد الحميد بخاري، التنمية والتخطيط الاقتصادي: نظريات النمو والتنمية الاقتصادية، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص: 45، 46.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

الشكل (3- 1): محددات نظرية آرثر لويس للتحويلات الهيكلية



المصدر: عبلة عبد الحميد بخاري، التنمية والتخطيط الاقتصادي: نظريات النمو والتنمية الاقتصادية، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص: 46.

يتضح من خلال الشكل (3- 1) أن القسم العلوي من الناحية اليمنى يمثل الإنتاج الكلي  $TO$  والمتحدد بتغير كمية العمل  $L$  المستخدمة في دالة الإنتاج هذه  $TO=(L,Q,G)$ ، مع افتراض ثبات كل من رأس المال  $Q$  والأسلوب التقليدي  $G$ . هذا ويبين الجزء السفلي الإنتاج المتوسط والإنتاج الحدي والمشتقان من الإنتاج الكلي في الجزء العلوي. المحاور الأفقية تمثل عدد العمال بالملايين في القطاع الزراعي وبالآلاف في القطاع الصناعي. أما عن الناحية اليسرى من الشكل، فيمثل الجزء العلوي منها منحنى الإنتاج الكلي للقطاع الصناعي والذي هو دالة في عدد العمالة المستخدمة، مع افتراض مستوى معين من رأس المال والتكنولوجيا يزيد مخزون رأس المال نتيجة لإعادة استثمار الأرباح مما يعمل على انتقال منحنى الإنتاج إلى أعلى. ويوضح الجزء السفلي من الناحية اليسرى الأجر الحقيقي للعامل  $W$  والذي يزيد عن مستوى أجر الكفاف  $m$  السائد في القطاع الزراعي. وبافتراض النظرية لكون عرض العمل في القطاع الريفي هو عرض لانهائي المرنة، فإنه بإمكان أرباب العمل في القطاع الصناعي استخدام أي عدد من العمال الزراعيين دون أي تخوف من ارتفاع الأجور. وإذا فرض وكان رأس المال ثابت فإن منحنى الطلب على العمل يتحدد بالجزء المتناقص من منحنى الناتج الحدي للعمل  $D1$ ، حيث كمية العمل المستخدمة هي  $L1$ ، يتحدد حجم الإنتاج بالمساحة المحصورة أسفل منحنى الطلب أي  $D1aL1n$  ليشكل منها  $WaL1n$  حصة العمال من الإنتاج، بينما يمثل الجزء المتبقي أرباح الطبقة الرأسمالية، وعندما يعاد استثمار تلك الأرباح يزيد مخزون رأس المال ليرتفع منحنى الإنتاج الكلي إلى أعلى وبالتالي يزيد الطلب

على العمل وترتفع الأجور الحقيقية وكذلك الأرباح، التي يعاد استثمارها فيزيد مخزون رأس المال من جديد ويزيد الإنتاج وهكذا، وتفترض النظرية استمرار عملية النمو حتى يتم امتصاص فائض العمل في القطاع الصناعي، مما يؤدي إلى تحول النشاط الاقتصادي تدريجياً من الزراعة التقليدية إلى الصناعة الحديثة.<sup>1</sup>

رغم انسجام النظرية مع التجربة التاريخية التي مرت بها دول العالم الغربي، لكنها انتقدت لأنه يصعب انطباقها على واقع الدول النامية لأسباب ثلاثة هي:<sup>2</sup>

- افتراض النظرية لكون التراكم الرأسمالي وإعادة الاستثمار يعمل على خلق فرص جديدة للعمل، والواقع يقول بأنه إذا وجهت الاستثمارات لشراء معدات رأسمالية فإن الطلب على العمل سينخفض، كما وأن واقع الدول النامية يبين أن الأرباح إنما يعاد استثمارها خارج البلاد لأسباب اقتصادية أو سياسية بدلاً من استثمارها في بلادهم؛

- افتراض النظرية لوجود فائض عمل في القطاع الريفي يمكن تحويله إلى المناطق الحضرية، بينما يوضح واقع الدول النامية تزامم المدن وارتفاع نسبة البطالة فيها؛

- افتراض وجود سوق عمل تنافسي في القطاع الصناعي مما يعمل على ثبات الأجور، ولكن كثير من الدول النامية ترتفع فيها الأجور الحقيقية لوجود النقابات العمالية ذات القوة المساومية العالية، حتى مع وجود البطالة.

## 6.2. نظرية مراحل النمو لوالث وايمون روستو (W.W. Rostow):

تعتبر نظرية البورفسور والمؤرخ الاقتصادي والت وينمان روستو من أبرز المساهمات التي ظهرت في مطلع الستينات، من خلال نشر كتابه "مراحل النمو الاقتصادي" سنة 1960، تتلخص النظرية في تحديد روستو لمراحل معينة لعملية النمو الاقتصادية عند الدول المختلفة، تتسم كل منها بخصائص معينة تعكس الإنجازات التي حققتها المجتمعات في مسيرة تقدمها، قال روستو عن هذه المراحل أنها ليست إلا نتائج عامة مستتبطة من الأحداث الضخمة التي شهدتها التاريخ الحديث، وتتخلص هذه المراحل في التالي:

- مرحلة المجتمع التقليدي The Traditional Society؛
- مرحلة التهيؤ للإقلاع The Perequisites for Take-off؛
- مرحلة الإقلاع The Take-off Period؛
- مرحلة النضوج Move Towards Maturity؛
- مرحلة الاستهلاك الوفير High Mass Consumption.

<sup>1</sup> - عبلة عبد الحميد بخاري، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 47، 46.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

## 1.6.2. مرحلة المجتمع التقليدي :

وهي تتميز باقتصاد متخلف جدا يتسم بالطابع الزراعي ويتبع أهله وسائل بدائية للإنتاج، ويلعب فيه نظام الأسرة أو العشيرة دورا رئيسيا في التنظيم الاجتماعي، كما أن الهيكلة الاجتماعية مؤسسة على الملكية العقارية، ويستند نظام القيم إلى " القدرية ومعاداة التغيير"، أما الناتج الوطني فإنه يقسم لأغراض غير إنتاجية، هذه المرحلة عادة ما تكون طويلة نسبيا وتتميز بالبطء الشديد.<sup>1</sup>

## 2.6.2. مرحلة التهيؤ للإقلاع:

مرحلة التهيؤ للإقلاع أو الانطلاق تمثل مرحلة انتقالية يتم خلالها ترشيد اقتصاديات الدولة المتخلفة وزيادة الاستثمارات في البنى التحتية، وخاصة في مجال التعليم والخدمات والنقل، وتنامي دور البنوك والمؤسسات المالية، وبزوغ دور الإنتاج الصناعي لتوفير السلع محليا بدل الاستيراد، مع تداخل القطاعين الصناعي والزراعي، لتتسم المرحلة بانخفاض عمالة الزراعة والانتقال التدريجي للعمالة من المناطق الريفية إلى مراكز المدن للاستفادة من فرص العمل الجديدة وارتفاع الأجور.<sup>2</sup>

## 3.6.2. مرحلة الإقلاع:

مرحلة الانطلاق مرحلة حاسمة في عملية التنمية والتي توصف فيها الدولة بأنها دولة ناهضة تسعى للقضاء على أسباب تخلفها وتخطي العوائق التي وقفت في الماضي أمام مسيرتها التنموية لتتطلع نحو التقدم عن طريق تنمية مواردها الاقتصادية وإحداث ثورة في أساليبها الإنتاجية والنهوض بالزراعة والتجارة والصناعات الثقيلة ووسائل النقل والمواصلات،<sup>3</sup> كما تتسم هذه المرحلة بعدة مظاهر أهمها:

- أن المتطلبات الاقتصادية الرئيسية لهذه الفترة هي أن مستوى الاستثمار يتعين أن يرتفع فوق 10% من الدخل الوطني؛<sup>4</sup>
- إعادة توزيع الدخل لصالح ذوي الدخل المحدود وتحقيق العدالة الاجتماعية ضمانا لاستمرارية عملية التنمية؛
- أن هذه المرحلة غالبا ما يصاحبها نمو سريع في أحد القطاعات الصناعية الرائدة؛
- بروز إطارات سياسية واجتماعية مواتية إلى حد كبير ودافعة للنمو المطرد الذاتي؛

<sup>1</sup> - مصيطفى عبد اللطيف، بن سانية عبد الرحمان، انطلاق التنمية بين النظريات الوضعية ومنهج الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، فيفري 2011، ص:10.

<sup>2</sup> - عيلة عبد الحميد بخاري، مرجع سبق ذكره، ص:39.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص:40.

<sup>4</sup> - مدحت القريشي، مرجع سبق ذكره، ص:111.

- كما تعتبر هذه المرحلة قصيرة نسبياً تمتد من 20 إلى 30 سنة تقريباً. وضرب روستو مثلاً بدول اجتازت هذه المرحلة: روسيا بين 1890 و1914، اليابان بين 1878 و1900، فرنسا 1830 و1860 وألمانيا 1850 حتى 1872.<sup>1</sup>

#### 4.6.2. مرحلة النضوج:

مرحلة النضج مرحلة تعد فيها الدولة متقدمة اقتصادياً، حيث تكون قد استكملت نمو جميع قطاعات اقتصادها الوطني وتمكنت من رفع مستوى إنتاجها، ترتفع القدرات التقنية للاقتصاد المحلي وتقام العديد من الصناعات الأساسية وصناعات أكثر طموحاً من ذي قبل، وصناعات قائمة للتنمية، كصناعة الآلات الصناعية والزراعية والإلكترونية والكيميائية، مع زيادة الصادرات الصناعية.<sup>2</sup> وقد حدد روستو أهم التغيرات التي تأخذ مكانها في هذه المرحلة فيما يلي:<sup>3</sup>

- ازدهار حركة التجارة الخارجية وزيادة الصادرات؛
- النضج الفكري للمجتمع؛
- زيادة معدلات الاستثمار لتتراوح بين 10% و20% من الناتج الوطني؛
- تغيير هيكل الطبقة الشاغلة وتنامي ظاهرة التحضر في اليد العاملة خصوصاً؛
- تطور مستوى مسيري المؤسسات وامتلاكهم بعد النظرة في التسيير....

#### 5.6.2. مرحلة الاستهلاك الوفير:

وفيها تكون الدولة قد بلغت شأناً كبيراً من التقدم الاقتصادي، ويزيد إنتاجها عن حاجاتها، ويعيش سكانها في سعة من العيش ويحصلون على دخول عالية، وترتفع نسبة سكان المدن بالنسبة للمجموع الكلي للسكان؛ وبالتالي زيادة المشتغلين في الأعمال الإدارية والمكاتب التجارية، ويصبح التقدم التقني ليس هدفاً لأنه يصبح أمراً سهلاً البلوغ، ويرتفع متوسط الاستهلاك الفردي العادي من السلع الاستهلاكية وخاصة السلع المعمرة، ويزداد الإنتاج الفكري والأدبي والفني للمجتمع.

وبذلك يتمثل جوهر نظرية المراحل في أن النمو لا بد أن يسير في سلسلة معينة ذات خطوات محددة ومعرفة بوضوح، وأن جوهر التقدم الاقتصادي عند روستو يكمن في زيادة معدل الاستثمار من 5% في مرحلة المجتمع التقليدي إلى 10% أو أكثر من الدخل الوطني في مرحلة النضج وهو معدل

<sup>1</sup> - مدحت محمد العقاد، مقدمة في التنمية والتخطيط، دار النهضة العربية، لبنان، 1980، ص: 127.

<sup>2</sup> - مصيطفى عبد اللطيف وبن سانية عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

<sup>3</sup> - نفس المرجع.

يؤمن نمو معدل التراكم بشكل أوتوماتيكي. وبالتالي تصبح الدول المتقدمة هي التي يزيد معدل الاستثمار فيها عن 10 % من الدخل الوطني.<sup>1</sup>

تعتبر نظرية روستو إسهاما بارزا في الفكر التنموي لاسيما من خلال تركيزها على مفهوم الانطلاق الذي أخذ مساحة واسعة في الكتابات التي تعنى بشؤون التنمية، ويضع البعض آدم سميث وكارل ماركس وجون مينارد كيترووليم والت روستو كأبرز أربعة اقتصاديين تركوا أثرا قويا في الفكر وفي السياسة الاقتصادية في العالم في المائتي عام الأخيرة.

لاقت نظرية روستو شهرة لم تلقها أي نظرية أخرى، لما تركته من أثر في الفكر والسياسة الاقتصادية، وعلى الرغم من الجهود التي بذلت في هذه النظرية إلا أن أهم ما وجه إليها من انتقادات تتمثل في إجماع الاقتصاديين على فشل هذه النظرية في أمرين، أولهما يتمثل في إثبات صحة هذه المراحل تاريخيا، وثانيهما في إمكانية انطباقها على دول العالم الثالث اليوم. فقد وضع روستو نظريته نتيجة استقراره لما حدث في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر مستنتجا أن الدول كلها تمر بتلك المراحل الخمسة، إلا أن الظروف التي سادت من قبل ليس بالضرورة أن تسود في الوقت الحاضر وفي كل دولة، فضلا عن تفاعل روستو حول حتمية الانتقال من مرحلة إلى أخرى.<sup>2</sup>

## 7.2. نظرية ثورة التبعية الدولية لدوس سانتوس (Dos Santos):

اكتسبت هذه النظرية مكانتها خلال السبعينات بعد خيبة الأمل التي أصابت الدول النامية من محاولاتها المستمرة لتطبيق نظريات ونماذج تنموية غير ملائمة، حيث تقدم أساسا جديدا لتفسير ظاهرة التخلف في العالم الثالث (التابع) يقوم على قضية أساسية مفادها، أن علاقة التبعية\* والاستغلال التي تعرضت لها الدول التابعة من جانب الدول الرأسمالية المتقدمة لم يؤد إلى أي شكل من أشكال التنمية، وإنما أدى إلى مزيد من التخلف في هذه البلدان التابعة يقابله مزيد من التنمية والرفاهية في البلدان الرأسمالية المتقدمة، وهذا أمر منطقي طالما أن الفائض المنتج في الدول التابعة أيا كان شكل إنتاجه ينقل باستمرار إلى مركز العالم الرأسمالي المتقدم.<sup>3</sup>

وقد ركزت هذه النظرية على نموذجين رئيسيين هما:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - كبداني سيدي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص:44.

<sup>2</sup> - مصطفى زروني، النمو الاقتصادي واستراتيجيات التنمية بالرجوع إلى اقتصاديات جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2000، ص:152.

\* يعرف دوس سانتوس التبعية على أنها الحالة التي يكون فيها تنمية اقتصاد أقطار معينة مشروطا بتنمية وتوسع اقتصاد آخر، حيث تستطيع بعض الأقطار السائدة أن تتوسع وتواصل تنمية ذاتها، بينما الأقطار الأخرى التابعة تستطيع ذلك فقط كانعكاس لذلك التوسع الذي قد تكون له آثار ايجابية أو سلبية على تنميتها المباشرة.

<sup>3</sup> - عبد الباسط عبد المعطي، عادل الهواري، علم الاجتماع والتنمية دراسات وقضايا، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1984، ص:159.

<sup>4</sup> - عبلة عبد الحميد بخاري، مرجع سبق ذكره، ص:50، ص:51.

## 1.7.2. نموذج التبعية للاستعمار الجديد:

يعد هذا النموذج امتداداً للفكر الماركسي والذي يرجع استمرار تخلف دول العالم الثالث لهيمنة النظام الرأسمالي على الاقتصاد العالمي، وعدم تكافؤ العلاقات بين جانبي العالم المتقدم والعالم المتخلف، وأن دول هذا الأخير لن تتقدم وتحقق التنمية دون أن تتحرر من تبعيتها الاقتصادية. يبين النموذج باختصار أن تخلف دول العالم الثالث يعود في الأساس إلى استمرار سياسات الهيمنة الاقتصادية للدول المتقدمة مع استمرار الدول النامية في تبنيها لسياسات اقتصادية تقليدية. وعليه فإن التنمية تتحقق بإحداث تغييرات جذرية للنظام الاقتصادي العالمي بما يضمن قيام علاقات اقتصادية متكافئة بين دول العالم.

## 2.7.2. نموذج المفهوم الخاطئ للتنمية:

يرجع هذا النموذج تخلف دول العالم الثالث-إضافة إلى ظروفها الداخلية-لإتباعها سياسات اقتصادية غير ملائمة نتيجة الضغوط التي تمارسها مؤسسات التنمية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي، فضلاً عن التوصيات التي يقترحها الخبراء الاقتصاديون في الدول المتقدمة والتي ما هي في الغالب إلا انعكاس للفلسفة الفكرية للاقتصاديات الرأسمالية. من ناحية أخرى يشير النموذج إلى أن الكثير من مفكري واقتصاديي الدول النامية نالوا تعليمهم في الدول الغربية فتأثروا بنظريات وأفكار تطبق هناك، وهي ليس بالضرورة قابلة للتطبيق في الدول النامية، ولا تتسجم مع أهداف وأولويات التنمية الاقتصادية بها.

لقد أسهمت عوامل متعددة في تشكيل جوانب النقص والقصور في نظريات التبعية، مما عرضها إلى انتقادات متعددة أهمها:

- إهمالها للتحديات الداخلية في دول المحيط والتي يمكن أن تعيق عملية التنمية؛
- تبنيها للحتمية الاقتصادية والتحليل الكلي الأمر الذي أدى إلى إغفال الخصوصية المحلية وإلى إغفال دور كل من الدولة، القوة، العوامل السياسية؛
- لم تستطع أن تقدم تفسيراً منطقياً في تحقيق بعض الدول النامية مستويات عالية من التنمية، وبخاصة دول النمرور الآسيوية\*.

معنى هذا أن نظرية التبعية قد ربطت بين تخلف الدول المتخلفة وتقدم الدول الصناعية المتقدمة على اعتبار أن تخلف الأولى جاء نتيجة استنزاف الثانية لخيرات الأولى، وعليه فمن غير الممكن أن تسير

\* - النمرور الآسيوية أو نمرور شرقي آسيا هو لقب يطلق على اقتصاد دول: تايبوان، سنغافورة، هونغ كونغ وكوريا الجنوبية. سميت بهذا الاسم لتحقيقها معدل نمو اقتصادي كبير وتصنيع سريع خلال الفترة ما بين الستينيات والتسعينيات، وفي بداية القرن الواحد والعشرين تحولت هذه البلدان إلى بلدان متقدمة.

الدول المتخلفة في طريق التنمية التي سارت بها الدول المتقدمة، باعتبارها لا تتوفر على نفس الظروف والشروط، وإنما عليها بداية إذا أرادت التنمية أن تحاول الفكك من التبعية التي تؤدي إلى استنزافها لأن التنمية عن طريق الغرب لا تؤدي إلا إلى مزيد من الاستنزاف والتبعية وبمعنى آخر تكريس التخلف.

## 8.2. نظرية الثورة النيوكلاسيكية الجديدة:

لقد ظهرت هذه النظرية من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وبريطانيا وألمانيا الغربية سابقا، في النظريات والسياسات الاقتصادية خلال القرن العشرين. وقد تركزت دراسات هذه النظرية على سياسات الاقتصاد الكلي الذي يهتم إلى جانب العرض وعلى نظريات التوقعات الرشيدة وإلى عمليات الخصخصة، أما على صعيد الدول النامية فقد أخذ ذلك على شكل تحرير الأسواق، وانتهاج أسلوب التخطيط المركزي على مستوى الدولة. ومن الملاحظ أن أنصار المذهب النيو كلاسيكي يسيطرون على أقوى مؤسستين ماليتين في العالم هما: البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

إن النظرية تقول بأن حالة التخلف الاقتصادي تنتج عن سوء تخصيص الموارد بسبب السياسات السعرية الخاطئة والتدخل المفرط في النشاط الاقتصادي من جانب حكومات دول العالم الثالث، ويقول رواد مدرسة الثورة النيو كلاسيكية أمثال Bella Balassa و Harry Johnson و Peter Bawer أن التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى إبطاء عملية التنمية الاقتصادي.

ويرى الليبراليون الجدد أن السماح بانتعاش الأسواق الحرة وخصوصة المشروعات المملوكة للدولة وتشجيع حرية التجارة والتصدير والترحيب بالمستثمرين الأجانب من الدول المتقدمة، وتقليل صدور التدخل الحكومي والاختلالات السعرية سواء كان ذلك في أسواق عوامل الإنتاج أو السلع أو أسواق المال من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الكفاءة الاقتصادية وتحفيز النمو الاقتصادي.

هنا يظهر وجه الاختلاف حول أسباب التخلف للدول النامية مع ما يدعيه أنصار نظرية التبعية، حيث يعتقد مفكرو النظرية النيوكلاسيكية أن سبب تخلف دول العالم الثالث ليس نتيجة التصرفات التي تقوم بها دول العالم الأول أي الدول المتقدمة والوكالات الدولية التي تسيطر عليها، وإنما بسبب التدخل المفرط من جانب الدولة وانتشار الفساد وعدم الكفاءة وغياب الحوافز الاقتصادية.

تعددت النظريات المفسرة لعملية التنمية أو الداعية والمنظمة لها وبالتأكيد تنوعت الإيديولوجيات والمصالح التي صبغت هذه النظريات بصبغتها النهائية، سواء انعكاس مرحلة تاريخية معينة في حياة المنظر أو مصالح اقتصادية أو سياسية يعمل البعض منها على تجذير التخلف في الدول النامية وبالتأكيد لا بد أن يدرك القارئون على عملية التنمية أن ما يفسر التنمية والتخلف في مجتمع ما

قد لا ينطبق على مجتمع آخر، وبالتالي لا بد من قيام بدراسات ميدانية تبنى عليها الخطط التنموية ويتم من خلالها التأكد من مدى ملاءمة تلك النظرية أو غيرها لهذا المجتمع.<sup>1</sup>

### 3. أهمية تحقيق التنمية الاقتصادية:

إن أهمية التنمية الاقتصادية بالنسبة للدول، تتجلى أساساً في عنصرين هما:

#### 1.3. التنمية وسيلة لتقليص الفجوة الاقتصادية والتقنية بين الدول النامية والدول المتقدمة:

من أجل تقليص حدة الفجوة الاقتصادية والتقنية الموجودة بين الدول المتقدمة والدول النامية، يجب على هذه الأخيرة تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية للنهوض والسير بركب الدول المتقدمة وفي هذا الإطار لا بد أن نشير إلى مجموعة من العوامل التي ساعدت على زيادة حدة هذه الفجوة، حيث يمكن حصرها في المجموعتين الآتيتين:<sup>2</sup>

- مجموعة العوامل الاقتصادية: تمس هذه العوامل الجانب الاقتصادي، وهي تتمثل في:

- التبعية الاقتصادية للخارج؛

- سيادة نمط الإنتاج الواحد؛

- ضعف البنيان الصناعي؛

- ضعف البنيان الزراعي؛

- نقص رؤوس الأموال؛

- انتشار البطالة وخاصة البطالة المقنعة؛

- انخفاض متوسط دخل الفرد و مستوى المعيشة؛

- سوء إدارة المنشأة وعدم كفاءة الجهاز الحكومي؛

- استمرارية أزمة المديونية الخارجية؛

- ضعف الجهاز البنكي في تعبئة الادخار.

- مجموعة العوامل غير الاقتصادية: وتمس هذه العوامل الجانب غير الاقتصادي، وهي بدورها تتمثل في:

- الزيادة السكانية الهائلة؛

- انخفاض المستوى الصحي؛

<sup>1</sup> - أو شن سمية، مطبوعة بعنوان: نظريات التنمية الاقتصادية، كلية العلوم السياسية، جامعة قسنطينة 3، 2013، ص:13، 14.

<sup>2</sup> - نوال جمعون، دور التمويل المصرفي في التنمية الاقتصادية - حالة الجزائر -، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2005، ص:25.

- سوء التغذية؛

- انخفاض مستوى التعليم؛

- ارتفاع نسبة الأمية.

وعليه يجب على البلدان النامية العمل على تجاوز هذه العوامل بنوعها تدريجيا و ذلك بتبني رؤية واستراتيجية مدروسة وواضحة من أجل تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية حقيقية لتضييق الفجوة بينها وبين الدول المتقدمة.

### 2.3. التنمية أداة للاستقلال الاقتصادي:

إن التنمية الحقيقية لا بد أن تقوم على الاستقلال الاقتصادي وليس على تبعيته، فحصول البلدان النامية على الاستقلال السياسي لا يعني القضاء على حالة التبعية، خاصة في حالة ازدياد المشروعات التي تقيمها هذه الدول بعد الاستقلال، والتي تحتاج فيها إلى التعامل التكنولوجي والمالي مع الدول المتقدمة، الأمر الذي يزيد ويعمق من روابط تبعية الدول النامية، ومن أجل التخلص من هذه التبعية لا بد من تغيير الهيكل الاقتصادي للدولة، وذلك بإحداث تنمية حقيقية تعتمد على الذات باستغلال الموارد المتاحة في الدولة استغلالا صحيحا وكاملا.<sup>1</sup>

### 4. معوقات التنمية الاقتصادية وتحدياتها:

تشكل معوقات التنمية تحديات فعلية أمام الاقتصاد الوطني في محاولات التقدم، خاصة وأن نظريات التنمية قد انطوت على غموض ملحوظ فيما يتعلق بتصورات التنمية والنمو في الدول الأقل تقدما، وخلق واضح في تحديدها لمعوقات التنمية الاقتصادية. ولهذا تعتبر قضية التنمية قضية معقدة متشابكة الجوانب، تختلف معوقاتها من حيث الأهمية والتأثير، لها خصائص مختلفة ولكنها مترابطة ومتداخلة، ويكمن أن نبرز أهم هذه العوائق في:

- عوائق اقتصادية؛

- عوائق سياسية؛

- عوائق اجتماعية.

<sup>1</sup> - زيروني مصطفى، النمو الاقتصادي واستراتيجيات التنمية حالة اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2000، ص: 14.

## 1.5. العوائق الاقتصادية :

يرى بعض الاقتصاديين أن أهم العوائق الاقتصادية التي تحول دون تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية في البلدان النامية تتمثل في:<sup>1</sup>

## 1.1.5. الحلقة المفرغة للفقر:

حيث أن انخفاض الدخل في الدول النامية هو السبب الرئيسي في تدني معدل الادخار وبالتالي انخفاض معدل الاستثمار، مما يعني ضمناً انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، خصوصاً إذا تزامن مع الزيادة السكانية التي تؤثر سلباً على الدخل الفردي بما يؤدي إلى انخفاض الادخار الشخصي، وباستمرار هذه الحلقات المتصلة يستعصي على تلك البلدان التقدم في مسار التنمية، إلا إذا قامت بكسر حلقة الفقر وآثارها الجانبية، سواء بالاعتماد على التمويل الخارجي كسبب لزيادة الاستثمارات التي عجزت عنها المدخرات المحلية (مع أنها ليست الوحيدة المؤثرة على الاستثمار، بل وحتى تدني الكفاءة الاستغلالية للطاقة الإنتاجية المتاحة التي تعاني منها تلك البلدان، وغياب الفرص الاستثمارية والمجدية)، أو القيام بإصلاحات عميقة لعمل اقتصاد السوق، أو غيرها من التدابير التي تجعل الفقراء يساهمون في الإنتاج ومن ثم في النمو.

## 2.1.5. ضيق حجم السوق:

إذا كانت التنمية قد حشدت لها التأييد النظري فيما يخص تبني إستراتيجيات التصنيع كمفتاح للتقدم الاقتصادي والذي تعاني منه البلدان النامية في شكل نقص السلع والخدمات الضرورية وغيرها، فإن تلك الاستراتيجيات اقتضى إنشاء المصانع الكبيرة للاستفادة من اقتصاديات الحجم في رفع كفاءة التشغيل والاستفادة كذلك من التطور التقني في خفض كلفة وحدة الإنتاج وزيادة ترشيد استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة، غير أن مردّ عدم استطاعة تلك البلدان إنشاء الوحدات الإنتاجية الضخمة هو ضيق حجم السوق والذي يعزى إلى قصور الطلب المحلي عن استيعاب الطاقة القصوى للإنتاج، والذي تسببت فيه توسع حلقة الفقر.

## 3.1.5. التبعية الاقتصادية :

تنشأ التبعية من خلال العلاقات غير المتكافئة بين الدول المتقدمة والدول النامية، وما ينجم عن ذلك من تفاوت اقتصادي وتكنولوجي. وبالتالي زيادة مستوى الاستغلال الاقتصادي والهيمنة السياسية للدول المتقدمة على الدول النامية.

<sup>1</sup> - كبداني سيدي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 32، 33.

## 2.5. عوائق سياسية وأمنية:

من بين العوامل الأساسية المساعدة على قيام التنمية، وجوب وجود:

## 1.2.5. استقرار واستقلال سياسيين:

لأن عدم توفر الاستقرار السياسي واستقلاله يشكل عائقاً أمام عملية التنمية وهو حال البلدان النامية. وعليه يتعين على الحكومة أن توفر بيئة مستقرة للمنشآت الإنتاجية الحديثة، سواء كانت عامة أو خاصة. وإذا كان عدم الاستقرار السياسي هو السائد فإن النتيجة العامة هي انعدام أو ضعف الاستثمار في الاقتصاد المحلي، وتوجيه الثروات الشخصية إلى البنوك الأجنبية، أو الانغماس في الاستهلاك المظهري.

أما الاستقلال السياسي في معظم الحالات أمر ضروري لتحقيق التنمية، لأن وجود الاستقلال السياسي يمكن البلد من أن يرسم السياسات الاقتصادية الملائمة لمصلحة البلد. وفي خلاف ذلك فإن رسم السياسات الاقتصادية يكون لغير صالح البلد وبالتالي يكون انعدام الاستقلال عقبة في طريق التنمية.<sup>1</sup>

## 2.2.5. الاستقرار الأمني:

إن عملية التنمية تتطلب تهيئة المناخ الاقتصادي الملائم الذي لا يتم بدون وجود مناخ سياسي فعال يمنح الاستقرار الأمني، الذي يعتبر شرطاً ضرورياً لجذب المستثمرين، ولأجل ذلك يتطلب من الحكومات في البلدان النامية تجنب الاضطرابات العرقية والأمنية وكذا المنازعات الخارجية واندماجها مع القانون الدولي، سواء ما تعلق بتعزيز الديمقراطية، أو ما تعلق بالحكم الراشد، مع ضرورة الحرص على استقرار الحكومات المنتخبة لفترة زمنية مقبولة، تسمح بتنفيذ مخططات التنمية.<sup>2</sup>

## 3.5. عوائق اجتماعية:

الكثير من الدراسات والتحليلات خلصت إلى وجود ترابط ما بين منظومة القيم الاجتماعية وبين التنمية الاقتصادية، قد برزت إلى الوجود من خلال الاهتمام بمسألة كيفية قيام المجتمعات بإيجاد العدد المطلوب من الرياديين المنظمين لقيادة الجهد التنموي. وتتلخص أهم العقبات الاجتماعية في:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - مدحت القريشي، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 157، 158.

<sup>2</sup> - كبداني سيدي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

<sup>3</sup> - معتز أكرم فروانه، تحليل مدى قدرة القطاع المصرفي الفلسطيني على جذب المدخرات وتأثيرها على التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2014، ص، ص: 43، 44.

### 1.3.5. التنظيم والريادة:

إن مفهوم المنظم والتنظيم طوره الاقتصادي الألماني شومبيتر Schumpeter. والمنظم هو الشخص الذي يستخدم الاكتشافات الفنية أو الطريقة الجديدة للإدارة ويطبقها بشكل عملي في صناعة وعمله، والمنظم هو الذي يحول الاختراع إلى ابتكار من خلال تطبيق الاختراع بشكل عملي، وبذلك يؤثر على مسار التنمية.

### 2.3.5. دوافع التنمية:

إن توفر الدوافع أمر ضروري لتحقيق أهداف التنمية لأنها هي التي تدفع الإنسان للعمل والجد للوصول إلى تحقيق الأهداف. ولهذا فإن أهمية توفر الدوافع أمر حاسم في عملية التنمية الاقتصادية لدى البلدان النامية.

## المبحث الثاني: متطلبات ومصادر تمويل التنمية الاقتصادية

إن مشكلة التنمية الاقتصادية التي تواجهها غالبية الدول وخاصة النامية منها - في رأي كثير من الاقتصاديين - هي افتقارها إلى مصادر حقيقية لتكوين رؤوس أموال تسمح بتمويل مختلف مشاريع التنمية المخططة، وفي هذا الصدد سنبرز في مضمون هذا المبحث متطلبات ومصادر تمويل التنمية الاقتصادية.

### 1. متطلبات التنمية الاقتصادية:

متطلبات التنمية الاقتصادية هي نقيض معيقاتها، حيث أنه يجب التخلص من المعوقات لإحراز تقدم ملموس في مؤشرات التنمية الاقتصادية، لهذا تحتاج عملية التنمية الاقتصادية إلى إحداث تغييرات هيكلية في مجالات منها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ويمكن عرض أهمها:

#### 1.1. توفر المورد البشري:

يعتبر توفر العنصر البشري أهم مستلزمات عملية التنمية فالإنسان هو وسيلة التنمية وغايتها وعليه من الضروري توفير المورد البشري المؤهل والمدرب واستغلاله الاستغلال الأمثل وعلى الرغم من توفر عنصر رأس المال لدى الكثير من الدول إلا أن ندرة العنصر البشري المؤهل والمدرب لديها يشكل أهم عقبة في طريق تحقيق التنمية ما يضطرها للاستعانة بالخبرات الخارجية مع ما يتبع ذلك من استنزاف كثير لأموالها.<sup>1</sup>

#### 2.1. تراكم رأس المال:

يشير معظم الاقتصاديين إلى أهمية تراكم رأس المال\* في تحقيق التنمية الاقتصادية وهذه العملية تتطلب توفر حجم مناسب من المدخرات الحقيقية، بحيث يتم من خلاله توفير الموارد لأغراض الاستثمار بدلا من توجيهها نحو الاستهلاك، وكذلك وجود قدر من الادخارات النقدية اللازمة لتمويل هذه

<sup>1</sup> - بدر شحدة سعيد حمدان ، مرجع سبق ذكره، ص:13.

\* - ويتم تحقيق التراكم في رأس المال من خلال عملية الاستثمار والتي تستلزم توفر حجم مناسب من المدخرات الحقيقية بحيث يتم من خلالها توفير الموارد لأغراض الاستثمار بدلا من توجيهها نحو مجالات الاستهلاك. ويمكن التمييز بين نوعين من رأس المال وهما:

- رأس المال المالي: والذي يمثل الأموال السائلة التي توجه لشراء الأسهم والسندات أو تقرض إلى البنوك للاستخدام في الأعمال.
- رأس المال الحقيقي أو المادي: الذي يتكون من المصانع والمكائن والمعدات وتخزين المواد الخام...ويقسم رأس المال الحقيقي بدوره إلى ثلاثة أنواع:- رأس المال الثابت: والذي يتمثل في المصانع والمكائن والمعدات والمستودعات والمباني المستخدمة في الإنتاج الصناعي ووسائل النقل...الخ
- رأس المال المتداول: ويتمثل في المواد الخام والوقود والسلع قيد الإنتاج والسلع النهائية والأصول الجارية. - وهناك نوع آخر من رأس المال يدعى رأس المال الفوقي الاجتماعي ويتمثل في الأصول الثابتة المملوكة للمجتمع ككل وليس لفرد معين مثل المدارس والمستشفيات والطرق والجسور.

الاستثمارات وأن يرافق ذلك وجود أجهزة تمويل قادرة على تعبئة المدخرات لدى الأفراد والجهات المختلفة وتوفيرها للمستثمرين.<sup>1</sup>

### 3.1. توفر المورد الطبيعي:

تعرف الموارد الطبيعية بأنها العناصر الأصلية التي تمثل هبات الأرض الطبيعية والأمم المتحدة من جهتها تعرف الموارد الطبيعية بأنها أي شيء يجده الإنسان في بيئته الطبيعية والتي يتمكن من أن ينتفع بها. كما تعتبر الموارد الطبيعية عاملاً مهماً يمكن أن يساعد على تحقيق التنمية في حالة وجودها من ناحية وفي حالة توفر الموارد الأخرى التي تتيح استخدامها من جهة أخرى، وبالذات ما يتصل منها بالموارد البشرية المتطورة والمتصلة بتوفير قدرات إدارية وتنظيمية ومهارات لدى العاملين.<sup>2</sup>

### 4.1. ضمان حقوق الإنسان:

إن نهج التنمية يركز أيضاً على حقوق الإنسان، يجب أن يأخذ بعين الاعتبار البعد الإنساني الذي من شأنه أن يدعم ويحقق الاستقرار الاجتماعي، فالتنمية الاقتصادية كما هو معروف فعل مركب عناصرها تتسم بالمفاضلة والتكامل تبتدئ بالإنسان وتنتهي إليه ساعية إلى إحقاق الحق في التنمية حيث الحق في توزيع العادل لثمار التنمية والحق في أن يكون الإنسان هو المستهدف في كل عملية التنمية سعياً للارتقاء بمستوى رفاهيته، وهذا يبرهن أهمية العلاقة بين حقوق الإنسان والتنمية، وإن هذه العلاقة التبادلية نجدها في المبادئ الأخلاقية ومتجسدة في الأطر القانونية والدستورية للبلدان وهي أساس رفاهية المجتمع، انطلاقاً من كون هذه الحقوق قائمة معايير لا تنتهك حرمتها ولا يمكن التصرف فيها، وأنواعها كالحقوق المدنية والسياسية كالحق في الحياة، الحرية، الأمان، الحق في عدم التعرض على أساس العرق واللون.<sup>3</sup>

### 5.1. الحاكمية أو الحوكمة:

الحاكمية هو مصطلح يعبر عن حسن الإدارة، من خلال جدية أسلوب الحكم في التعامل مع المجتمع على أساس الحوار بين الحاكم والمحكوم، ووجود أدوات المراقبة والمحاسبة وآليات فعالة وسليمة لاتخاذ القرارات التي تؤثر على حياة الناس، فالحوكمة هي أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة، إذ

<sup>1</sup> - خلف عمار حمد، قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في العراق، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2007، ص: 184.

<sup>2</sup> - مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص - ص: 137 - 140.

<sup>3</sup> - حنان عبد الخضر هاشم، واقع ومتطلبات التنمية المستدامة في العراق، مقال بمجلة مركز الدراسات الكوفة، العدد 21، العراق، 2011، ص: 254.

هي مجموعة القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق خطط و أهداف التنمية الاقتصادية.<sup>1</sup>

### 6.1. التطور التكنولوجي :

التكنولوجيا تعني الجهد المنظم الذي يتضمن استخدام نتائج البحث والتطوير العلمي في تطوير أساليب ووسائل أداء العمليات الإنتاجية بمعناها الواسع الذي يشمل الخدمات والنشاطات كافة ، والذي يفترض في كونها أكثر جدوى للاقتصاد والمجتمع وأفرادهم.<sup>2</sup>

### 7.1. توفر الاستقرار والاستقلال السياسيين :

قد تم التحدث عن هذا العنصر لما أعتبر أحد أهم معوقات التنمية الاقتصادية ، ولهذا يعتبر استقلال الدولة واستقرارها سياسيا عاملان مهمين في تحقيق التنمية ، كما أن الاستقرار السياسي يعد أهم محدد لتدفق وجذب الاستثمارات بمختلف أشكالها للبلد.

### 2. مصادر تمويل التنمية الاقتصادية :

يعتبر التمويل من الموضوعات التي استحوذت في الوقت الحاضر على اهتمام واسع لدى الباحثين ، حيث يشكل أحد المحاور في الحوار بين الشمال والجنوب ، لكون عمليات الاستثمار والتمويل يرتبطان بشكل وثيق بالحياة الاقتصادية والمالية لجميع دول العالم ، كما يعتبر التمويل من القضايا الجوهرية للعديد من الدول النامية ، والتي تسعى جاهدة للقضاء على العجز المستمر في ادخاراتها المحلية والوفاء بالتزاماتها المالية في خضم تنميتها الاقتصادية.

إن التنمية الاقتصادية هي التي تحدد مصادر التمويل وليس العكس ، لذلك فإن دراسة تمويل التنمية الاقتصادية تقتضي الإحاطة بكل المصادر الضرورية لهذه العملية. وتنقسم هذه المصادر إلى:

- المصادر الداخلية؛
- المصادر الخارجية.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص:255.

<sup>2</sup> - فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، دار الكتاب العالمي، الأردن، 2007، ص:466.

## 1.2. المصادر الداخلية لتمويل التنمية الاقتصادية:

تسعى الدول في سبيل تحقيق التنمية إلى توفير التمويل اللازم لها مع تركيزها على المصادر الداخلية للتنمية والاستعانة بالقدر الضروري بالمصادر الخارجية، لما يترتب على المصادر الخارجية من اعتبارات يصعب التحكم بها وشروط قد تفرض ومصالح تتداخل قد تؤثر على استقلالية الدول ومصالح مواطنيها.

عرفت المصادر الداخلية للتمويل بأنها جميع أنواع الموارد الحقيقية المتوفرة داخل الاقتصاد المحلي، سواء كانت مستغلة أو غير مستغلة، ويقصد بالموارد الحقيقية جميع الموارد الطبيعية والبشرية والمالية.<sup>1</sup>

وتأخذ مصادر التمويل الداخلية شكلين أساسيين هما الادخار الاختياري والادخار الإجباري:

## 1.1.2. الادخار الاختياري:

الادخار الاختياري هو ما يقوم به الأفراد والهيئات والمؤسسات طواعية واختياراً وبمحض رغباتهم، ويتمثل في مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال.

- **مدخرات القطاع العائلي:** تمثل مدخرات القطاع العائلي الفرق بين الدخل المتاح أي الدخل بعد تسديد الضرائب وبين الإنفاق على أوجه الاستهلاك المختلفة، بالمعنى السابق يلاحظ أن الادخار العائلي يتمثل في كونه ادخاراً اختيارياً نظراً لأنه يعتمد على رغبة القطاع العائلي في توفير جزء من دخله المتاح بدلاً من إنفاقه على الاستهلاك الخاص، وعلى ذلك فإن العلاقة بين الاستهلاك والادخار هي علاقة عكسية بمعنى أن زيادة الاستهلاك سيترتب عليها انخفاض الادخار والعكس صحيح.<sup>2</sup>

وتتمثل بعض مصادر الادخار في القطاع العائلي في:<sup>3</sup>

- المدخرات التعاقدية كإسقاط التأمين والمعاشات؛
- الزيادة في الأصول النقدية الخاصة بالأفراد، والتي تأخذ شكل الودائع في صناديق التوفير أو البنوك، أو الاستثمار المالي من خلال شراء الأوراق المالية؛
- الاستثمار المباشر كإقتناء الأراضي والمزارع والمتاجر، حيث يصبح المدخر هو نفسه المستثمر؛
- سداد الديون ومقابلة التزامات سابقة.

<sup>1</sup> زيتوني عمار، المصادر الداخلية لتمويل التنمية - حالة الجزائر 1970 - 2004، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2006، ص: 120.

<sup>2</sup> حمد عبد العزيز عجمية، التنمية الاقتصادية - دراسات نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 73.

<sup>3</sup> نفس المرجع.

- مدخرات قطاع الأعمال: ويقصد به كافة المشاريع الإنتاجية التي تستهدف تحقيق الأرباح من مبيعاتها التي تشكل بدورها مصدراً للادخار وتنقسم هذه المدخرات إلى نوعين هما: ادخار قطاع الأعمال الخاص وادخار قطاع الأعمال العام.

تتمثل مدخرات القطاع الخاص في مقدار الأرباح غير الموزعة، حيث أن أصحاب رؤوس الأموال المساهمين في مشروعات قطاع الأعمال الخاص لا يحصلون على كل الأرباح المحققة حيث يتم تجنيب جزء من هذه الأرباح دون توزيع وذلك بهدف تمويل عمليات الإحلال والتجديد التي تحتاجها مشروعات ذلك القطاع، ونتيجة لما يتسم به القطاع الخاص في معظم الدول النامية بالضآلة الشديدة فإن مدخرات هذا القطاع سوف تتسم بالتالي بالضآلة الشديدة، ومن ثمة لا يمكن الاعتماد عليها بدرجة كبيرة في عملية تمويل التنمية هذا بالإضافة إلى أن جانب هام من الأرباح غير الموزعة قد لا يستخدم كمصدر تمويلي.

أما بالنسبة لمدخرات القطاع العام فتتمثل أهم مدخراته أيضاً في الأرباح غير الموزعة ولكن مع اعتبار أن القطاع العام نفسه هو المالك الوحيد لجميع المشروعات العامة ومن ثمة ستؤول إليه كل أرباح تلك المشروعات التي تدخل تحت سيطرته.<sup>1</sup>

### 2.1.2. الادخار الإجباري:

نظراً لعدم كفاية الادخار الاختياري لمواجهة متطلبات التنمية فإن الدولة تلجأ إلى مصادر الادخار الإجباري وتقوم من خلالها باقتطاع جانب من دخول الأفراد والشركات.

ومن أهم مصادر الادخار الإجباري:<sup>2</sup>

- الضرائب: تمثل الضرائب اقتطاعاً من دخول الأفراد من قبل الدولة وتعتبر من الوسائل الهامة التي تستخدمها الدولة لتمويل أنشطتها وتنفيذ مشروعاتها الاستثمارية. وتنقسم إلى قسمين رئيسيين، أولهما الضرائب المباشرة والثانية غير مباشرة؛

- التمويل بالعجز (التمويل التضخمي): عندما تعجز المصادر الاعتيادية المختلفة للإيرادات العامة للدولة عن توفير التمويل اللازم لتغطية نفقاتها وتمويل استثماراتها، فإنها تلجأ إلى ما يسمى بالتمويل التضخمي وهو يشير إلى قيام الحكومة بطبع النقود وزيادة الائتمان المصرفي فتتخفف قيمة العملة وترتفع الأسعار.

يعني أنه مع زيادة كمية النقود سيزداد الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وارتفاع الأسعار سيترتب عليه انخفاض الدخل الحقيقية للأفراد وذلك عندما ترتفع الأسعار بمعدلات أعلى من ارتفاع الدخل النقدية، وانخفاض الدخل الحقيقية للأفراد يعني إجبار الأفراد على

<sup>1</sup> - محمد فوزي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص، ص: 345، 346

<sup>2</sup> - العساف أحمد، الوادي محمود، التخطيط والتنمية الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: 197.

إنفاص حجم استهلاكهم أو بمعنى آخر إجبار هؤلاء على تكوين ادخار حقيقي يستخدم في تمويل التنمية.

## 2.2. المصادر الخارجية لتمويل التنمية الاقتصادية:

نظرا لقصور مصادر التمويل المحلية عن توفير رأس مال كاف لتمويل الاستثمارات المطلوبة لضمان تحقيق معدل مناسب للتنمية كما أن الاندفاع في تيار التمويل التضخمي لا بد وأن ينجم عنه في النهاية متاعب وصعوبات قد تفوق عملية التنمية ذاتها، ولهذا أو ذاك يبدو أن استيراد رأس المال الأجنبي هو الطريق الوحيد للخروج من هذا المأزق وتسهيل إنجاز عملية التنمية الاقتصادية.<sup>1</sup> وللتمويل الخارجي عدة صيغ من أهمها:

- التدفقات والتحويلات الأجنبية من المؤسسات الدولية: ومن أهم هذه المؤسسات التمويلية، صندوق النقد الدولي، ومجموعة البنك الدولي؛

- المنح والمعونات الأجنبية الرسمية: حيث تقوم الدول المانحة بتقديم المساعدات إلى الدول النامية في شكل منح قد تكون نقدية أو عينية وعليه فإن البلد المستلم ليس ملزما بسدادها، وقد تكون الدوافع من وراء تقديمها إنسانية وأخلاقية، أما المعونات فإنها تجمع بين عنصري المنحة والقرض وتتميز بطول آجالها وانخفاض سعر الفائدة؛

- القروض الخارجية: القرض الخارجي عبارة عن إنفاق بين الحكومة أو إحدى مؤسساتها مع مصدر خارجي للحصول على موارد مالية أو حقيقية مع الالتزام بإعادة تسديد تلك الموارد والمبالغ المستحقة عليها (الفوائد) خلال فترات زمنية قادمة يتفق عليها في عقد القرض.

ومهما يكن من أمر، فقد اتفقت كافة التعاريف على أن القرض الخارجي يجب أن يكون من مصدر خارجي سواء كان هذا المصدر أفرادا أو مؤسسات أو حكومات، وكذلك ضرورة تسديد هذا القرض والفوائد المستحقة عليه في فترة زمنية قادمة ومحددة ضمن شروط القرض. والقروض الخارجية تضع بين يدي الدولة قوة شرائية إضافية، أي زيادة الموارد الاقتصادية الممكن التصرف بها، ومن هنا تأتي أهميتها للدول النامية التي تعاني من انخفاض في حجم مدخراتها اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية.<sup>2</sup>

- الاستثمار الأجنبي: تتأكد أهمية مشروعات الاستثمار الأجنبي في تحقيق التنمية الاقتصادية كونها تتوقف على عنصرين أساسيين، أحدهما نوعية المشروعات الاستثمارية الأجنبية المستهدفة غير التقليدية،

<sup>1</sup> - ميساء وليد أحمد عبادي، القروض الأجنبية ودورها في التنمية الاقتصادية المحلية، رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2001، ص:8، 9.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

والآخر درجة تأثير تلك المشروعات على دعم المستثمرين المحليين بما ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الوطني، وبما أن انتقال المال والمعرفة يعد أهم المعالم الرئيسية التي يتسم بها عصرنا الحاضر، والقناة الرئيسية التي يتجسد عبرها هذا الانتقال هي ما اصطلح على تسميته بالاستثمار الأجنبي الذي يؤدي دوراً كبيراً في التنمية الاقتصادية إذا ما أحسن استضافته، لما له من آثار إيجابية لزيادة حجم الصادرات الوطنية وتقليل الواردات، وإيجاد التنوع الاقتصادي، وإيجاد فرص وظيفية جديدة لمواطني الدولة ورفع مستوى الأجور ويحد من البطالة، ويفتح أسواقاً جديدة لتبادل السلع والمنتجات الوطنية مع مختلف الدول.<sup>1</sup>

### 3.2. دور المؤسسات البنكية في تمويل التنمية الاقتصادية:

يمكن القول أنه كلما اتسعت حدود التنمية الاقتصادية كلما زادت الحاجة إلى جهاز بنكي أكثر تطوراً وأوسع خدمات، وهذا يعني أن هناك ترابط بين الجهاز البنكي وعملية التنمية الاقتصادية ذاتها، إذ أنه لم يكن هناك مجال للشك حول أهمية هذا الجهاز في عملية التنمية الاقتصادية وقد تأكد هذا الدور من خلال ما قدمه الجهاز البنكي باعتباره أحد مصادر التمويل الداخلية من خدمات أصبحت واحدة من أهم دعائم التنمية المحلية. وفيما يلي نستعرض دور مؤسسات النظام البنكي في عملية التنمية الاقتصادية:

#### 1.3.2. دور البنك المركزي في تمويل التنمية:

يبرز هذا الدور من خلال تمويله المباشر وغير المباشر لعملية التنمية، ومن خلال عمله على إقامة الهيكل المالي الأساسي للعملية التنموية، وقد اقتصر الحديث في أغلبية الدراسات عن دوره في رسم السياسة النقدية والرقابة البنكية والإصدار النقدي، رغم أن دوره في تطوير النظام المالي سبق دوره في الرقابة. ومن هذا المنطلق ينبغي أن يكون الهدف الرئيسي للبنك المركزي في الاقتصاد النامي، هو أخذ المبادرة في إقامة هيكل مالي سليم يتمثل في إقامة سوق نقدية وسوق رأس المال تفي بمتطلبات التنمية الاقتصادية وإشراف رقابي فعال على النظام البنكي، وخاصة فيما يخص تصريف الائتمان حتى لا تقع البنوك في انزلاقات خطيرة مثل ما وقع خلال الأزمة المالية العالمية 2008 التي كان أحد أسبابها توجيه القروض للرهن العقاري بكثافة، ثم الإصدار المفرط لبطاقات الائتمان المصرفية، مما أدى إلى إحداث خلل في التوازن المالي وبالتالي حدوث الأزمة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - ماجد بن عبدالله الهديان، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تحقيق التنمية الاقتصادية، مقال بالموقع الإلكتروني لجريدة الرياض الاقتصادي، تم تصفحه بتاريخ 2015/03/19: <http://www.alriyadh.com>

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق، عمان، 2000، ص: 191.

## 2.3.2. دور البنوك التجارية في تمويل التنمية:

للبنوك التجارية دورا هاما في عملية التنمية الاقتصادية، وهي تسعى للنهوض بها من أجل زيادة معدلاتها، وتترض هذا الوضع على البنوك التجارية أن تمتلك نوعين من الموجودات ممثلة في الاستثمارات والقروض، وتعتبر البنوك التجارية من بين الركائز الأساسية في عملية التنمية، فهي تقوم بتجميع الودائع ثم إعادة توجيهها مما يخدم الاقتصاديات المحلية سواء في شكل قروض أو في شكل استثمارات، كما أن للبنوك التجارية دور استشاري فيما يخص التنمية المحلية من حيث خلق فرص استثمارية جديدة وتقديم خبرات واستشارات كلها تخدم التنمية المحلية.<sup>1</sup>

## 4.2. دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية:

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تجميعا لرؤوس الأموال، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في غياب التكوينات الرأسمالية، ونظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثارا تضخمية.

هنا تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات وامتصاصها من الأفراد والشركات والقطاع العام وتوجيهها لمسارها الصحيح، هذا علاوة على أنها تقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز التي تفتقر إلى السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل التي تخدم بدورها أهداف التنمية في أي دولة.<sup>2</sup>

وسيأتي ضمن متن المبحث الموالي تفصيل الدور الذي يمكن أن تحققه أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية.

<sup>1</sup> - محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص:130.

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، مصر، 1996، ص:5.

### المبحث الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، وكانت الغاية الأساسية لأسواق الأوراق المالية هي إشباع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات، فهي تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية وتستمد هذه الأسواق أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به.

قبل أن نستعرض أهم الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ودورها في عملية التنمية الاقتصادية، سنحاول عرض بعض الدراسات التطبيقية التي تعرض آراء اقتصادية حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية.

#### 1. الدراسات الاقتصادية حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية:

لا يزال الجدل النظري دائراً حول مدى الارتباط بين التنمية الاقتصادية وسير العمل في أسواق الأوراق المالية، حيث يتمحور اهتمام الباحثين بقضايا الاستثمار المالي في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية. وتعتقد بعض الدراسات أن التطور المالي بصفة عامة وتطور أسواق الأوراق المالية بصفة خاصة يمكن أن يعظم معدل التراكم الرأسمالي والاستثمارات في الاقتصاد، وهو من شأنه أن يدعم فرص النمو الاقتصادي للبلد. ويعود الاهتمام النظري بالعلاقة بين التطورات المالية والتنمية الاقتصادية إلى أبحاث الاقتصاديين، الألماني شومبيتر Joseph Shumpeter، والتر باجيت Walter Begehot وجون هيكس John Hicks الذين أكدوا على أهمية الوسطاء الماليين في توفير التمويل الضروري المحفز على التنمية الاقتصادية،<sup>1</sup> وعليه فقد اختلفت وجهات النظر والدراسات حول اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيرين من خلال وجهتي نظرهما:

#### 1.1. دراسات مؤيدة لوجود تأثير لسوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية:

تبين الأدلة الواقعية الخاصة بالعلاقة بين التنمية الاقتصادية وكفاءة سوق الأوراق المالية، على الدور الإيجابي الذي يمكن أن يقوم به سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، خصوصاً في المراحل المبكرة من عملية النهوض والتطور الاقتصادي، وتؤكد نتائج معظم الدراسات التطبيقية أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي، وما يعزز هذا الرأي أنه في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية وبصفة

<sup>1</sup> - عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي - دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2014، ص:112.

خاصة في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات، فإنه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي وهذا ما يحدث في الدول النامية ومن بين أهم الدراسات المؤيدة لوجود هذه العلاقة نذكر:

- دراسة قام بها البنك الدولي سنة 1995: وتهدف هذه الدراسة لإبراز أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، من خلال وضع تشكيلة متجانسة من المؤشرات، تشمل مختلف مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، وربطها بمؤشرات تطور البنوك، واستخلاص علاقتها بمعدلات النمو في المدى الطويل. بعد الأخذ بعين الاعتبار تأثير العوامل القانونية، السياسية والاقتصادية تم التوصل إلى إيجابية العلاقة بين سيولة سوق الأوراق المالية من جهة ومعدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية من جهة أخرى.

اعتمدت هذه الدراسة على بيانات 49 بلدا خلال الفترة 1976 و 1993، وتتعلق تلك البيانات بمؤشرات حجم سوق الأوراق المالية، وسيولتها، والتقلبات في أسعار الأوراق المالية، والتكامل مع أسواق رأس المال الدولية لسنة 1976، وتم تتبع كلا من معدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال وتحسين الإنتاجية خلال فترة الدراسة، تم التوصل إلى أن سيولة سوق الأوراق المالية - قياسا بتداول الأوراق المالية نسبة إلى حجم السوق، والاقتصاد، وتقلبات أسعار الأوراق المالية - كانت ذات صلة وثيقة وموجبة مع معدلات النمو الاقتصادي المستقبلية، وتراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية. أما بالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية والتكامل، فيرتبطان إيجابا مع النمو لكن تلك العلاقة هي أقل من مثيلتها بين السيولة والنمو.<sup>1</sup>

- دراسة لفين زارفوس Levine-Zervos سنة 1995: حيث تطرق فيها دراسة آثار نمو السوق المالي على النمو الاقتصادي، لإيجاد أثر نمو كل من القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية منفردا على النمو الاقتصادي، من خلال تطبيق نماذج انحدار على بيانات مقطعية وسلاسل زمنية لمجموعة من الدول، خلال الفترة 1976 - 1990، وباستخدام القروض البنكية الموجهة للمشروعات منسوبة للنتاج، للدلالة على نمو القطاع المصرفي، إلى جانب استخدام أكثر من مؤشر للدلالة على نمو السوق، مثل نسبة الرسملة، معدل الدوران، حيث اعتبرت الدراسة أن استخدام أكثر من مؤشر يعطي صورة أكثر صدقا، ووجدت الدراسة أن السوق يستطيع التأثير على النمو بطريقة مباشرة من خلال تحسن أدائه، الأمر الذي يؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي، أو بطريقة غير مباشرة من خلال تحفيز السوق لمعدلات الاستثمار. أوضحت الدراسة أن سوق الأوراق المالية والجهاز المصرفي كل منهما يقدم خدمات مختلفة عن الآخر، ويستطيع كل منهما التنبؤ بمعدلات النمو المستقبلية، لذا يجب إتباع سياسات تحفيزية لتنمية قطاع الوساطة المالية ككل، وتتمثل هذه السياسات وفقا للدراسة في تنويع مجالات الاستثمار، وتشجيع إنشاء

<sup>1</sup> - Levine Ross,Zervos Sara, **Stock Market Development and Long-Run Growth**,World Bank.Working, Paper.N°1582,Washington, USA, 1996, P :14

مؤسسات مالية غير بنكية، إلى جانب استحداث أدوات مالية غير تقليدية، إلا أنه وجّهت بعض الانتقادات إلى هذه الدراسة بسبب عدم الأخذ في الاعتبار الاختلافات في النظم المالية المتبعة في الدول محل الدراسة.<sup>1</sup>

- دراسة واشتل روسو Wachtel-Rousseau سنة 2000: حيث قام بتطبيق اختبارات إحصائية باستخدام بيانات مقطعية لسبع وأربعين دولة في الفترة 1980-1995. ووجدت الدراسة أثرا إيجابيا لنمو سوق الأوراق المالية المقاس بنسبة الرسملة والقيمة المتداولة، وبين معدل النمو الحقيقي، وعلقت الدراسة هذه العلاقة بعدد من النقاط هي:<sup>2</sup>

- يوفر سوق الأوراق المالية آلية مميزة للخروج منه، حيث يساهم بدرجة كبيرة في جذب الاستثمارات الأجنبية، ورؤوس أموال المشروعات الكبرى المشتركة، حيث تستطيع هذه الأموال الخروج بسلاسة ودون تحمل تكلفة مرتفعة، وهو ما يجذبها إلى السوق في المقام الأول؛

- تساهم سيولة السوق في تعبئة المدخرات، وتشجع على تحويل المدخرات إلى المشروعات طويلة الأجل بدلا من الاستثمارات قصيرة الأجل، وبذلك يتوفر التمويل اللازم والدائم لتلك المشروعات والتي تتميز بارتفاع عوائدها في أغلب الأحوال؛

- قدرة السوق على تجميع وتحليل المعلومات تعود بالنفع على كافة المؤسسات العاملة في قطاع الوساطة المالية، حيث تساهم عملية تحليل المعلومات المتاحة في تقييم أصول المؤسسات، ويعتبر ذلك منهجا لتقييم باقي المشروعات المماثلة التي تعمل بذات الصناعة؛

## 2.1. دراسات غير مؤيدة لوجود تأثير لسوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية:

يعتقد أصحاب هذا التوجه، أنه في ظل حراك السوق المالي تتولد آثار سلبية معيقة للتنمية الاقتصادية، والدليل على ذلك حسبهم أنه لم يثبت عمليا العلاقة بين وجود أسواق الأوراق المالية وبين التنمية الاقتصادية، دليلهم على ذلك هو أن معدلات النمو الاقتصادي في أوروبا وأمريكا لا تتجاوز 1% مع أنه لديها حرية تحويل وانتقال الأموال وأسواق أوراق مالية متطورة جدا، غير أن دولا مثل الصين يصل معدل النمو الاقتصادي فيها إلى 8% وهي لا تماثل في تطورها المالي تلك الدول.

كذلك تتجلى الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية، من خلال الدخول في لعبة المضاربات، وتعرض الاقتصاد الوطني للدخول في أزمات مالية واقتصادية، كما حدث خلال التسعينيات في الفلبين

<sup>1</sup> - نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر، المغرب وتونس الأبعاد والأفاق، أطروحة دكتوراه علوم، جامعة الجزائر 3، 2013، ص:60.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص: 61، 62.

والمكسيك ودول شرق آسيا والأزمة المالية العالمية 2008. ويمكن أن ندرج أصحاب هذه الآراء ضمن الاتجاه التشاؤمي لهذه العلاقة:

- يرجع تاريخ المعارض لوجود علاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي إلى كينز، الذي أكد أن السيولة الزائدة المصاحبة للسوق تؤدي إلى قيام الأفراد بتغيرات سريعة في محافظهم المالية كرد فعل للتغير في الأذواق أو استجابة لبعض الشائعات. أي أن تصرفاتهم بعيدة عن التحليل الاقتصادي السليم، ولا تستند إلى متغيرات حقيقية. ويؤدي ذلك إلى سوء تسعير الأصول وهو ما يستتبع بالضرورة انخفاض في قدرة السوق على تخصيص الموارد بالشكل الأمثل، كما يذهب أنصار هذا الرأي إلى القول بأن السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية تفسح المجال أمام المضاربين الذين يقومون بتغيير محافظهم المالية بسهولة ويسر دون تحمل تكلفة مرتفعة للمبادلات، في حين يعتمد تسعير الأصول على توقعات المضاربين دون النظر إلى الأسس الاقتصادية التي تحكم تسعير الأصول. وأن هناك بعض المؤسسات غير المالية مثل شركات التأمين قد تشتبك في السوق سعياً وراء العائد المرتفع من خلال المضاربة. وبسبب اتجاه الكثير إلى المضاربة، تقوم المؤسسات المقرضة بتمويل هذا النشاط في الأجل القصير خوفاً من فقدان عملائها، وبالتالي تنخفض المدخرات الموجهة إلى الاستثمار. ويذهب أنصار هذا الرأي إلى التأكيد أنه حتى في الدول المتقدمة فإن نصيب سوق الأوراق المالية في تمويل المشروعات الاستثمارية يعتبر ضئيلاً مقارنة بنصيب القطاع المصرفي. وأن قوى المضاربة التي تشجعها سيولة السوق تؤدي إلى إهدار الموارد، التي توجه إلى الأنشطة غير المنتجة بدلاً من توجيهها إلى المشروعات الاستثمارية. وهو ما يمثل عنصر إعاقة للمشروعات المنتجة، خاصة إذا أدى تمويل نشاط المضاربة إلى ارتفاع سعر الفائدة، وهو أمر يجعل الاقتصاد أكثر عرضة للالتزامات المالية.<sup>1</sup>

- وهناك أيضاً مجموعة من الاقتصاديين الذين يرون بأنه لا توجد هناك علاقة بين النمو الاقتصادي والسوق المالي، أمثال: ستيرن Stern سنة 1989 الذي تجاهل بالكامل دور السوق المالي عند مسحه لأهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في النمو الاقتصادي، حيث أدرج في قائمته مجموعة من المتغيرات، ولم يذكر من بينها متغير السوق المالي، وكذلك في كتاب كل من ماير وسورس Meier and Seers سنة 1984 الذي تم فيه تجاهل دور السوق المالي في النمو الاقتصادي كلياً، حيث أن هذا الكتاب هو عبارة عن مجموعة من المقالات من قبل رواد اقتصاديات النمو. كذلك روبرت لوكاس Robert Lucas الحائز على جائزة نوبل الأحدث في الاقتصاد، في دراسة له وصف فيها ديناميكية النمو الاقتصادي سنة 1988،

<sup>1</sup> - بدر محمود حنفي، سوق الأوراق المالية تحكم النمو الاقتصادي، مقال منشور على موقع شبكة خبراء الأسهم، بتاريخ 2010/05/26، تم تصفحه بتاريخ 2015/08/12: <http://stocksexperts.net/showthread.php?t=25219>

جادل فيها الاقتصاديين الذين بالغوا في إعطاء الأهمية لدور الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، حيث صرح بأن هذه الأسواق تؤدي دور بسيطاً جداً ومحدوداً في عملية النمو الاقتصادي.<sup>1</sup>

### 3.1. وضع العلاقة بالنسبة للدول العربية:

ليس هناك سوى القليل من الأدلة التطبيقية للعلاقة بين القطاع التمويلي والتنمية في الدول العربية. ومن أهمها دراسة بن ناصر وقزواني سنة 2007، أين قام الباحثان بدراسة العلاقة المزدوجة للبنوك وأسواق الأوراق المالية مع النمو الاقتصادي، اعتماداً على بيانات مقطعية لتسع دول عربية بالإضافة إلى إيران وتركيا. وقد تم استبعاد دول عربية أخرى لعدم وجود سوق للأوراق المالية أو لحداتها.

استخدم معدل النمو الحقيقي لدخل الفرد كمؤشر للنمو الاقتصادي لقياس مدى تطور سوق الأوراق المالية، وقد استخدمت أربعة مؤشرات وهي على التوالي: معدل قيمة التداول، معدل دوران الأسهم، نسبة الرسمة للنتائج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى مؤشر مركب من المؤشرات السابق ذكرها، أما بالنسبة لقياس مدى عمق النظام البنكي، فقد استخدمت ثلاث مؤشرات وهي ائتمان القطاع الخاص، السيولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة إلى مؤشر مركب من الاثنين.

تظهر البيانات تقدم معظم دول الخليج العربية كالبحرين والكويت من حيث تطور أسواقها، مقارنة مع تونس والمغرب ولبنان. أما إذا أخذنا بعين الاعتبار مدى تطور القطاع البنكي فإن لبنان والأردن تظهرا تقدماً واضحاً في هذا المجال.

تشير هذه الدراسة إلى وجود أثر سلبي للقطاع البنكي وأسواق الأوراق المالية على حد سواء على النمو الاقتصادي في الدول تحت الدراسة، إضافة إلى ذلك فقد أظهرت هذه الدراسة عدم ارتباط الاستثمار الأجنبي المباشر ولا حتى عوامل الاستقرار الاقتصادي الكلي (من تضخم واستهلاك حكومي) بالنمو الاقتصادي، بينما تلعب أسعار النفط حافزاً مهماً، كما هو متوقع.

قد ترجع هذه النتائج إلى ارتفاع درجة الكبت المالي وتدخل القطاع العام في تخصيص القروض، لذا فإن هذه الدول تحتاج إلى إعادة تنظيم الائتمان من خلال خصخصة القطاع البنكي ورفع المنافسة فيه. كما تلعب حداثة وصغر حجم أسواق الأوراق المالية في هذه الدول بصفة عامة دوراً مهماً في عجزها على دعم التنمية الاقتصادية في المنطقة.

أي أن هذه الأسواق لم ترق بعد إلى الدرجة التي تمكنها من المساهمة الفعلية في دفع التنمية الاقتصادية، بل قد تلعب دوراً سلبياً بما أنها قد تؤدي إلى انحراف الموارد المالية من القطاع الحقيقي إلى

<sup>1</sup> - Darrat, Alif F, Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related? Another Look at the Evidence, International Economic Journal, Vol : 13, USA, 1999, P: 13.

المضاربة في أسواق الأوراق المالية. علاوة على ذلك فإن تقلب الأسعار المفرد في هذه الأسواق يعوق التنمية الاقتصادية، ويعود ذلك بالأساس إلى ضعف البنية التنظيمية لهذه الأسواق وتعاضم مشكلة المعلومات غير المتناسقة.<sup>1</sup>

وبغض النظر عن رأي كلا الفريقين المدعمة بدراسات علمية رصينة، إلا أنه مما لا شك فيه أن أسواق الأوراق المالية تكتسب أهمية كبرى في تحفيز معدلات التنمية الاقتصادية، إذا ما توافر لها عنصر الكفاءة، حيث تقوم السوق الكفؤة بالتخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة، فتوجه تلك الموارد إلى الأنشطة المنتجة ذات أعلى عائد حدي لرأس المال، من خلال التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة بها، حيث أن سعر الورقة المالية ما هي إلا انعكاس لأداء المؤسسة. ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن بيع أو شراء الأوراق المالية كما لا بد أن يتوفر له حد أدنى من المعلومات التي من شأنها التأثير على القيمة السوقية لهذه الأوراق، وبذلك تساعد السوق الكفؤة على توجيه المدخرات إلى أفضل استخدام لها.

## 2. الدور المرجو من سوق الأوراق المالية في مسيرة التنمية الاقتصادية:

تؤكد نماذج النمو والتنمية الاقتصادية الحديثة على أهمية دور أسواق الأوراق المالية في تعزيز التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال وظائفها الأساسية التي تسهم في زيادة تراكم رأس المال والتقدم التقني. ويمكن تلخيص هذه الوظائف من خلال قنوات التأثير التي تحدثها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد:

### 1.2. تعبئة الادخار المحلية:

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما في تعبئة المدخرات وبالأخص مدخرات صغار المدخرين، وتوجيه تلك المدخرات نحو الاستثمار في الموجودات المختلفة، فعن طريق تنويع المحفظة تتمكن المؤسسات المالية من توفير فرصة لتعظيم عوائد المدخرين وتخفيض المخاطر، فضلا عن أنها تمنح أدوات مالية صغيرة، وهو ما يوفر الفرصة للأسر بأن تحمل محافظ متنوعة وتزيد سيولة موجوداتها وكفاءة استثماراتها.

فضلا عن ذلك، فإن سوق الأوراق المالية تنقل الموارد عبر الزمن وعبر المكان بما يوفر الفرصة للمستهلكين والمستثمرين للاقتراض لمواجهة احتياجاتهم الآنية للأموال، وهذا يمكن وحدات العجز المالي من تجاوز قيود التمويل والصعوبات الناشئة عن عدم التوافق بين تيار الدخل والإنفاق.

<sup>1</sup> - المعهد العربي للتخطيط، دور القطاع التمويلي في التنمية، جسر التنمية، العدد 85، الكويت، 2009، ص: 8، 9.

وتؤدي أيضا هذه الأسواق دورا جوهريا في التوفيق بين ميل المدخرين للاحتفاظ بالسيولة واحتياجات المؤسسات للتمويل طويل الأجل، لذلك نجد انه عند أي مستوى للادخار يوفر النظام المالي الكفاء فرصا أكبر للاستثمار، عن طريق تعظيم الجزء المدخر الذي يمول الاستثمار فعليا.<sup>1</sup>

## 2.2. توفير السيولة اللازمة عند الحاجة:

إن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن غالبا ما يحجم المستثمرون على التخلي عن السيطرة عن مدخراتهم لفترات طويلة. لهذا تجعل أسواق الأوراق المالية ذات السيولة العالية الاستثمار أقل خطرا وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية، مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر، إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم، أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية.

وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم، وعليه السيولة تسهل الاستثمار على المدى الطويل، وبالتالي تعزز التوقعات لنمو اقتصادي طويل الأجل.<sup>2</sup>

إلا أن السيولة العالية قد تبطئ التنمية الاقتصادية، لثلاثة أسباب هي:<sup>3</sup>

- أن السيولة العالية قد تقلل من نسبة الادخار من الدخل، وتعويضه بتسييل المدخرات في سوق الأوراق المالية؛

- أن أسواق الأوراق المالية ذات السيولة العالية قد تقلل من نسبة الاستثمار، بسبب تأثير حالة عدم التأكد على الاستثمار؛

- أن أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بسيولة مفرطة تشجع قصر النظر لدى المستثمرين، ذلك أنها تجعل من السهل على المستثمرين غير الراضين بيع أسهمهم بسرعة، وبالتالي فهي قد تضعف التزامهم، وتقلل الحوافز التي تجعلهم يمارسون الرقابة على الشركات المساهمين فيها، من خلال الإشراف على مديريها ورصد أدائها، الأمر الذي قد يؤثر عكسيا على أداء تلك الشركات، ومن ثم التأثير سلبا على التنمية الاقتصادية، ويتم قياس السيولة في السوق المالي من خلال مؤشري معدل الدوران ونسبة حجم التداول.

<sup>1</sup> - مفيد دنون يونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولة، مقال بمجلة تنمية الرافدين، العدد 79 (27)، جامعة الموصل، العراق، 2005، ص: 40.

<sup>2</sup> - Demirguc-Kunt, A and Levine, R, **Stock Market Development and Financial Intermediaries**, the World Bank Economic Review, Vol: 10, NO :2, 1996, p: 291.

<sup>3</sup> - جميلة يحيى صحراوي، أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي، حالة الأردن 1979 - 2009، رسالة ماجستير، جامعة مؤتة، الأردن، 2011، ص: 16.

## 3.2. قناة لجذب الاستثمار الأجنبي:

تشكل أسواق الأوراق المالية إحدى أهم القنوات لجذب التدفقات الاستثمارية الأجنبية إلى الاقتصاديات الوطنية وذلك في صورة استثمارات الحافظة، ويمكن تصنيف هذه التدفقات وفق مصادرها واتجاهاتها في الأسواق المحلية والأغراض التي تستهدفها، فبالنسبة لمصدرها يمكن التمييز بين تدفقات مصدرها إصدارات الأوراق المالية في الأسواق الدولية وبين تدفقات في شكل استثمارات مباشرة في أسواق الأوراق المالية المحلية، وبالنسبة لاتجاهاتها في الأسواق المحلية، يمكن التمييز بين تدفقات على شكل استثمارات في اكتتابات السوق الأولي وبين استثمارات في الأدوات والأوراق المتداولة في السوق الثانوي، فإنه بالنسبة لما تستهدفه من أغراض، يمكن التمييز بين تدفقات ذات طبيعة استقرارية تعكسها توجهات استثمارية طويلة الأجل، وبين تدفقات ذات طبيعة مضاربة تعكسها توجهات استثمارية قصيرة.<sup>1</sup>

ووفقا للتقرير الاقتصادي الموحد لعام 1999، فإن الآثار الإيجابية لهذه التدفقات ترتبط نسبيا بالجزء الأول من كل تصنيف من التصنيفات السابقة، فيما ترتبط السلبيات نسبيا في الجزء الثاني من هذه التصنيفات، ويرتبط جذب التدفقات الأجنبية من استثمارات الحافظة بتوفر التشريعات والأحكام المشجعة للاستثمار الأجنبي سواء تلك المتعلقة بتملك وتداول الأوراق المالية أو تلك المرتبطة بإدخال وإخراج رؤوس الأموال. كما يرتبط بتوفر العرض والعمق والسيولة الكافية في أسواق الأوراق المالية، ويمدى تواجد الخدمات الواسطة والاستشارية المتطورة، وكذلك بتطور التحليل المالي وتواجهه والتقييم الائتماني، كما تلعب المعاملة الضريبية دورا في هذا الشأن، ومن جانب آخر، فإن تعظيم الجوانب الإيجابية لهذه التدفقات والتقليل من آثارها السلبية يتطلب توفر البيئة الاقتصادية السليمة التي تستند إلى سياسات اقتصادية كلية ناجعة ومرنة، مع تواجد الآليات المرنة والفعالة للرقابة على الأسواق المالية، وبشكل خاص في مجال الشفافية، وذلك في ظل أطر تشريعية ومؤسسية تحفز وتشجع التدفقات الاستثمارية ذات الصبغة الاستقرارية وتحد من التدفقات ذات الصبغة المضاربة.<sup>2</sup>

## 4.2. سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي:

تمثل سوق الأوراق المالية حلقة الوصل بين مختلف الفعاليات الاقتصادية " بنوك، مدخرين، مشاريع، شركات"، ويسمح لها ذلك بأن تمثل مؤشرا لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، والتي تعكس جانبا مهما من واقع النشاط الاقتصادي، كما استطاعت أسواق الأوراق المالية في الدول

<sup>1</sup> - حسن صبحي العباس، الأفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مقال بمجلة بحوث مستقبلية، العدد 10، مركز الدراسات المستقبلية، العراق، 2005، ص: 122.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 1999، الإمارات، 2000، ص: 20.

المتقدمة التنبؤ بأغلب فترات الكساد والنشاط الاقتصادي قبل حدوثها بمدة تتراوح ما بين 6 إلى 24 شهرا.

غير أن هذا الطرح يحمل بعض الاعتراضات كون أن حالات الرواج والكساد لم تعد متعلقة فقط بتقديرات الطلب والعرض المحليين، بل أصبحت متعلقة كذلك بعوامل خارجية. ويرى روبرت سالمون أن سوق الأوراق المالية يمكن أن تكون إحدى المؤشرات الرئيسية العامة التي تبين أو تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي إلا أنها ليست مؤشرا كاملا، ذلك لأنها تعكس توقعات المستثمرين التي قد لا تصيب في جميع الأحوال، ومع هذا فإن سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشرا هاما لاتجاهات المستثمرين، ومقياسا جيدا وإن لم يكن كاملا.<sup>1</sup>

## 5.2. قناة لتنفيذ برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد:

إن عملية خصخصة مؤسسات القطاع العام، غالبا ما تتعرض إلى صعوبة التقييم الحقيقي لأصول هذا القطاع ونتيجة لذلك فقد برزت أهمية سوق الأوراق المالية كآلية لتقدير القيمة الحقيقية لأصول القطاع العام المراد خصخصته، وتعتبر العلاقة وثيقة بين نجاح عملية الخصخصة وبين وجود أسواق أوراق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ الملائم لتمويل الاستثمارات عبر حشد المدخرات.

وتؤكد الشواهد من تجارب الخصخصة في مختلف دول العالم، على أن البرامج الناجحة لعمليات الخصخصة كانت مرتبطة دائما بوجود أسواق أوراق مالية نشيطة وكبيرة، الأمر الذي جعلها قادرة على حشد رؤوس أموال ضخمة ويسمح لها باستيعاب الأوراق المالية للمشاريع المراد خصخصتها،<sup>2</sup> وعادة ما يلجأ إلى تطبيق برامج الخصخصة من خلال أسواق الأوراق المالية من أجل:

- تطوير سوق الأوراق المالية وتوسيعها وتشجيع المدخرين الصغار؛
- تقادي الشبهات في بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئات عن أخرى عند البيع؛
- رفع سيولة سوق الأوراق المالية لأن إدراج شركات الخصخصة في السوق سيرفع من رسملتها وسيولتها وسينعكس ذلك على باقي الأوراق المالية المدرجة؛<sup>3</sup>
- أن سوق الأوراق المالية تعتبر المكان التقليدي لتحويل الملكية للمشروعات الخاصة والعامة على حد سواء؛

<sup>1</sup> - زكريا سلامة، عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 65.

<sup>2</sup> - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004، ص: 13.

<sup>3</sup> - نفس المرجع.

- تستخدم الحكومات أسواق الأوراق المالية من أجل تمليك الفئات الشعبية والعمالية للمشاريع محل الخصخصة خاصة أنه في الغالب تحتوي هذه المشاريع على أعداد كبيرة من العمال، ونتيجة لانتشار ذهنية أن هذه المشاريع هي ملكية الشعب فتستخدم هذه الطريقة لاسترضائهم، وإضافة لذلك فإنه عادة ما يصاحب خصخصة المشاريع الحكومية خطر إعادة تأميمها إذ ما تغيرت التوجهات السياسية (تغير الحكومة مثلا أي حكومة ذات توجهات اشتراكية)، وتستخدم هذه الطريقة في الخصخصة (تمليك فئات شعبية وعمالية) حتى يصعب عليها ذلك.

- تتمتع سوق الأوراق المالية بقدرتها في حشد أموال ضخمة خاصة أنها تضم العديد من المدخرين والمتعاملين، ما يسمح لها بتغطية الاكتتابات في المؤسسات والمشاريع الحكومية العملاقة.<sup>1</sup>

## 6.2. آلية لتحويل المخاطر:

تسهم وظيفة تحويل المخاطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات، من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراقا مالية متنوعة لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة، حيث يؤدي التنوع إلى تخفيض علاوة الخطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، وتزيد منافع التنوع في ظل اندماج أسواق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

كما أنه من دون تنوع الأوراق المالية كان سيتعرض الأفراد إلى مخاطر السيولة، الأمر الذي يجبرهم على سحب أموالهم من المشاريع طويلة الأجل، مما يؤثر سلبا على الاستثمار، ومنه على النمو الاقتصادي.<sup>3</sup>

## 7.2. آلية لتوفير المصادر التمويلية:

تعتبر هذه الوظيفة من بين أهم الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، فمن خلال هذه الأخيرة يمكن لكل من المؤسسات الاقتصادية والعمومية الحصول على موارد مالية متوسطة وطويلة الأجل تسهل نموها وتمنح للحكومة وسائل إضافية لتحسين سياساتها في المجالين الاقتصادي والاجتماعي، ويمكن تلخيص هذا الدور من خلال:

### 1.7.2. تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع الخاص:

تعد سوق الأوراق المالية مصدرا رئيسيا لتمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل لصالح المؤسسات التابعة للقطاع الخاص، من خلال إصدار الأسهم والسندات التي يكتتبها الأفراد والمؤسسات،

<sup>1</sup> - مختار حميدة، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)، مقال بمجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009، ص:293.

<sup>2</sup> - جميلة يحيى صحراوي، مرجع سبق ذكره، ص:18.

<sup>3</sup> - Nieuwerburgh, S.V., Buelens, F., and Cuyvers, L., **Stock Market Development and Economic Growth in Belgium**, Explorations in Economic History, Vol : 43, Issue 1, USA, 2006, P :14.

وهي بذلك تمنح دورا هاما في تمويل عمليات تأسيس شركات جديدة من جهة، وفي تمويل زيادة أصول الشركات القائمة من جهة أخرى، الأمر الذي يترتب عليه زيادة معدلات النمو والأرباح ومن ثم تحقيق التمويل اللازم لعملية التنمية.

ومن زاوية أخرى ولكي تنمو المشاريع وتتطور فهي بحاجة إلى توسيع طاقتها الإنتاجية وتطوير نشاطاتها، ولتمويل هذا الاستثمار تلجأ أولا للتمويل الداخلي أو ما يسمى بالتمويل الذاتي عن طريق الأرباح غير الموزعة، أو إلى المساهمين الأصليين للوفاء بالحاجيات التمويلية للمشروع. وأمام عدم كفاية مصادرها الخاصة لتمويل استثماراتها تلجأ المشاريع إلى سياسة التمويل الخارجي بطريقتين؛ التمويل بواسطة الاقتراض من مؤسسات الإقراض (البنوك ومؤسسات التمويل المتخصصة)، أو بالبحث عن مستثمرين جدد يمكنهم الوفاء بالحاجات التمويلية لاستثمارات هذه المشاريع، وهو ما تتكفل به سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### 2.7.2. تلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع العام:

مع تزايد دور الدولة في تحمل أعباء التنمية الاقتصادية ومع تعاظم حجم الدين العمومي، لجأت الحكومات إلى إحلال سندات الخزينة، ذات البعد الزمني الطويل، محل أذون الخزينة في تمويل احتياجاتها، وهو ما يعني توجيهها إلى التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، لكن دون تخليها بالكامل عن السوق النقدية والتي يتم فيها السيطرة على الكتلة النقدية. وهنا يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي مصدر هام لتمويل عجز الميزانية وأداة مفيدة لتطبيق سياسة نقدية فاعلة في ذات الوقت.<sup>2</sup>

### 8.2. آلية للتحكم والرقابة:

يمكن لسوق لأوراق المالية أن تحفز الكفاءة في قطاع الأعمال عن طريق مراقبة الإدارة والتحكم في الأعمال، إذ ليس لدى المدخرين القدرة على التحقق بشكل فاعل من نوعية مشاريع الاستثمار أو كفاءة الإدارة، وهنا يبرز دور سوق الأوراق المالية في مراقبة سلوك المدراء في قطاع الأعمال وبتكاليف منخفضة، هذه الرقابة تعد من نوع الرقابة السابقة بما يعزز الاستخدام الكفاء للموارد المالية للمدخرين. فضلا عن ذلك تؤدي هذه السوق دور التحكم في الشركة وهو نوع من النشاط الآني.

ويخفض نشاط أسواق الأوراق المالية تكاليف الرقابة إلى حد بعيد، إذ تقوم جهة واحدة فقط بالرقابة، وهذا يعد بديلا مفضلا مقارنة بقيام كل مدخر بمراقبة أعمال الشركة بشكل منفصل بما يستلزم ذلك من تكاليف عالية وتقييد لحرية الشركة في الاستثمار وظهور مشكلة المنفعة المجاني الذي لا يسهم في تكاليف المراقبة وهو يؤمن على أمواله من خلال رقابة المدخرين الآخرين.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 139.

<sup>2</sup> براق محمد، عواج مختار، دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية، مقال بمجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد: 11، جامعة الجلفة، 2012، ص: 427.

فإذا كان لدى الوسيط المالي محفظة جيدة التنوع، ومن السهل مراقبتها من قبل المدخرين، فإن الوسيط تمكن من الإيفاء بتعهدات دفع الفائدة عن الإيداعات، والمدخرين عندئذ لا يضطرون لمراقبة الوسيط، لذلك فالوسيط ذو المحفظة المتنوعة يتمكن من تحفيز الاستثمارات الكفؤة عن طريق تخفيض تكاليف المراقبة.

ويمكن لأسواق الأوراق المالية أن تنشئ نظاما للتحكم بالشركة، فالتداول العام للأسهم وتحديد أسعارها في الأسواق الكفؤة يمكن أن يكشف المعلومات الدقيقة عن الشركة، عندئذ فإن المالكين يمكن أن يربطوا بين أجور المدراء وأسعار الأسهم، ومن شأن ذلك أن يعمل على اصطدام مصالح المدراء مع مصالح المالكين.<sup>1</sup>

## 9.2. آلية لبناء هيكل مالي ملائم للشركات:

من خلال تمكين إدارة الشركات من بناء هيكلها المالية الملائمة، التي تحقق من خلالها أفضل التوازنات بين عنصرى الربحية والمخاطرة. وفي هذا السياق يجدر أن نشير إلى اعتماد الشركات العاملة في الدول النامية اعتمادا كبيرا على إصدارات أدوات الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية، مقارنة بتلك العاملة في الاقتصاديات المتطورة، وهذا المسلك التمويلي يضيف أهمية جديدة إلى أسواق الأوراق المالية باتجاهين:

- الاتجاه الأول: باتجاه الحاجة إلى تنشيط أسواق الأوراق المالية بشكل خاص؛

- أما الاتجاه الثاني: لتأسيس وتطوير أسواق أدوات الدين لإتاحة الفرص أمام هذه الشركات لإعادة بناء هيكلها المالية بطريقة تمكنها من الاستفادة من منافع الرفع المالي حسبما بينته النظريات والتطبيقات الحديثة في الأدب التمويلي.<sup>2</sup>

## 10.2. آلية لتحسين فرص وإمكانية إقامة علاقات ترابط وقنوات اتصال مالية دولية:

يؤدي ربط أسواق الأوراق المالية عادة إلى رفع الكفاءة التشغيلية، وزيادة عمق السوق، إذ يزيد ربط هذا النوع من الأسواق من عدد شركات الوساطة المالية، ومن ثم زيادة حدة المنافسة فيما بينها على جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، وبالتالي خفض التكاليف والعمولات الإدارية، إضافة إلى ذلك فإن حدة المنافسة تساهم في تحفيز شركات الوساطة المالية على تنويع خدماتها وتطوير منتجاتها المالية، وبالتالي المساهمة في زيادة عمق السوق وخفض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، وذلك بتنويع المحافظ الاستثمارية.

<sup>1</sup> - مفيد ذنون يونس، مرجع سبق ذكره، ص: 41، 42.

<sup>2</sup> - محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، مقال بمجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 56، الكويت، 2011، ص: 142.

إلا أن زيادة عمق السوق عند ربط أسواق الأوراق المالية يعتمد على مدى التشابه بين هذه الأسواق، فكلما ازدادت درجة التشابه كلما انخفضت الاستفادة من الربط، فمثلاً، إذا كان قطاع الخدمات يحظى بنصيب الأسد من القيمة السوقية للأسواق التي تم الربط بينها، تتخفف الفوائد المتوقعة من تنويع المحافظ الاستثمارية. وبالتالي يمكن القول بأن تنوع الأسواق وانخفاض درجة تشابهها شرط أساسي للاستفادة من ربط أسواق الأوراق المالية ببعضها.

كذلك يساعد هذا الربط الشركات المدرجة في الوصول إلى قاعدة أوسع من المستثمرين ومن ثم زيادة فرص الحصول على التمويل بشروط أفضل من جهة، ويساعد هيئات أسواق المال في خفض تكاليف الإشراف والتنظيم الخاصة بسوق الأوراق المالية، مما يعني خفض العبء المالي لإدارة الأسواق المالية من جهة أخرى.<sup>1</sup>

### 11.2. آلية للتقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي :

تمثل سوق الأوراق المالية أحد القنوات التي تسعى السلطة النقدية إلى تحقيق أهدافها من خلال استخدامها عمليات السوق المفتوحة كأحدى أهم الأدوات غير المباشرة للسياسات النقدية، ويبرز هذا الدور في أسواق الدول المتقدمة التي تتمتع بوجود عدد كبير جداً من المتعاملين وأحجام كبيرة من التعاملات الأمر الذي يرفع كثيراً من فعالية السياسة النقدية ويتدخل البنك المركزي إذا ما كان راغباً في تخفيض معدلات التضخم بعرض (بيع) ما في حوزته من أوراق مالية ليسحب بذلك كتلة معينة من النقد، ويحصل العكس في ما إذا كان يرغب في معالجة حالة الانكماش المالي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - رشام كهيبة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، 2009، ص: 156، 157.

<sup>2</sup> - خلف فليح حسن، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 32.

**خلاصة:**

من خلال مضمون هذا الفصل وانطلاقاً من تشابه المصطلحين الاقتصاديين (النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية)، حيث يعرف الأول على أنه التوسع في الناتج الحقيقي أو التوسع في الدخل الفردي من الناتج الوطني الحقيقي، فهو يخفف من عبء ندرة الموارد ويولد زيادة في الناتج الوطني، أما الثاني فيركز على حدوث تغير هيكل في توزيع الدخل والإنتاج، ويهتم بنوعية السلع والخدمات المقدمة للأفراد، وهنا يظهر رغم اختلاف عناصر ومبادئ وخصائص كل منهما إلا أنهما يكملان بعضهما البعض، وقد تعددت النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية فمنها الكلاسيكي، الكينزي والحديث، حيث حاولت جميعها إعطاء مبادئ وتفسير لفهم التنمية الاقتصادية، واشتركت معظمها في اعتبار مصادر التمويل أهم مشاكل تحقيق الخطط التنموية في مختلف الاقتصاديات، ومع عجز هذه المصادر إلا أنها وجدت ضالتها من خلال التحول نحو الاستثمار الحقيقي وطويل الأجل من خلال سوق الأوراق المالية.

فضلاً عن ذلك فقد تبين من مضمون الفصل أن أسواق الأوراق المالية أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وإنمائها في الدول من خلال توفير قنوات جاذبة وسليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، وآلية للتقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعتها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها بما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهمها في السوق.

## الفصل الرابع

# الأزمة المالية العالمية 2008، نقطة التحول في مسار تطور أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الأول:

الأزمة المالية العالمية وأثرها على أداء أسواق الأوراق المالية العربية

٢٠٠٩

المبحث الثاني:

مؤشرات تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية

خلال الفترة 2009-2015

**تمهيد:**

تبين من خلال الفصل السابق أن أسواق الأوراق المالية آلية مهمة لتجميع الموارد المالية لدى أطراف المجتمع، وتوجيهها نحو الأطراف الاقتصادية، إذا فوجود أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من شأنه أن يحقق دورا مهما في تحسين أداء الجهاز المالي لها، وبالتالي تشجيع عملية جمع المدخرات المتناثرة وتجنيدها لخدمة تميمتها الاقتصادية، إن هذه الأهمية جعلت جل البلدان العربية تفكر في اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل عن طريق إنشاء أسواق الأوراق المالية.

كما تعتبر أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية اتجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية داخلية كانت أو خارجية، وهو ما تبين من خلال تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على تراجع أداء معظم الأسواق العربية بداية من أول عام لها، بسبب تراجع الطلب على النفط وإرادات السياحة وكذا تقلص تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وأيضا بسبب وجود أموال عربية ضخمة موظفة بالأسواق المالية العالمية، إضافة إلى وجود مستثمرين أجانب في الأسواق العربية اندفعوا وبشكل غير مسبوق منذ بداية الأزمة المالية لبيع أسهمهم وبأسعار منخفضة بحثا عن السيولة المالية لإنقاذ مراكزهم المالية.

وفي هذا السياق ارتأينا أن يتمحور موضوع هذا الفصل ومن خلال مبحثه الأول إلى وضع تصور واضح عن الأزمة المالية العالمية 2008 وتداعياتها على أسواق الأوراق المالية العربية وبالتالي على اقتصادياتها، بالإضافة إلى محاولة تقديم آليات فعالة لمواجهة تحديات هذا النوع من الأزمات، وذلك من خلال التعرف على أسباب حدوثها وحجم عمق تأثيرها على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، بغية التخفيف من آثارها والتقليل من أضرارها على الأجهزة المالية للدول العربية بصفة عامة والجزائر بصفة خاصة مستقبلا.

أما المبحث الثاني سيخصص للحديث عن أسواق الأوراق المالية بالدول العربية ومدى مساهمتها في إحداث تميمتها الاقتصادية، من خلال توصيف وتحليل تطور أدائها خلال الفترة (2009- 2015) بغية التعرف على أوضاعها وإبراز أهم خصائصها، ومحاولة الاستفادة من بعض تجاربها في صياغة مقومات تطوير بورصة الجزائر.

## المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية وأثرها على أداء أسواق الأوراق المالية العربية

يسعى هذا المبحث إلى تسليط الضوء على موضوع الأزمة المالية العالمية 2008 وتداعياتها والآثار المترتبة عليها وبالخصوص على أسواق الأوراق المالية العربية، فضلا على تقديم مجموعة من المقترحات التي يمكن من خلالها المحافظة على القطاع المالي وتحديد أسواق الأوراق المالية العربية من مخاطر مثل هذه الأزمات، بغرض تمكينها من تحقيق أهدافها التنموية الاقتصادية.

### 1. تعريف الأزمة المالية The Financial Crisis :

لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية، إذ توجد إسهامات فكرية مختلفة حاولت تحديد مفهوم الأزمة المالية ومن بين هذه الإسهامات نجد:

- تعرف الأزمة في إطارها العام بأنها اضطراب أو توتر في طبيعة العلاقات تنذر بوقائع حاسمة نتيجة أحداث غير متوقعة، في حين الأزمة المالية تعني أزمة البنوك وأسواق الأوراق المالية والمؤسسات الأخرى ذات العلاقة بالنشاط المالي فيؤدي حدوثها إلى تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة دول؛<sup>1</sup> وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلا بالأسواق المالية، فإن تفاقمها يؤدي إلى آثار ضارة بالاقتصاد الحقيقي كتضييق الائتمان وبالتالي انخفاض الاستثمار، مما يجر إلى أزمة اقتصادية، بل حتى إلى ركود اقتصادي.<sup>2</sup>

- وتعرف الأزمة المالية بأنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبيا يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطارا وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى.<sup>3</sup>

مما سبق من تعاريف يمكن أن نخلص إلى أن الأزمة المالية هي الانهيار المفاجئ وغير متوقع في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، سواء كانت هذه الأصول مادية إنتاجية مثل المعدات والأدوات والعقارات، وإما تكون أصول ذات طابع مالي، مثل الأسهم، السندات والمشتقات المالية، كالعقود المستقبلية مثلا، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور حاد في أسواق الأوراق المالية لدولة ما وقد يمتد إلى دول

<sup>1</sup> - العناد مجذاب بدر، الأزمة المالية العالمية 2008 : طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، عمان، الأردن، يومي 28 و29 أبريل 2009، ص:28.

<sup>2</sup> - بلعباس عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص:19.

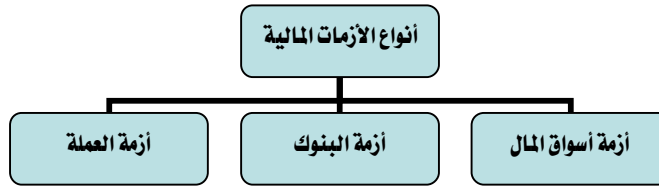
<sup>3</sup> - Rajan, Ramkishen , **Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples form East Asia**, Journal of Economic Education, Vol : 38, No :1, 2007, p:92.

أخرى في حالة ارتباط أسواقها فيما بينها وبالتالي حدوث اضطرابات اقتصادية سواء على المستوى الكلي أو الجزئي.

## 2. أشكال الأزمات المالية:

على اختلاف وتعدد أنواع الأزمات المالية والاقتصادية، يمكن تصنيفها إلى عدة أنواع كما يوضحه الشكل (4- 1) التالي:

الشكل (4- 1): أنواع الأزمات المالية والاقتصادية



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على ما سيذكر في مضمون العنصر.

يتضح من الشكل (4- 1)، هناك ثلاثة أنواع من الأزمات المالية هي:

### 1.2. أزمة أسواق المال:

تنجم هذه الأزمة كنتيجة لارتفاع أسعار الأصول كالأسهم والسندات ارتفاعا يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهذا الارتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة\*، ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأسهم عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الذي ينجم عن ارتفاع الأسعار وليس عن قدرة هذه الأصول على تحقيق الدخل، وتحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاطم الاتجاه نحو بيع الأسهم التي تعبر عن هذه الأصول، فتبدأ هذه الأسعار في التراجع والهبوط وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأسهم الأخرى، وهذه الآثار تشمل هذه الصناعة وربما يمتد أيضا إلى الصناعات الأخرى.<sup>1</sup>

### 2.2. أزمة البنوك:

تنجم الأزمة البنكية عندما يواجه البنك ارتفاعا مفاجئا وتزايدا كبيرا في الطلب على سحب الودائع، فالبنك يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل، ويحتفظ بنسبة

\* - اقتصاد الفقاعة أو اقتصاد البالون: ويصطلح عليها بالإنجليزية The Bubble Economy: هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على أسهم ما في تزايد سعرها، بطريقة تؤدي لتزايد المضاربة عليها. وقتها يبلغ سعر هذه الأسهم مستويات خيالية، في تشبيه انفتاح البالون، حتى يبلغ مرحلة ما يسمى بانفجار الفقاعة أو البالون (الانهيار) وحدوث هبوط حاد ومفاجئ في سعر هذه الأسهم. كذلك يقصد بهذا التعبير وصف بعض الاقتصادات التي تشهد رواجاً اقتصادياً كبيراً لفترات زمنية محدودة، دون أن تستند إلى قاعدة إنتاجية متينة قادرة على توليد الدخل المنتظم والاستمرار في الرفاهة والرواج على أسس دائمة ومتواصلة.

<sup>1</sup> - أبو فارة يوسف، قراءة في الأزمة المالية 2008، كلية الاقتصاد، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2008، ص:5.

معددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه البنك أزمة بنكية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، فتحدث الأزمة في هذا البنك في صورة أزمة سيولة. وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى البنوك الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة بنكية في تلك الدولة أو مجموعة دول، وليس بالضرورة أن تكون الأزمة البنكية هي أزمة سيولة، فهذه الأزمة قد تكون أزمة ائتمان (إقراض) وتحدث هذه الأزمة عندما تمتنع البنوك عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب.<sup>1</sup>

### 3.2. أزمة العملة (أزمة ميزان المدفوعات):

تحدث هذه الأزمات عند حدوث هجمات المضاربة في عملة بلد ما يؤدي إلى هبوط حاد في قيمة العملة، مما يرغم البنك المركزي إلى استخدام جزء كبير من احتياطياته من النقد الأجنبي للدفاع عن العملة المحلية، هناك اختلاف بين أزمات العملة ذات الطابع القديم وأزمات العملة ذات الطابع الحديث، حيث أن الأزمة الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإصدار النقدي بهدف الإنفاق وهذا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية للعملة، أما النوع الثاني من الأزمة فيكون غالبا بسبب حصول مضاربات على العملة وتذبذب أسعار صرفها في الأسواق المالية وهذا هو الأخطر والأشد تأثيرا على مجمل القطاعات الاقتصادية لذلك البلد ومن الأمثلة على أزمات سعر الصرف أزمة العملة في تايلاند والتي كانت السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997.<sup>2</sup>

### 3. الأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري):

بدأت الأزمة المالية العالمية المعاصرة أولا بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، مما يعني أن الأزمة أثرت على معظم دول العالم، وأن دول العالم العربي ليست بمنأى عن أعباء الأزمة العالمية ونتائجها السلبية بسبب علاقاتها الاقتصادية والبنكية الدولية التي وفرتها القنوات والأساليب المختلفة. أما درجة التأثير فتختلف من دولة لأخرى، فبالنسبة للدول العربية يتفاوت تأثير الأزمة من دولة لأخرى بناء على التزامها بالعملة، غير أن أبرز الخاسرين من العرب هم الدول النفطية فقد خسروا بشكل كبير سواء على مستوى الاستثمار المحلي أو العالمي حكومات وأفراداً.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص:6.

<sup>2</sup> - الخزرجي ثريا، الأزمة المالية العالمية الراهنة و أثرها في الاقتصاديات العربية التحديات و سبل المواجهة، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية و المالية جامعة الإسراء، الأردن، يومي 28 و 29 أفريل 2009، ص:11.

### 1.3. الأسباب المؤدية لحدوث الأزمة المالية العالمية 2008:

أما بخصوص أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 فقد اختلف الاقتصاديون في تحديد علمي ودقيق لأسباب حدوثها، غير أن معظمهم صنفها في أسباب مباشرة وغير مباشرة تمثلت بالطبيعة غير المستقرة للنظام الرأسمالي وعزوها إلى مجموعة من الأسباب لعل أبرزها ما يلي:

#### 1.1.3. الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية:

شهد الاقتصاد الأمريكي ركودا ملحوظا في عام 2008، ويمكن الاستدلال على ذلك بمؤشرات من أسواق الأوراق المالية، فقد هبط مؤشر داو جونز Daw Jonze الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى بمقدار 679 نقطة، وانخفض مؤشر ستاندارد أند بور S&P بنحو 75 نقطة، وانخفض مؤشر ناسداك ب: 95,2 نقطة.<sup>1</sup> ومن مؤشرات السوق الحقيقي الدالة على الركود زيادة عجز الموازنة بمقدار 455 مليار دولارا، والذي بلغت نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي ب 3,2%، كما وصل إجمالي النفقات العامة إلى 2,98 تريليون دولار، بارتفاع بلغت نسبته 9,1% عن عام 2007، وهي أعلى نسبة ارتفاع منذ عام 1990. ومن جانب آخر انخفض متوسط سعر المنازل في أميركا بنسبة 9,5% وهو أكبر انخفاض منذ عام 1999، وفي الواقع أن الاقتصاد الأمريكي هو السبب الأساسي وراء الأزمة المالية 2008، ووراء انتقالها إلى البلدان الأخرى، والسبب في ذلك أن الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر بلد مستورد في العالم، بالتالي فإن ظهور الركود الاقتصادي فيها سينعكس على صادرات دول العالم الأخرى، ناهيك عن التقلبات الواضحة في سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى، وعن العولمة الاقتصادية التي جعلت دول العالم سريعة التأثر بما يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>2</sup>

#### 2.1.3. التوسع في منح قروض الرهن العقاري:

نتيجة لتخفيض سعر الفائدة الأمريكي تشجعت العديد من البنوك على منح قروض لشراء المساكن بفائدة متدنية وصلت إلى 5%، فسارع المستهلكون على شراء المنازل في مختلف أنحاء أمريكا، ونتيجة توفر السيولة لدى البنوك والفائض النقدي بسبب السياسة التوسعية والقدرة على خلق النقود تشجعت البنوك على إعطاء المزيد من القروض العقارية، مما أدى إلى زيادة غير مسبوقه في أسعار العقارات، فأصبح المنزل الذي كان سعره 150 ألف دولارا مثلا يساوي 300 ألف دولارا.

إن ازدهار سوق العقارات أدى إلى ارتفاع حجم التمويل العقاري، الأمر الذي مثل ضغطا إضافيا على الطلب على العقارات بسبب وفرة التمويل وشروطه الميسرة. ومن جانب آخر قامت المؤسسات المالية التي أخذت هذه العقود الائتمانية بطرح هذه القروض كسندات استثمارية مما أدى إلى وجود سوق ثانوية

<sup>1</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص، ص: 72، 73.

<sup>2</sup> - عامر يوسف العتوم، أسباب الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الرابع للبحث العلمي، جامعة اليرموك، الأردن، ب ت ن، ص: 5.

مهمتها التجارة في هذه القروض وبيعها لعدة مرات، والنتيجة أن الفجوة بين الأسعار الحقيقية والأسعار السوقية قد اتسعت إلى حد كبير. وحينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية (الرهون الأقل جودة subprime) أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، والواقع أن حجم القروض كان يعطى أولوية على نوع القروض.<sup>1</sup>

وحتى يطمئن المستثمر قامت هذه الشركات بالتأمين على القروض والسندات في حالة التعثر وعدم السداد. ويتكرر السيناريو والنتيجة المتوقعة والمحتملة أن المدين الأول قد يعجز عن السداد فيضطر إلى بيع العقار. ونتيجة تخلف كثير من المدينين عن السداد أصيب العديد من المؤسسات المالية بالعسر المالي الحقيقي، كما أن السندات العقارية فقدت قيمتها السوقية، فضلا عن قيام العديد من مؤسسات القروض المالية بإعطاء قرض ثانوي على نفس البيت، وأصبح البيت الواحد إما مرهون لأكثر من جهة، أو عليه أكثر من رهن.

وأشار تقرير صندوق النقد الدولي عام 2008 إلى أن الخسائر التي تكبدتها معظم البنوك جراء أزمة الرهون العقارية تقدر بمبلغ 945 مليار دولار.<sup>2</sup> وقد تركزت هذه الخسائر فيما يلي:<sup>3</sup>

- انخفاض أسعار العقارات؛
- انخفاض قيمة الأصول المالية المرتبطة بالرهون العقارية؛
- هزات أسواق الأوراق المالية التي أدت إلى انهيار الأسعار؛
- خسائر الأصول المالية التي بلغت عشرات المليارات من الدولارات في بعض البنوك مثل حالة سيتي بنك الذي كان أول بنك عالمي خسر في هذه الأزمة.

### 3.1.3. توريق الديون العقارية:

التوريق عملية تحويل الموجودات غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول،<sup>4</sup> وفيما يتعلق بالأزمة المالية العالمية فإنه يعني تحويل الديون (التي اقترضها الذين اشتروا المنازل) من المقرض الأساسي (البنك وغيره من المؤسسات المالية المانحة) إلى مقترضين آخرين وذلك في شكل أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال.<sup>5</sup> فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، فكأن البنك

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص، ص: 6، 7.

<sup>2</sup> - عمر ياسين محمود خضيرات، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة 2008 وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، مقال علمي، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، ب س ن، ص: 11.

<sup>3</sup> - نفس المرجع.

<sup>4</sup> - سنقرط سامر، التوريق كأداة تمويل واستثمار، مقال بمجلة المصارف في الأردن، المجلد 21، العدد 2، عمان، 2002، ص: 35.

<sup>5</sup> - بلواجي احمد، أزمة عقار.. أم أزمة نظام، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص، ص: 262، 263.

لم يكتف بالإقراض الأولي بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وقد ساعدت عملية التوريق على نقل المخاطر من القروض المفردة وتجميعها وتوزيعها على حائزي الأوراق والجهات الضامنة. وهكذا تضاعف الاهتمام بالتقييم الموضوعي للمخاطر، كما تضاعفت دقة تقييم الضمانات.<sup>1</sup>

### 4.1.3. نقص أو انعدام الرقابة على المؤسسات المالية:

في الوقت الذي انخفضت فيه أسعار العقارات، ومن ثم غرق المواطنون في الديون، وأصبحت المؤسسات النقدية على مشارف الإفلاس، وساعد على هذا الوضع المتأزم أربعة عوامل، الأول يتمثل في شبه غياب الرقابة من قبل السلطات النقدية على العمل البنكي، والثاني يتركز في المضاربات في بورصة "وول ستريت"، والثالث يدور حول انتشار استخدام أدوات مالية مبتكرة كالمشتقات المالية، والرابع ينحصر في فساد الإدارة العليا في كثير من هذه المؤسسات، مما جعلها لا تهتم كثيرا بالقواعد البنكية قدر اهتمامها بالمرتبات الخيالية التي كانت تتقاضاها، فمثلا بلغت مرتبات ومكافآت رئيس بنك "ليمان براذرز" 486 مليون دولار عن عام 2007. ومما لا شك فيه أن سياسات التحرير المالي ساهمت في زيادة حدة هذه المشكلة.<sup>2</sup>

### 4.1.3. الإفراط في استخدام المشتقات المالية:

قد بلغ حجم عقود المشتقات على اختلاف أصنافها 25372 بليون دولار أمريكي في نهاية شهر جوان سنة 2009، وهي موزعة كالتالي:<sup>3</sup>

- 2470 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات العملات؛ - 15478 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات سعر الفائدة؛ - 879 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات الأسهم؛ - 689 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات السلع؛ - 5855 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات أخرى.

أما المبلغ الإجمالي لجميع المشتقات غير المسددة قدر من قبل بنك التسويات الدولي\* بمبلغ 600 تريليون دولار، أكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي.

<sup>1</sup> - عمر ياسين محمود خضيرات، مرجع سبق ذكره، ص: 19، 20.

<sup>2</sup> - عامر يوسف العتوم، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

<sup>3</sup> - شابرا محمد عمر، الأزمة المالية العالمية: هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها، ترجمة د. رفيع المصري، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي - جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص: 32.

\* - بنك التسويات الدولية (BIS) Bank for International Settlements هو منظمة دولية للبنوك المركزية تقوي التعاون المالي والتمويلي العالميين وتعمل كبنك للبنوك المركزية. ولا يخضع للمساءلة أمام أي حكومة. ويقوم البنك بأعماله من خلال لجان فرعية، والأمانات التي تستضيفها، وعبر لقاءها العام السنوي لجميع الأعضاء. ويؤدي أيضا خدمات بنكية، ولكن فقط للبنوك المركزية، أو للمنظمات الدولية مثله، يقع مقر البنك في بازل، سويسرا، وكان قد تأسس وفق اتفاقيات لاهاي عام 1930.

## 5.1.3. عدم مراعاة قواعد الحوكمة الرشيدة:

من خلال منح مكافآت وأجور مغالى فيها لمدراء البنوك اعتمادا على الأداء الرقمي للمؤسسات المالية وليس الأداء الحقيقي، فضلا عن عدم المصداقية والشفافية والوضوح في البيانات المالية، وأن غياب الشفافية وضعف الحوكمة ناتج عن عدم فاعلية الضوابط المركزية والقيود الفيدرالية في الرقابة والتأكد من تطبيق القواعد الخاصة بالحوكمة والشفافية والإفصاح.<sup>1</sup>

## 6.1.3. الدور السلبي لوكالات التصنيف الائتماني:

قيام وكالات التصنيف الائتماني Credit Rating Agencies بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا نظرا لأنها صادرة عن بنوك كبيرة وقوية، مثل مورغان ستانلي، وليمان براذرز، فقامت بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آمنا (AAA) وبذلك تحملت جزءا من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر الذي تتعرض له أو على الأقل كانت غير مدركة له آنذاك.<sup>2</sup>

## 7.1.3. أسباب أخرى:

ومنها:

- نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأعلى؛<sup>3</sup>

- لعل من أهم الأسباب غير المباشرة للأزمة هي النفقات العسكرية على الإرهاب في العراق وأفغانستان، فالولايات المتحدة تتفق كل ثلاثة دقائق مليون دولارا لحربها على العراق، مما يعني نزيه للسيولة العالمية، وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي. وذلك بإصدارها سندات خزينة، ولهذه السندات سمعة عالمية كبيرة مصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي وهو اقتصاد يعتمد على الإنتاج واستخدام التكنولوجيا، لذلك يستثمر بها معظم بلاد العالم بلا استثناء؛

- انتشار الفساد الأخلاقي مثل: الاستغلال والكذب والشائعات المفرضة والغش والتدليس؛

<sup>1</sup> المشاط عبد المنعم، الشفافية والإفصاح في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها على مصر، ملخص تصاعد الاندماجات وتعاضم الاحتكارات العملاقة وتأثيره على الشفافية والإفصاح في العالم ومصر، مصر، 2009، ص:5.

<sup>2</sup> بلقاسم زايري، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الأفارقة والتحديات، جامعة شلف، 25 و26 أكتوبر 2005، ص، ص:7، 8.

<sup>3</sup> قنطقجي سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، 2008، ص:61.

- التوسع في الإنفاق الاستهلاكي؛

- التوسع في منح بطاقات الائتمان بدون رصيد.<sup>1</sup>

وأخيرا يمكن القول أنه وفي ظل الظروف الحالية وما يوفره التقدم التكنولوجي في مجال نقل المعلومات والاتصالات من انفتاح في أسواق الأوراق المالية العالمية، بحيث لم يعد باستطاعة أي دولة مهما بلغ شأنها الاستغناء عن العالم وأصبحت حركة الأموال فيما بين الدول تمثل أضعاف حركه التجارة العالمية، ونتيجة لترابط هذه الأسواق العالمية فإن أي أزمة قد تلحق بمؤسسه مالىة أو باقتصاد ما سيمتد أثرها للمؤسسات والاقتصاديات الأخرى. ولأن هذه الأزمة ضربت أكبر مركز مالي عالمي فلا بد أن تطل تداعياتها العالم بأسره. ويشار للعلوة كأحد أهم الأسباب التي أدت إلى تعميق هذه الأزمة والتي يعتقد أن أهم آثارها تكمن في فقدان المستثمرين الثقة في الأسواق، تلك الثقة التي تعد الركيزة الأولى في استقرار هذه الأسواق، إذ أنه مع انعدام الثقة فإن عملية النشاط الاقتصادي ستكون عاجزة عن الدوران وسيقوم المستثمرون بتفضيل جانب الأمان على حساب تحمل أي مخاطر مما سيزيد من حدة الأزمة المالية العالمية، إلا أنه وفي الوقت نفسه فإن الأزمات المالية تعد بمثابة الخطر الذي لا مفر من وقوعه في مسيرة الاقتصاد العالمي وأنه ينبغي اغتنام الفرصة (إن صح التعبير) لاتخاذ الإجراءات الكفيلة بإعادة تنظيم الاقتصاديات العالمية.

### 2.3. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العالمية :

شهدت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم تقريبا انخفاضات كبيرة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيارات غير المتوقعة للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى، وترتب على الأزمة زيادة تخلي المستثمرين على ملكية الأسهم وتوجههم بشكل كبير على شراء سندات الخزانة الأمريكية نظرا ل ضماناتها القوية، وقد لجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك، وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية.<sup>2</sup>

وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لعام 2008 على أسواق الأوراق المالية الأمريكية، انخفاض مؤشر MSCI World Index الذي تحتسبه شركة مورجان ستانلي\* لكافة أسواق الأوراق

<sup>1</sup> - عامر يوسف العتوم، مرجع سبق ذكره، ص:8.

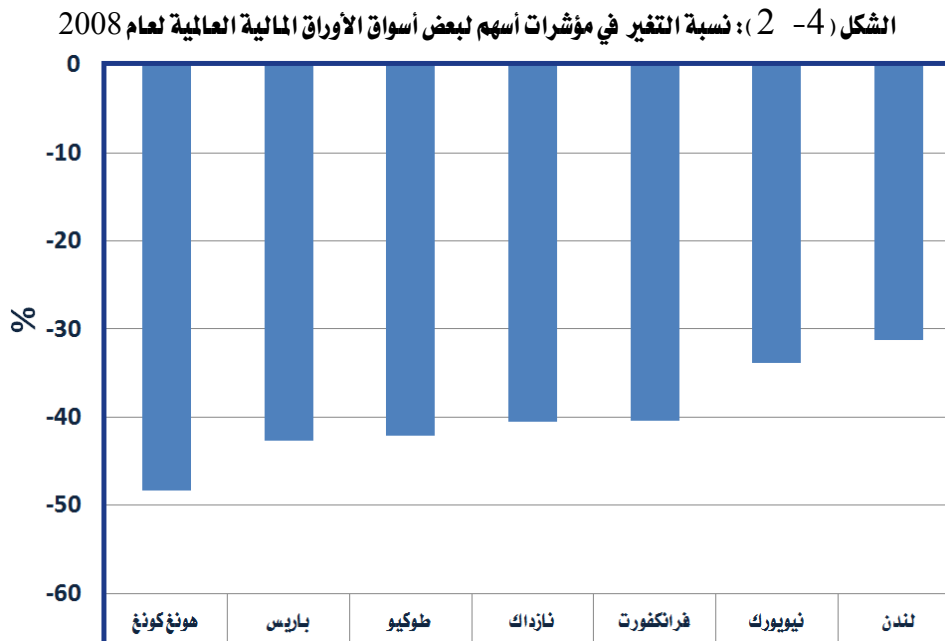
<sup>2</sup> - حجاج محمد الهاشمي، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2012، ص:138.

\* - مورغان ستانلي (بالإنجليزية Morgan Stanley) : هي مؤسسة خدمات مالية واستثمارية أمريكية متعددة الجنسيات، تعتبر من أكبر المؤسسات المصرفية في الولايات المتحدة والعالم، يقع مقرها في مبنى مورغان ستانلي الرئيسي، وسط مانهاتن، مدينة نيويورك. مورغان ستانلي تعمل في 42 دولة ولديها أكثر من 1300 مكتب و60.000 موظف، تأسست الشركة في 16 سبتمبر 1935 في نيويورك على يد جي بي مورغان وشركاؤه.

المالية في العالم (المتطورة والناشئة) بنسبة 42,1% لعام 2008 مقارنة بعام 2007، كما تراجع القيمة السوقية للأسواق الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات WFE بأكثر من 28 تريليون دولار مقارنة مع نهاية 2007.

وضمن هذا الإطار، شهدت الأسهم الأمريكية انخفاضا في أسعارها خلال سنة 2008 مقارنة مع عام 2007، حيث انخفض مؤشر Nasdaq Composite المركب ومؤشر S&P500 ومؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial بنسبة 40,5% و 38,5% و 33,8% على التوالي مقارنة مع إغلاق عام 2007.<sup>1</sup>

كما شهدت معظم أسواق الأسهم في أوروبا وآسيا تراجعا في أدائها، حيث انخفض مؤشر CAC40 لبورصة باريس بنسبة 42,7%، وانخفض مؤشر DAX Xetra لبورصة فرانكفورت بنسبة 40,4%، كما انخفضت أسعار الأسهم في بورصة لندن حسب مؤشر FTSE100 بنسبة 31,3%، وانخفضت أسعار الأسهم في بورصة هونغ كونغ حسب مؤشر Hang Seng بنسبة 48,3%، كما شهدت أسعار الأسهم في بورصة طوكيو انخفاضا حسب مؤشر NIKKEI225 بنسبة 42,1%، وهو ما يوضحه الشكل (4-2)، وكان السبب الرئيسي وراء هذه الانخفاضات هو ارتفاع حدة المضاربات في أسواق الأوراق المالية العالمية.

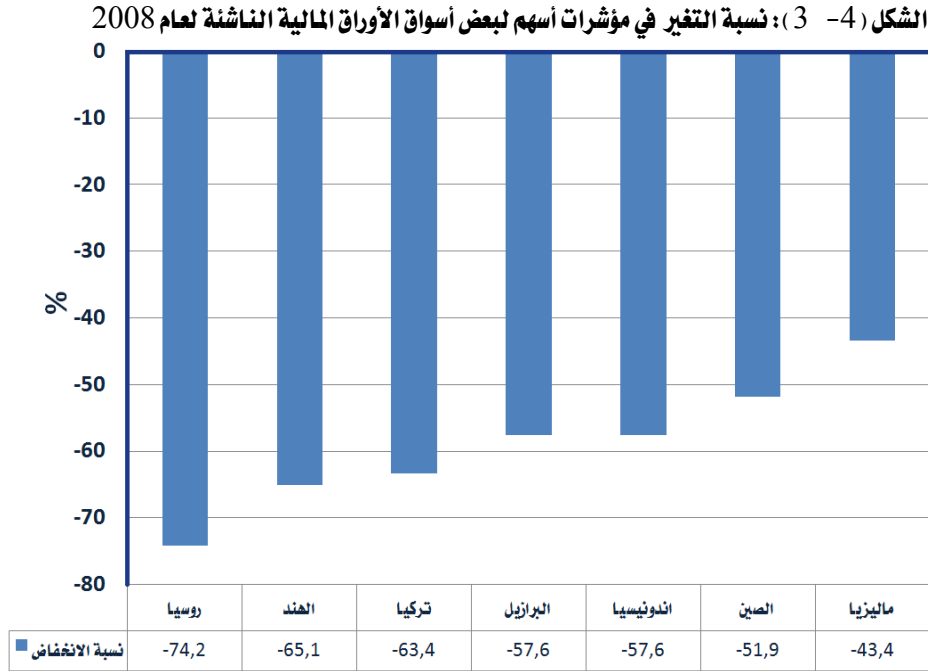


المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بورصة عمان، التقرير السنوي 2008، مرجع سبق ذكره، ص:15

أما بالنسبة للأسواق الناشئة Emerging Markets فقد شهدت انخفاضا كبيرا في أدائها، حيث انخفض مؤشر MSCI EFM Index للأسواق الناشئة بنسبة 54,4%، كما أظهرت الأرقام القياسية

<sup>1</sup> - بورصة عمان، التقرير السنوي 2008، عمان، الأردن، ص:15.

(مؤشرات الأسهم) الصادرة عن مؤسسة مورجان ستانلي خلال عام 2008 تراجعاً في مستويات أدائها، حيث أظهرت مؤشرات أسعار الأسهم مقيمة بالدولار الأمريكي تراجعاً في أداء أسواق الأوراق المالية كل من روسيا والهند وتركيا والبرازيل واندونيسيا والصين وماليزيا وجنوب أفريقيا لإغلاقات عام 2008 بنسبة 74,2% و 65,1% و 63,4% و 57,6% و 57,6% و 51,9% و 43,4% و 40% على التوالي مقارنة بإغلاقات عام 2007، و الشكل (4- 3) يبرز ذلك:



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بورصة عمان، التقرير السنوي 2008، مرجع سبق ذكره، ص:19.

يمكن تصور حجم الخسائر التي لحقت بأسواق الأوراق المالية العالمية، وقدر الانخفاض الذي لحق بالأوراق المالية، وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية خلال سنة 2008 من خلال استعراض الجدول (4- 1) التالي:

الجدول (4 - 1) : معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول خلال عام 2008

الدول	معدل الانخفاض	القطاعات الأكثر تضررا من الأزمة
الولايات المتحدة	36%	قطاع البنوك والعقارات والسيارات
اليابان	46%	قطاع السيارات والصادرات
ألمانيا	41%	قطاع البنوك والسيارات، والدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا اقتصاديا
بريطانيا	34%	قطاع البنوك والعقارات، وأول دولة في العالم تواجه ركودا
كندا	34%	العقارات وهي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الأزمة
فرنسا	42%	قطاع البنوك والسيارات
الصين	50%	النشاط الصناعي واضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات
الهند	50%	النشاط الصناعي رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7%
إيطاليا	49%	قطاع الطيران
المكسيك	33%	قطاع البترول
روسيا	66%	قطاع البترول
أندونيسيا	50%	قطاع الأخشاب وتراجع معدلات النمو من 10% إلى 6%
كوريا الجنوبية	42%	قطاع التصدير
تركيا	53%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
السعودية	40%	قطاع البترول
جنوب أفريقيا	36%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
استراليا	42%	قطاع الزراعة
البرازيل	44%	قطاعات المعادن والأخشاب والسيارات
الأرجنتين	65%	بسبب عدم تعافى اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 75

يتضح من خلال بيانات الجدول (4 - 1) أن كبرى اقتصاديات العالم تأثرت أسواق أوراقها المالية جراء الأزمة المالية العالمية، من خلال تدهور القيم السوقية لأسهم أهم قطاعاتها الإستراتيجية، فمثلا واجهت ألمانيا متوسط انخفاض في أسعار أسهم كل من قطاعي البنوك والسيارات بنحو 41%، أما أقصى انخفاض شاهده أسهم القطاع البترولي في روسيا بنسبة انخفاض تقدر بحوالي 66%.

### 3.3. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العربية :

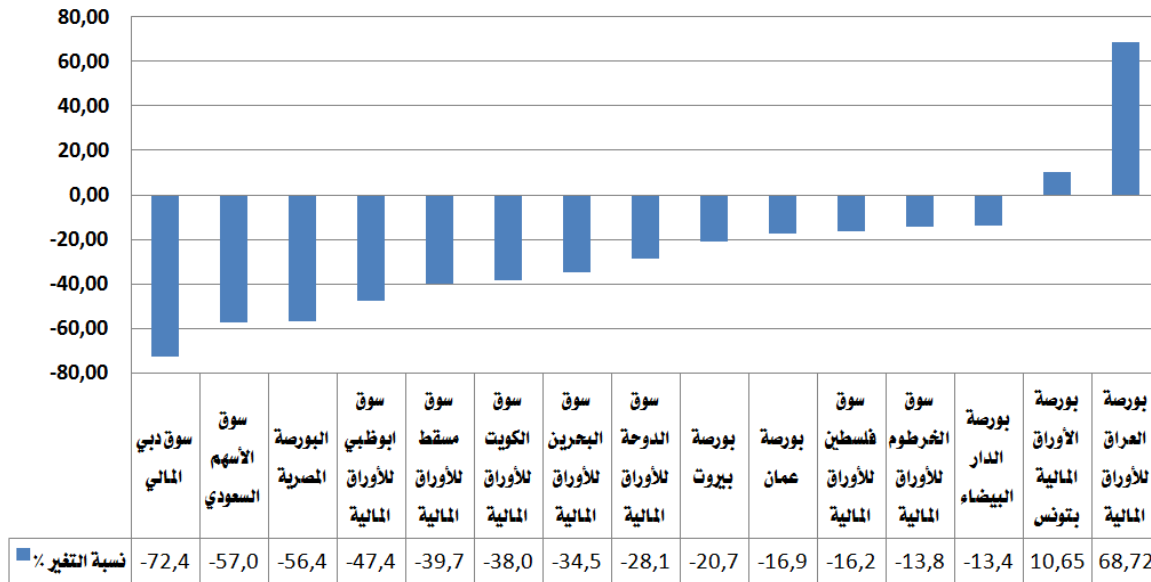
شهدت معظم أسواق الأوراق المالية العربية تراجعا في أداؤها خلال العام 2008 متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية التي عصفت بمعظم الأسواق المالية العالمية والتي بدأ تأثيرها بالظهور بشكل واضح على أسواق الأوراق المالية العالمية كما سلف ذكره والعربية في شهر سبتمبر من عام 2008، فقد أدت أزمة الرهن العقاري والمنتجات المالية المتعلقة بتلك الرهونات العقارية المتعثرة إلى انهيارات واستحوادات

في مؤسسات مالية ضخمة نتيجة الخسائر الكبيرة التي تكبدتها مما أدى إلى اتساع أزمة الرهن العقاري إلى أبعد من منشأها الأصلي وهو الولايات المتحدة الأمريكية. ونتج عن ذلك أزمة ائتمان وبدأت اقتصاديات الدول الكبرى تظهر عليها مؤشرات حدوث انكماش اقتصادي. وتشير الأرقام السالفة الذكر إلى تكبد أسواق الأوراق المالية حول العالم خسائر كبيرة.<sup>1</sup>

### 1.3.3. تداعيات الأزمة على أداء مؤشرات أسعار أسهم الأسواق العربية:

بعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 وفي بداية عام 2008، عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وبشكل كبير خلال النصف الثاني من عام 2008 وانخفضت أحجام التداول باستثناء سوق العراق وبورصة تونس للأوراق المالية كما يوضحه الشكل (4-4).

الشكل (4-4): نسبة تغير مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية العربية خلال عامي 2007، 2008

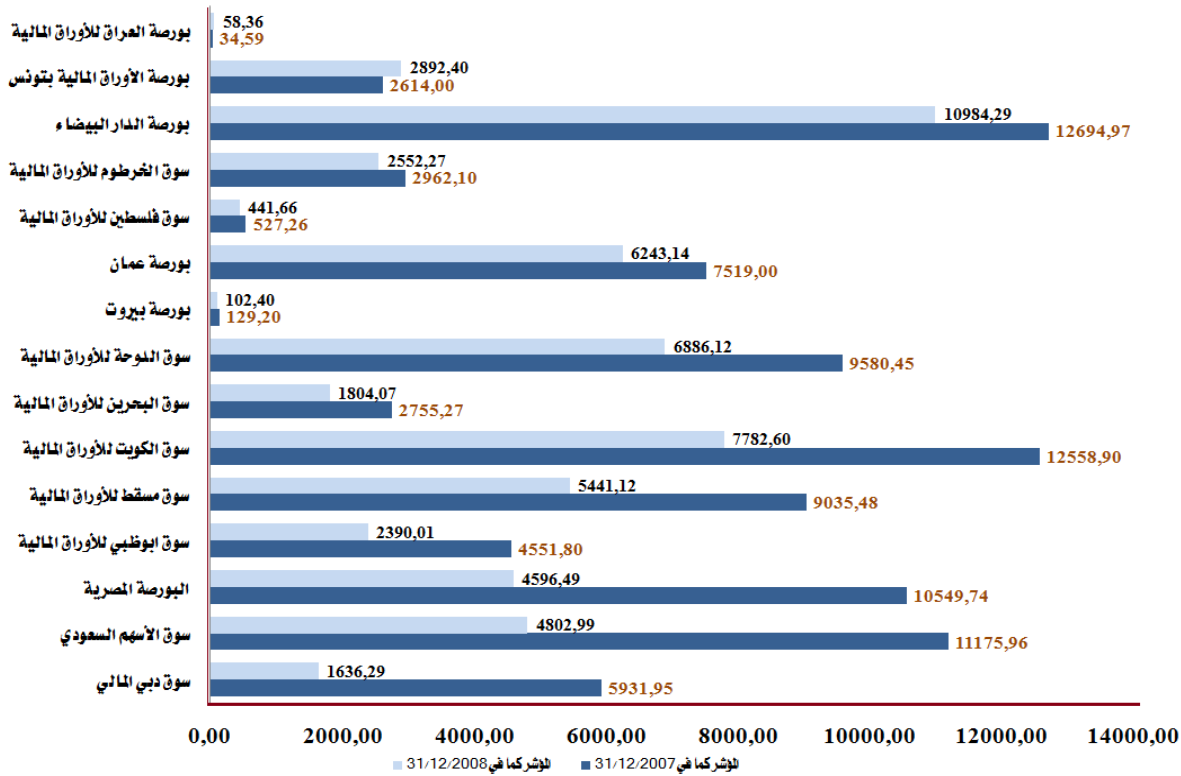


المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008، ص:12.

في ذات السياق انخفض المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بما نسبته 49,4% ليصل إلى 166,2 نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة مع 328,7 نقطة مع نهاية عام 2007، أما فيما يتعلق بالأداء الفردي لأسواق الأوراق المالية العربية، وفقا لمؤشراتها المحلية المقيمة بالعملات المحلية والشكل (4-5) يوضح تطور مؤشرات أسعار الأسواق العربية خلال نهاية عامي 2007 و2008.

<sup>1</sup> - بورصة عمان، التقرير السنوي 2008، مرجع سبق ذكره، ص:15.

الشكل (4- 5): تغير مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية العربية خلال عامي 2007 و2008 (نقطة)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008، ص: 12.

نلاحظ من خلال بيانات الشكل (4- 5) تسجيل مؤشر سوق دبي المالي نهاية عام 2008 أكبر تراجع بقيمة 4295,66 نقطة من بين الأسواق العربية مقارنة بنهاية عام 2007، محققاً بذلك نسبة تراجع بلغت 72,42 %، تليه السوق المالية السعودية بنسبة 57,02 % وسجلت البورصة المصرية خسارة بلغت نسبتها 56,43 %، ثم سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 47,49 % وتراجعت سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 28,12 %، بينما تعتبر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أقل البورصات العربية تراجعاً خلال عام 2008 وذلك بنسبة 13,48 %.

### 2.3.3. تداعيات الأزمة على أحجام أسواق الأوراق المالية العربية:

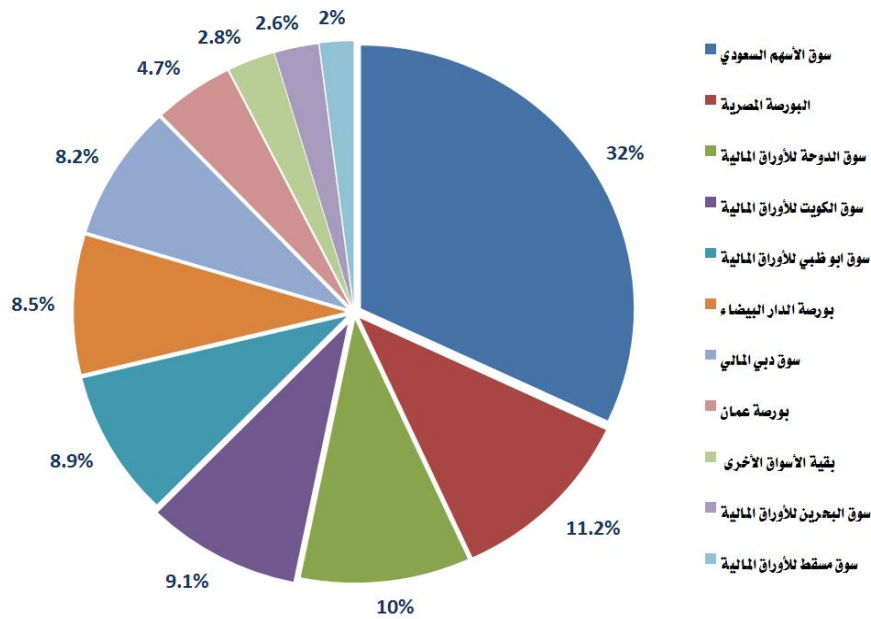
بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد عرفت تراجعاً كبيرة خلال عام 2008 وبدرجات متفاوتة بحسب تأثر كل دولة بالأزمة المالية، ويمكن تلخيص أحجام أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، الإمارات، 2009، ص- ص: 132 - 136.

## 1.2.3.3. القيمة السوقية:

حسب البيانات الصادرة عن صندوق النقد العربي فقد انخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2008 بنسبة 42,5% لتبلغ نحو 769,589 مليار دولار أمريكي، مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية عام 2007. ولقد انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52,5% لتبلغ حوالي 246,54 مليار دولار، وانخفضت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54,3%، وسوق الكويت بنحو 41,8%، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 43,2%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38,1%. وبذلك تغير الحجم النسبي للأسواق العربية، حيث شكلت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية ما نسبته 32% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية، تلتها سوق مصر بنحو 11,2%، وسوق الدوحة بنحو 10%، وسوق الكويت بنحو 9,1%، وسوق أبو ظبي بنحو 8,9%، في حين تراوحت سوق دبي المالي إلى حوالي 8,2%، أما حصة بورصة الجزائر كانت الأضعف بنسبة 0,01%، وهذا ما يوضحه الشكل (4- 6) الموالي.

الشكل (4- 6): التوزيع النسبي للقيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، ص: 132.

## 2.2.3.3. عدد الشركات المدرجة وقيمة الأسهم المتداولة:

بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد انخفض في نهاية عام 2008 ليبليغ 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007، في حين بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 حوالي 997,87 مليار دولار أمريكي، مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9,9%، مقارنة مع قيمة تداولات عام 2007. وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ثلاثة أسواق فقط وهي

سوق الأسهم السعودية، وسوق الكويت، وسوق الإمارات ما نسبته 80,5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، منها 52,4% حصة سوق الأسهم السعودية وحدها.

### 3.2.3.3. عدد الأسهم المتداولة:

انخفض عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية خلال عام 2008 بنسبة 5,9% ليلج نحو 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداولهم خلال عام 2007، وتشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية والكويت والإمارات ما نسبته 87,5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 26,6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية.

يتبين من خلال التحليل السابق أن دول الخليج العربي تأثرت بشكل أكبر بالأزمة مقارنة بباقي الدول العربية بحكم الصلات والروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي، حيث شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تقلبات حادة من جراء الأزمة المالية العالمية واندفع المستثمرين العرب والأجانب لبيع أسهمهم وبكميات كبيرة لإنقاذ مراكزهم المالية، وتعتبر سوق الأسهم السعودية من أكبر الأسواق العربية تضررتا لتتها السوق المصرية وسوق الإمارات.

### 4.3. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على الجزائر:

مما لا شك فيه أن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات العالمية تأثر بالأزمة المالية العالمية، وإن كان بنسبة أقل مقارنة بالدول الأخرى وذلك للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- عدم وجود سوق أوراق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر؛
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها؛
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذلك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات، ذلك ما يجعله في مأمن من أي كساد قد يصيب الاقتصاد العالمي والكثير من الدول التي تعتمد على صادرات قد تتأثر بالركود والكساد في الدول المستهلكة لمنتجاتها؛
- اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما جنبها انعكاسات انخفاض أسعار البترول خلال تلك الفترة.

<sup>1</sup> - فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاديات العربية، مقال بمجلة أبحاث روسيكادا الدولية، بدون رقم العدد، جامعة سكيكدة، بدون سنة نشر، ص، ص: 15، 16.

## 5.3. الدروس المستفادة من تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق العالمية والعربية:

تشكل الأزمة المالية العالمية 2008 فرصة هامة لأسواق الأوراق المالية العربية لدراساتها واستخلاص العبر منها والعمل على توفير المناخ المساعد في تفادي وقوع أسواق المنطقة في أزمات متشابهة في المستقبل أو على الأقل الحد من تداعياتها في حال وقوعها. وفي ضوء ما تقدم يمكن استخلاص ما يلي:<sup>1</sup>

- أن حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 يشير إلى حالة من الخلل في الاقتصاد بدأت من القطاع المالي وامتدت إلى القطاع الحقيقي؛

- تعزى الأزمة المالية العالمية المعاصرة إلى جملة من الأسباب ترتبط بشكل واضح بآلية عمل النظام الرأسمالي، وقد كان أولها الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم الاعتماد الملحوظ على الأدوات المالية القائمة على سعر الفائدة كقروض الرهن العقاري، وما ترتب عليه من عملية توريق لهذه القروض، الأمر الذي زاد من المشكلة لاسيما في ظل تدني مستوى الرقابة على المؤسسات المالية، بالإضافة إلى أسباب أخرى، كاستخدام المشتقات المالية، وانتشار الفساد الأخلاقي، ونظام جدولة الديون، وغيرها من الأسباب؛

- اعتمادا على الخصائص التي تمتاز بها البنوك الإسلامية، يظهر أن الأسباب الرئيسة للأزمة المالية العالمية مستبعدة من قبلها، فطبيعتها تقتضي استبعاد سعر الفائدة، وتحريم تجارة (توريق) الديون، ومنع المضاربة التقليدية من خلال المشتقات المالية، بالإضافة إلى ضبط خلق الائتمان بما يتناسب مع نمو القطاع الحقيقي، ناهيك عن تمتع البنوك الإسلامية بدرجة أعلى من الرقابة. وهو ما جعل تأثير البنوك الإسلامية بالأزمة عند مستوى أقل من تأثير البنوك التقليدية؛

- أن مساهمة البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية تتمثل بتوفير بدائل تمويل تستمد معظم خصائصها من الإطار العام للعمل المصرفي الإسلامي، والتي تعني ضمنا استبعاد الأسباب الرئيسة للأزمة المالية العالمية. وإحلال نظام المشاركة في الربح والخسارة، والتركيز على الاستثمار الحقيقي، والبعد عن العائد المضمون والمحدد مسبقا كنسبة من رأسمال ضمانا لتحقيق العدالة بين المتعاقدين؛

- السعي إلى توجيه المؤسسات المالية العربية إلى زيادة عمليات الاندماج وذلك بغية زيادة التنافسية الدولية وتقليل مخاطر الاستثمار داخل هذه البلدان. وعدم التوسع في التعامل بالمشتقات المالية؛

- ضرورة الابتعاد عن نظام سعر الصرف الواحد والتحول إلى نظام سلة العملات، ويقوم البلد بربط عملته بسلة من العملات العالمية وبالتالي المحافظة على استقرار أكبر في قيمة العملة المحلية؛

<sup>1</sup> - إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية العدد 9، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2009، ص- ص: 17- 20.

- ضرورة اعتماد وتطبيق معايير اتفاقية بازل، وذلك لضمان تحقيق الاستقرار المالي في البلدان العربية وهو ما يعني التركيز على كفاية رأس المال وإدارة المخاطر وهما عنصران في غاية الأهمية لضمان الاستقرار المالي على المدى الطويل؛
- السعي الحثيث نحو تنويع موارد الدخل الوطني داخل هذه البلدان لتقليل ظاهرة التبعية الاقتصادية؛
- زيادة الرقابة التي تتولاها البنوك المركزية على بنوك الاستثمار وكافة المؤسسات المالية والبنكية داخل الدول العربية، فضلا عن زيادة الرقابة على الاستثمارات المالية الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية وعدم ترويج هذه الاستثمارات بدون ضوابط تحكمها وتتحكم بها؛
- على أسواق الأوراق المالية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، مما يستوجب التوازن بين الحاجة لتطوير الأسواق ودعم السيولة فيها، من جهة، والانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في الأسواق العربية، وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق باعتمادها، من جهة أخرى؛
- هناك شبه إجماع مؤخرا بأن الأزمات المالية التي توالى على النظام العالمي في السنوات الماضية إنما تكشف عن فشل في حوكمة الشركات، إن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات وخاصة ما تعلق بمبادئ الشفافية والإفصاح يسهم بشكل مباشر في تعطيل العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ضوء التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة، ولهذا يكتسب انتهاج مبادئ حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة العربية تحديدا، وخاصة القطاع البنكي لأن تعثر هذا القطاع جراء عدم الالتزام بمبادئ سليمة لحوكمة الشركات من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموما؛
- تعزيز إمكانية وضع آلية العمل العربي المشترك في بناء منظومة متكاملة من ضوابط وتنظيمات رقابية بما يساهم في النهوض بواقع الإشراف والرقابة الداخلية والخارجية على القطاع المالي داخل الدول العربية.

## المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2009 - 2015)

في هذا الصدد تؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ في أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة والتي يرصد تطوراتها كل من صندوق النقد العربي FMA واتحاد البورصات العربية AFE، وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2009 - 2015).

### 1. تطور الأداء من خلال المؤشرات المركبة لأسعار أسواق الأوراق المالية العربية (2009 - 2015):

سنحال من خلال هذا العنصر تحليل أداء الأسواق العربية للأوراق المالية من خلال ما تبرزه قيم المؤشرين المركبين لأسواق الأوراق المالية العربية. واللذان يقيسان أداء الأسواق العربية مجتمعة والصادرين عن مؤسستي صندوق النقد العربي واتحاد البورصات العربية، وهما:

- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي AMF Indices؛

- مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40 .

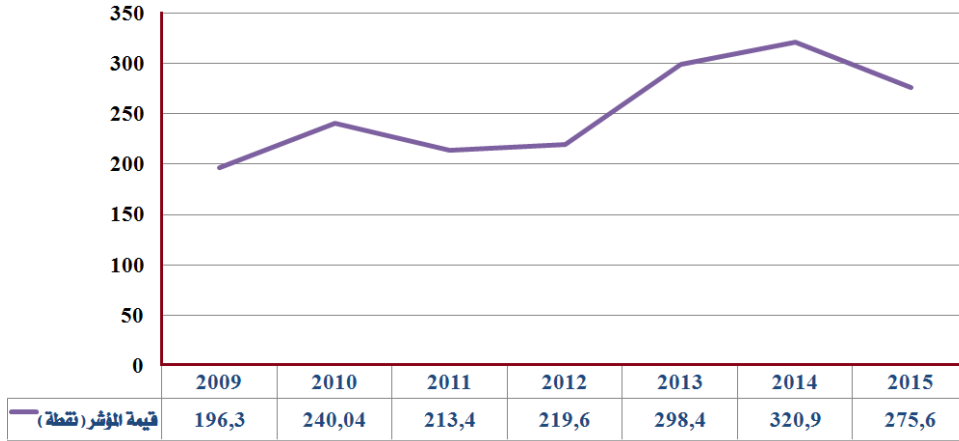
### 1.1. أداء الأسواق العربية من خلال المؤشر AMF Indices خلال الفترة (2009 - 2015):

عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنضمة لقاعدة البيانات الخاصة بصندوق النقد العربي، تلك الانهيارات في المؤشرات السعرية لأسواق الأوراق المالية العربية، حيث بلغ نهاية عام 2015 قيمة 275,6 نقطة مقارنة 320,9 نقطة خلال العام الماضي، مسجلا بذلك انخفاضا نسبته 14,1%، جاء ذلك انعكاسا لاستمرار انخفاض أسعار النفط العالمية وتداعيات ذلك على معدلات النمو الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات مخاوف تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وتداعيات رفع البنك الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة.

ومع ذلك فإنه وعند مقارنة أداء الأسواق العربية مجتمعة مع أداء أسواق الأوراق المالية العالمية والناشئة، كما يعكسها المؤشر المركب للصندوق، كان أداء الأسواق العربية متماشيا في هذا السياق، مع أداء معظم الأسواق المالية في الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية، حيث انخفضت مؤشرات MSCI للأسواق الناشئة في كل من أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية وأسواق شرق وجنوب آسيا بنسب 31,8% و 15,7% و 10,9% على التوالي خلال عام 2015. في المقابل، كان أداء الأسواق المالية في الاقتصادات المتقدمة أفضل بصورة ملحوظة، حيث سجلت معظم مؤشرات هذه الأسواق ارتفاعات متفاوتة خلال العام، إذ ارتفعت مؤشرات DAX الألماني وCAC 40 الفرنسي وNIKKEI 225 الياباني بنسب 10% و 9,5% و 9,1% على التوالي، فيما استقر مؤشر S&P-500 الأمريكي مع نهاية العام بتغير طفيف دون واحد في المائة.

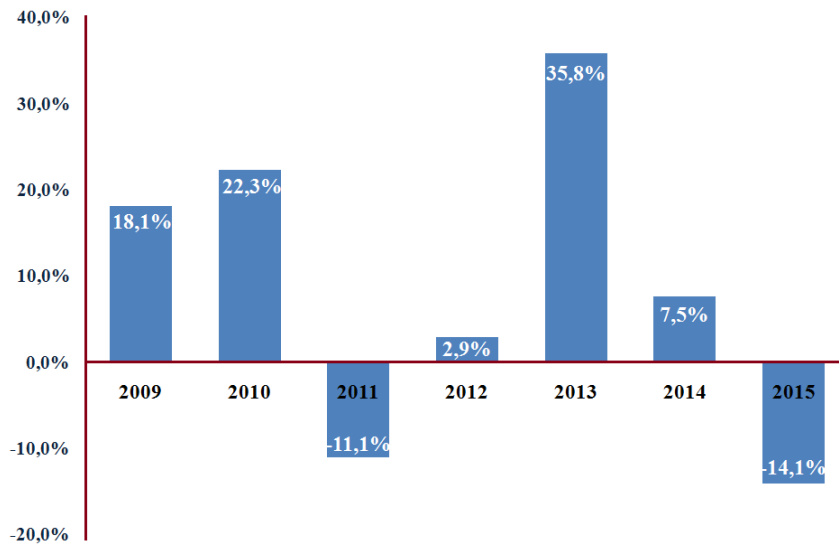
أما بنهاية عام 2014 سجل المؤشر ارتفاعا بلغت نسبته نحو 7,5%، مقابل نسبة ارتفاع بلغت نحو 35,8% عن عام 2013، كما يوضحه الشكل (4-7) الذي يوضح تطور أسعار المؤشر المركب للصندوق خلال الفترة 2009 - 2015. والشكل (4-8) يوضح نسبة تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2009 - 2015.<sup>1</sup>

الشكل (4-7) تطور قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2009 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للرباعيات الأخير للسنوات: 2009 - 2015.

الشكل (4-8) التغير النسبي في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2009 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشكل (4-7)

<sup>1</sup> - بالاعتماد على: - بيانات الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي، بتاريخ 2016/04/05، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015: <http://www.amf.org.ae>

- صندوق النقد العربي، تقارير أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للرباعيات الأخير للسنوات: 2009 - 2015. الإمارات.

يتضح جليا أن أسعر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بلغ ذروته خلال عامي 2010 و2013، حيث في عام 2010 ارتفع ليصل إلى 240,04 نقطة محققا بذلك زيادة نسبتها 22,3% مقارنة بعام 2009، ويعكس هذا التعافي النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، أما مع نهاية عام 2013 سجل المؤشر ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 35,8%، وبمقارنة أداء الأسواق العربية مجتمعة خلال هذا العام مع أداء الأسواق العالمية والناشئة كما يعكسها المؤشر المركب للصندوق، كان أداء الأسواق العربية متماشيا مع أداء الأسواق المالية الناشئة.

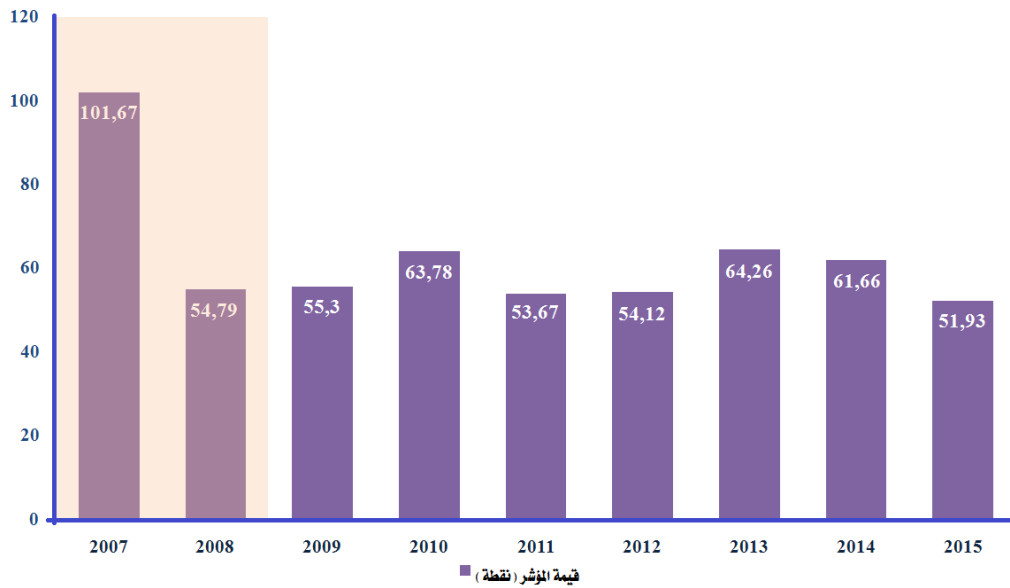
ومن جهة أخرى يلاحظ من خلال الشكل (4- 8) أن المؤشر المركب للصندوق حقق أدنى تراجع له خلال عام 2011، حيث انخفض بنسبة 11,1%، ويرجع سبب هذا التراجع إلى الأحداث السياسية والأمنية التي عاشتها بعض الدول العربية والتي تعرف بثورات الربيع العربي، وخاصة كل من مصر وسوريا اللتين انخفضت مؤشرات أسعار أسهمهما خلال هذا العام بنسبة 49,28% و49,42% على التوالي.

#### 2.1. أداء الأسواق العربية من خلال المؤشر S&P AFE 40 خلال الفترة (2009 - 2015):

يتكون مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40\* من أكبر 40 شركة والأكثر سيولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وقد تم تصميم هذا المؤشر من خلال شراكة بين إتحاد البورصات العربية ومؤسسة ستاندرد أند بورز داو جونز للمؤشرات، وكان أول تاريخ لبداية حساب هذا المؤشر هو 2007/12/21، بقيمة أساس 100 نقطة، ومن خلال الشكل (4- 9) الموالي سيتم تحليل تطور هذا المؤشر خلال الفترة 2009 - 2015.

\* - يمكن الإطلاع على هذا المؤشر على الموقع الإلكتروني لتومسون رويترز وبلومبرغ Thomson Reuters Corp – Bloomberg Markets ، تحت الرمز التالي SPAFEUP : <http://www.bloomberg.com/markets/stocks/world-indexes>

الشكل (4- 9) تطور قيمة مؤشر اتحاد البورصات العربية S&amp;P AFE 40 للفترة (2009 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات الموقع الرسمي لمؤسسة S&P Dow Jones Indices، بتاريخ <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-afe-40>:2016/03/14  
- قيم المؤشر تعكس آخر قيمة حققها المؤشر نهاية كل عام.

يظهر البيان السابق مستوى تطور مؤشر اتحاد البورصات العربية بدءاً من أول عام صدر فيه المؤشر، حيث سجل المؤشر أعلى قيمة له خلال أول عام له بنحو 101,67 نقطة، محققاً بذلك ارتفاعاً قدره 1,67 نقطة عن قيمة أساس المؤشر، ومباشرة مع تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 سجل المؤشر انهياراً كبيراً مع نهاية عام 2008 ليحقق قيمة 54,79 نقطة، بنسبة انخفاض بلغت 46,10%، ليتعافى هذا المؤشر خلال عام 2009 ولكن بنسبة ضعيفة جداً لم تتجاوز 1%، أما عام 2010 ونتيجة استرجاع الأسواق العربية عافيتها من تداعيات الأزمة المالية العالمية ارتفع المؤشر ليحقق قيمة 63,78 نقطة أي بنسبة زيادة 15,3% مقارنة بالعام السابق. والملاحظ أيضاً خلال عامي 2011 و2012 تراجع المؤشر إلى أدنى مستوياته نتيجة الظروف السياسية والأمنية التي تعيشها المنطقة العربية وتأثيرها على تداولات الأسواق العربية، ليرتفع مجدداً سنتي 2013 و2014، ويعاود تراجعه عام 2015 إلى أدنى مستوى له منذ تأسيسه بقيمة 51,93 نقطة بسبب انهيارات أسعار النفط وتأثيرها على الدول المصدرة له.

وبمقارنة أداء مؤشري أسعار أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة - المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ومؤشر اتحاد البورصات العربية - يتضح أن سلوك أدائهما متشابه خلال الفترة 2009-2015 وتأثرهما بالأحداث العالمية والعربية الواقعة خلال فترة الدراسة، إلى أن نسب التأثير في قيمة المؤشرين متفاوتة، ويرجع ذلك لحجم العينة التي يتكون منها كل مؤشر، ولهذا نلاحظ نسبة تغير المؤشر المركب للصندوق أكبر من نظيره الصادر عن اتحاد البورصات العربية، باعتبار الأول يشمل

كافة الأسواق العربية أما الثاني فيقتصر على 40 شركة مختارة من مجموع الشركات المدرجة في الأسواق العربية.

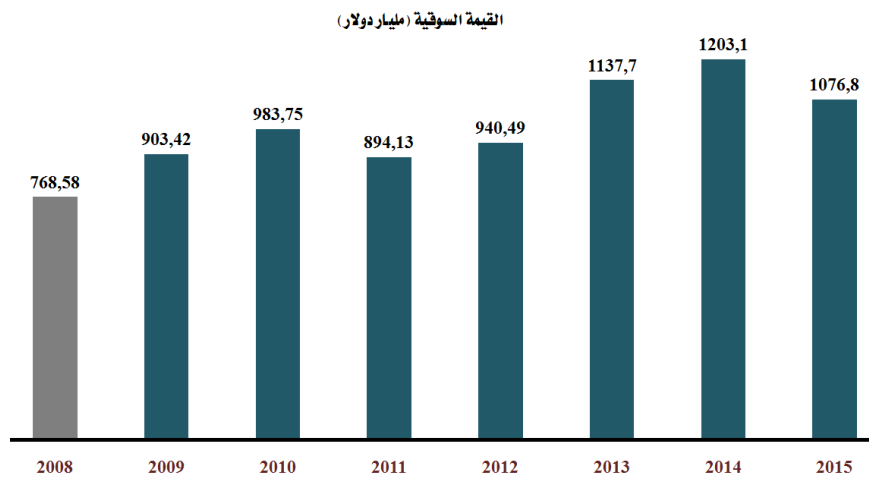
## 2. تحليل تطورات أسواق الأوراق العربية من خلال مؤشرات تقييم أدائها للفترة (2009 - 2015)؛

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من عام 2009 إلى غاية عام 2015، أداءً متذبذب ناتج عن تداعيات نابعة من أزمات عالمية وكذلك لظروف سياسية، أمنية واقتصادية عاشتها الدول العربية، وهو ما أكدته حركة مؤشرات أسعار الأسواق العربية خلال فترة الدراسة السابقة، ومن خلال هذا العنصر من الدراسة سنحاول الوقوف أمام تفاصيل أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة وأحياناً بصفة منفردة، بالاعتماد على أهم مؤشرات تقييم الأداء المعمول بها في هذا المجال، على النحو التالي:

### 1.2. تطور إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال الفترة (2009 - 2015)؛

كان عام 2015 عام تحد للأسواق المال العربية، فقد تواصل التراجع خلال العام في أداء هذه الأسواق، وهو التراجع الذي بدأ مساره منذ سبتمبر 2014 مع بدء الانخفاض في أسعار النفط العالمية. فقد خسرت أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة خلال عام 2015 نحو 143,6 مليار دولار من قيمتها السوقية، ما يمثل حوالي 12% من هذه القيمة، لتصل في نهاية ديسمبر 2015 إلى 1076,8 مليار دولار، ما يعادل 38% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية، مقابل 1203,1 مليار دولار ونحو 44,3% من ناتجها المحلي الإجمالي مع نهاية العام السابق 2014. والشكلين (4- 10) و(4- 11) يوضحان ذلك.

الشكل (4- 10) تطور إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال الفترة 2009 - 2015

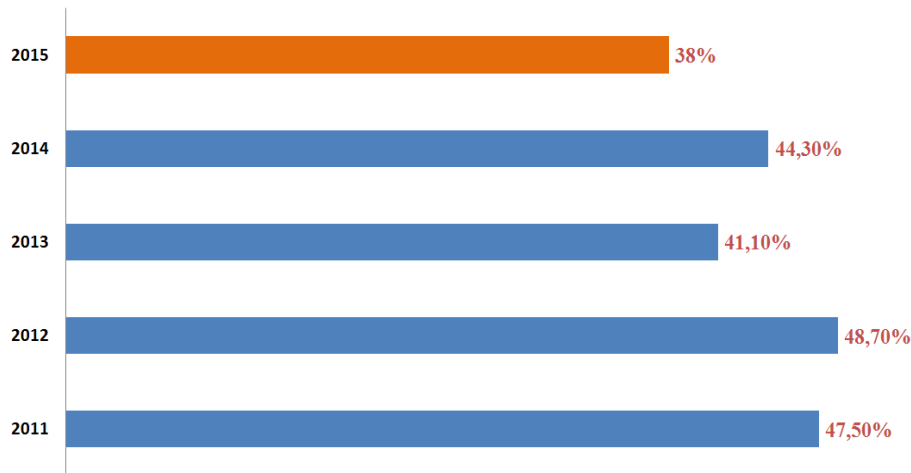


المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: قواعد بيانات صندوق النقد العربي:

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للربع الرابع، للسنوات: 2009، 2010، 2015؛
- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: 2011 - 2013.
- موقع اتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/04/12:

<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx>

الشكل (4- 11) إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية إلى الناتج المحلي الإجمالي (2011 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: قواعد بيانات صندوق النقد العربي:

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: 2011، 2012، 2013؛
- الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015،

كان تأثير الانخفاض في أسعار النفط العالمية، العامل الأبرز في تراجع أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، خصوصا لدى الدول العربية المصدرة للنفط، حيث انعكس الانخفاض المتواصل في أسعار النفط في انكماش السيولة وعلى نظرة وثقة المستثمرين للآفاق المستقبلية لاقتصاديات هذه الأسواق، إلا أنه لم يكن التراجع في أسعار النفط العامل الوحيد، فقد انعكس التباطؤ في تعافى الاقتصاد العالمي وتراجع توقعات أداء الاقتصاديات الناشئة وتحديدا الاقتصاد الصيني، إلى جانب تداعيات رفع أسعار الفائدة الأمريكية ومخاوف العودة إلى السياسات النقدية الاحتياضية، سلبا على أداء أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات الناشئة والنامية، ومنها اقتصاديات الدول العربية. كذلك لم تستفيد الدول العربية المستوردة للنفط من الحيز المتاح من جراء انخفاض الأسعار العالمية، على الرغم من الجهود الكبيرة للسلطات لدى هذه الدول في إدخال إصلاحات اقتصادية، ذلك أن بعض هذه الدول تأثرت بالإضافة إلى العوامل السابقة، بتطورات وأحداث داخلية، رفعت من مخاوف المستثمرين. كما رافق ذلك كله، انكماش نمو الإرباح الصافية لمعظم الشركات العربية، هذا وكان التراجع ملحوظا وملموسا لدى الشركات في قطاعات مثل الصناعات البتروكيمياوية، وقطاع شركات العقار والإنشاءات، قطاع الاتصالات، الخدمات الفندقية، وهو ما انعكس على أسعار شركات هذه القطاعات خلال العام.

كذلك وفي السياق نفسه، ساهمت الارتفاعات في عجز الموازنات العامة لدى أغلب الدول العربية خلال العام، ولجوء السلطات فيها إلى أسواق التمويل المحلية لتمويلها، وتحديدا من خلال إصدار سندات

الخزانة، في امتصاص جزء من السيولة المتاحة وارتفاع تكلفة التمويل الممكن توفيره للاستثمار في أسواق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

أما أداء الأسواق العربية خلال السنوات السابقة لعام 2015 كما يبرزه الشكل (4- 10) السابق، يمكن تلخيصه في الآتي:

- لقد كان أداء أسواق الأوراق المالية خلال عام 2009 متفاوتا، حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008 نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية، ومع بداية النصف الثاني من عام 2009 بدأت هذه الأسواق أسوة ببقية الأسواق العالمية والناشئة تعافيا لتنتهي عام 2009 على زيادة في قيمتها السوقية بنحو 17,4% مقارنة بعام 2008 لتستقر عند قيمة 903,42 مليار دولار؛

- أما خلال عام 2010 نلاحظ وجود تحسن تدريجي في أداء الأسواق العربية من خلال ارتفاع القيمة السوقية للأسواق العربية مجتمعة لتبلغ 983,75 مليار دولار نهاية العام، لتحقيق في ذلك زيادة بقيمة 80,3 مليار دولار مقارنة بالسنة الماضية، وإن كانت هذه الزيادة لا تزال بعيدة عن مستوياتها قبل الأزمة المالية العالمية في معظم الأسواق؛

- في حين شهد عام 2011 اضطرابات حادة في أداء غالبية الأسواق العربية بتراجع القيمة السوقية لها إلى مستوى 894,4 مليار دولار، ويرجع ذلك الاضطراب إلى الأحداث التي عاشتها بعض الدول العربية وخاصة بمصر بداية من عام 2011، مما أدى إلى تزايد مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث، وبالتالي خسرت الأسواق العربية مجتمعة قرابة 141 مليار دولار (قرابة 14% من قيمتها السوقية) وذلك خلال خمسة أسابيع فقط من الفترة الممتدة من 25 فيفري إلى 4 مارس 2011؛

- يتضح أيضا أن عام 2012 شهدت الأسواق العربية تحسنا طفيفا في أدائها، إلا أنه لا يرق إلى المستوى المطلوب وذلك بسبب استمرار الاضطرابات التي كانت سائدة في بعض الدول العربية كمصر وسوريا والعراق؛

- أما عام 2013 فقد كان عاما مميزا لأسواق الأوراق المالية العربية، فإلى جانب ترقية بعض الأسواق إلى مرتبة الأسواق الناشئة، كان أداء الأسواق المالية العربية بصورة مجتمعة أفضل من أداء جميع الأسواق الناشئة، فقد استعادت هذه الأسواق ما قيمته 200 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية، لتصل هذه القيمة إلى نحو 1138 مليار دولار نهاية عام 2013، أي ما يعادل حوالي 41,1% من الناتج المحلي الإجمالي لمجموع الدول العربية؛

<sup>1</sup> - بالاعتماد على: الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، تم تصفحه بتاريخ <http://www.amf.org.ae/ar/content> 2016/02/10

- وفي سياق مماثل ارتفعت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية بنحو 5,7% خلال عام 2014 لتبلغ نحو 1203 مليار دولار، لتكسب هذه الأسواق ما مقداره 66 مليار دولار من قيمتها السوقية. وهو ما يعادل 44,3% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية مجتمعة.

## 2.2. تطور إجمالي سيولة أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010 - 2015):

عرفت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2015، شح في السيولة كما تعبر عنه مؤشرات التداول الموضحة من خلال بيانات الجدول (4 - 2) الذي يبرز تطو مؤشرات قياس سيولة الأسواق العربية والمتمثلة في قيمة وكمية تداول الأسواق العربية ومعدل دورانها خلال الفترة 2010 - 2015\*.

الجدول (4 - 2) تطور مؤشرات تداول أسواق الأوراق المالية العربية للفترة (2010 - 2015)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة التداول (مليار دولار)	381,03	395,46	624,40	534,3	835,33	572,5
عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	211,67	156,35	270,65	401,53	416,70	413,98
معدل الدوران %	38,2	45,2	66	47	69,4	53,16

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: 2012- 2015.

- بالنسبة لسنة 2015: موقع اتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/02:

<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx>

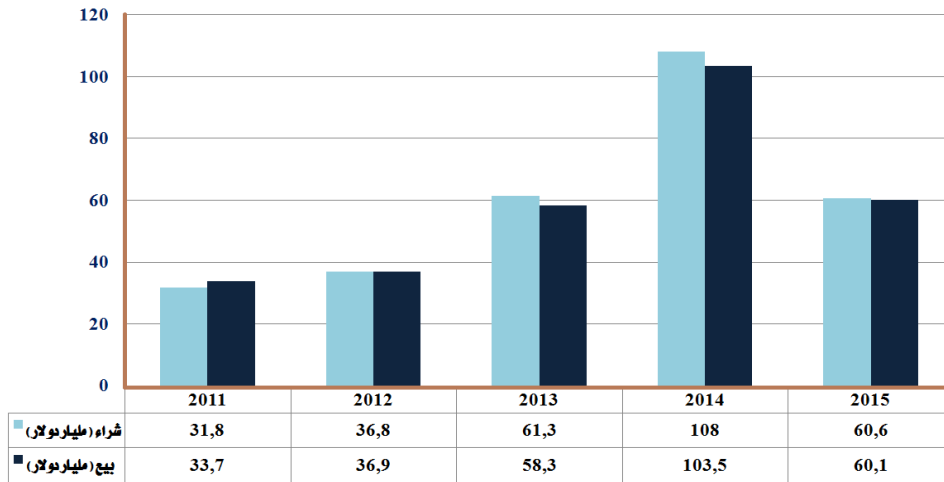
تعكس بيانات الجدول (4 - 2) أعلاه قيمة الأسهم المتداولة خلال العام 2015 حيث بلغت حوالي 572,5 مليار دولار، بنسبة تراجع 31,5% بالمقارنة مع القيمة المماثلة المسجلة خلال العام السابق 2014، البالغة نحو 835,3 مليار دولار، لينخفض بناء عليه معدل دوران الأسهم العربية من مستوى 69,4% عام 2014 إلى نحو 53,16% عام 2015، ويعتبر معدل الدوران المسجل في عام 2014 الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في 2008، عندما بلغ هذا المعدل آنذاك نحو 38,5%، علماً أن هذا المعدل كان قد تجاوز 100% في سنوات ما قبل الأزمة.

## 3.2. تطور الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2011 - 2015):

فيما يتعلق بتطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر (سواء أجنبي أو عربي) في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2011 - 2015، يمكن تتبعها من خلال بيانات الشكل (4 - 12) الذي يوضح حجم تعاملات المستثمرين الأجانب (شراء وبيع) بالأسواق العربية.

\* - تم تقليص فترة الدراسة لاحتساب بقية المؤشرات بسبب عدم توفر إحصائيات كاملة لبعض منها.

الشكل (4- 12) تطور تعاملات الأجانب في أسواق الأوراق المالية العربية (2011 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، الفصل السابع التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، ص: 182.
- بالنسبة لعام 2015: صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مرجع سبق ذكره.

عند تتبع تعاملات المستثمرين الأجانب لرباعيات عام 2015 يتبين أنها كانت إيجابية في بداية ومنتصف عام 2015 مع إدراج أسواق الإمارات وقطر في مؤشرات الأسواق الناشئة، والبدء بالسماح للمستثمرين الأجانب بالتداول في السوق السعودية، إلا أنها عادت لتشهد تراجعاً خلال الشهور الأخيرة من العام، حيث وصلت مشتريات الأجانب في أسواق المال العربية خلال عام 2015 إلى حوالي 60.6 مليار دولار، فيما بلغت مبيعاتهم حوالي 60,1 مليار دولار للعام نفسه، لتسجل بذلك استثمارات الأجانب صافية تدفق موجب (المشتريات - المبيعات) عن عام 2015 بلغ 0,5 مليار دولار. يمثل تراجعاً بالمقارنة مع الأرقام التي سجلتها الاستثمارات الأجنبية في الأسواق العربية عن العام السابق 2014، حين وصلت مشتريات الأجانب إلى نحو 108 مليار دولار ومبيعاتهم نحو 103,5 مليار دولار، بصافي تدفق موجب بلغ 4,5 مليار دولار، فيما يخص عام 2014 يظهر الشكل التحسن الكبير الذي شهدته تعاملات الأجانب لمجموع الأسواق العربية خلال هذا العام من حيث القيمة والحصيلة، وذلك مقارنة بالأعوام السابقة، إلا أن موجة التراجع الحاد في أسعار النفط العالمية والتي بدأت في أواخر سنة 2014، أثارت مخاوف العديد من المتعاملين في أسواق الأوراق المالية بشكل عام والأسواق العربية بشكل خاص، مما أثر على سلوك المتعاملين الأجانب في الأسواق العربية وعلى قراراتهم الاستثمارية بشكل سلبي مع نهاية هذا العام، وامتدت إلى عام 2015.

أما خلال عام 2013 سجل الاستثمار الأجنبي غير المباشر صافي تدفق موجب (صافي شراء) لأول مرة منذ الأزمة المالية العالمية قدر بنحو 3 مليار دولار، فقد تجاوزت أحجام مشتريات الأجانب (بما فيهم

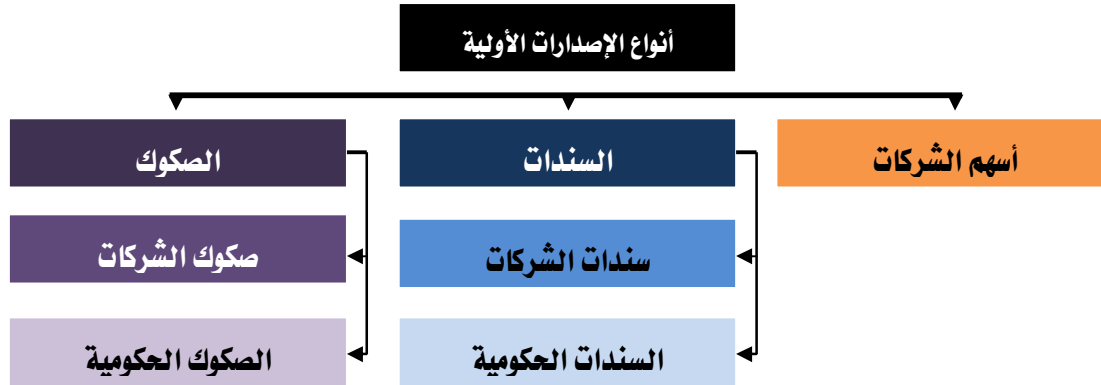
العرب) أحجام مبيعاتهم في الأسواق العربية، في حين تم تسجيل صافي تدفق سالب (صافي بيع) خلال عام 2012 ولكن بشكل طفيف، فقد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب في الأسواق العربية خلال هذا العام 36,841 مليار دولار أي ما نسبته 5,9% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم 36,913 مليار دولار ما نسبته 5,91% من ذلك الإجمالي، لتكن بذلك حصيلة الاستثمار الأجنبي لمجموع الأسواق العربية، صافي بيع بنحو 72 مليون دولار فقط عن عام 2012، ويعكس ذلك تطوراً كبيراً في تراجع حدة خروج الاستثمار الأجنبي، فقد سجل صافي الاستثمار الأجنبي عن عام 2011 صافي تدفق سالب بنحو 1,9 مليار دولار.

أيضا بلغت حصة تعاملات الأجانب من إجمالي التداول في الأسواق العربية مجتمعة نحو 12% عن عام 2015، مقابل 12,7% عن عام 2014، و 11,2% عام 2013، وتجدر الإشارة إلى أن نسبة تعاملات الأجانب، تصل أعلاها بين الأسواق العربية لدى سوقي دبي وأبوظبي، تليهما بورصتي البحرين ومصر.<sup>1</sup>

#### 4.2. تطور الإصدارات الأولية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010 - 2015):

في هذا الإطار سنحاول التحدث عن تطور إصدارات الأسواق الأولية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال فترة الدراسة لكل من الأسهم، السندات والصكوك، ولتتبع مضمون هذا العنصر سنلخص مختلف أنواع الأوراق المالية التي نجدها في الأسواق الأولية للدول العربية من خلال بيانات الشكل (4- 13):<sup>2</sup>

الشكل (4- 13) أنواع الإصدارات الأولية بأسواق الأوراق المالية العربية



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على ما سيذكر في هذا العنصر.

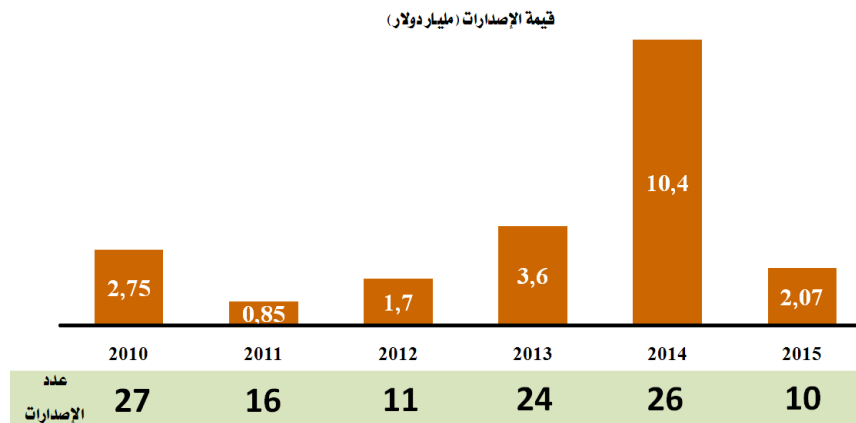
<sup>1</sup> - بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، للأعوام (2011 - 2014).  
 - بالنسبة لعام 2015: صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مرجع سبق ذكره.  
<sup>2</sup> - بالاعتماد على:  
 - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: 2012 - 2015؛  
 - صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مرجع سبق ذكره؛

وفي ما يلي سنعرض أداء الأسواق الأولية من خلال تحليل تطور مختلف إصداراتها:

#### 1.4.2. تطور أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم:

عرفت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم (IPOS\*) هدوء خلال عام 2015، فقد بلغ عدد الإصدارات الجديدة عشرة إصدارات بقيمة إجمالية بلغت 2,07 مليار دولار، بالمقارنة مع 26 إصدارا بقيمة إجمالية وصلت إلى 10,4 مليار دولار خلال العام السابق 2014، حيث توزعت إصدارات عام 2015 بين أربعة إصدارات في البورصة المصرية وثلاثة في السوق السعودي، وإصدارا واحدا لدى كل من بورصة تونس وسوق مسقط وبورصة الدار البيضاء. واللافت خلال العام هو خلو هذه الإصدارات من أي إصدار جديد لشركات القطاع المالي والبنكي، حيث تركزت الإصدارات في قطاعات الصناعة، والنقل، والطاقة، والعقار، والصحة، حيث كان أكبر هذه الإصدارات هو ما أصدرته الشركة السعودية للخدمات الأرضية والذي بلغ 752 مليون دولار، وإصدار شركة أعمار مصر 299 مليون دولار، وإصدار شركة التشخيص المتكاملة في مصر 290 مليون دولار، والشكل (4- 14) يوضح تطور عدد الإصدارات الأولية من الأسهم وقيمتها بالنسبة للأسواق العربية مجتمعة خلال الفترة (2010 - 2015).

الشكل (4- 14) تطور عدد وقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في الأسواق العربية (2010 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات: 2012- 2015.
- بالنسبة لسنة 2015: صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مرجع سبق ذكره.

بلغت قيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية ذروتها خلال الفترة عام 2014 بقيمة 10,4 مليار دولار مقابل 26 إصدار كما يوضحه الشكل (4- 14)، في حين لم تتجاوز

\* - IPOs: Initial Public Offerings

قيمة الإصدارات الجديدة خلال الفترة 2010 - 2013 قيمة 4 مليار دولار سنويا، مع تحقيق أدنى قيمة إصدارات عام 2011 حيث لم يتجاوز عددها 16 إصدار بقيمة إجمالية بلغت 1 مليار دولار.

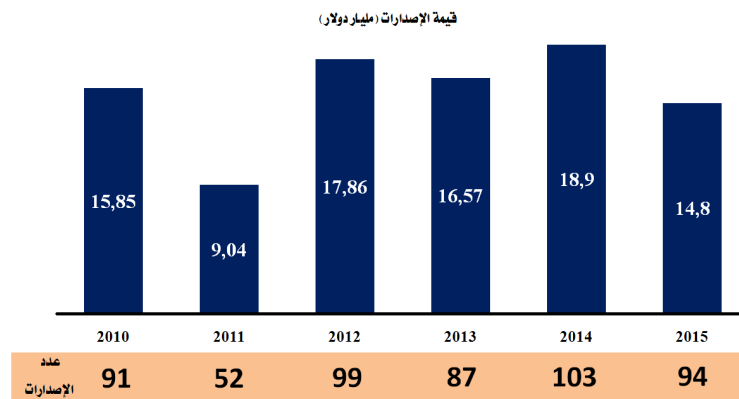
#### 2.4.2. تطور أسواق الإصدارات الأولية من سندات:

سنميز في هذا الصدد شكلين من الإصدارات:

##### 1.2.4.2. إصدارات سندات الشركات:

لم يقتصر التراجع في أسواق الإصدارات الأولية، على أسواق الأسهم، حيث بدورها شهدت الإصدارات في أسواق السندات للشركات العربية هي الأخرى تراجعا خلال عام 2015، على الرغم من إقبال عدد كبير من البنوك العربية على اللجوء لهذه الأسواق لتدعيم رؤوس أموالها، استيفاء لمتطلبات بازل III، فقد بلغ عدد الإصدارات من سندات الشركات خلال عام 2015، كما يوضحه الشكل (4- 15) نحو 94 إصدارا (منها 82 إصدار لبنوك ومؤسسات مالية)، بقيمة إجمالية بلغت نحو 14,8 مليار دولار، يمثل ذلك تراجعا بالمقارنة بعام 2014، حين وصل عدد الإصدارات من سندات الشركات إلى 103 إصدارا (منها 75 إصدار لبنوك ومؤسسات مالية) بقيمة إجمالية وصلت إلى 18,9 مليار دولار، لتتخفف إلى 8,3 مليار دولار باستبعاد إصدارات سندات البنوك والشركات المالية. وهذا بدوره يمثل هيمنة البنوك من جديد على سوق الإصدارات الأولية لسندات الشركات في الدول العربية، ابتعادا عن مسار التنوع التدريجي الذي شهدته الأسواق في السنوات الأخيرة مع دخول العديد من الشركات غير المالية إلى هذه الأسواق، بلغ عدد الإصدارات بالعملات العربية المحلية 67 إصدارا خلال عام 2015، بقيمة إجمالية 2,9 مليار دولار، مقابل 27 إصدارا بعملات أجنبية (الدولار الأمريكي واليورو بقيمة إجمالية 11,7 مليار دولار).

الشكل (4- 15) تطور عدد وقيمة الإصدارات الأولية من سندات الشركات في الأسواق العربية (2010 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

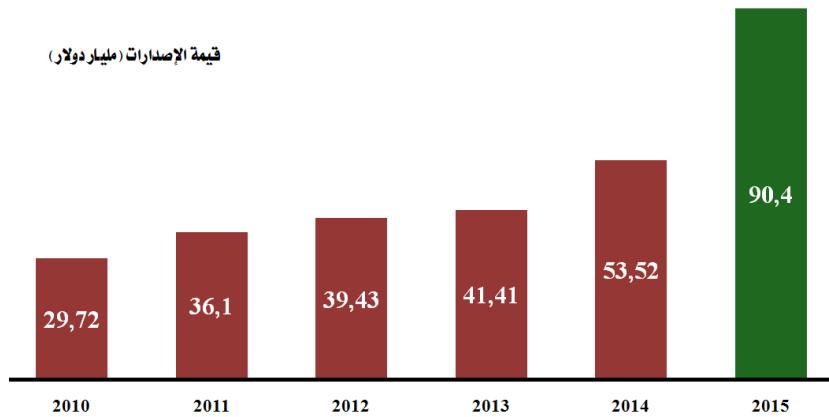
- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، الفصل السابع التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، ص: 182.
- بالنسبة لسنة 2015: صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مرجع سبق ذكره.

كما تجدر الإشارة ومن خلال بيانات الشكل (4 - 15)، أنه ومنذ عام 2010 وللعام السادس على التوالي، تجاوزت إصدارات السندات كمصدر لتمويل الشركات العربية، التمويل الذي تحصل عليه هذه الشركات عبر إصدارات الأسهم سواء عبر الاكتتابات العامة الأولية أو عبر زيادات رأس المال (حقوق الإصدار)، وتوسع هذه الفجوة إذا ما تم إضافة الإصدارات من الصكوك إلى إصدارات السندات، حيث يمثل ذلك تطوراً يعكس النمو النسبي المتزايد لأسواق أدوات الدين في بعض الدول العربية، وعلى وجه الخصوص لدى دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية وتونس والمغرب، إلا أنه ومع ذلك، ينبغي التذكير أن الإقراض البنكي لا يزال يشكل الأهمية النسبية الأكبر فيما يتعلق بمصادر تمويل الشركات العربية.

#### 2.2.4.2. إصدارات السندات الحكومية (السيادية):

من جهة أخرى شهد عام 2015 نمواً كبيراً في إصدارات السندات الحكومية، ليعكس كما سبق الإشارة توجه الحكومات العربية لتمويل عجز الموازنات العامة لديها عبر اللجوء إلى أسواق الأوراق المالية، والشكل (4 - 16) يعكس هذا النمو المتميز في إصدار هذا النوع من السندات خلال فترة الدراسة 2010 - 2015.

الشكل (4 - 16) تطور قيمة إصدارات السندات الحكومية في الدول العربية خلال الفترة 2010 - 2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، الفصل السابع التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، ص: 182.
- بالنسبة لسنة 2015: صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مرجع سبق ذكره.

يظهر الشكل (4 - 16) أن قيمة الإصدارات من السندات الحكومية للدول العربية خلال عام 2015 بلغت ذروتها مقارنة بالسنوات السابقة حيث بلغت نحو 90,4 مليار دولار، أي بنسبة زيادة كبيرة بنحو 70% بالمقارنة مع الإصدارات في العام السابق 2014، التي بلغت حوالي 53,5 مليار دولار، توزعت هذه الإصدارات بين 13 إصداراً في الأسواق العالمية بقيمة 10,3 مليار دولار و144 إصداراً في

الأسواق المحلية بقيمة إجمالية 80,1 مليار دولار، وتوزعت الإصدارات في الأسواق الدولية بين خمسة إصدارات للحكومة اللبنانية بقيمة 3,3 مليار دولار، وثلاثة إصدارات للحكومة الأردنية بقيمة ملياري دولار، وإصدارين اثنين للحكومة البحرينية بقيمة 1,5 مليار دولار، وإصدار واحد لكل من تونس (مليار دولار) ومصر (مليار وخمسمائة مليون دولار)، إضافة إلى إصدار شبه الحكومي في سلطنة عمان للشركة العمانية لنقل الكهرباء بقيمة مليار دولار، حيث يمثل إصدار السلطات المصرية نجاحاً في ظل الظروف التي يشهدها الاقتصاد المصري، كذلك وعلى الرغم من الحجم الكبير نسبياً للسندات الحكومية إلا أن هناك حاجة للمزيد من الجهود للاستفادة من هذه الإصدارات استراتيجياً لتعميق أسواق الأوراق المالية، عبر بناء منحنيات عائد مرجعية وتطوير الأسواق الثانوية لها.

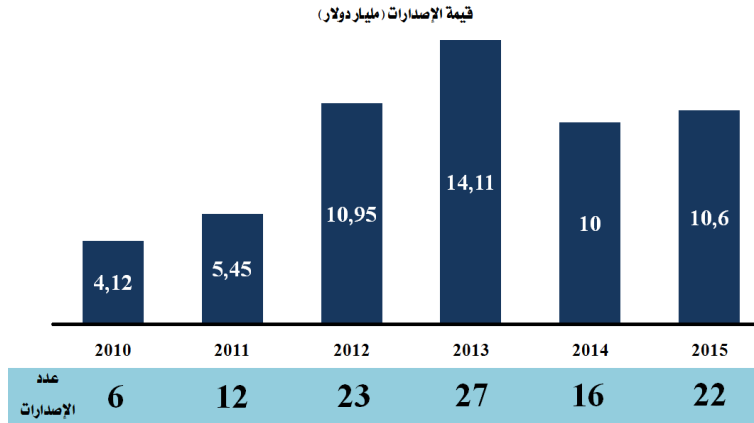
### 3.4.2. تطور أسواق الإصدارات الأولية من الصكوك:

تجدر الإشارة أن مجمل إصدارات الصكوك في الدول العربية شكلت نحو 18% من إجمالي الإصدارات حول العالم، هذا وقد استحوذت ماليزيا على 70% من إصدارات الصكوك العالمية في عام 2015، حيث واصلت الشركات والحكومات العربية خلال هذا عام العمل على إصدار الصكوك لتمويل مشروعاتها لكن بوتيرة منخفضة، وفي ما يلي لمحة حول تطور الإصدارات الأولية للصكوك الصادرة عن الشركات والحكومات العربية:

#### 1.3.4.2. إصدارات صكوك الشركات:

في مقابل تراجع الإصدارات الأولية للشركات العربية من الأسهم والسندات، واصلت الإصدارات في أسواق الصكوك للشركات العربية ارتفاعها ولكن بمستويات منخفضة خلال عام 2015، لتعكس تنامي دور هذه الأدوات كمصدر للتمويل للشركات العربية، كما يوضحه الشكل (4-17).

الشكل (4- 17) تطور عدد وقيمة إصدارات صكوك الشركات العربية خلال الفترة 2010 - 2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- بورصة عمان، التقرير السنوي السابع عشر 2015، مرجع سبق ذكره، ص:22؛
- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، مرجع سبق ذكره، ص:190.

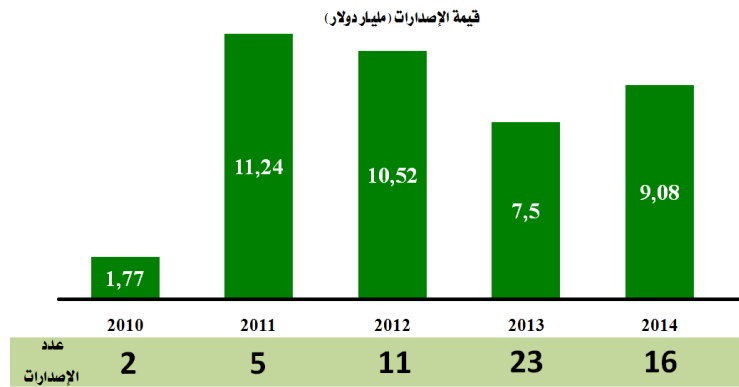
بلغ عدد إصدارات صكوك الشركات العربية خلال عام 2015، حوالي 22 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 10,6 مليار دولار، مقابل 16 إصدار بقيمة إجمالية 10 مليار دولار عن العام السابق 2014، بلغت حصة البنوك 13 إصدارا من إصدارات عام 2015 بقيمة 6,9 مليار دولار. وتجدر الإشارة إلى أن إصدارات الصكوك لا تزال تتركز لدى دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، حيث جاءت جميع الإصدارات خلال عام 2015 لشركات من الإمارات والسعودية وقطر، واللافت هذا العام هو تجاوز قيمة الإصدارات بالعملة المحلية، مثلتها بالعملة الأجنبية، حيث بلغت قيمة الإصدارات بالعملة المحلية نحو 5,6 مليار دولار (14 إصدارا) مقابل 5 مليار دولار للإصدارات الصكوك بالعملة الأجنبية (8 إصدارات)، كان إصدار صكوك الإجارة لطيران الإمارات المعزز بضمان وكالة ائتمان صادرات أجنبية، الأول من نوعه.<sup>1</sup>

#### 2.3.4.2. إصدارات الصكوك الحكومية (السيادية):

أما على صعيد الإصدارات من الصكوك الحكومية العربية، فقد كان هناك انخفاض نسبي في عدد الإصدارات وحجمها خلال عام 2015. كان اللافت خلال عام 2015 الإصدار السيادي الأول لسلطنة عمان البالغ 200 مليون ريال عماني (519 مليون دولار)، بما يمهد الطريق لإصدارات الشركات العمانية، والمتتبع لتطور قيمة هذا النوع من الإصدارات من قبل الحكومات العربية خلال فترة الدراسة، كما تبينه بيانات الشكل (4- 18).

<sup>1</sup> - بورصة عمان، التقرير السنوي السابع عشر 2015، مرجع سبق ذكره، ص:22.

الشكل (4- 18) تطور عدد وقيمة إصدارات الصكوك السيادية العربية خلال الفترة 2010 - 2014



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، الفصل السابع التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، ص: 191.
- بالنسبة لسنة 2015 لم تتوفر الإحصائيات الكاملة لعدد وقيمة هذا النوع من الإصدارات.

بالرغم من انخفاض عدد الإصدارات من الصكوك السيادية الحكومية العربية إلى 16 لإصدار عام 2014 مقارنة بنحو 23 إصدارا عام 2013 إلا أن قيمتها زادت مقارنة بالقيمة المصدرة العام السابق، حيث بلغت قيمة الإصدارات نحو 9,08 مليار دولار، مقابل 7,5 مليار دولار عن عام 2013، والجدير بالذكر فقد اقتصر إصدارات هذا النوع من الصكوك على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، حيث جاءت البحرين في المرتبة الأولى من حيث عدد الإصدارات بنحو سبعة إصدارات وبقية إجمالية بلغت المليار دولار، تليها دولة الإمارات بستة إصدارات بقيمة إجمالية 3,9 مليار دولار، ثم قطر بإصدارين وبقية إجمالية بلغت 3 مليار دولار.

وفي المقابل، سجلت قيمة الإصدارات الحكومية من الصكوك ذروتها خلال عامي 2011 و2012، إلا أنه وخلال عام 2012 سجلت قيمة الإصدارات تراجعا عن مستواها المسجل في عام 2011، بالرغم من الارتفاع في العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك الحكومية العربية خلال عام 2012 ليصل إلى 11 إصدار، إلا أن القيمة انخفضت لتبلغ حوالي 10,52 مليار دولار، وذلك مقابل 5 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 11,24 مليار دولار عن عام 2011

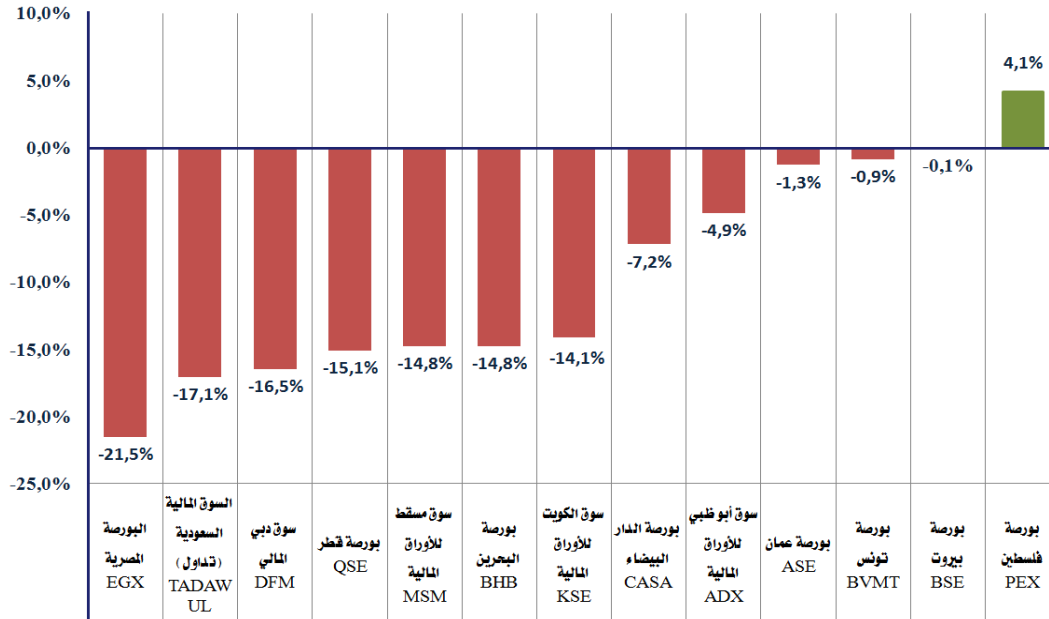
## 5.2. تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا خلال عامي 2014، 2015؛

من خلال هذا العنصر سنحاول التعرف على أداء أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا، وذلك للوقوف أمام الحجم النسبي والأداء الفردي لمعظم أسواق الدول العربية، ولتحقيق ذلك ارتأينا أن نجعل فترة الدراسة سنتي 2014 و2015، من خلال الاعتماد على المؤشرات التالية:

## 1.5.2. تطور مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية العربية خلال عامي 2014، 2015:

خلال عام 2015 تراجعت جميع مؤشرات أسعار الأسهم للأسواق المالية العربية مقيمة بالعملة المحلية باستثناء بورصة فلسطين والتي ارتفع مؤشرها بنسبة 4,1% مقارنة مع عام 2014، ويمكن تتبع نسبة التغير في مؤشرات أسعار أسهم الأسواق العربية خلال عام 2015 من خلال الشكل (4-19).

الشكل (4-19) نسبة تغير مؤشرات أسعار أسهم الأسواق العربية لعامي 2014، 2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: بورصة عمان، التقرير السنوي السابع عشر 2015، الأردن، 2016، ص:17.

يتضح من الشكل (4-19) أن البورصة المصرية سجلت أكثر نسبة انخفاض مقارنة مع الأسواق المالية العربية الأخرى بنسبة 21,5% تليها السوق المالية السعودية بنسبة 17,1%، وسوق دبي المالي بنسبة 16,5%. كما انخفضت مؤشرات أسعار الأسهم في كل من بورصة قطر وسوق مسقط للأوراق المالية وبورصة البحرين وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة الدار البيضاء وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 15,1%، 14,8%، 14,8%، 14,1%، 7,2% و 4,9% على التوالي، أما بورصة بيروت وبورصة تونس وبورصة عمان فقد سجلت أدنى نسب انخفاض خلال العام مقارنة مع بقية الأسواق العربية حيث انخفضت بنسبة 0,06%، 0,90%، 1,3% على التوالي.

ساهمت هذه الانخفاضات السعرية، مع الاستقرار النسبي في مؤشرات الربحية، في انخفاض ملحوظ في مضاعفات الأسعار للأسواق العربية (P/E)\*، التي وصلت لمستويات جاذبة، فقد وصل

\* - مضاعف السعر للقيمة الدفترية (P/E) : يمثل معدل سعر السوق إلى القيمة الدفترية، ويشير إلى دلائل النمو المتوقع للسهم، ويحسب بالعلاقة: آخر سعر إغلاق ÷ القيمة الدفترية للسهم.

مضاعف السعر للأسواق العربية مجتمعة إلى نحو 11,3 مرة، حيث كان المضاعف دون 12 مرة لدى معظم الأسواق العربية، باستثناء بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس وسوق الكويت بمعدلات تراوحت بين 13 و 16 مرة مع نهاية عام 2015، فيما وصل مضاعف السعر لدى سوق دمشق للأوراق المالية إلى 1,6 مرة، الأقل بين الأسواق العربية.

### 2.5.2. التوزيع النسبي للقيمة السوقية الإجمالية على الأسواق العربية لعام 2015:

حسب البيانات الصادرة عن صندوق النقد العربي، فقد انخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2015 بنسبة 12% لتصل إلى 1076,8 مليار دولار أمريكي مقابل 1203,1 مليار دولار في نهاية عام 2014. وقد احتلت السوق المالية السعودية المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية مقارنة مع باقي الأسواق العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها 421 مليار دولار أي ما نسبته 39% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية مجتمعة عام 2015، والجدول (4- 3) والشكل (4- 20) يوضحان ذلك.

الجدول (4- 3) القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية لعام 2015

القيمة السوقية (مليار دولار)	السوق	القيمة السوقية (مليار دولار)	السوق
25,36	بورصة عمان (ASE)	421,0	السوق المالية السعودية (تداول) (TADAWUL)
19,09	بورصة البحرين (BHB)	151,5	بورصة قطر (QSE)
11,22	بورصة بيروت (BSE)	111,9	سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX)
8,77	بورصة تونس (BVMT)	87,79	سوق الكويت للأوراق المالية (KSE)
7,72	سوق العراق للأوراق المالية (ISX)	83,95	سوق دبي المالي (DFM)
3,33	بورصة فلسطين (PEX)	55,73	البورصة المصرية (EGX)
2,25	سوق الخرطوم للأوراق المالية (KHARTOUM)	45,64	بورصة الدار البيضاء (CASA)
0,427	سوق دمشق للأوراق المالية (DSE)	40,98	سوق مسقط للأوراق المالية (MSM)
0,15	بورصة الجزائر (BA)		
1076,8 ≈		المجموع	

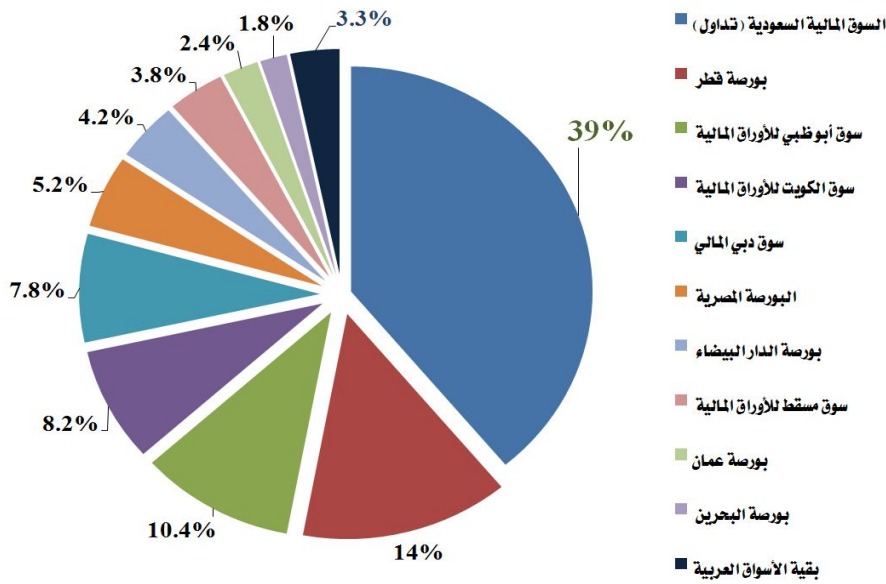
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- موقع اتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/06/15:

<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx>

الشكل (4- 20) الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2015

(النسبة المؤوية من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية)



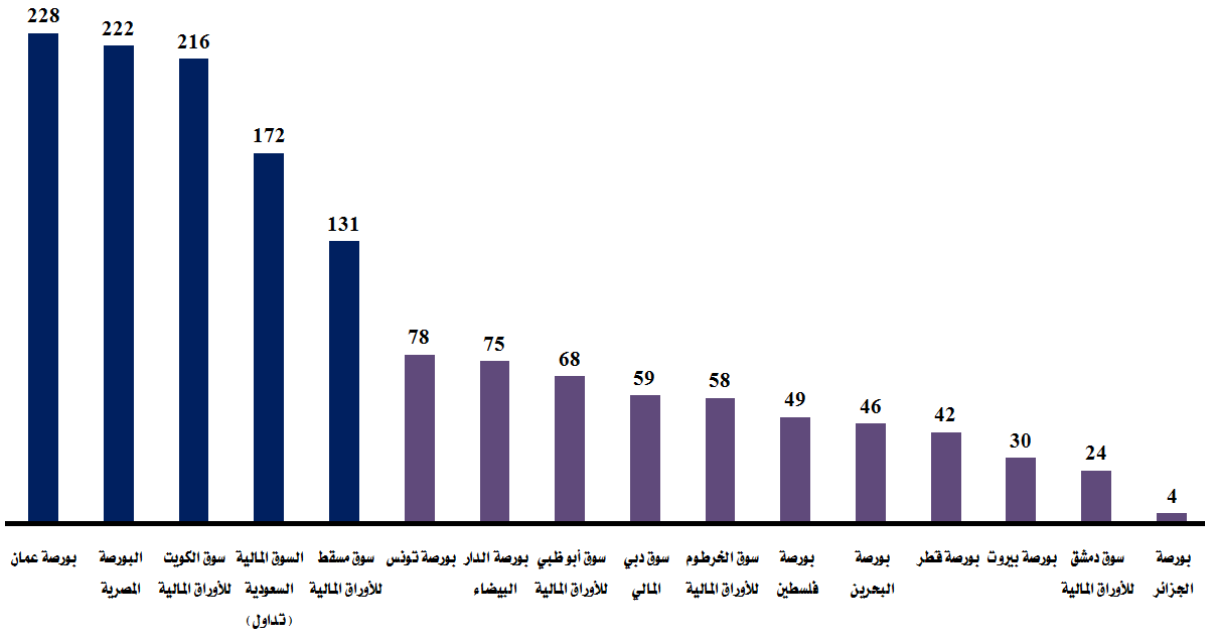
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات الجدول السابق.

أما في المرتبة الثانية عربيا فكانت لبورصة قطر بقيمة سوقية 151,5 مليار دولار مقابل حجم نسبي بنحو 14% من إجمالي القيمة السوقية عربيا، يليها في الترتيب كل من أسواق أبوظبي، الكويت ودبي بقيمة سوقية 111,9، 87,79 و 83,95 مليار دولار على التوالي وبحجم نسبي 10,04%، 8,2 و 7,8% على التوالي كما هو متضمن في الشكل (4- 20)، في حين ظهر الحجم النسبي لأسواق كل من مصر، المغرب، سلطنة عمان، الأردن والبحرين يتراوح ما بين 1,5% و 5,5%، أما باقي الدول العربية أين نجد بورصة الجزائر ضمنها لم يتجاوز حجما النسبي 0,01% مقابل قيمة سوقية بنحو 0,15 مليار دولار وبهذا تكون الأضعف أداء ضمن أسواق الأوراق المالية العربية، وفي الجوار نجد بورصة الدار البيضاء بالمغرب استطاعت أن تحتل المرتبة السابعة ضمن الأسواق العربية بقيمة سوقية بلغت 45,64 مليار دولار مقترية بذلك لأداء السوق المصرية، وحتى بورصة تونس تجاوز حجمها وأداؤها تقريبا بعشرة أضعاف أداء بورصة الجزائر بتحقيقها مبلغ 8,77 مليار دولار و 0,8% كقيمة سوقية وحجم نسبي على التوالي.

### 3.5.2. عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2015:

ارتفع إجمالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2015 ليبليغ عددها 1502 شركة، مقارنة بعدد الشركات التي كانت مدرجة في الأسواق العربية عام 2014 والتي بلغ عددها حوالي 1496 شركة، أما توزيع هذه الشركات على مختلف الأسواق العربية حتى نهاية عام 2015 يلخصها الشكل (4- 21) التالي:

الشكل (4 - 21) عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2015 (شركة)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربي، النشرة الفصلية الربع الرابع، العدد 83، 2015، ص: 91.
- موقع بورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12: [http://www.sgbv.dz/ar/?page=histo\\_boc](http://www.sgbv.dz/ar/?page=histo_boc)

يتضح من الشكل أعلاه الاتجاه التنازلي لعدد الشركات المدرجة والمتداول قيمها بأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2015، ويلاحظ ارتفاع الأهمية النسبية لبورصة عمان بالأردن في إجمالي عدد الشركات المدرجة بالأسواق العربية، حيث بلغت حصتها النسبية 15,2% من خلال 228 شركة مدرجة بالبورصة، تليها مباشرة ويفارق ضئيل كل من البورصة المصرية وسوق الكويت من خلال إدراجهما 222 و 216 شركة على التوالي، والملاحظ أن السوق المالية السعودية، ومع تصدرها لأسواق الأوراق المالية العربية من خلال القيمة السوقية المحققة إلا أن عدد الشركات المدرجة بها بلغ 172 شركة فقط مع نهاية عام 2015، حيث شهدت كل من بورصة بيروت وسوق دمشق للأوراق المالية وبورصة الجزائر أدنى مستويات الإدراج بلغ 30، 24 و 4 شركة على التوالي، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية.

#### 4.5.2. مؤشرات سيولة أسواق الأوراق المالية العربية لعام 2015:

سنسعى من خلال هذا العنصر دراسة سيولة أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا، من خلال مؤشرات الأساسية والمتمثلة أساسا في قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم اعتمادا على بيانات عام 2015، كما يلخصها الجدول (4 - 4) التالي:

## الجدول (4 - 4) مؤشرات سيولة أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا لعام 2015

السوق	قيمة التداول (مليار دولار)	نسبة قيمة التداول (%)	* معدل الدوران (%)
السوق المالية السعودية (تداول)	442,83	77,34	105,18
سوق دبي المالي	41,251	7,21	49,14
بورصة قطر	25,676	4,48	16,94
البورصة المصرية	17,772	3,10	31,89
سوق أبوظبي للأوراق المالية	16,399	2,86	14,65
سوق الكويت للأوراق المالية	13,211	2,31	15,05
بورصة عمان	4,819	0,84	19
بورصة الدار البيضاء	4,089	0,71	8,96
سوق مسقط للأوراق المالية	3,547	0,62	8,66
بورصة تونس	0,981	0,17	11,19
بورصة بيروت	0,629	0,11	5,61
سوق العراق للأوراق المالية	0,412	0,07	5,34
بورصة فلسطين	0,320	0,06	9,59
بورصة البحرين	0,291	0,05	1,53
سوق الخرطوم للأوراق المالية	0,271	0,05	12
بورصة الجزائر	0,011	0,00	8,22
سوق دمشق للأوراق المالية	0,003	0,00	0,85
<b>المجموع</b>	<b>572,512</b>	<b>%100</b>	<b>% 53,16</b>

معدل الدوران = قيمة الأسهم المتداولة ÷ القيمة السوقية للأسهم

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- موقع اتحاد البورصات العربية: تم تصفحه بتاريخ: 2016/07/12: [www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx](http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx)
- موقع بورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12: [www.sgbv.dz/ar/?page=bilan\\_boc](http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc)
- تم احتساب قيمة التداول لبورصة الجزائر بناء على متوسط أسعار صرف الدينار مقابل الدولار سنة 2015. 1 دولار = 110 دج

يتضح من بيانات الجدول أعلاه وحسب مؤشري السيولة، ما يلي:

- بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة: فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2015 حوالي 572,5 مليار دولار، مسجلة بذلك انخفاض تجاوز 260 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة المسجلة عن عام 2014، تظهر بيانات الجدول أن السوق المالية السعودية الأكثر تداولاً عربياً، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة بها نحو 442,8 مليار دولار مقابل حصة قيمتها 77,34% من إجمالي قيمة تداول السواق العربية لعام 2015، لتتوزع بقية الحصة على الأسواق العربية الأخرى، حوالي 20% منها كانت من نصيب خمسة أسواق هي: سوق دبي، بورصة قطر، البورصة المصرية، سوق أبو ظبي

للأوراق المالية وسوق الكويت للأوراق المالية، والتي بلغت قيمة التداول فيها على التوالي: 41,25، 25,67، 17,77، 16,39 و 13,21 مليار دولار، أما بقية الأسواق العربية الإحدى عشر مجتمعة لم تتجاوز حصتها 2,66% من إجمالي قيمة التداول، أدناها سجل في كل من بورصة الجزائر وسوق دمشق للأوراق المالية.

- أما بالنسبة لمعدلات الدوران: وفي نفس السياق حافظ السوق السعودي على المرتبة الأولى بين الأسواق المالية العربية فيما يتعلق بمعدل الدوران خلال عام 2015، حيث وصل المعدل إلى 105,18%، متأثراً نسبياً بالسماح للمستثمر الأجنبي بالتداول المباشر في السوق ابتداء من منتصف عام 2015. مع ذلك، كان معدل الدوران للسوق السعودي، أقل من المعدل المسجل للسوق نفسه في العام الماضي 2014، حين وصل إلى 138,1% (الأعلى سنوياً لهذه السوق منذ الأزمة المالية العالمية). جاء سوق دبي المالي في المرتبة الثانية بمعدل دوران 49,14%، في تراجع مقارنة مع السنوات السابقة. وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسواق العربية مجتمعة عن عام 2015 يكون قد بلغ نحو 19,47%، في حين كان المعدل أقل من 15% لدى معظم بقية أسواق الأوراق المالية العربية عن عام 2015، عاكساً بذلك انكماش السيولة المتاحة.

## 6.2. التطورات التنظيمية والتشريعية المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية لعام 2015:

في مقابل تطورات الأداء، حفل عام 2015 بمواصلة السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية لجهودها للارتقاء وتطوير البنية التشريعية والتنظيمية لأسواق المال، من خلال مواكبة التطورات والالتزام بالمعايير والمبادئ الدولية، والعمل على تطوير وتحديث التعليمات والممارسات التي تتسجم مع هذه المعايير وتعزيز الإفصاح والشفافية. حيث حظي موضوع تطوير ضوابط وممارسات الحوكمة السليمة ومتابعة تطبيقها والالتزام بها وتقوية قواعد الرقابة لمواجهة جرائم الأموال وقضايا التوعية والتثقيف، باهتمام العديد من السلطات خلال العام، كذلك ولعل من أبرز التطورات التشريعية الأخرى كما سبقت الإشارة، السماح للمستثمر الأجنبي في التداول والاستثمار في السوق المالية السعودية، بما يعزز انفتاح الأسواق المالية العربية على المستثمر الأجنبي، ويمهد الطريق للارتقاء إلى مرتبة الأسواق الناشئة.<sup>1</sup>

## 7.2. طبيعة ملكية أسواق الأوراق المالية العربية:

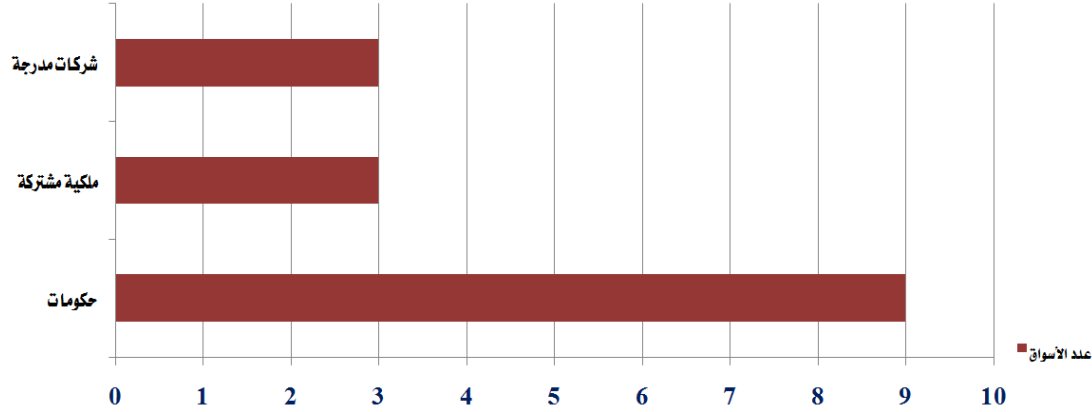
يلاحظ من خلال استعراض ملكية أسواق الأوراق المالية العربية\*، حسب بيانات الشكل (4- 22) إلى أن غالبية الأسواق العربية لازالت مملوكة للحكومة أو مؤسسات القطاع العام وذلك

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مرجع سبق ذكره.

\* - يتعلق الأمر بأسواق الأوراق المالية الخمس عشر المدرج هيئتها ضمن مؤسسة اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.

بالرغم من وجود بعض الأسواق المالية مملوكة من أعضاء السوق من الوسطاء والشركات المدرجة أو البنوك وغيرها، وفيما يلي توضيح للملكية لأسواق الأوراق المالية العربية:<sup>1</sup>

الشكل (4- 22) طبيعة ملكية أسواق الأوراق المالية العربية حتى نهاية عام 2015



المصدر: اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، علاقة هيئات الرقابة العربية بالجهات الخاضعة لرقابتها، الإمارات العربية المتحدة، دبي، جانفي 2016، ص: 24.

يتضح من الشكل (4- 22) وجود ثلاثة أشكال للملكية لأسواق الأوراق المالية، وهي كما يلي:

#### 1.7.2. أسواق ملكيتها للحكومة:

تهيمن الملكية الحكومية ومؤسسات القطاع العام الحكومي على ملكية أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تشير نتائج دراسة ملكية البورصات العربية إلى أن 9 أسواق مالية عربية لازالت مملوكة بالكامل من الحكومة أو إحدى مؤسساتها أو أنها تأخذ شكل مؤسسة عامة ورسمية ذات طابع عام (نفع عام) ولا تهدف إلى الربح. وتتضمن هذه المجموعة كل من بورصة عمان، سوق أبوظبي، السوق المالية السعودية (تداول)، سوق دمشق، سوق مسقط، بورصة قطر، سوق الكويت، بورصة بيروت والبورصة المصرية.

ففي الأردن، تعتبر بورصة عمان مؤسسة عامة لا تهدف إلى الربح وكذلك الحال في سوق أبو ظبي وسوق مسقط وبورصة بيروت. أما السوق المالية السعودية، فيعتبر مؤسسة عامة مملوكة من صندوق الاستثمارات العامة. كما تعتبر سوق الكويت مؤسسة عامة وكذلك الحال بالنسبة للبورصة المصرية وسوق دمشق وبورصة قطر.

<sup>1</sup> - اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، علاقة هيئات الرقابة العربية بالجهات الخاضعة لرقابتها، الإمارات العربية المتحدة، دبي، جانفي 2016، ص: 23، 24.

**2.7.2. أسواق ملكيتها مشتركة:**

تتضمن هذه المجموعة الأسواق المالية التي يتم امتلاكها من قبل أعضاء السوق وتتمثل في أسواق كل من الجزائر وتونس والمغرب. ففي الجزائر، يمتلك الوسطاء الشركة المساهمة بالتساوي، كما يمتلك الوسطاء بالتساوي البورصة التونسية من خلال خطية الأسهم. وكذلك الحال في بورصة الدار البيضاء بالمغرب التي تقسم شركات البورصة (الوسطاء) بالتساوي ملكيتها.

**3.7.2. أسواق ملكيتها مختلطة:**

وتتمثل هذه المجموعة الأسواق المالية التي تم امتلاكها من قبل القطاع الخاص، وتلك المملوكة بشكل مشترك ما بين الحكومة / القطاع العام والقطاع الخاص. وتضم هذه المجموعة كل من سوق دبي المالي وبورصة فلسطين وسوق العراق للأوراق المالية. فقد قام كل من سوق دبي وبورصة فلسطين بطرح جزء من أسهمها طرحاً عاماً باعتبارها شركات مساهمة عامة، وبالرغم من ذلك لا يزال جزء مهم من أسهم هاتين الشركتين لم تطرح للاكتتاب العام، علماً بأن بورصة فلسطين قد تأسست منذ البداية كشركة مساهمة خاصة، فيما تأسس سوق دبي كمؤسسة عامة رسمية، أما سوق العراق للأوراق المالية، فقد تأسس كشخصية معنوية غير هادفة لربح مملوكة من طرف أعضاء السوق.

**8.2. طبيعة تركيب مجالس إدارة أسواق الأوراق المالية العربية:**

يلاحظ من خلال استعراض طبيعة تركيب مجالس إدارة الأسواق المالية العربية إلى وجود نوعين من مجالس الإدارة، وذلك بالإشارة إلى درجة ارتباط هذه المجالس بالحكومة والتي يمكن بموجبها تصنيف البورصات العربية إلى ما يلي:<sup>1</sup>

**1.8.2. مجالس الإدارة ذات الطابع الحكومي العام:**

تأخذ أسواق الأوراق المالية شكل مؤسسة رسمية عامة أو لا تزال مملوكة من الحكومة، وتضم هذه المجموعة كل من بورصة الجزائر والسوق المالية السعودية ( تداول ) وسوق دمشق للأوراق المالية وسوق مسقط للأوراق المالية وبورصة قطر وبورصة بيروت. ففي الجزائر، يتشكل مجلس إدارة بورصة القيم المنقولة من قاضي يقترحه وزير العدل وممثلين عن محافظ بنك الجزائر. وفي السوق المالية السعودية (تداول)، يتضمن مجلس إدارتها ممثلين عن وزارة المالية ووزارة التجارة والصناعة ومؤسسة النقد السعودي. وفي سلطنة عُمان، يضم مجلس إدارة سوق مسقط ممثلين عن هيئة سوق المال والبنك المركزي العماني. أما في قطر، فيرأس مجلس إدارة بورصة قطر وزير الاقتصاد والتجارة ويضم مجلس إدارتها أيضاً ممثلين عن وزارة الاقتصاد وجهات قطر للاستثمار ومركز قطر للمال، كذلك الحال في الكويت، حيث يرأس

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/22.

[http://www.uasa.ae/ar/uasa\\_publications\\_studies.aspx](http://www.uasa.ae/ar/uasa_publications_studies.aspx)

مجلس إدارة السوق وزير التجارة والصناعة ويضم المجلس أيضا ممثلين عن وزارة التجارة والصناعة ووزارة المالية والبنك المركزي. وفي سوريا، يضم مجلس إدارة سوق دمشق ممثلين عن مصرف سوريا المركزي وممثل عن هيئة الأوراق المالية.

### 2.8.2. مجلس الإدارة الخاصة:

وتشمل هذه المجموعة عددا من أسواق الأوراق المالية مع وجود بعض الاختلافات. ففي الأردن، يتشكل مجلس الإدارة بالكامل من القطاع العام، إلا أن هيئة الأوراق المالية تقوم بتعيين 3 أعضاء من أصل 7 أعضاء بما فيهم الرئيس ونائب الرئيس في حين يتم انتخاب الأربعة أعضاء الباقين من الوسطاء وفي الإمارات، يتم بسوق أبوظبي تشكيل مجلس إدارة السوق بمرسوم أميري، كما يتشكل مجلس إدارة سوق دبي بموجب المادة 20 من النظام الأساسي للشركة. وفي فلسطين، يتشكل مجلس إدارة بورصة فلسطين من القطاع الخاص وكذلك الحال بالنسبة لتونس والمغرب. أما في العراق، فيتشكل مجلس المحافظين (مجلس الإدارة) من ممثلين عن الشركات المدرجة واتحاد الوسطاء والشركات المدرجة ومحافظين مستقلين.

### 3.8.2. مجالس الإدارة المختلطة:

تضم هذه المجموعة البورصة المصرية حيث يتم تعيين رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية ونائبه من قبل رئيس مجلس الوزراء لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة وذلك بناء على ترشيح من الوزير المختص. ويتم تعيين ثلاث أعضاء كممثلين للشركات العاملة بالبورصة وعضوين يمثلان الشركات المدرجة وممثل عن البنك المركزي يختاره المحافظ أما باقي الأعضاء فيتم تعيينهم كالتالي؛ عضو من هيئة سوق المال، وعضوين من ذوي الخبرة. كما تضم هذه المجموعة بورصة بيروت حيث يضم مجلس إدارة البورصة ممثلين عن وزارة المالية وأعضاء من الخبراء.

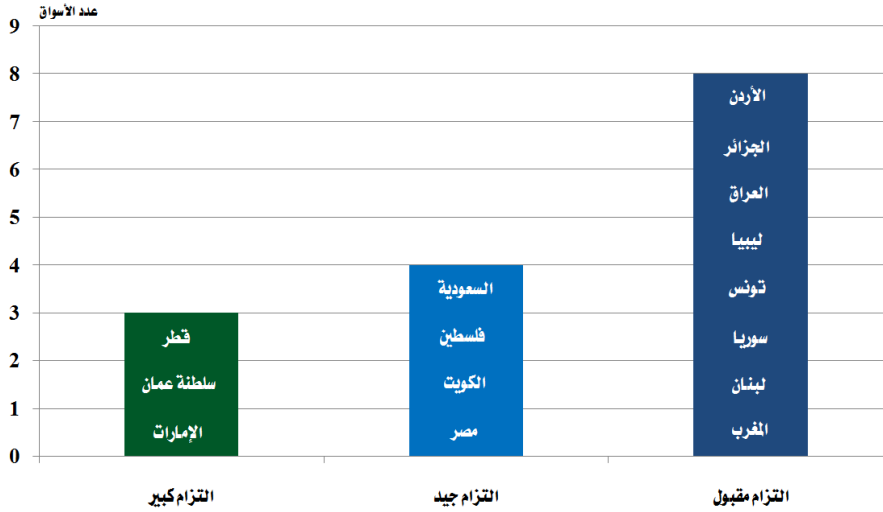
### 9.2. تقييم الالتزام بمبادئ الحوكمة من طرف أسواق الأوراق المالية العربية:

تختلف معايير قياس مدى الالتزام بمبادئ الحوكمة من هيئة إلى أخرى، حيث تلجأ معظم الهيئات العربية الأعضاء بإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية إلى استعمال معايير محددة ومعروفة لجميع الأطراف ذات العلاقة فيما تستخدم بعض الهيئات العربية الأخرى معايير محددة للاستخدام الداخلي فقط وغير معلنة، أما البعض الآخر فإنه لا يستند على أية معايير لقياس مدى الالتزام بمبادئ الحوكمة، وتعتمد كل من هيئة السوق المالية التونسية وهيئة السوق المالية السعودية والهيئة العامة لسوق المال لسلطنة عمان وهيئة سوق رأس المال الفلسطينية وهيئة قطر للأسواق المالية وهيئة أسواق المال الكويتية والهيئة العامة للرقابة المالية المصرية ومجلس القيم المنقولة المغربي على معايير قياس محددة ومعلن عنها ومعروفة لجميع الأطراف ذوي العلاقة. وفي المقابل يتم اعتماد معايير قياس محددة للاستخدامات الداخلية فقط وغير معلنة عنها في كل من هيئة الأوراق المالية الأردنية وهيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية وهيئة

الأوراق والأسواق المالية السورية. أما بخصوص لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الجزائرية وهيئة الأوراق المالية العراقية وهيئة الأسواق المالية اللبنانية والسوق المالي الليبي فإنها لا تعتمد أية معايير لقياس مدى الالتزام بمبادئ الحوكمة.<sup>1</sup>

أما بخصوص تقييم مدى الالتزام بمبادئ الحوكمة فقد خلصت الدراسة عن نتائج المسح كما يشير إليه الشكل (4- 23).

الشكل (4- 23) مستوى التزام أسواق الأوراق المالية العربية بمبادئ الحوكمة



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

الدراسة المسحية التي أنجزت من طرف اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية حول مستوى الشفافية لدى أسواق الأوراق المالية العربية عام 2014، مرجع سبق ذكره.

يشير الشكل (4- 23) المستند على نتائج المسح بأن الالتزام بمبادئ الحوكمة يعتبر التزاما كبيرا وفي تطور مستمر لدى كل من الإمارات وسلطنة عمان وقطر، أما في السعودية وفلسطين والكويت ومصر فإن الالتزام بمبادئ الحوكمة يعتبر جيدا إلا أنه بحاجة لمزيد من برامج التوعية والتحفيز، وفيما يخص باقي أعضاء الاتحاد الأردن وتونس والجزائر وسوريا والعراق ولبنان وليبيا والمغرب، فإن الالتزام مقبول وبحاجة إلى تكثيف العمل لإحداث تطوير نوعي في هذا المجال.

<sup>1</sup> - بالاعتماد على: الدراسة المسحية التي قام بإعدادها اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية حول مستوى الشفافية لدى أسواق الأوراق المالية العربية عام 2014، والتي تم تصفحها على موقع الاتحاد بتاريخ 2016/07/22:

[http://www.uasa.ae/ar/uasa\\_publications\\_studies.aspx](http://www.uasa.ae/ar/uasa_publications_studies.aspx)

**خلاصة:**

من خلال ما سبق يتضح أن الدول العربية حديثة العهد نسبياً بإنشاء أسواق الأوراق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها، خصوصا لما لهذه الأسواق من دور ريادي في خدمة التنمية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

إلا أنه ومن خلال مضمون المبحث الأول من هذا الفصل ومن خلال دراسة مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عامي 2007 و2008 تبين أن هذه الأسواق قد تأثرت بصورة شبه كاملة بالأزمة المالية العالمية 2008 وقد تباينت حدة هذا التأثير بحسب درجة انكشاف هذه الأسواق على أسواق الأوراق المالية العالمية، وهذا ما تبين من خلال معدل الانخفاض في مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية عام 2008، إذ احتلت دول مجلس التعاون الخليجي ذات الانكشاف المالي العالي المرتبة الأولى من ناحية التأثير في حين شهدت بقية الدول العربية تأثير متفاوت الحجم.

أما من خلال ما تضمنه المبحث الثاني من الفصل والذي خصص لدراسة مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (2009 - 2015)، أثبتت نتائج تحليل مؤشرات أداء (حجم وسيولة) أسواق الأوراق المالية العربية، أن هذه الأسواق شهدت تباينا في أدائها خلال فترة الدراسة، وتبين أيضا أنها تعاني من فجوة أداء واضحة مقارنة بمعظم الأسواق الناشئة في العالم، بسبب تأثرها بالأحداث العالمية والعربية الواقعة خلال فترة الدراسة، إلى أن نسب التأثير متفاوتة من سوق إلى آخر، ويرجع ذلك إلى استمرار مرحلة التعاليف من تداعيات الأزمة المالية العالمية بعد عام 2008، وتقاطعها مع الاضطرابات الأمنية والسياسية التي شاهدها بعض الدول العربية بداية من عام 2011، وتزامنها مع الانخفاض المتواصل في أسعار النفط الذي بدأ في أواخر عام 2014، مما ساهم في انكماش السيولة وعلى نظرة وثقة المستثمرين للأفاق المستقبلية لاقتصاديات هذه الأسواق.

انطلاقا من الوضع السابق يتبين أن أسواق الأوراق المالية العربية تواجه معوقات حالت دون تطورها لتحقيق دورها الاقتصادي المرجو منها، ولهذا سيخصص الفصل الموالي لرصد أهم هذه المعوقات، ومن ثم اقتراح أهم مقومات تطويرها وتكاملها.

# الفصل الخامس

## خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطويرها ودعم تكاملها

المبحث الأول:

خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية

❦

المبحث الثاني:

مرتكزات نمو أسواق الأوراق المالية العربية

❦

المبحث الثالث:

تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، واقعها ومتطلبات تفعيله

**تمهيد:**

يتضح من التحليل السابق لأداء أسواق الأوراق المالية العربية، وبالرغم من حدوث بعض التطورات فيها تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي والتحسين الملحوظ في أدائها، وبالرغم من الإصلاحات التي شهدتها هذه الأسواق خلال العقد الماضي هدفت في مجملها إلى تطوير أدائها من النواحي التشريعية والمؤسسية وترسيخ وتدعيم قواعد ونظم للعمل بها، إلا أنها ما زالت تعاني من بعض السلبيات والمعوقات التي تحول دون تطورها وتحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وقيامها بالدور المنشود منها في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية.

رغم أن لكل سوق من أسواق الأوراق المالية العربية خصوصية تنبثق من ظروف نشأتها إلا أن جميعها قد واجهت منذ نشأتها، وقبل إصلاحها، مجموعة من العقبات والمشكلات حدت من نموها ونالت من كفاءة أدائها، ولا زالت تعاني منها.

لهذا خصص مضمون هذا الفصل للحديث عن خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطويرها ودعم تكاملها، وسيتم ذلك من خلال ثلاثة مباحث متضمنة الآتي:

- **المبحث الأول:** سيخصص للتعرف على خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية؛
- **المبحث الثاني:** سنحاول من خلاله صياغة أهم المرتكزات الواجب توفيرها من طرف الحكومات العربية لإنماء أسواقها لتحقيق الدور التنموي المنوط بها؛
- **أما المبحث الثالث:** سيعنى بالحديث عن تكامل وترابط أسواق الأوراق المالية العربية، والمعوقات التي حالت دون نجاحه، للوصول إلى اقتراح متطلبات إنجاح هذا التكامل العربي.

## المبحث الأول: خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية

في هذا المبحث سنحاول رصد أهم الخصائص التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية، إضافة إلى المعوقات التي تحول دون نموها.

### 1. خصائص أسواق الأوراق المالية العربية:

إن عملية رصد الوضع الراهن لأسواق الأوراق المالية العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها، وإذا كان لكل سوق خصوصيتها التي تشتق من ظروف نشأتها ونمط تشريعاتها ونظمها وهيكلها، فإن لهذه الأسواق قاسما مشتركا من الخصائص الرئيسية التي يمكن حصرها في الآتي:

#### 1.1. ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية:

ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية، ونسبة الإصدارات الجديدة إلى الناتج المحلي وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي، لهذا تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، فقد بلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية حوالي 100 شركة سنة 2015، ويعتبر هذا العدد منخفضا مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتقدمة، حيث يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة حوالي 300 وفي الأسواق المتقدمة 700 شركة. وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية.

كما تتصف الأسواق العربية أيضا بانخفاض مؤشر نشاط السوق، الذي يقاس بمعدل حجم الأسهم المتداولة منسوبة إلى مجموع الأسهم المدرجة في السوق (مؤشر معدل دوران السهم)، حيث لا تتجاوز هذه النسبة في الأسواق العربية 25%، بينما تصل هذه النسبة في الأسواق الناشئة الآسيوية حوالي 75%<sup>1</sup>.

#### 2.1. الدور المحدود للمستثمر المؤسسي في عملية التداول وقيادة السوق:

يلاحظ أن من أهم أسباب انخفاض الطلب في الأسواق العربية هو ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العربية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي لسنة 2015، تم تصفحها بتاريخ 2016/01/12:

[http://www.amf.org.ae/ar/amdb\\_performance/yearly](http://www.amf.org.ae/ar/amdb_performance/yearly)

- إبراهيم أنور، خصائص أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية العدد 80، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص: 4، 5.

المؤسسي في هذه الأسواق من شأنه أن يقلل من تأثير العوامل غير الأساسية في تسعير الأوراق المالية، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.<sup>1</sup>

ومن الأسباب التي أدت إلى بروز أهمية المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية مزاياه واختلافاته عن المستثمر الفردي وذلك من خلال مساهمته في صناعة سوق الأوراق المالية وبالتالي تحقيق العمق والانتعاش فيها، والمساهمة في إكسابها صفة الاستمرارية والسيولة بالكلفة المناسبة وفي الوقت وبالسرعة المناسبين، ويقلل بشكل كبير من تأثيرات الأزمات المالية، ويجنب تلك الأسواق من النتائج السلبية التي تفرزها تلك الإختلالات من خلال القدرة التي يتمتع بها المستثمرون المؤسسون في السيطرة على عمليات طرح الأوراق المالية للبيع، وهو ما حصل في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من خلال التدخل لشراء الأوراق المالية من الأسواق، مما قلل من الانخفاضات الحادة في تلك الأسواق، وبالمقابل تتميز استثمارات الأفراد بالاندفاع العالي، مع تركيزهم على أسهم الشركات المنخفضة القيمة لسهولة المضاربة على أسهمها من دون الالتفات إلى مؤشرات أدائها وربحياتها، وبالتالي تحصل مغالاة في أسعار أسهم معظم الشركات المعرضة للمضاربة.<sup>2</sup> والجدول (5- 1) التالي يوضح طبيعة المتداولين في بعض أسواق الأوراق المالية العربية عام 2014:

الجدول (5- 1) حصص المتداولين من التعاملات في بعض أسواق الأوراق المالية العربية لعام 2014

السوق	التعاملات حسب طبيعة المستثمر (%)	
	مستثمرين أفراد	مستثمرين مؤسسات
سوق أبوظبي للأوراق المالية	62,4	37,6
سوق دبي المالي	71,9	28,1
بورصة البحرين	42,8	57,2
السوق المالية السعودية	89,8	10,2
سوق مسقط للأوراق المالية	28,9	71,1
بورصة قطر	57,9	42,1
سوق الكويت للأوراق المالية	66,6	33,4
البورصة المصرية	71	29

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، أبو ضبي، الإمارات، 2015، ص: 473.

يتضح من الجدول (5- 1) أن دور المستثمر المؤسسي لا يتجاوز 40% من حجم التعامل في الأسواق العربية، كسوق أبو ضبي للأوراق المالية، سوق دبي المالي وسوق الكويت والبورصة المصرية، في حين نجد السوق المالية السعودية سجلت أدنى نسبة تعاملات المستثمرين المؤسسيين حيث لم تتجاوز

<sup>1</sup> - المرجع السابق.

<sup>2</sup> - مداني أحمد، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية، مقال بمجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، جامعة الشلف، 2016، ص: 6.

نسبة 11%، أما سوق مسقط للأوراق المالية تجاوزت فيها نسبة تعاملات المستثمرين المؤسسين نسبة 71%، لتعادل ما حققه مثيلاتها في بعض الدول المتقدمة، في حين سيطر المتداولون الأفراد على التعاملات في كل من السوق المالية السعودية بنسبة 89,8% وبنسبة 62,4% وبنسبة 71,9% في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على التوالي.

### 3.1. ارتفاع درجة تركيز التداول وانخفاض الطاقة الاستيعابية في الأسواق العربية :

يقصد بدرجة تركيز التداول عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، حيث تعاني كل أسواق الأوراق المالية العربية من انخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية، الأمر الذي يحصر التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، وترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصاديات العربية وتركيزها في قطاعات محدودة. ومن الممكن توسيع نطاق التداول في الأسواق العربية بتهيئة الظروف المواتية للإدراج المشترك للشركات في الأسواق العربية توطئة لإنشاء سوق عربية مشتركة لتداول الأسهم.<sup>1</sup>

أما في ما يتعلق بانخفاض الطاقة الاستيعابية للأسواق العربية التي يقصد بها مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة والقيمة السوقية بالنسبة للنتائج المحلى الإجمالي والادخار المحلى الإجمالي، ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية إلى الناتج المحلى الإجمالي إلى أقل من 50% في معظم الأسواق العربية، في حين نجدها في معظم الأسواق الناشئة تتجاوز نسبة 150%.

### 4.1. تدني قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة :

يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون ممتاز بالكفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به أسواق الأوراق المالية العربية من ضعف في سيولتها من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم الذي سجل انخفاضا كبيرا في معظم الأسواق العربية خلال عام 2015، حيث بلغ هذا المعدل في بورصة البحرين نسبة 1,5%، وسوق العراق للأوراق المالية بنحو 5,34% أما البورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء استقر هذا المعدل فيهما بنسبة 31,89% و8,96% على التوالي، باستثناء السوق المالية السعودية التي حققت أعلى معدل دوران أسهم بنسبة 105,17%، في حين تبلغ هذه المعدلات في الدول الناشئة كجمهورية كوريا مثلا بنحو 149,8%

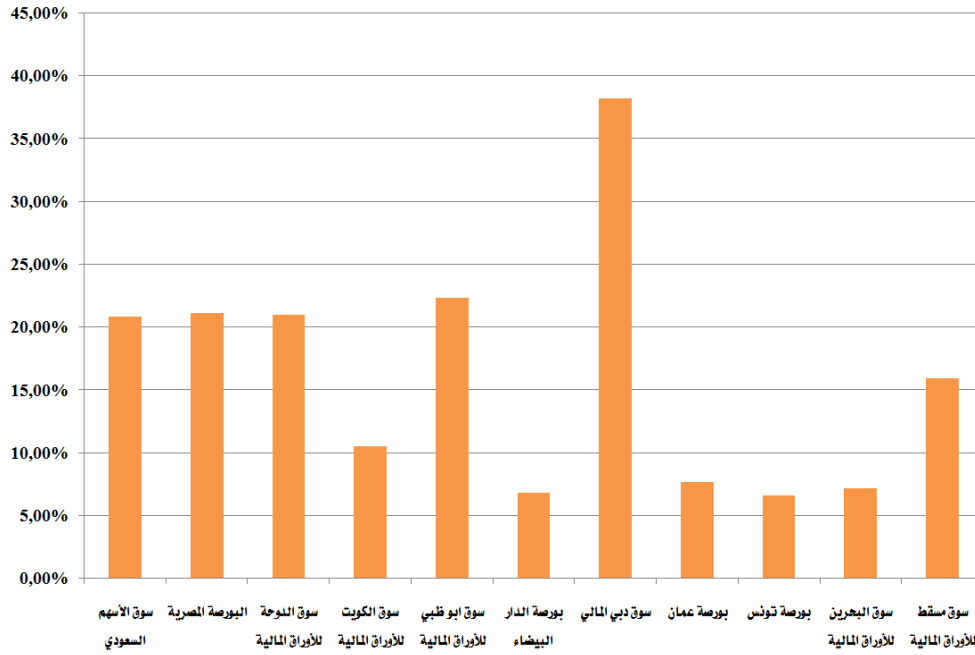
<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص: 6.

وجنوب إفريقيا 266% وذلك عام 2014، بالإضافة إلى انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا في الأسواق العربية، وعدد أيام التداول في السنة.<sup>1</sup>

### 5.1. التقلبات (التذبذبات) الشديدة في حركة أسعار الأوراق المالية:

من الخصائص الأساسية التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزي ذلك إلى اعتماد الشركات العربية على المصادر التقليدية والخارجية للتمويل والمتمثلة في القروض بدل إصدار المزيد من الأسهم، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وبالتالي فإن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية العربية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها، ومن خلال الشكل (5 - 1) التالي يمكن إبراز مستوى التذبذب في حركة أسعار أسهم معظم الأسواق العربية خلال عام 2014.

الشكل (5 - 1) : معدل التقلب في مؤشر أسعار أسواق الأوراق المالية العربية عام 2014



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، أبو ضبي، الإمارات، 2015، ص: 472.

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx>

- الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية:

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR>

- الموقع الرسمي للبنك الدولي:

تم تصفحهما بتاريخ 2016/02/10.

على ضوء الشكل (5 - 1) السابق يتضح أن سوق دبي المالي تتصدر التقلبات الحادة في مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية العربية عام 2014 بنسبة 38,2%، تليها سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 22,3%، كذلك كلا من البورصة المصرية والقطرية بنحو 21%، أما أدنى مستوى تقلب في مؤشر الأسعار حققته بورصة تونس بمستوى 6,6%. وفي نفس السياق بلغ معدل تقلب أسعار أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة في نفس العام نسبة 22,4%.

ومن خلال الدراسات المنجزة في هذا الإطار يتم إرجاع أهم الأسباب المؤدية للتقلبات أو التذبذبات المفاجئة والغير مبررة، التي تتسم بها أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم ارتباط أسعار الأسهم بهذه الأسواق بالمؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي، وازدياد التكامل المشترك للأسواق العربية مع الأسواق العالمية والإقليمية، الأمر الذي يزيد من حساسية هذه الأسواق للمستجدات الإقليمية والعالمية معا.

### 6.1. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولية:

تعانى أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية إلى انخفاض معدلات الدخل النقدية والادخار الفردي في عديد من الدول العربية، بالإضافة إلى تدنى الوعي الاستثماري لدى الكثيرين وخاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، وكذلك تفضيل البعض حيابة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع في البنوك، ومن جهة أخرى فإن أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة في الأسواق العربية مازالت تتسم بالضآلة، حيث بلغت نسبتها إلى كل من الناتج المحلي من جهة والقروض والتسهيلات البنكية من جهة أخرى نحو 4%، 10% على الترتيب. ولعل محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة مؤسساتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ومعايير المحاسبة الدولية في كثير من الأسواق العربية من أهم مصادر ضعف السوق الأولية، بالإضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضمائم الاكتتاب والتي من شأنها أن تزيد من إقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة نظرا لما توفره من مساعدة تمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.<sup>1</sup>

### 7.1. قلة نشاط الشركات العربية المتعددة الإدراج:

بلغ عدد الشركات المتعددة الإدراج في أسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2006 نحو 33 شركة، تنتمي إلى عشر دول عربية، فهناك 11 شركة كويتية مقيدة في بورصات أخرى بخلاف قيدها ببورصة الكويت، وسبع شركات بحرينية، وست شركات إماراتية، وشركتان في كل من مصر وسلطنة عمان وقطر، وشركة واحدة من كل من لبنان وفلسطين والسودان. ومن تلك الشركات

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، الإمارات، 2001، ص: 184.

الكويتية هناك عشر شركات مقيدة في بورصة دبي وشركتان ببورصة البحرين هما جلوبال والمجموعة الدولية للاستثمار، لتتفرد شركة جلوبال بتسجيلها في بورصتي دبي والبحرين.

إلا أن الأمر الأهم في تعاملات الشركات متعددة الإدراج داخل الأسواق التي أدرجت فيها مازالت محدودة، بالقياس إلى حجم تعاملات تلك الأسواق، بل إن إحداها وهي البنك التجاري الدولي مصر طالب بإلغاء قيده بالإمارات، ولقد أشارت بيانات تداول السوق الكويتية لعام 2006 إلى استحواذ الشركات السبع عشرة العربية المقيدة بها على نسبة 5,4% من إجمالي قيمة تعاملات العام، ونسبة 6% من عدد الأسهم المتداولة، وفي بورصة دبي تضاعف نصيب الشركات 12 العربية المدرجة بها ليصل إلى نسبة واحد بالألف من إجمالي قيمة التعامل. وفي بورصة أبو ظبي كان نصيب الشركات الأربع متعددة الإدراج 2,6% من إجمالي قيمة التعامل.<sup>1</sup>

## 2. معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية :

تعددت المظاهر والخصائص السلبية بأسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة، نتيجة محدودية الوعي الاستثماري وضعف مستوى الإفصاح والشفافية، انتشار الشائعات، حتى أصبحت الشائعات هي التي توجه السوق في أحيان كثيرة وليست المعلومات، إلى جانب محدودية الأدوات الاستثمارية، وضعف الاستثمار المؤسسي، وتغلب الاستثمارات الفردية، وسيطرة المضاربين على حركة الأسواق، وخلق أسعار مصطنعة، وضعف الأجهزة الرقابية، وبطء تدخلها، وغياب صانع السوق\*، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتتمثل أهم تلك المعوقات في النقاط التالية :

### 1.2. ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية :

في هذا الصدد أشارت دراسة أجريت من طرف المعهد العربي للتخطيط\*\* على أن كل أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من ضعف قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، وخصوصا تلك

<sup>1</sup> - ممدوح الولي، الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية (التجربة العربية)، مقال متواجد بالموقع الإلكتروني لمجلة البيان الإسلامية، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12، ص، ص: 363، 364:

<http://www.albayan.co.uk/StrategicReportView.aspx?Id=110>

\* - صانع السوق هو عبارة عن شركة تكون دائماً على أهبة الاستعداد لشراء الأصول المالية أو بيعها بسعر محدد واضح على المدى الطويل. وتشترك هذه الشركات في المعاملات التجارية مباشرة إما بصفقتها بائع أو مشتري. كما تحدد أسعار بيع أو شراء أدوات التداول الخاصة إلى حد بعيد. ويتمثل الدور الأساسي لصانع السوق في توفير السيولة أو خلق فرص أمام المشاركين الآخرين في السوق لشراء مجموعة كبيرة من الأسهم والعملات والعقود الآجلة وأدوات التداول الأخرى بطريقة شرعية أو بيعها بسعر محدد واضح. كما يخاطر صناع السوق بأموالهم نظراً لكونهم الطرف الآخر دائماً في أي صفقة، ولذا فهم يلعبون دوراً دائماً في وضع العديد من الإستراتيجيات لضمان (التحوط) ضد الخسائر.

\*\* - أنشأت حكومة دولة الكويت عام 1966 بالتعاون مع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي معهد الكويت للتخطيط الاقتصادي والاجتماعي في الشرق الأوسط كمؤسسة كويتية مستقلة وذلك وفقاً للاتفاقية التي عقدت آنذاك بين حكومة الكويت وبرنامج الأمم المتحدة خلال السنوات الخمس الأولى من إنشائه، وبانتهاء هذه الفترة تم تحويل المعهد في عام 1972 إلى مؤسسة عربية مستقلة وسمية "المعهد العربي للتخطيط Arab

المتعلقة بحوكمة الشركات، مشيرة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري لأسواق الأوراق المالية العربية، وغياب أو ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح في شأن معلوماتها في التقارير المالية.<sup>1</sup>

واعتبرت الدراسة أن أهم المعوقات التي تقلل من شفافية الأسواق العربية، هي الآتية:<sup>2</sup>

- غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق المعنية من قبل الحكومة عن الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة السوق، بالإضافة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري لأسواق الأوراق المالية العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها كإحدى وحدات القطاع العام؛
- غياب أو ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح في شأن معلوماتها في التقارير المالية؛
- عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية في شأن الشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات، وعدم توافر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حيادية واستقلالية؛
- ضعف الآليات الملزمة للشركات المدرجة بالأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنظمة.

## 2.2. غياب المؤسسات المساندة والمكملة لدور السوق:

من أهم هذه المؤسسات الشركات الصانعة للسوق، حيث أدى غيابها في بعض الأسواق إلى زيادة حدة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق، كما تفتقر الأسواق العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، كما تفتقر معظم أسواق الأوراق المالية العربية إلى شركات الترويج وضممان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضممان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة، وإلى وجود

Planning Institute " بالكويت. وفي عام 1980 تم الاتفاق بين الحكومات العربية المؤسسة على إقرار المعهد العربي للتخطيط كمؤسسة عربية مستقلة.

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

- المعهد العربي للتخطيط، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، سلسلة جسر التنمية، العدد 100، الكويت، 2011، ص:ص: 10، 11.

- موقع مجموعة بوابة الأخبار عن الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: مقال بعنوان: المعهد العربي للتخطيط: أسواق الأوراق المالية العربية تحتاج إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، تم تصفحه بتاريخ 2016/01/15.

<http://www.albawaba.com/ar>

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية وتلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.<sup>1</sup>

### 3.2. العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية:

من المعروف بأنه لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية بمعزل عن التطورات في الأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وعلى ضوء ذلك فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق يعكس بالضرورة الخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية، وتشير الدراسات المتعلقة بالاقتصاديات العربية إلى أن هناك تباينا واضحا في اقتصادياتها وكذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها، بالإضافة إلى غياب التنسيق والتكامل فيما بينها، وعلى العموم يمكن التمييز بين مجموعتين من الدول العربية وذلك من خلال التطور الاقتصادي، الأولى تضم الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بفائض مالي يقابله شح في عناصر الإنتاج الأخرى، وخاصة العناصر البشرية المدربة، أما المجموعة الثانية، فتضم دول عربية يتميز تركيبها الاقتصادي بقلة رأس المال ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة الأيدي العاملة، وفي ضوء هذه الحقائق فإن السياسات الاقتصادية المتبعة في كلا المجموعتين مختلفة لذلك فإن التحدي القائم يقوم على أساس إيجاد انسجام بين مصالح دول الفائض، وذلك من خلال توفير فرص استثمارية مناسبة وكذلك مصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات التتموية والبشرية.

إضافة إلى ما تقدم فإن المبادلات التجارية فيما بين الدول العربية لا زالت متدنية حيث أن التجارة العربية البينية لازالت لم تتجاوز 10% عام 2014، الأمر الذي يتطلب بذل المزيد من الجهود لتعزيز وتنشيط التجارة العربية البينية.<sup>2</sup>

إن التباين المشار إليه سابقا وما ينجم عن ذلك من اختلافات في الهياكل الاقتصادية العربية ومستويات الرفاه الاقتصادي تؤثر في السياسات الاقتصادية التي تنتهجها الدول العربية، بما في ذلك السياسات النقدية والمالية وما ينعكس سلبا على إمكانيات تكامل أسواق الأوراق المالية العربية.

### 4.2. مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج:

تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التتموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى نحو 70% ويتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات، مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة وارتفاع الأسعار وضعف

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 181، 182.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، معاريف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مقال بمجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010، ص: 192.

- الإنتاج، وإن ما يقارب 800 - 2400 مليار دولار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية، منها وتعود أسبابها إلى العوامل التالية:<sup>1</sup>
- تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة؛
  - إمكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت وبدون عوائق؛
  - عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية، مثل عجز البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية، رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة، مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة؛
  - انتشار الفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية؛
  - هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي والاستثماري والمالي؛
  - غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار لحماية الدستور، وعدم التصريح قانونياً بالحماية التشريعية للمستثمر.

## 5.2. تدني الوعي الاستثماري لدى المتعاملين:

رغم التغطية الواسعة لأخبار التداول بالصحف والقنوات الفضائية إلا أن جانب التوعية لا يأخذ حظه، حيث تتوجه الرسالة الإعلامية إلى المتعاملين باعتبارهم ذوي خبرة، بينما الغالبية منهم ليس لديهم أساسيات التعامل، ويبدو ذلك من مخاطبة المتعاملين بمصطلحات علمية لا دراية لهم بها.

ومن أشكال أخطاء المتعاملين الرَّجُّ بكل أموالهم للاستثمار، بينما الاستثمار الرشيد يقتضي الاستثمار بفوائض الأموال، وكذلك الاقتراض للاستثمار أيضاً، وشراء سهم واحد بغالب أموال المستثمر، بينما أبسط قواعد الاستثمار هو التنويع بالمحفظة. ولقد تكرر ذلك في عدد من الاكتتابات العامة بعدد من الأسواق، مثل سهم المصرية للاتصالات في مصر، وبنك الريان بقطر وغيرها، والنتيجة لعدم الخبرة - هو اتخاذ سلوك القطيع\* بتقليد ما يفعله الغير، كما ينجم عن نقص الخبرة قرارات خاطئة

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص: 193.

\* - نشأ مفهوم القطيع نتيجة أن معظم المتعاملين في الأسواق المالية يفتقدون للمعايير والأسس السليمة لاتخاذ قرار الاستثمار أو المتاجرة، يعنى ذلك أن قراراتهم تكون معتمدة على الخبرات الشخصية والمتأثرة أساساً بقرارات المحيطين من المستثمرين والناشرين للشائعات والمعلومات والأخبار التي لا يمكن الوثوق فيها بصفة دائمة، وأيضاً على توقعات المستثمر نفسه وأيضاً الحالة النفسية له، وهذا يعطي مدولاً مهماً جداً يميز السوق المالية وهو ما يعرف بظاهرة أو سياسة القطيع Herd Phenomenon .

للشراء، وكذلك قرارات خاطئة للبيع يترتب عليها الإضرار بالسوق، خاصة وأن الأفراد مازالوا يمثلون أغلبية المتعاملين بالأسواق العربية.

ويعد دخول السوق من خلال صناديق الاستثمار الأسلوب الأمثل لغير ذوي الخبرة، إلا أن الرغبة في تحقيق مكاسب عالية يدفعهم للمجازفة، كما يعد الاستثمار المؤسسي كشكل غالب للتعامل في أسواق الأوراق المالية الأجنبية هو الأفضل، لوجود إمكانية الاستعانة بالمتخصصين لمتابعة أخبار الشركات وتحليل أدائها، ورصد التغيرات بقطاعات النشاط الاقتصادي، ومدى تأثيرها بالتطورات الاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية، لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.<sup>1</sup>

## 6.2. ضعف الفرص المتاحة للتنويع أمام المستثمرين :

تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بضعف فرص التنويع المتاحة للمستثمرين فيها نسبة لقلّة الأسهم الواعدة، هذا بجانب نوعية الأوراق المالية المدرجة فيها، التي تنحصر فقط في الأسهم العادية دون وجود بدائل متمثلة في الصكوك، السندات، المشتقات المالية، الأمر الذي يقلل من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر منخفضة، باعتبار أن تنويع الأوراق المالية في المحافظ الاستثمارية يمثل أنجع وسيلة لتقليل المخاطر.

إن أحد أهم أسباب ارتفاع المخاطر في الأسواق العربية هو عدم وجود أدوات مالية كافية لدرء المخاطر، هذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار. ويلاحظ في معظم الأسواق العربية أن قطاعي البنوك والاتصالات يسيطران على حجم التداول.

ومن أسباب ضعف فرص التنويع في أسواق الأسهم العربية أن سلوك المستثمر فيها تحكمه سياسة القطيع، التي تمثل انقياد المستثمر لتوجيهات كبار المستثمرين، دون الاستناد للتحليل المالي للتعرف على الأداء الفعلي للشركات المدرجة في السوق.<sup>2</sup>

## 7.2. الاضطرابات السياسية والأمنية لدى بعض الدول العربية:

على الرغم من النتائج المالية الجيدة التي أعلنت عنها معظم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية والتحسّن الملحوظ في العودة إلى الريحية وتقليص الخسائر بعد التعافي من الأزمة المالية العالمية 2008، فإن المؤشرات المالية لمعظم أسواق الأسهم في الدول العربية لا تزال تعاني عدم استقرار وتراجع في الأداء نتيجة آثار وتطورات الأزمات السياسية والأمنية التي تمر بها بعض دول المنطقة مثل تونس ومصر واليمن وسورية وليبيا، منذ منتصف الشهر الأول من عام 2011.

<sup>1</sup> - ممدوح الولي، مرجع سبق ذكره، ص: 365، 366.

<sup>2</sup> - إبراهيم أونور، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

وفي هذا السياق ذكر تقرير صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو KAMCO)\* أنه مع بداية الأزمة السياسية والأمنية في مصر، شهدت معظم أسواق الأوراق المالية العربية انخفاضا حادا، حيث خسرت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية حوالي 61,6 مليارا دولارا أميركيا خلال الفترة نفسها وبنسبة انخفاض بلغت 6,2% لتصل إلى 929 مليار دولار أميركي في 22 مارس 2011 مقارنة مع القيمة السوقية في تاريخ 25 جانفي 2011.

من هنا، نرى مدى تأثير الأزمات السياسية والأمنية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية وتعتبر هذه الأزمات غير مسبوقه في عمقها وتأثيرها الحاد على الاقتصاد في الدول التي تشهد تلك الأزمات بشكل مباشر وعلى أداء أسواق المنطقة العربية.<sup>1</sup>

## 8.2. عدم توفر آليات فعالة لتكامل أسواق الأوراق المالية العربية:

لا شك أن غياب الترابط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية وبين مكاتب السمسرة، وغيرها من الأجهزة، لا يسهل عملية الاتصال السريع وما تتطلبه عمليات التداول والتسديد من سرعة اتخاذ القرار، وإنما تقوم هذه الأجهزة إن وجدت أصلا بالإبطاء والتريث فترة زمنية معتبرة، وهو ما يمنع الأسواق من أن تتفاعل مع الأحداث لحظة جريانها وليس بعد فوات الأوان.

ومن جهة أخرى فإن عدم تكامل أسواق الأوراق المالية فيما بينها من ناحية، وبين أسواق الأوراق المالية الدولية من جهة أخرى يمنعها من أن تحقق ما هو مطلوب منها، وهكذا تتراكم أمامها المشاكل وتتضاعف المعوقات.<sup>2</sup>

ولعل أهم عوامل الانفصال يكمن أساسا في ضعف التشابك العربي الاقتصادي بل حتى ضعف العمل العربي في مختلف أشكاله، ومن مظاهر ذلك ضآلة التجارة العربية البيئية ومحدودية مؤسسات العمل العربي المشترك والتفكيك الواضح سياسيا واقتصاديا، مما يشكل قاطع من سبيل الاتصال بين مؤسسات الاستثمار والمال والتعاون المالي العربي.

\* - تعتبر شركة كامكو KAMCO للاستثمار شركة مساهمة كويتية عامة، ومقرها دولة الكويت، أحد أكبر الشركات الاستثمارية في المنطقة من حيث حجم الأصول المدارة، وشركة رائدة إقليميا في قطاع الاستثمارات المصرفية، تدرج تحت إشراف هيئة أسواق المال في الكويت. تأسست كامكو في عام 1998 وأدرجت في سوق الكويت للأوراق المالية عام 2003، تمكنت كامكو خلال مسيرتها من تعزيز حجم أصولها المدارة لتصل إلى أكثر من 11.2 مليار دولار، وتحقيق سجلا حافلا من العمليات الاستثمارية البنكية الناجحة في أسواق المال يصل عددها إلى 85 عملية بقيمة تزيد عن 12 مليار دولار أميركي (كما في 31 ديسمبر 2015).

<sup>1</sup> - تقرير صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة كامكو، الثورات العربية تطيح أسواق المال... ولا عزاء لنتائج الشركات، على الموقع الرسمي للشركة، تم تصفحه بتاريخ 2016/02/10.

<http://www.kamconline.com/ResearchReport.aspx?language=ar>

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006، ص: 257.

## المبحث الثاني: مرتكزات نمو أسواق الأوراق المالية العربية

تعكس سوق الأوراق المالية واقع الاقتصاد فيما إذا كان متقدما ويسوده نظام السوق والمؤسسات الخاصة، والوعي الاقتصادي لدى المستثمرين، أو بالعكس ذو أنظمة متخلفة ومشوهة هيكلية وسيطر عليه النظام المركزي والمؤسسات العامة، فالأسواق في النوع الأول يمكن أن تحقق تقدما ونموا أكبر مما تحققه الثانية، نتيجة الدور القيادي للقطاع الخاص في الاقتصاد وسريان قوانين السوق وآلياتها في ظل حرية التمويل والاستثمار والإنتاج والتبادل، وتزداد أهمية سوق الأوراق المالية مع تطور نشاط القطاع الخاص وتنامي الحاجة إلى التمويل طويل الأجل، وبالتالي فإن إقامة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وضمن فاعليتها يتطلب توافر مجموعة من المرتكزات يمكن تصنيفها إلى نوعين:

### 1. المرتكزات الأساسية:

هي المرتكزات الواجب توفرها، لأن غيابها سيشكل عائق أمام أي محاولة لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، والمتمثلة أساسا في:

#### 1.1. بيئة اقتصادية مواتمة للاستثمار:

بحيث تستند إلى الثقة بالنظام السياسي ومصداقية صناع القرار ورغبتهم في التطوير ودورهم الإيجابي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وإيجاد البيئة السليمة للاستثمار، وتتمثل ببنية أساس حكومية متطورة تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وتطويرها وتحقيق الاستقرار المالي وزيادة تراكم المدخرات المحلية وجذب الاستثمار الأجنبي، إذ أن نشاط سوق الأوراق المالية يعكس حالة الاستقرار السياسي في البلد من جهة وحجم الاستثمارات المحلية والأجنبية وحجم الإنتاج وحركة رؤوس الأموال من جهة أخرى، كما ينبغي الاستناد إلى فلسفة اقتصادية واضحة نابعة من حاجة البيئة الاقتصادية السائدة، تتسم بأهداف واضحة ضمن خطة إصلاح اقتصادي متكاملة، تؤمن بآلية عمل نظام السوق، وإن للقطاع الخاص الدور الرئيس في الاقتصاد، وكذلك حرية التجارة وحرية حركة رؤوس الأموال، وتسمح بإقامة المشاريع المساهمة للقطاع الخاص، مع وضع القوانين والتشريعات المنظمة ضمن إطار زمني متسلسل، والتأكيد على تفاعل سوق الأوراق المالية مع احتياجات الاقتصاد وتطويرها لتعزيز دورها في توفير التمويل اللازم للشركات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - الاسكوا، مسح للتطورات الاقتصادية والاجتماعية في منطقة الاسكوا 2000 - 2001 - الجزء الثاني - تحليل مقارنة لدور القطاع الخاص في بلدان الاسكوا، مع دراسة حالة عن مصر والمملكة العربية السعودية، الأمم المتحدة، نيويورك، 2003، ص:25.

## 2.1. تكامل السياسات المالية والنقدية:

بحيث تحفز النمو الاقتصادي وتهدف إلى خلق التوقعات المتفائلة المشجعة للاستثمار في سوق الأوراق المالية، من خلال تفعيل السياستين المالية والنقدية وتكاملهما وشفافيتهما لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي والمحافظة عليه، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتهيئة البيئة الملائمة للاستثمار وضمان فاعليتها، فالسياسة المالية تسهم في تحقيق أهداف اقتصادية معينة ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي، من خلال تأثير الضرائب في الاستثمارات المالية والرأسمالية، أما السياسة النقدية فإنها تسعى لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، يأتي في مقدمتها السيطرة على عرض النقد، وتتكامل السياسة النقدية مع السياسة المالية، إذ ينجم عن تغير معدلات الفائدة آثار مهمة في عالم المال والاستثمار، منها تأثيره في سعر الورقة المالية وتعديل الحقائق الاستثمارية، واجتذاب المدخرات نحو الأوراق المالية وتحديد مستوى سوق الأوراق المالية، وجذب الاستثمارات الرأسمالية وتحديد معدلات النمو الاقتصادي، كما إن للتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي الجديد والتحويل الخارجي وقوانين الشركات دورا مهما في السياسة الاقتصادية وأثرها في السوق.<sup>1</sup>

## 3.1. هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:

يتمثل بمجموعة من الأجهزة التي تضطلع بمهام إدارة السوق، وتتصف بالمرونة والقدرة على توفير البيئة المشجعة على الابتكار والإبداع في تلبية متطلبات المتعاملين، ويعد تأسيس هيئة الأوراق المالية في مقدمة هذا الهيكل، ويأتي في مقدمة مسؤولياتها وضع النظام الداخلي الخاص بها لإدارة سوق الأوراق المالية، كما يتم من خلالها وضع الأنظمة والتشريعات والقوانين الخاصة بعمليات التداول في السوقين الأولية والثانوية ومراقبة تنفيذها لحماية المستثمرين، وأهمها قانون سوق الأوراق المالية ولوائحه التنفيذية الداخلية، ووضع قواعد وقوانين الإفصاح والشفافية المالية وغير المالية للشركات وآلية مراقبة تنفيذها، مع العمل على إصدار معايير محاسبية ومعايير تدقيق حسابات وفق المعايير الدولية والإشراف على تطبيقها.<sup>2</sup> ويمكن توضيح مهام الهيئة في ما يلي:

- إجراء الدراسات حول أوضاع الشركات والبنوك الحكومية والمساهمة لتحديد الشركات المؤهلة للإدراج في سوق الأوراق المالية وفق معايير الأسواق المالية الدولية، وكذلك الشركات والبنوك التي ينبغي تأهيلها، مع تقدير طبيعة الأسهم والسندات وحجم الإصدارات من الأوراق المالية للشركات التي سيتم تأهيلها؛

<sup>1</sup> - يوسف عبد الله عبد، دور سوق الأوراق المالية في التحول نحو اقتصاد السوق - مصر والمغرب حالة دراسية، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2008، ص: 85، 86.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص: 86.

- تنظيم عملية التداول في السوق ووضع آلية تبادل وحفظ للملكية الأوراق المالية التي يمتلكها المتعاملون والمساهمون، وإعداد شروط إدراج الشركات القائمة والجديدة، وتقدير أهلية كل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والحد الأدنى لرأس مال الشركة، وطريقة إدراج الشركات تحت التأسيس في السوق، ونسبة الربحية المطلوبة من الشركات القائمة قبل الإدراج، التي ترغب في طرح أسهمها في السوق، وإلزام الشركات بحصر تداول أسهمها في السوق وليس خارجه؛<sup>1</sup>
- إلزام الشركات والبنوك بتطبيق أنظمة محاسبية عصرية تعتمد معايير المحاسبة الدولية مع التأكد من تعاقد الشركات المساهمة والبنوك مع مدققي حسابات مؤهلين للعمل وفق طرق ومعايير المحاسبة الدولية، كما ينبغي التنسيق مع البنك المركزي حول أنظمة المحاسبة في البنوك وشكل التقارير المالية ومراجعي الحسابات، وكذلك تطوير وتحديث الكفاءات والمعلومات المهنية للعاملين في مجال تدقيق الحسابات من خلال التدريب المستمر، كما يتطلب الأمر العمل على تشجيع تأسيس وتطوير المكاتب الاستشارية الخاصة بالتحليل المالي والاقتصادي وتقييم نوعية الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، ومؤسسات المعلومات المالية المتخصصة بتحليل وتصنيف الترتيب الائتماني للشركات وأدواتها المالية؛<sup>2</sup>
- تطوير الإعلام الاقتصادي وتأسيس صحافة اقتصادية مستقلة لنشر الأخبار والتقارير الاقتصادية والمالية والإدارية والإسهام في زيادة الوعي الاقتصادي والمالي وسياقات عمل سوق الأوراق المالية، وتوضيح التجربة البريطانية في عمليات الخصخصة من خلال قيام الحكومة بدمج برنامج الخصخصة في الثقافة الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع البريطاني، مما يتوجب ترويج هذا البرنامج لدى أفراد، وقد كان لهذه الخطوة صدى كبيراً في اتساع قاعدة ملكية الأسهم، إذ جعل الأفراد يشعرون بأن لديهم فرصة للربح من هذه النشاطات عن طريق شراء أسهم فيها؛
- بناء هياكل السوقين الأولية والثانوية من خلال إعداد التشريعات والتنظيمات ومتطلبات الإفصاح، ووضع الأنظمة ومتابعة تنفيذها لتطويرهما والمؤسسات العاملة فيهما، عبر تشجيع إنشاء شركات مساهمة وبنوك استثمارية تقوم بإعداد نشرات إصدار أوراق مالية بشكل مهني، فضلاً عن تطوير شركات الوساطة العاملة في السوق وتنظيم أعمالها بالشكل الذي يسهل عملية التداول مع تحديد نسبة عمولة الشراء، وكذلك تطوير أنشطة الوساطة، إذ أن وجود شركات الوساطة القادرة على الابتكار والمنافسة بمختلف أشكالها، يعد إحدى ضرورات تعزيز نشاط سوق الأوراق المالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 87.

<sup>2</sup> - الاسكوا، الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الاسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2005، ص: 38، 39.

<sup>3</sup> - يوسف عبد الله عبد، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

## 2. المرتكزات الساندة:

وتتمثل بمجموعة العوامل المساهمة في إنجاح عمل السوق وتطورها، وإضفاء صفتي العمق والانتساع عليها وهي:

## 1.2. ابتكار وتطوير الأدوات المالية:

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق، ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التي تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون في درجة خوفهم من المخاطرة، فإن الورقة المالية التي تجذب مستثمرا معينا، قد لا تجذب مستثمرا آخر وبالتالي فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدي لزيادة كفاءة السوق. لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالي:<sup>1</sup>

- العمل على تنشيط سوق الأسهم من خلال التوسع في إصدار الأسهم لحاملها، لتشجيع جذب المستثمرين الذين لا يرغبون في الإعلان عن أسمائهم؛
- ضرورة إصدار أسهم ممتازة والتوسع في إصدار أنواع متعددة من الأسهم العادية كالأسهم العادية المضمونة والأسهم المخصصة للعاملين\*، وتشجيع إنشاء صناديق الاستثمار؛
- العمل أيضا على تنشيط سوق السندات في الأسواق العربية والتي تشكل نحو 70% من حجم التعامل في أغلب أسواق الأوراق المالية في العالم، من خلال ربط تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة بالاقتصار على إصدار السندات والأذون ذات الأجل المختلفة وأسعار فائدة مناسبة، أيضا طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلا من الاعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة، الاهتمام أيضا بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وهي أداة مالية غير مستغلة في كثير من الأسواق العربية، دراسة إمكانية الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية مما تتيحه للمستثمر من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم، وزيادة التنوع في الأدوات المالية في السوق؛

<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج، البورصات العربية بين تحليل الأداء والسعي نحو تحقيق التكامل المالي، ص- ص: 140 - 148، دراسة متوفرة على الموقع التعليمي أكاديميا، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12:

<https://www.academia.edu/11306721>

\* - الأسهم العادية المضمونة: هي تلك الأسهم التي تعطى لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عند مستوى معين خلال فترة محددة عقب الإصدار. وهذا النوع من شأنه أن يجذب نوعية المستثمرين المترددين في التعامل في أسواق الأوراق المالية:

- الأسهم المخصصة للعاملين: أين تعمل الحكومة في ظل خصخصة الشركات المملوكة لها بتخصيص نسبة للعاملين في هذه الشركات لزيادة عدد المستثمرين في الأوراق المالية.

- دراسة إدخال المشتقات في أسواق الأوراق المالية العربية، لأنها تعد نتيجة حتمية لتطور هذه الأسواق وارتباطها بالظروف والأسواق العالمية والتي تعتبر أدوات للمضاربة في الأسواق المتقدمة، من خلال وضع المعايير والقواعد والقوانين المنظمة لعمل هذه الأدوات وطرحها للنقاش لتلافي أو تقليل المخاطر التي قد تنجم عن استخدامها وتوعية جمهور المستثمرين العرب بهذه الأدوات وأهميتها وأساليب استخدامها.

## 2.2. نظم اتصال فاعلة ومتطورة:

يجب أن تكون هذه النظم محلية ودولية تتلاءم مع تطور أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، لتسهيل وصول المعلومات الدقيقة حول تغيرات الأسعار والمعلومات الأخرى، وفي ذلك زيادة في الشفافية وزيادة في دور هذه السوق في توسيع نطاق المبادلات، إذ يظهر ما يعرف بكفاءة السوق، مما يعني أهمية أكبر للسوق، لاسيما عندما تعمل من خلال شبكات الاتصالات المحلية والعالمية على مدار الساعة، الأمر الذي يجعل إمكانية الوصول إلى مواقع العرض والطلب للأصول الرأسمالية في الداخل والخارج وبالتالي جذبها إلى السوق المحلية.<sup>1</sup>

## 3.2. أنظمة فعالة للإفصاح المالي وإشهار المعلومات:

بهدف إشهار المعلومات عن الشركات المدرجة في السوق وتحليل نشاط الاقتصاد المحلي، فضلا عن انخفاض كلفة المعاملات (البحوث، والإعلانات، والمعلومات الأخرى...)، إذ تقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وهو ما يسمى بالكفاءة الداخلية، كما تتطلب سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين جميعا بكلفة منخفضة وهو ما يدعى بالكفاءة الخارجية، لذلك لا بد من وضع قوانين وتعليمات تلزم الشركات بإصدار البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة من خلال نشرات مختلفة المدد (يومية، أسبوعية، شهرية،...)، تتضمن المعلومات الدقيقة الواجب تقديمها من قبل الشركات المدرجة جميعها، مع وضع آلية للمراقبة المستمرة على تلك الشركات لحماية حقوق المساهمين ومنع الاستفادة من أية معلومات عن الشركات المدرجة غير متوفرة في السوق،<sup>2</sup> أي ينبغي العمل على توفير المعلومات والبيانات التحليلية حول الأداء الاقتصادي وأداء الشركات والسوق المحلية، في الوقت المناسب، لتزويد المستثمرين بقاعدة بيانات موثقة ومعتمدة.

وغالبا ما تؤدي المعلومات غير المتسقة إلى تكوين بؤر معلوماتية غير متجانسة في العمق والاتساع، وخاصة فيما يتعلق بتقدير القيمة الحقيقية للأصول المالية. ومثل هذه البؤر مردها وجود بعض المستثمرين الذين يعملون على استغلال المعلومات الخاصة لتحقيق تعاملات مربحة في السوق وعلى حساب الجهات الأخرى.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص:88.

<sup>2</sup> - رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص:72.

<sup>3</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص:86.

## 4.2. توافر الشركات المساهمة الكبيرة:

تساهم هذه الشركات في صناعة السوق بسبب تمتعها بالمرونة العالية تجاه تغيرات الأسعار، والتغيرات التي يمكن أن تحدث في الاقتصاديين المحلي والعالمي، فضلا عن تمتعها بمقومات عالية للنمو يمكن أن تسهم في تشجيع الأفراد للاستثمار في سوق الأوراق المالية، عبر تنظيم نشاطات التمويل لجعلها قادرة على دعم النمو الاقتصادي وتتماشى مع التخطيط الاستراتيجي الذي تتبناه الحكومة مثل برنامج الخصخصة، ويتطلب ذلك إصدار قانون جديد للشركات المساهمة، وإصلاح النظام الضريبي وتطويره ليتلاءم مع مستلزمات اقتصاد السوق لكل من الشركات المساهمة والأفراد والمؤسسات الخاصة، بهدف زيادة شفافية الشركات المساهمة من حيث المحاسبة المالية، وعلاقة أعضاء مجلس الإدارة بالشركة، والحد من المنفعة الشخصية للجهاز الإداري.<sup>1</sup>

## 5.2. تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين:

فوجود المستثمرين المؤسسين يساعد على حماية السوق من التقلبات الشديدة، ويزيد من عمق وسيولة السوق ويخفض من حساسيته لتعاملات الأفراد، كما تساعد على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمار الأجانب في حالات البيع الجماعية، ومساعدة المدخر المحلي على الاستثمار بتخفيض تكلفة التعامل، ويمكن تدعيم نشاط المستثمرين المؤسسين من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

- إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، حيث يعد هذا النوع من الاستثمار الأكثر استقرارا، وتعود بالنفع على المستثمر الأجنبي والمحلي، إضافة إلى مساهمتها في رفع كفاءة السوق المحلي نظرا لما تتطلبه من مستوى مرتفع من الرقابة ونظم المعلومات وتقارير أداء الشركات وفقا للنظم العالمية؛
- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر\*، وتفعيل دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، ويمر الصندوق في علاقته بالشركة بثلاثة مراحل:

- تمثل المرحلة الأولى، مرحلة الدخول، ومن خلالها يقدم الصندوق للشركة أنواعا مختلفة من التمويل؛

- أما المرحلة الثانية، فهي مرحلة التشغيل، وتهدف إلى إضافة قيمة جديدة للشركة من خبراته؛

<sup>1</sup> - يوسف عبد الله عبد، مرجع سبق ذكره، ص: 89

<sup>2</sup> - بالاعتماد على:

- رشام كهيبة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، 2009، ص: 164؛

- شذا جمال خطيب، العولة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 164.

\* - صناديق رأس المال المخاطر: هي صناديق تقدم التمويل والخبرات الإدارية للشركات التي لم تسجل في البورصة، وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة، شرط أن يكون متوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه.

- في حين تمثل المرحلة الثالثة، مرحلة الخروج من المشروع، وهي أخطر مراحل العمل وأكثرها تأثيراً على سوق الأوراق المالية. ولتنفيذ هذه المرحلة يتبع عدة استراتيجيات منها: إما الاكتتاب العام أو الشراء من قبل شركة أخرى، أو إعادة شراء حصة الصندوق من الشركة نفسها.
- تفعيل الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق المعاشات في تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث تحتفظ هذه الصناديق بنسبة كبيرة من رأس المال في أصول طويلة الأجل، مما يزيد من عرض رؤوس الأموال طويلة الأجل وهو ما يترتب عليه تحسن ملحوظ في أداء أسواق الأوراق المالية.

## 6.2. توفير تشريعات وأحكام قانونية معززة للثقة:

لحماية المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، فضلاً عن تحديد السياقات العملية ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين بالشكل الذي يعزز ثقتهم بنظام السوق وهيئته، كما أن التشريعات ينبغي أن تضمن سيادة المنافسة التامة في السوق وتمنع الاحتكار بما يؤدي إلى سريان آليات السوق (العرض والطلب).<sup>1</sup>

## 7.2. وضع قواعد حوكمة الشركات:

وهي منهجية حديثة في عملية الإفصاح تتمثل بمجموعة متكاملة من المعايير والقواعد الاسترشادية التي تؤدي إلى مستوى عال من الإفصاح والشفافية، وعلى مستوى عالمي، التي ينبغي أن تراعى في الشركات المساهمة أولاً، وفي الحكومة والاقتصاد ثانياً، لضمان نجاح الشركات المساهمة في تحقيق غاياتها، وضمان مساهمتها بشكل صحيح في نمو الاقتصاد المحلي وتطوير الوضع الاقتصادي بشكل عام، بهدف تفادي حصول أزمات مالية ونقدية مستقبلاً. وقد تعاظم الاهتمام بهذا المفهوم في الكثير من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، لاسيما في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والانهيارات المالية التي شاهدها دول جنوب شرق آسيا، وأمريكا اللاتينية، وروسيا في عقد التسعينيات من القرن الماضي، وكذلك الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من الشركات الأمريكية العالمية خلال عام 2008،<sup>2</sup> ويتضمن هذا النظام في تطبيقه تشكيل لجان مستقلة عن إدارة الشركات، تقوم بمراقبة أداء هذه الإدارات وكفاءتها والبيانات المالية وكذلك مراقبة مدققي حسابات الشركات وتقديم التقارير إلى الجهات المعنية ومنها إدارة السوق، مما يتطلب وضع معايير تطبيقية لهذا النظام تتناسب مع الوضع المحلي (الداخلي) لضمان عدم التلاعب بالمعلومات من قبل إدارة الشركات كما حصل في شركة إنرون الأمريكية.

<sup>1</sup> - يوسف عبد الله عبد، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص: 90.

في هذا الصدد يمكن الاسترشاد بمبادئ حوكمة الشركات، التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية\* OCED عام 1999 وتم تعديلها سنة 2004 مرجعا عمليا، ومقياسا للممارسة الجيدة في مجال حوكمة الشركات وتتمثل أهم الجوانب التي غطتها هذه المبادئ في:<sup>1</sup>

- **ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:** يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقا مع أحكام القانون، وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة؛

- **حفظ حقوق جميع المساهمين:** وتشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية؛

- **العاملة المتساوية بين جميع المساهمين:** وتعنى المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين؛

- **دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة:** وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعمالين وحملة السندات والموردين والعملاء؛

- **الإفصاح والشفافية:** وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير؛

- **مسئوليات مجلس الإدارة:** وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

\* - OECD: Organization of Economic Co-Operation & Development

<sup>1</sup> - اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية، الإمارات العربية المتحدة، 2016، ص: 14، ص: 15.

## 8.2. تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية:

- تتعلق هذه الجوانب بالإجراءات التي تتخذها الحكومة لحماية أموال المستثمرين لدى مؤسسات الوساطة المالية ومن أهم هذه الإجراءات:<sup>1</sup>
- الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية، وذلك بعد فحص موقف المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة، للتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة؛
  - ضرورة تنظيم السجلات الخاصة بمؤسسات الوساطة وفقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، على أن تخضع تلك السجلات للمراجعة الدورية؛
  - فرض قيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين حيازتها، لضمان سلامة أموال المستثمرين. وقد تكون تلك القيود متعلقة بمنع حيازة بعض المؤسسات للأصول المالية التي ترتفع فيها درجة المخاطرة؛
  - إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم الماليين، مثلما هو متبع في التأمين على الودائع في البنوك التجارية، وتهدف تلك الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية الناجمة بسبب إخفاق الوسيط في سداد التزاماته المالية.

## 9.2. تطوير نظم الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة:

يمثل وجود نظام سريع للحفاظ المركزي والتسوية والمقاصة دعامة لقيام السوق بوظائفه بكفاءة، ويزيد من درجة سيولتها بما يجعل التعامل فيها عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي، إذ تخزن جميع الدفاتر والسجلات وتحويلات ملكية الأوراق المالية في نظام الإيداع المركزي، الذي يعمل كبنك للأوراق المالية وتتعامل الشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الوساطة ومؤسسات الاستثمار والمساهمون مع مركز الإيداع جميعاً. وتقوم هذه الوكالة بدور حاسم في تعزيز السوق والحد من الأخطاء وغيرها من الصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها أو تلفها بصورة متعمدة أو غير متعمدة ويمثل الإيداع المركزي للأوراق المالية تمديدا لقواعد المقاصة والتسوية ويمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص:52.

<sup>2</sup> - رشام كهيبة، مرجع سبق ذكره، ص:166.

### المبحث الثالث: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، واقعه ومتطلبات تفعيله

تعد أسواق الأوراق المالية من أهم الأسواق التي تسعى التكتلات الاقتصادية إلى تحقيق التكامل\* فيما بينها، لاسيما أنها تحقق العديد من الفوائد على رأسها التقليل من مخاطر العولمة المالية ودعم عملية التنمية الاقتصادية وتنشيط الاقتصاديات على تجاوز مراحل التباطؤ والركود، خاصة في ظل الأزمات المالية العالمية، التي تعصف بالعديد من الاقتصاديات العالمية والعربية على حد سواء، وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وتنشيط الأسهم الضعيفة في أي من أسواقها، إلى جانب تيسير انتقال رؤوس الأموال فيما بينها.

#### 1. أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية:

تتزايد أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية في عصر العولمة المالية، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من الجوانب، المبررات والفوائد والعوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق أوراق مالية عربية مشتركة، ويظهر ذلك من خلال:

- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية، وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين في المشروعات العربية، وإقامة الشركات والمؤسسات الجديدة لتصب في التنمية العربية الشاملة ودفع عجلتها، وهو ما له مردود على المستوى المحلي ومستوى الاقتصاد العربي، ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي؛

- إقامة سوق أوراق مالية عربية مشتركة تعمل على إعادة توجيه الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى وتوفير بذلك مصادر تمويل على درجة كبيرة من الوفرة، يمكن أن تساهم في إحداث تغييرا جوهريا للواقع الاقتصادي العربي في مجموعه؛

- استعادة توظيف الأموال العربية المستثمرة في خارج أسواق أوراق المال العربية، فالنتيجة الحسابية البسيطة تشير إلى أن كل دولار عربي واحد جرى استثماره في الوطن العربي يقابله ما يقارب 60 دولار جرى توظيفها في الأسواق المالية الدولية؛

\* - عرف (Vogel & pieper) (1897) أسواق الأوراق المالية المتكاملة والمتراطة بأنها: "تلك الأسواق التي يستطيع فيها المستثمرون الموجودون ببلد معين شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون قيود، وكنتيجة لذلك تم إصدار أوراق مالية موحدة ونمطية يتم تداولها في أسواق مختلفة بنفس السعر تقريبا بعد أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار". وترتفع درجة التأثر والتأثير بين هذه الأسواق كلما ارتفعت درجة الارتباط والتكامل فيما بينها.

- المساعدة في تحقيق ما يسمى بالاعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة، خاصة في ظل العولمة، والاتجاه إلى المزيد من التكتلات الاقتصادية، يصبح من الضروري البحث في كيفية إحداث التكامل المالي والتمويل بين الأطراف العربية في شكل سوق مالية؛<sup>1</sup>
- يساهم هذا التكامل في تلبية احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية، إذ أن البنوك التجارية فيها بإمكانياتها المعروفة لا تستطيع أن تتحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل؛
- يعتبر التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار، وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، حيث أن إصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصاص قوة شرائية من جمهور المتعاملين، وبالتالي يقلل ويخفف من الآثار التضخمية أو لا يحدثها؛
- تعتبر سوق الأوراق المالية العربية المشتركة بمثابة البناء التحتي للاقتصاد العربي، حيث توفر السيولة اللازمة للتبادل التجاري، وتساهم بذلك في تعميق العلاقات الاقتصادية العربية، وبطبيعة الحال فإن البناء التحتي هو الذي يحدد شكل ودرجة نمو البناء الفوقي، وبذلك فإن مستوى تطور التجارة البينية ما بين الدول العربية، واكتمال السوق العربية المشتركة يتوقف على اكتمال وتعزيز التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية، ومن ثم استكمال مرحلة التكامل الاقتصادي المنشودة بصورة كاملة؛<sup>2</sup>
- يساهم تكامل الأسواق العربية أيضا في تقليل درجة المخاطرة الاستثمارية، يعود السبب الرئيس إلى أن تكامل أسواق الأوراق المالية يفتح المجال أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية من خلال زيادة الفرص الاستثمارية القادمة من أسواق أوراق مالية مختلفة؛
- تمتد الفوائد الاقتصادية للتكامل لتلقي بثمارها على الشركات المدرجة، فعلاوة على زيادة عدد شركات الوساطة، وانعكاسات ذلك على تكلفة التمويل، والإدراج، والتداول، فإن تكامل أسواق الأوراق المالية العربية يساعد الشركات المدرجة على تحقيق ميزتي اقتصاد الحجم والمجال من خلال التواصل مع شريحة عريضة من المستثمرين مما يساعد ذلك على زيادة إمكانية الحصول على فرص تمويلية أفضل من تلك الفوائد عندما تدرج أسهم الشركة في سوق مالية منفردة؛
- تضاف هيئات أسواق الأوراق المالية إلى الفئات المستفيدة من تكامل الأسواق العربية، حيث تستفيد هيئة سوق الأوراق المالية من تكامل سوقها مع مجموعة من الأسواق المالية في تقليل تكلفة الإشراف على تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية مما يساهم في زيادة كفاءة السوق وتدعيم عمقها المالي وتوسيع طاقتها

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص: 235-240.

<sup>2</sup> - رشام كهيبة، مرجع سبق ذكره، ص: 158، 159.

الاستيعابية، من خلال ما توفره من السيولة اللازمة لدعم دور سوق الأوراق المالية في منظومة الاقتصاد المحلي؛<sup>1</sup>

## 2. مراحل وجهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية :

لجملة الجوانب والمبررات السابقة، تتضح لنا جليا أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية على المستويين المحلي والإقليمي، وذلك نظرا لما تؤديه هذه الأسواق من دور فعال في التنمية الاقتصادية، وفي هذا الصدد برزت على الساحة العربية العديد من الجهود التي تحدد الخطوات الضرورية للتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية، أهمها إنشاء مؤسسات مالية مشتركة كاتحاد البورصات العربية، صندوق النقد العربي واتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، وتفعيل دورها في تنشيط تداول الأدوات المالية وتسويقها، وتم أيضا التوقيع على عدة اتفاقيات في هذا الخصوص بغية إيجاد مناخ استثماري لاستثمار الأموال العربية محليا. وفي ما يلي أهم هذه الجهود :

### 1.2. إنشاء اتحاد البورصات العربية (AFE) Arab Federation of Exchanges :

يعد إنشاء اتحاد البورصات العربية أول خطوات الربط بينها بغية بناء تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، وستعرف من خلال هذا العنصر على نشأة ومراحل وجهود هذا الإتحاد:

#### 1.1.2. نشأة وأعضاء الإتحاد :

تنفيذا لتوصيات مؤتمر محافظي البنوك المركزية للدول العربية الذي عقد برعاية الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في المملكة الأردنية الهاشمية في الفترة ما بين 19 و21 جوان 1978 المصادق عليها من قبل المجلس الاقتصادي لجامعة الدول العربية بقراره رقم 748، والمتضمن إنشاء جهاز توجيهي وترشيدي لأسواق الأوراق المالية العربية، بشكل إتحاد، وبهدف تيسير تحقيق أهداف الإتحاد، أنشئ عام 1982 إتحاد عربي للبورصات باسم إتحاد البورصات العربية وفقا لهذا النظام ويتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة ويكون غير هادف للربح، تكون دولة لبنان مقرا لهذا الإتحاد ويجوز إنشاء مراكز فرعية له في الدول العربية،<sup>2</sup> وكانت بورصات عمان وبيروت والدار البيضاء وتونس هي أولى البورصات التي انضمت إلى الإتحاد، تلتها بسرعة معظم أسواق الأوراق المالية العربية المتبقية، ليصبح عددها 18 عضوا حتى نهاية عام 2016. والمتمثلة في:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد بن ناصر الجديد، تكامل الأسواق المالية العربية، مقال بجريدة الاقتصادية، الشركة السعودية للأبحاث والتطوير، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/25، على موقع الجريدة الإلكتروني:

[http://www.aleqt.com/2007/02/16/article\\_7919.html](http://www.aleqt.com/2007/02/16/article_7919.html)

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني لاتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/05/10:

<http://www.arab-exchanges.org/About-Us/History.aspx>

<sup>3</sup> - نفس المرجع على الصفحة:

<http://www.arab-exchanges.org/Members/Exchanges.aspx>

سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX) ؛	سوق العراق للأوراق المالية (ISX) ؛
بورصة عمان (ASE) ؛	سوق الخرطوم للأوراق المالية (KHARTOUM) ؛
بورصة البحرين (BHB) ؛	سوق الكويت للأوراق المالية (KSE) ؛
بورصة بيروت (BSE) ؛	سوق المال الليبي (LSM) ؛
بورصة الدار البيضاء (CASA) ؛	سوق مسقط للأوراق المالية (MSM) ؛
سوق دمشق للأوراق المالية (DSE) ؛	بورصة فلسطين (PEX) ؛
سوق دبي المالي (DFM) ؛	بورصة قطر (QSE)
البورصة المصرية (EGX) ؛	السوق المالية السعودية (TADAWUL) ؛
سوق أربيل للأوراق المالية (ESX) (العراق)؛	بورصة تونس (BVMT) .

### 2.1.2. رسالة ورؤية الاتحاد:

يهدف الإتحاد بوجه عام إلى تنسيق العمل بين أعضائه، وتيسير تبادل المعونة الفنية فيما بينهم، والمساهمة في تنسيق القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الميدان وتذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته، تشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية، وتشجيع توظيف رؤوس الأموال العربية في مجالات التنمية المشتركة بالوطن العربي ولاسيما المشاريع المشتركة.

يقوم الإتحاد إسهاما منه في تحقيق أهدافه بإنجاز المهام التالية:<sup>1</sup>

- المساعدة في تطوير أعمال أسواق الأوراق المالية العربية والمقاصات وشركات الوساطة المالية ورفع كفاءة أدائها محليا وعربيا؛
- إيجاد قنوات الاتصال بين أعضاء الإتحاد بما يتيح تبادل الخبرات الفنية بهدف تشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية وبالتالي تنمية أسواق الأوراق المالية العربية؛
- تشجيع الأسواق الأعضاء على الإدراج المشترك للشركات العربية لديها وتشجيع حرية تداول الأوراق المالية بين المواطنين العرب؛
- العمل على مواءمة الأنظمة المعمول بها في الأسواق الأعضاء من النواحي التشريعية والتقنية، توفير وتبادل البيانات والمعلومات بين أعضاء الإتحاد حول الشركات المصدرة والأوراق المالية المتداولة فيها وأسعارها؛
- العمل بالتعاون مع الأعضاء على نشر الوعي الادخاري والاستثماري بين المواطنين العرب، تقديم المساعدة الفنية للدول العربية التي ترغب بإنشاء أسواق أوراق مالية ومراكز للتسوية والتقاص والإيداع؛

<sup>1</sup> - المرجع السابق على الصفحة:

- عقد برامج تدريبية متخصصة مما يساهم في رفع كفاءة العاملين في المؤسسات الأعضاء في الإتحاد، إضافة إلى تنظيم المؤتمرات المتخصصة، الإعداد أو المشاركة في الندوات العربية والعالمية ذات العلاقة بأعمال الإتحاد بصورة مباشرة أو بالتعاون مع الاتحادات والمنظمات العربية والدولية ذات العلاقة؛
- إصدار النشرات والمطبوعات الدورية التي تهدف إلى تقوية الروابط فيما بين الأعضاء للتعريف بأوجه نشاطات الإتحاد وفعاليتها في مختلف المجالات بما في ذلك إنشاء موقع إلكتروني للإتحاد؛
- حل المشاكل بين الأعضاء والقيام بدور التحكيم أو التوفيق بينهم عندما يطلب منه ذلك؛
- تشجيع أسواق الأعضاء على إيجاد الظروف المناسبة لتداول الأوراق المالية وإيجاد الضوابط التي تساعد على خلق سوق أوراق مالية مستمرة وحماية المستثمرين؛
- توحيد المصطلحات الفنية في مجال أسواق الأوراق المالية؛
- التعاون والتنسيق مع هيئات الأوراق المالية العربية والعالمية واتحاداتها؛
- التعاون والتنسيق مع أسواق الأوراق المالية العالمية واتحاداتها؛
- إنشاء قاعدة بيانات عن كافة أعضاء الإتحاد؛
- أية مهام أخرى يحددها مجلس للإتحاد في إطار أهدافه.

### 3.1.2. جهود الإتحاد في الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

قسمت جهود إتحاد البورصات العربية في الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية إلى مرحلتين:

- **المرحلة الأولى:** امتدت هذه المرحلة من عام 1987 إلى عام 1992 وأعتمد الإتحاد في هذه المرحلة على إتباع أسلوب تبادل تسجيل الأوراق المالية، غير أن نتائج الدراسات التي قام بها الإتحاد خلصت إلى صعوبة تطبيق هذا الأسلوب بين أسواق الأوراق المالية العربية نتيجة اختلاف شروط الإدراج وافتقار هذه الأسواق العربية لمؤسسات التقاص واختلاف درجة التطور بينها، إلا أن أهم أسباب فشل هذه التجربة هو الإبقاء على القوانين المقيدة لتملك الأجانب (من بينهم العرب) لأسهم الشركات الوطنية واشتراط الحصول على تراخيص لأجل التداول. وقد سادت في ذلك الوقت فكرة توحيد شروط إدراج الأوراق المالية داخل الأسواق العربية لتجاوز عائق اختلاف شروط الإدراج، حيث ركز الخبراء الذين تولوا هذه العملية على الاعتماد على المدخل القانوني، من خلال تنسيق اللوائح والتشريعات الخاصة بتنظيم عمليات التداول داخل الأسواق العربية حيث أجريت العديد من الدراسات لمقارنة قواعد الإدراج في أسواق الأوراق المالية العربية وتحديد أوجه التشابه فيما بينها واعتمد الإتحاد على نتائج دراساتهم في وضع قواعد إدراج مشتركة، إلا أن مسؤولي أسواق الأوراق المالية العربية فضلوا الإبقاء على الأنظمة الداخلية لأسواقهم ما

أفضل هذه التجربة ودفع بالبحث عن أسلوب آخر للربط بين الأسواق العربية يكون قادرا على تجاوز العوائق التي أدت إلى فشل المرحلة الأولى؛<sup>1</sup>

- **المرحلة الثانية:** وشهدت تبني الدول العربية لآلية جديدة للربط بين أسواق الأوراق المالية العربية من خلال إبرام اتفاقيات ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف، وفي هذا السياق جاء التوقيع على اتفاق التعاون بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر في أبريل 1996، والتي انضمت إليه بورصة بيروت في مرحلة تالية، لتصبح اتفاقية ثلاثية تشرف على تنفيذها لجنة فنية ثلاثية وبمشاركة ممثل عن اتحاد البورصات العربية، وتم تدعيم هذا الاتفاق بتوقيع اتفاق للتعاون بين الوسطاء في أسواق الدول الثلاثة بداية عام 1997.

قد لوحظ أن الدول العربية الأخرى لم تتضمن إلى هذا الاتفاق الثلاثي كما كان متوقعا، والذي كان ينظر إليه باعتباره نواة لقيام تكامل حقيقي بين الأسواق العربية، وفضلت الدخول في اتفاقيات ثنائية، ف وقعت كل من البحرين والكويت، البحرين وعمان، عمان والكويت اتفاقيات ثنائية للربط بينها، والتي تحولت إلى اتفاقيات ثلاثية بينها فيما بعد.<sup>2</sup>

حيث كشفت التقارير الصادرة عن إتحاد البورصات العربية عن استمرار أسواق الأوراق المالية العربية في محاولة تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات فيما بين العديد منها بغرض التعاون المشترك.<sup>3</sup>

لقد كان من المأمول أن تشكل هذه الاتفاقية اللبنة الأساسية والنواة لربط بين أسواق الأوراق المالية العربية خاصة أن معظم الاتفاقيات أبقى الباب مفتوحا أمام انضمام أسواق عربية أخرى، غير أن واقع الأمر أثبت غير ذلك فلم تزد أطراف هذه الاتفاقيات عن الثلاثة.<sup>4</sup>

وحول تقييم أثر الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية، وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان يؤكد الخبراء أنها كانت خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات، حيث لم يزد حجم التعاملات ولم يأت أحد من لبنان إلى مصر أو العكس، بل على العكس كان تواجد المستثمر

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

- بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 136؛

- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 2004، ص: 158.

<sup>2</sup> - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي، الجامعة الأردنية، الأردن، خلال الفترة 20- 22 سبتمبر 2004، ص: 26.

<sup>3</sup> - للإطلاع على تفاصيل الاتفاقيات الحديثة بين أسواق الأوراق المالية العربية المبرمة، يرجى زيارة الموقع الإلكتروني لاتحاد البورصات العربية قسم التعاون والاتفاقيات:

<http://www.arab-exchanges.org/News/Cooperation-and-Agreements.aspx>

<sup>4</sup> - عبد الغني حريري، أحمد مداني، ربط الأسواق المالية العربية كآلية لتطويرها وزيادة درجة انفتاحها وعولمتها، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغليزان، الجزائر، يومي 12 و13 أكتوبر 2011، ص: 13.

السعودي في البورصة المصرية أو الكويتية أو اللبنانية أكبر من تواجد المستثمرين من الدول التي تم الربط بينها، وقد أظهرت هذه المرحلة من الربط ضرورة الحاجة إلى وجود شركة مقاصة لسرعة تسوية المعاملات بين هذه البورصات، وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود؛ ولذلك كان لا بد من تدعيم عملية الربط بآليات أخرى.

#### 4.1.2. آليات اتحاد البورصات العربية لدعم تكامل الأسواق العربية:

قرر إتحاد البورصات العربية ضمن جهوده لإيجاد آليات تدعم عملية الربط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية، من خلال إنشاء:

- شركة مقاصة عربية: إن الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية ليس مجرد عملية فنية، وإنما المهم هو أن يكون لهذا الربط أثر فعلي على التعامل، بمعنى أنه بعد عملية الربط يستطيع المتعامل في السوق السعودية أن يتعامل على الأسهم التونسية من مكانه دون أن يعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في تونس، وكذلك أن يتم تحويل أو تسوية مقابل العمليات (استلام البائع للأموال والمشتري للأسهم والسندات) بسرعة لزيادة حجم التعاملات. ولذلك اتخذ اتحاد البورصات العربية قراراً بإنشاء أول شركة مقاصة عربية برأسمال 10 ملايين دولاراً مقسمة على الدول الأعضاء مقرها في بيروت، وتختص هذه الشركة بتسوية التعاملات بين أسواق الأوراق المالية العربية من ناحية، وبينها وبين الأسواق العالمية من ناحية أخرى.

كما تهدف هذه الشركة إلى تشجيع انتقال رؤوس الأموال العربية بين الأسواق العربية بلا قيود وضمان تسوية حقوق المتعاملين فيها، ويعتبر إنشاء هذه الشركة بمثابة نقلة نوعية على صعيد العمل المشترك في مجال تكامل الأسواق العربية؛<sup>1</sup>

- شبكة معلومات أسواق المال: قام الإتحاد بخطوة أخرى تهدف للتغلب على ضعف حجم التعاملات عبر الحدود داخل الوطن العربي والذي يرجعه العديد من المحللين لنقص المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين حول الأسواق العربية، فقام الإتحاد بإنشاء شبكة معلومات أسواق المال عبر شبكة الإنترنت وتستخدم هذه الشبكة لتوحيد قاعدة المعلومات والبيانات وتسمح للمستثمرين العرب بمتابعة التداولات وحركة أسعار الأوراق المالية عبر كافة الأسواق العربية وقد بدأت هذه الشبكة عملها في 5 سبتمبر 2001. وتؤمن هذه الشبكة إمكانية الوصول إلى المعلومات بسهولة وتضم معلومات وبيانات حول حركة الأسعار ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، إضافة لاعتبارها مرجعاً للمعلومات بشأن الشركات المدرجة ومعلومات حول شروط ومتطلبات الإدراج في الأسواق العربية ومختلف الأنظمة

<sup>1</sup> - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

واللوائح الداخلية ومن المنتظر أن تتبع هذه الخطوة بخطوات أخرى يجري حاليا تطويرها تتعلق بالربط بين الأسواق العربية من خلال شبكة اتصالات إلكترونية.<sup>1</sup>

- إنشاء بورصة عربية موحدة: وبدأت مع شهر سبتمبر 2004، حيث تم الاتفاق بين الدول العربية تنفيذاً لقرار مجلس إدارة إتحاد البورصات العربية في دورته الثانية والعشرين على تشغيل البورصة العربية الموحدة، وأخذت من القرية الذكية بمصر مقراً لها نظراً لتوافر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب هذه البورصة، وتم الاتفاق أيضاً على معايير مهمة ودقيقة وضعتها اللجنة الفنية المعنية لإدراج الشركات بهذه البورصة. كما تم اختيار شركة مصر للمقاصة للقيام بدور المقاصة ومركز الإيداع للبورصة العربية وبنك HSBC\* كبنك للمقاصة، إذ أن له فروع في معظم الدول العربية بما يسهل تسوية المعاملات المالية بين المتعاملين العرب في الأسواق العربية في التوقيتات المحددة لها.

في يوم الأحد 6 فيفري عام 2005، حررت اتفاقية إنشاء وإدارة البورصة العربية بين إتحاد البورصات العربية كطرف أول وكل من شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، وشركة المجموعة المالية "هيرمس Hermes"، وشركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي "كميفك Kmefic"، ومؤسسة الخليج للاستثمار (شركة مساهمة كويتية)، هذا بالإضافة لشركة OMX\*\* المستشار الفني للمشروع، وقد تم إسناد الطرف الثاني مجتمعين مسئولية إدارة وتشغيل وتمويل البورصة العربية، ويكون لهم كافة الشؤون المالية والإدارية والفنية اللازمة لتنفيذ المشروع لقاء حصولهم على جزء من مواردها على أن تكون شركة مصر للمقاصة ممثلاً لهم في علاقتهم بالطرف الأول باعتبارها مديراً فنياً للمشروع وذلك خلال فترة انتقالية مدتها عشر سنوات، تبدأ من تاريخ بدء التعامل في البورصة العربية. وقد أوضحت الاتفاقية أن البورصة العربية جهاز تابع لإتحاد البورصات العربية ومرتبطة به، ويعمل في إطاره وفقاً لأحكام النظام الأساسي للبورصة وأية قرارات تصدر من مجلس الإتحاد والأمين العام. ويكون للبورصة العربية لجنة عليا للإشراف والرقابة على أعمالها وفقاً للصلاحيات المنصوص عليها وتشكل هذه اللجنة من الأمين العام ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بمصر، ورئيس الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان، وكان مقرراً للبورصة العربية الموحدة أن يبدأ تشغيلها في النصف الثاني من العام 2007، ولكن إلى الآن لم تتحول إلى كيان ملموس على أرض الواقع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 142؛

\* - HSBC : اختصار لعبارة شركة هونغ كونغ وشنغهاي للخدمات المصرفية The Hongkong and Shanghai Banking Corporation هو عبارة عن إتحاد مجموعه كبيرة من البنوك وأئتلاف مع البنك البريطاني للشرق الأوسط الذي هو بنك مركزه لندن، بريطانيا. الفرع الأول له في البلاد العربية والشرق الأوسط كان في العاصمة اللبنانية، بيروت عام 1946. ثم انتشر في معظم الدول العربية.

\*\* - OMX: هي شركة سويدية متخصصة في إدارة وتملك البورصات العالمية وتقديم حلول تكنولوجية إلى العديد من البورصات الدولية.

<sup>2</sup> - أشرف محمد دوباه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 14، 15 أبريل 2009، ص: 27، 28.

## 2.2. جهود صندوق النقد العربي (AMF) في دعم التكامل:

سعى صندوق النقد العربي منذ تأسيسه وبداية عمله إلى التعرف عن كثب على متطلبات التطوير والتكامل والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

### 1.2.2. نشأة الصندوق وأهدافه:

صندوق النقد العربي مؤسسة مالية عربية إقليمية تأسست عام 1976، وبدأت في ممارسة نشاطها عام 1977، ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيها 22 دولة عربية وهي الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السعودية، السودان، سوريا، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن، جمهورية القمر.<sup>1</sup>

حيث يهدف الصندوق إلى المساهمة في تحقيق الأغراض الآتية:<sup>2</sup>

- تصحيح الاختلال في موازين مدفوعات الدول الأعضاء؛
- العمل على إزالة القيود على المدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء؛
- إرساء السياسات وأساليب التعاون النقدي العربي؛
- إبداء المشورة عند طلبها في ما يتصل بالسياسات الاستثمارية الخارجية؛
- تطوير أسواق الأوراق المالية العربية؛
- العمل على تهيئة الظروف المؤدية إلى إنشاء عملة عربية موحدة.

### 2.2.2. برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال تكامل أسواق الأوراق المالية العربية:

أولى صندوق النقد العربي منذ إنشائه أهمية خاصة للمساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، استناداً إلى ما أولته اتفاقية إنشائه من مسؤوليات في هذا المجال، وانطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات الاستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الاقتصادية المختلفة. ولتحقيق ذلك، سعى الصندوق لبذل الجهود على ثلاثة محاور:<sup>3</sup>

- المحور الأول: يتعلق بالمعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة هذه الأسواق، ففي هذا المجال ونظراً لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، أنشأ الصندوق قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتقوم بجمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لصندوق النقد العربي، تم تصفحه بتاريخ 2016/06/12.

<http://www.amf.org.ae/ar/aboutamf>

<sup>2</sup> نفس المرجع.

<sup>3</sup> الموقع الإلكتروني لصندوق النقد العربي، التعريف بأسواق المالي العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/06/12.

<http://www.amf.org.ae/ar/page>

ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة ثم نشرها بصورة دورية ومنتظمة، وعلى الرغم من أن العديد من المؤسسات العاملة على إدارة هذه الأسواق تصدر نشرات دورية قيمة، إلا أن بعض هذه النشرات محدودة التوزيع ولا يمكن مقارنة البيانات الواردة فيها، سواء فيما بينها أو مع مثيلاتها في الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة. وفي ضوء ذلك، عمل الصندوق على إنشاء القاعدة لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- المساعدة على تنمية الوعي الاستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية، وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية، ومجال لاستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام؛
- ضمان استمرارية النشر وتدقيق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة واحتساب المؤشرات التي تبين اتجاهات التداول والأسعار في كل منها.

لقد انطلقت القاعدة في بداية عام 1995 بالتعاون مع ستة من أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وهي الأسواق في الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عُمان والكويت والمغرب، ثم انضمت إليها الأسواق في السعودية ولبنان ومصر، وخلال الربع الأول من عام 2002 انضمت إلى القاعدة الأسواق في كل من أبو ظبي ودبي وقطر. ومنذ ذلك الوقت استمر الصندوق في إصدار النشرة الفصلية حول التطورات في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، والتي تشمل تحليلات لأنشطة هذه الأسواق خلال الفترة المعنية وكذلك التطورات الاقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه الأسواق، وفي سبيل التعريف بأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة بصورة أكبر، تضمنت النشرة منذ صدور عددها الأول، فصلا خاصا عن أحد هذه الأسواق يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بإجراءات الاستثمار في الأوراق المتداولة فيه لتكون بمثابة دليل للمستثمرين، وبعد استكمال هذه الفصول حول الأسواق المشاركة أصدر الصندوق عددا خاصا حول هذه الأسواق.

- أما المحور الثاني: فيتعلق بالأبحاث والدراسات والمسوحات الميدانية لأسواق الأوراق المالية العربية للتعرف على أوضاعها والخروج بتوصيات عملية لتطويرها وزيادة التنسيق فيما بينها. وفي هذا الصدد أجرى الصندوق بالتعاون مع بعض المؤسسات والخبرات العربية والأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء تم عرض نتائجها على الدول المعنية في حينه.

ويقوم الصندوق بإعداد الدراسات والأبحاث حول التطورات في هذه الأسواق بصورة مستمرة، كما يعمل على تنظيم الندوات والمؤتمرات المتعلقة بها والمشاركة فيها، وذلك من أجل زيادة الوعي بأهمية دور هذه الأسواق والبحث عن سبل تطويرها بما يتماشى مع المستجدات مع التغييرات المتواصلة في بيئة عملها.

- أما المحور الثالث: فيتعلق بتوفير المعونة الفنية اللازمة للدول الأعضاء لإنشاء وتطوير أسواقها ويأتي هذا الاهتمام ضمن برنامج تسهيل التصحيح الهيكلي الجديد الذي أقره مجلس محافظي الصندوق في عام 1997، بهدف توفير الدعم المالي والفني للدول الأعضاء ومساعدتها على ترسيخ وتعزيز مقومات الاستقرار الاقتصادي الكلي والانتقال إلى مرحلة متقدمة في مسيرة التصحيح الاقتصادي التي تتطلب تعميق وتعزيز الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي وقطاع مالية الحكومة.

ونتيجة لجهود الصندوق شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا شمل جوانبها المختلفة بما في ذلك التنظيمية والتشريعية، أدت إلى إرساء بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة منتظمة، ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي:<sup>1</sup>

• تعزيز الدور الرقابي للسوق من خلال اتجاه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص؛

• تعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح، وفي هذا الصدد أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر؛

• تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية، من خلال اتجاه معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة؛

• تشجيع الاستثمار الأجنبي في معظم الدول العربية، حيث تم إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت في مجملها إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق؛

• تعديل الأنظمة الضريبية للعديد من الدول العربية من خلال إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى؛

• مكنته أنظمة التداول في معظم أسواق الأوراق المالية العربية من خلال اتخاذ خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين؛

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، إصدارات الصندوق، الإمارات، 2003، ص- ص: 20 - 13.

• إبرام اتفاقيات التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تمكنت الأسواق العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية. وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين الأسواق العربية فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات.

### 3.2. جهود اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (\*UASA) في دعم التكامل:

الاتحاد هو تجمع بين هيئات الأوراق المالية العربية، يساهم في تعزيز التنمية والتكامل الاقتصادي العربي، عن طريق السعي إلى تحقيق المواءمة والتوافق بين القوانين والأنظمة المطبقة في أسواق الأوراق المالية العربية.

#### 1.3.2. نشأة الاتحاد وأهدافه:

وفيما يلي بيان نشأة الإتحاد وأهدافه:<sup>1</sup>

تأسس اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية عام 2007 كمؤسسة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة ولا يهدف للربح ومقره دولة الإمارات العربية المتحدة، ويضم الاتحاد في عضويته هيئات الأوراق المالية والجهات الرقابية على أسواق الأوراق المالية لخمسة عشرة دولة عربية حتى نهاية عام 2016. وهي:

- هيئة الأوراق المالية - الأردن؛
- هيئة السوق المالية - تونس؛
- هيئة الأوراق المالية - السعودية؛
- هيئة الأوراق المالية - العراق؛
- هيئة سوق رأس المال - فلسطين؛
- هيئة أسواق المال - الكويت؛
- سوق المال الليبي - ليبيا؛
- الهيئة المغربية لسوق الرساميل - المغرب.
- هيئة الأوراق المالية والسلع - الإمارات؛
- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها - الجزائر؛
- هيئة الأوراق والأسواق المالية - سوريا؛
- الهيئة العامة لسوق المال - عُمان؛
- هيئة قطر للأسواق المالية - قطر؛
- هيئة الأسواق المالية - لبنان؛
- الهيئة العامة للرقابة المالية - مصر؛

ويهدف الاتحاد من خلال إنشائه إلى:

- الارتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية بما يحقق العدالة والكفاءة والشفافية؛

\* - UASA : Union of Arab Securities Authorities.

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، نبذة وأعضاء الاتحاد، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12: [http://www.uasa.ae/ar/introduction\\_uasa.aspx](http://www.uasa.ae/ar/introduction_uasa.aspx).

- العمل على توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات في أسواق الأوراق المالية العربية، فضلا عن التعاون والتنسيق المشترك بين أعضاء الاتحاد لتحقيق أقصى قدر من الانسجام والتوافق فيما يتعلق بالقوانين والأنظمة ذات العلاقة؛
- كما يهدف الاتحاد إلى تذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته وتعميق ثقافة الاستثمار وكذلك تعميق مفاهيم الإفصاح والشفافية والحوكمة إضافة إلى تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية.

### 2.3.2. برنامج عمل الإتحاد في مجال تكامل أسواق الأوراق المالية العربية :

لقد راعت برامج الإتحاد تحديد الأهداف الإستراتيجية الأساسية له، من خلال دراسة أهم التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية واحتياجاتها والعوامل المؤثرة فيها، مع الأخذ بنظر الاعتبار آراء أعضاء الاتحاد. وعلى العموم، فقد تم وضع خمسة محاور أساسية لتجسيد برامج عمل الإتحاد، تتمثل في:<sup>1</sup>

- **المحور الأول: تعزيز التعاون والتواصل بين الهيئات أعضاء الاتحاد:** يستمد هذا المحور أهميته من خلال تفعيل الهدف الأساسي الذي من أجله وجد الاتحاد، وهو تعزيز التنسيق والتعاون بين الأعضاء لتحقيق أقصى قدر من الانسجام والتوافق إن كان بالنسبة للقوانين والأنظمة التي تعتمدها الدول الأعضاء أو بالنسبة لمعايير كفاءة وسلامة المعاملات في أسواق الأوراق المالية العربية والعمل على تنميتها؛
- **المحور الثاني: تعزيز دور وأنشطة الاتحاد على الصعيد الدولي:** مثل التعاون مع المنظمات والاتحادات العربية والدولية، ذات العلاقة بأسواق الأوراق المالية والرقابة عليها والعمل على تحقيق أكبر قدر من الانسجام في مواقف ووجهات نظر الأعضاء بهذه المحافل أحد أهداف الاتحاد، وذلك من خلال توسيع وتطوير وتمتين علاقات الاتحاد مع المنظمات الإقليمية والدولية، بهدف الاستفادة من التجارب والخبرات الدولية في المجالات المختلفة ومواكبة آخر التطورات بالأسواق المالية، بالإضافة إلى دعم مواقف الأعضاء في المنظمات الدولية؛
- **المحور الثالث: الانسجام والتقارب بين تشريعات الدول الأعضاء وأنظمتها:** ضمن هذا الإطار، يعمل الاتحاد على بعض الأهداف الإستراتيجية ومنها وضع عدد من القواعد المتعلقة بالإصدارات الأولية والإدراج ودليل استرشادي لحوكمة الشركات وقواعد عامة للإفصاح، بالإضافة إلى وضع دليل

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، أخبار الاتحاد، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12:

<http://www.uasa.ae/ar/topstorydetails.aspx?catid=40>

- وللمزيد حول تفاصيل الخطة الإستراتيجية لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية للأعوام 2016 - 2020، تصفح:

<http://www.uasa.ae/ar/topstorydetails.aspx?catid=40#sthash.AvTQdUHH.dpuf>

مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب وضوابط التعامل الداخلي وخاصة فيما يتعلق بتعاملات الأطراف ذوي العلاقة وتداولات الأشخاص؛

- **المحور الرابع: بناء القدرات الذاتية:** تعتبر تنمية المهارات الوظيفية للعاملين في الهيئات الرقابية العربية من أبرز أولويات الاتحاد مع التركيز بشكل خاص على الإنفاذ\* وإدارة المخاطر والحوكمة، من خلال التطوير المستمر للمعرفة والإدارة والمهارات والقدرات الفردية والمؤسسية الأخرى، مما يرفع من كفاءة المؤسسة ويساهم في دعم فعاليتها وتحقيق أهدافها بشكل أفضل وتعزيز الميزة التنافسية لهيئات الأوراق المالية أعضاء الاتحاد؛

- **المحور الخامس: توعية وتعليم المستثمر:** أصبحت الحاجة لتوعية المستثمر وتثقيفه ومحو الأمية المالية ذات أهمية كبيرة، نظرا للتطور الحاصل في أسواق الأوراق المالية والابتكار في المنتجات الاستثمارية التي أصبحت أكثر تعقيدا وتنوعا، بحيث أصبح من الصعب فهمها حتى من قبل الأفراد الملمين بالأمور المالية، مما يساعد على حماية الأفراد المستثمرين وتطوير الأسواق من خلال تعزيز ثقة المستثمرين بهذه الأسواق.

رغم كل الخطوات العربية في هذا الشأن، وتأكيد العديد من خبراء المال على أن تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وإنشاء سوق عربية موحدة يحقق الكثير من المزايا للشركات والمستثمرين في كل أنحاء الوطن العربي، وفي مصلحة الاقتصاد العربي، ودعم وجذب الاستثمارات العربية بالخارج، كما أنها ستؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم المطروحة، واجتذاب شريحة أكبر من المستثمرين الإقليميين والدوليين، وتوفير التمويل للشركات المقيدة، وتوفير سيولة على الأوراق المالية المشككة، إلا أن المشروع برمته جمد منذ فترة، نتيجة وجود بعض المعوقات التي حالت دون تحقق هذا الطموح العربي، وفي العنصر الموالي سنحاول التعرف على أهم هذه المعوقات.

### 3. معوقات نجاح تكامل أسواق الأوراق المالية العربية:

رغم المكاسب التي ستعود على الاقتصاديات العربية من قيام هذا التكامل، فإن هناك من المعوقات - إضافة إلى ما تم ذكره في السابق من سمات ضعف أداء أسواق الأوراق المالية العربية - ما

\* - **الإنفاذ Enforcement:** هو وظيفة تؤدي لضمان وجود تبعات لأي انتهاك للقواعد وتشمل مجموعة من الأدوات المستخدمة لمعاقبة من يخل بالقوانين والأنظمة لمنع حدوث تلك الانتهاكات في المستقبل. ووفقا للمبادئ التوجيهية التي وضعتها الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق بشأن إنفاذ معايير المعلومات المالية، يعرف هذا الإنفاذ بأنه عملية تتمثل في فحص مدى امتثال المعلومات المالية لإطار الإبلاغ ذي الصلة، واتخاذ تدابير مناسبة عند اكتشاف حدوث مخالفات خلال عملية الإنفاذ وفقا للقواعد المنطبقة بموجب التوجيه المتعلق بالشفافية، واتخاذ تدابير أخرى ذات صلة لأغراض الإنفاذ. - المصدر: أمانة الانكساد، **الأسس الجوهرية للإبلاغ العالي الجودة من قبل الشركات:** ...، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، جنيف، أكتوبر 2014، ص: 6، 7.

يقف حائلاً دون قيام تكامل ناجح بين أسواق الأوراق المالية العربية. ويمكن إيجاز هذه المعوقات فيما يلي:<sup>1</sup>

- اختلاف القوانين والتشريعات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية التي تحكم عمل أسواق الأوراق المالية العربية، وهو ما يعني ضرورة توحيد هذه القوانين والتشريعات والأنظمة في المقام الأول، واختلاف النظم والهيكل الاقتصادي العربية، وغياب الإرادة السياسية، إضافة إلى وجود اختلافات بين بعض الأنظمة العربية، وتفضيل بعض الدول العربية التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي على حساب التعاون العربي المشترك، فضلاً عن التبعية بصورة أو بأخرى للقوى الدولية؛
- تفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات في الدول العربية، وكذلك تفاوت عمق تجارب هذه الدول في مجال أسواق الأوراق المالية، فمازال هناك أسواق مغلقة، لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها، في حين أنه إذا لم يكن يوجد قيد متبادل للأسهم بين الأسواق العربية فلا مجال لقيام تكامل بينها؛
- عدم توافر الوعي الكافي لدى المستثمرين العرب بنظام القيد والتداول في أسواق الأوراق المالية المختلفة، وكذلك خوفهم من المخاطرة في ظل ضعف العديد من الأسواق العربية؛
- انخفاض رأسمال الشركات المصدرة للأسهم وضعف ملاءتها المالية مقارنة بما عليه الحال في الشركات الأجنبية الموجودة في أسواق الأوراق المالية العالمية، إضافة إلى انخفاض الملاءة المالية لشركات الوساطة في الأوراق المالية والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، رغم أهميتها لتبادل تنفيذ الصفقات بين المستثمرين في الدول العربية؛
- انخفاض حجم الاستثمارات العربية في أسواق الأوراق المالية، وعدم وجود عملة موحدة أو أسلوب نقدي موحد للتسوية، إضافة إلى ضعف أنظمة التحويلات البنكية بين البنوك العربية رغم أهمية ذلك لسرعة تحويل الأموال الناتجة عن صفقات الشراء والبيع في أسواق الأوراق المالية؛
- تدني مستوى التكنولوجيا وأنظمة الإعلام المطبقة في العديد من الدول العربية، مما يعيق من عملية الربط الآلي بين أسواق الأوراق المالية والشركات المنفذة لعمليات التداول؛
- تجاهل العديد من أسواق الأوراق المالية العربية لإمكانيات تنفيذ عمليات الشراء والبيع من خلال شبكة المعلومات الدولية للانترنت وإجراء التحويلات المالية من خلالها، رغم ما قد يمثله ذلك من حث المستثمرين العرب على إجراء تداول في أسواق دول أخرى كخطوة أولى للتكامل؛
- وضع عدد من الدول العربية معوقات أمام حركة رؤوس الأموال والاستثمارات الوافدة منها وإليها بشكل عام، إضافة إلى عدم ثقة كبار المستثمرين العرب وتخوفهم من استثمار أموالهم في الدول العربية، وتفضيلهم غالباً توجيه هذه الأموال للاستثمار خارج الدول العربية.

<sup>1</sup> - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ص، ص: 23، 24.

من ذلك نجد أنه رغم المعوقات السابقة، إلا أن حلم تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وإنشاء سوق عربية موحدة أضحى قريب المنال، كما أنه يعد ضرورة اقتصادية هامة للدول العربية، خاصة في ظل العولة الاقتصادية التي تعصف بخصوصيات الدول، ويجعل من أسواق الدول العربية أسواقاً منيعة تستطيع التصدي لكافة التقلبات التي تشهدها أسواق الأوراق المالية العالمية بين الحين والآخر، وآخرها الأزمة المالية العالمية 2008.

#### 4. متطلبات تفعيل تكامل أسواق الأوراق المالية العربية:

حتى يمكن أن يتحقق هذا التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية لابد من أن تقطع هذه الأخيرة شوطاً كبيراً في عملية التطوير الذاتي - من خلال مرتكزات النمو المشتركة السالفة الذكر - ، ومن ثم تتطلب عملية تفعيل التكامل بين الأسواق العربية توفر العديد من المتطلبات، أهمها:

#### 1.4. توحيد التشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية:

تشكل الاختلافات في الجانب التشريعي الموجود بين أسواق الأوراق المالية العربية عائقاً أمام عمليات التكامل، خاصة إذا تعلق الأمر بالاختلافات في تنظيم الأسواق وإدارتها ومتطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير وقد ساهم بلا شك اختلاف مستوى تطور أسواق الأوراق المالية العربية في زيادة صعوبة عملية الربط بينها، ورغم ذلك فقد حفز النجاح النسبي لبعض تجارب الربط بين الأسواق العربية خاصة منها التجربة المصرية والكويتية واللبنانية الخبراء لاستحداث أساليب جديدة لتحسين التداولات عبر الحدود، غير أن ذلك لا يعفي من بذل المزيد من الجهود نحو التنسيق بين التشريعات والعمل على تطابق البنى التحتية، في هذا الإطار يجب دعم القوانين والتشريعات التي تيسر عملية الربط بينها.

ويتألف الإطار التشريعي من قوانين وأنظمة سوق الأوراق المالية التي تضم مختلف القواعد الأساسية المتعلقة بإدارة السوق وأهدافها وتنظيمها المالي، وإجراءات التداول والتسعير، قوانين الشركات، قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي، كما تحدد العلاقات وإجراءات التعامل داخل السوق ومتطلبات الإدراج والإفصاح.<sup>1</sup>

#### 2.4. وجوب انتشار شركات وساطة مالية إقليمية في الدول العربية:

لسهولة التداول في أكثر من سوق عربية في آن واحد، يتطلب الأمر أن يكون لدى المستثمر حساب في إحدى شركات الوساطة المالية الإقليمية المتواجدة في أكثر من سوق مالي عربي، ويمكن للمستثمر المراقبة الفورية لحركة أسعار أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية عبر

<sup>1</sup> - بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 149، 150.

الموقع الإلكتروني لشركة الوساطة المالية، ومن ثم تداول الأسهم بيعا وشراءً من خلال حسابه لدى شركات الوساطة المالية دون الحاجة للتعامل مع أكثر من شركة وساطة أو لفتح عدة حسابات.

وقد ظهرت مؤخرا بعض شركات الوساطة المالية الإقليمية في العالم العربي، وهي ذات ملاءة مالية وكفاءة مهنية عالية. فعلى سبيل المثال، شركة المجموعة المالية "هيرمس Hermes" ومقرها الرئيسي القاهرة، توفر لعملائها العديد من الخدمات المالية، ومنها التداول الإلكتروني للأوراق المالية عبر الانترنت، فيمكن للعميل الاستعلام عن رصيده من الأسهم والنقد لدى الشركة والتداول بالبيع والشراء في كل من سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية، كما باشرت الشركة نشاطها في السوق السعودية للأسهم مطلع عام 2007، ومن المتوقع أن تبدأ شركة "هيرمس" التداول بسوق الدوحة للأوراق المالية، كذلك يمكن لعملاء شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي "كميفك Kmefic" التداول الإلكتروني حاليا عبر الأسواق التالية، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق دبي المالي، سوق أبو ظبي للأوراق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية إضافة إلى السوق الأمريكية. وظهر مؤخرا العديد من الشركات العربية مثل "زاوية Zawya" في دبي و"مباشر Mubasher" في المملكة العربية السعودية التي تقدم خدمات نشر المعلومات الفورية إلكترونيا للمستثمرين في الأسواق العربية، كما تصدر تقارير دورية لأداء الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية العربية والقطاعات الاقتصادية، الاقتصادية العربية، ويمكن للمستثمرين الإطلاع على كافة التقارير والتحليلات المالية إلكترونيا.<sup>1</sup>

#### 3.4. إنشاء شركة موحدة للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

لا يمكن بأي حال تصور ربط حقيقي بين أسواق الأوراق المالية العربية بدون تأسيس شركة مساهمة كبرى تشترك الدول العربية في رأسمالها، وتكون لها فروع في جميع الأسواق العربية ويمكن كمرحلة أولى توقيع اتفاقية التعاون بين شركات التقاص الموجودة حاليا في الأسواق العربية، على أن تتولى كل شركة فيما يخصها في إطار تسوية المعاملات في سوقها المحلي، ولن تكون عملية الربط تامة بدون إيداع وحفظ مركزي وليس من السهل تبادل الأوراق المالية المتداولة تبادلا عينيا في عصر وسائل الاتصال الفضائية والرقمية.

ويجب أن يكون من أولويات الأسواق العربية إلغاء الوجود المادي للأوراق المالية، والاستعاضة عنها بقيود دفترية في ما يعرف بإزالة مادية الأوراق المالية (Dematerialization) لدى الحفظ المركزي،

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

- الاسكوا، الاستعراض السنوي للتطورات في مجال العولمة والتكامل الإقليمي في الدول العربية لعام 2007، الأمم المتحدة، نيويورك، 2007، ص: 63، 64.

- الموقع الإلكتروني لشركة كميفك، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/25:

[http://www.kmefic.com.kw/ar/departments.php?page\\_id=21](http://www.kmefic.com.kw/ar/departments.php?page_id=21)

ومن الأفضل أن تتولى شركة واحدة سواء كانت محلية أو إقليمية القيام بهذه الخدمات مجتمعة، لأن ذلك يؤدي إلى سرعة عمليات التسوية ونقل الملكية والحفظ.<sup>1</sup>

#### 4.4. تفعيل حرية التداول الإقليمي في الأسواق العربية:

من خلال توفير كامل الحرية للمستثمرين العرب بالتداول في كافة أسواق الأوراق المالية العربية، خاصة أنه رغم الإصلاحات التي تبنتها الأسواق العربية لازالت توجد منها أسواق تضع قيوداً على التدفقات الرأسمالية العربية من خلال تسقيف حجم تملك الأجانب لأسهم شركات المساهمة المحلية دون التفرقة بين العرب والأجانب، حيث تتفاوت درجة الانفتاح على الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية ما بين الانفتاح المطلق الخالي من القيود، وبين نصف انفتاح وبشروط ونسب معينة.<sup>2</sup>

وفي هذا الصدد مثلاً أصدرت هيئة السوق المالية السعودية عام 2015 القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية، حيث لا تسمح القوانين المنصوص عليها لأي مؤسسة أجنبية بتملك أكثر من 5% من أي شركة سعودية سواء من خلال الاستثمار المباشر أو من خلال اتفاقيات المبادلة، أما النسبة المتاحة أمام الأجانب ككل في أي شركة فلن تتجاوز 20%، ولكن هذه النسبة لا تشمل الاستثمارات طويلة الأجل من قبل شركاء مؤسسين أجانب، كما هو الحال مثلاً مع بترورايغ التي تمتلك فيها سوميتومو اليابانية حصة تأسيسية، في هذه الحالة فلن تتجاوز حصص الأجانب الإجمالية 49% أما بالنسبة للسوق ككل، فلن يسمح للأجانب بتملك أكثر من 10% من القيمة السوقية للأسهم المدرجة،<sup>3</sup> حيث تسمح البحرين للأجانب ومن بينهم العرب بتملك 49% من أسهم شركات المساهمة المحلية، في حين يسمح للمستثمرين الخليجيين بتملك 100% من أسهم الشركات البحرينية، أما سلطنة عمان فيسمح للأجانب بالتملك حتى 70% لبعض الشركات، أما سوق الدوحة للأوراق المالية فإن القوانين تحدد سقف ملكية الأجانب بنحو 25%، وتسمح أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي (فيما عدا السوق السعودي) بإدراج أسهم الشركات الأجنبية وتسمح للأجانب المقيمين بها بأن يستثمروا في هذه الشركات حتى 100%، أما البورصة التونسية فجعلت نسبة تملك الأجانب بما فيهم العرب في حدود 50%، ولا يسمح بتجاوزها إلا بعد الحصول على ترخيص.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> الشراح رمضان علي، استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مقال بمجلة آفاق اقتصادية، مركز البحوث والتوثيق باتحاد غرف التجارة والصناعة، المجلد 22، العدد 86، الإمارات، 2001، ص: 7.

<sup>2</sup> بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

<sup>3</sup> مجلس هيئة السوق المالية، القرار رقم 1- 42- 2015 المتعلق بالقواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأسهم المدرجة، السعودية، 2015/5، ص: 22.

<sup>4</sup> بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

## 5.4. عمل خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري:

من خلال تعريف المستثمر العربي بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالي بين الدول العربية، ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية:<sup>1</sup>

- الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع إلكتروني لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء من قبل جمهور المستثمرين العرب، من خلال تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن أنشطة الشركات العربية وبصفة خاصة الميزانيات السنوية وجدول حسابات النتائج والتوزيعات وتقارير مجلس الإدارة؛

- إعداد تقارير موحدة عن أسواق الأوراق المالية العربية وكيفية التعامل فيها، يتم تدريسه في الجامعات، وإمداد الأساتذة بالدراسات والبحوث التي تعكس تطور هذه الأسواق، إقامة الندوات واللقاءات في أماكن التجمعات المختلفة، بما في ذلك تجمعات العرب في الخارج للتعريف بأهمية الاستثمار بالشركات العربية من خلال أسواق الأوراق المالية العربية، وصناديق الاستثمار العربية، وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعاتهم.

<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، وزارة التجارة الخارجية والصناعات المصرية، مصر، 2006، ص: 67، 68.

## خلاصة:

من خلال مضمون مباحث هذا الفصل تبين أنه توجد جملة عوامل حالت دون قيام أسواق الأوراق المالية العربية بمهامها المأمولة محليا وإقليميا، الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه الأسواق تتمثل في كونها صغيرة الحجم وتعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول، وضعف الفرص المتاحة للتويع، والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والمؤسسية للأسواق العربية يعترها الضعف، وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدودة الخبرة، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة، وما زالت أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو، مما انعكس على مستويات أداءها الذي يبقى متواضعا إذ ما قورن بمستويات الأداء في الأسواق الناشئة في العالم، وعلى الرغم من ذلك فإن إمكانيات تطوير الأسواق العربية وإيجاد قنوات الربط فيما بينها يتطلب اتخاذ عدد من الإجراءات الإصلاحية لتطوير هذه الأسواق، ورفع كفاءتها من خلال إعادة النظر في كل من الأطر الاقتصادية، التشريعية، التنظيمية والمؤسسية، إلى جانب تبني السياسات المالية السليمة لتفعيل دور المؤسسات المالية العربية.

لقد برزت فكرة تكامل أسواق الأوراق المالية العربية بعد أن عجزت هذه الأخيرة عن تجاوز العوائق التي تواجهها منفردة، في الوقت الذي تتعرض فيه إلى منافسة شديدة من طرف أسواق الأوراق المالية المتطورة في الدول المتقدمة والتي تسعى إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال العربية. ويرى العديد من الاقتصاديين العرب أن التكامل بين الأسواق العربية يعد أحد أهم الوسائل التي من شأنها النهوض بواقع أسواق الأوراق المالية العربية من خلال رفع قدراتها الاستيعابية وتوسيع قاعدة مستثمريها وزيادة فرص التويع أمام المستثمرين وتطوير عملية تبادل المعلومات وتبني نظام حوكمة الشركات، وقد عرفت تجربة الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية مرحلتين مختلفتين، حيث تم في المرحلة الأولى توجيه الجهود نحو عملية توحيد الأنظمة والقوانين واللوائح وسرعان ما فشلت هذه المرحلة نتيجة تفضيل السلطات القائمة على الأسواق العربية تطبيق أنظمتها ولوائحها المحلية، ما دفع بمؤسسات العمل العربي المشترك (إتحاد البورصات العربية، صندوق النقد العربي واتحاد هيئات الأوراق المالية العربية) للبحث عن سبل أخرى للربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

# الفصل السادس

## طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر وتحليل مؤشرات أدائها

المبحث الأول:

طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر



المبحث الثاني:

تحليل وتقييم أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر  
خلال الفترة [2007-2015]

**تمهيد :**

مما سبق يتضح جليا أن لسوق الأوراق المالية دورا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، خاصة تلك التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال من أجل دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وذلك من منطلق مساهمة هذه السوق في توجيه الموارد المتاحة إلى الجهات التي يمكن أن تستخدم تلك الموارد بكفاءة، حيث تمثل حلقة الوصل التي تمر من خلالها مدخرات الأفراد لكي يتم توظيفها في إنتاج السلع والخدمات ذات المنفعة الاقتصادية، ومن جهة أخرى أعادت الأزمة المالية الناجمة عن تراجع أسعار النفط منذ منتصف عام 2014 الأمل في توجه الحكومة الجزائرية نحو تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر، التي تعد الأضعف بين الأسواق العربية وحتى على المستوى القاري على الإطلاق على الرغم من نشاطها (على الورق على الأقل) منذ حوالي 19 عاما، حتى تستطيع أن تؤدي دورها في المساعدة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وما تستلزمه من استثمارات ضخمة تستوجب الكثير من الإنفاق الاستثماري، الذي لا تستطيع الموازنة العامة للدولة وحدها تديره.

وقبل تشخيص أهم المعوقات التي حالت دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر والمسماة رسميا ببورصة الجزائر، ارتأينا أن نسلط الضوء أولا على واقع وطبيعة بورصة الجزائر من خلال التعرف على مراحل نشأتها وهيئات تسييرها وآليات عملها، وبعدها نلقي نظرة معمقة حول تطور أدائها من خلال مؤشرات الأداء التي اعتمدنا عليها سابقا، وسيتم ذلك من خلال مبحثين هما :

- المبحث الأول: سيخصص للحديث عن طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر؛

- أما المبحث الثاني: لتحليل وتقييم أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015).

## المبحث الأول : طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر

سيتم في هذا المبحث التطرق إلى واقع وطبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر والمسماة ببورصة الجزائر\* ، من خلال نشأتها ، هيئاتها وتنظيمها.

### 1. نشأة بورصة الجزائر وهيئاتها التنظيمية والرقابية :

في هذا العنصر سنتطرق لكترونولوجيا مراحل نشأة بورصة الجزائر، والتعرف على مختلف الهيئات التنظيمية والرقابية لها.

#### 1.1. كرونولوجيا نشأة بورصة الجزائر Bourse d'Alger :

تدخل فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 ، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه السوق فكان ابتداء من عام 1990 ، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:<sup>1</sup>

- المرحلة التقريرية (1990-1992): تعتبر بداية هذه المرحلة في عام 1990 ، أين تم البدء الفعلي لإنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر، من خلال نص المرسوم رقم 90 - 101 المؤرخ في 27/3/1990 الذي أقر إمكانية تداول قيم الخزينة العمومية بين المؤسسات العمومية فقط.

كما أوضح ذات المرسوم أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط تداولها، وفي أكتوبر من نفس السنة ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" بتاريخ 09/12/1990، والتي تأسست بفضل ثمانية صناديق للمساهمة برأس مال قدره 320 ألف دينار، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء سوق للأوراق المالية في أفضل الشروط ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها، فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى 9.320 ألف دينار، كما غير

\* سيتم اعتماد تسمية "بورصة الجزائر" ضمن محتوى هذا الفصل باعتبارها التسمية الرسمية المعتمدة لهذا النوع من الأسواق في الجزائر.

<sup>1</sup> - بالاعتماد على :

- زيدان محمد ونورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة بسكرة، 22، 21 نوفمبر 2006، ص- 6- 8؛

- بن ثابت علال، دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011/2012، ص، ص: 228، 229.

اسمها لتحمل بذلك تسمية بورصة الأوراق المالية، وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد؛

- المرحلة الابتدائية (1993-1996): قد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12/1/1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/4/1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري ويتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300 ألف دينار إلى 5 ملايين ديناراً جزائرياً في حالة إجراء الشركة العرض العمومي للادخار..

بهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار ادخال قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

وحدد المرسوم التشريعي 93-10 الصادر في 23/5/1993 الهيئات العاملة بالبورصة والمتمثلة في:

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة؛
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، و لا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى يومنا هذا): مع نهاية عام 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر، حيث:
- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة؛
- تم تشكيل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير بورصة القيم مع تحديد مخطط كل منهما، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

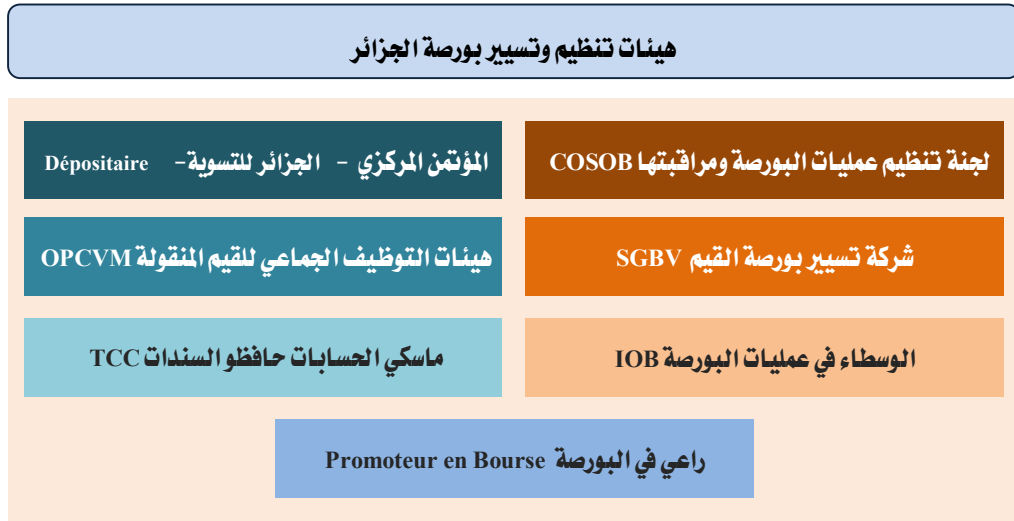
ومع بداية عام 1997، تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة ممثلين بمختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين، وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس و فرنسا، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل في سوق الأوراق المالية.

قد عملت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها طوال عام 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، و هو نهاية عام 1997، و تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 1998/1/2، متمثلة في القرض السندي لشركة سوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولية لسوق الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يبدن سوق الأوراق المالية في الجزائر.

### 2.1. هيئات تنظيم وتسيير عماليات بورصة الجزائر:

تسهر عدة هيئات ذات طابع تنظيمي ورقابي على سير عمل بورصة الجزائر، وفق القوانين والمراسيم الصادرة عن الجهات الوصية، وأهم هذه الهيئات حسب ما يوضحه مضمون الشكل (6- 1) التالي:

الشكل (6- 1): هيئات تنظيم وتسيير بورصة الجزائر



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على محتوى هذا العنصر.

أما تفصيل مهام هذه الهيئات كما يبرزها الشكل (6- 1) وعلاقتها بتسيير بورصة الجزائر، نوجزها في الآتي:

## 1.2.1. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB:

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB\* أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/5/23، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء، يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي له مدة أربع سنوات ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية، بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع سنوات، تبعا للتوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل؛
  - عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛
  - أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي؛
  - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
  - عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة؛
  - عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.
- تخصص للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إعانة تمنح لها من موازنة الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها، وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.<sup>1</sup>

وتتولى اللجنة مهمة تنظيم بورصة الجزائر ومراقبتها بالسهر خصوصا على ما يأتي:<sup>2</sup>

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة: من خلال السهر على تنظيم البورصة ومراقبتها لحماية المستثمرين، من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها المؤسسة التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار من خلال إصدار قيم منقولة والدخول إلى البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية؛
- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها: تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة وشفافية سوق القيم المنقولة وأمنها، وتنصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي

\* - COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

<sup>1</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، الجزائر، ص- ص: 8-10.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

الحسابات - حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. التي سيتم التعرف على مهامهم لاحقا.

لقد زود المشرع اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة، تحقيق، تأديب وتحكيم،<sup>1</sup> على غرار ما يمارس في الدول الأخرى، قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإنشاء مجلس علمي يهدف إلى إعلام الهيئة ووزارة المالية بشأن التطورات الأكاديمية في المجال المالي، ورصد التطورات على الجانب التنظيمي والابتكارات فيما يتعلق بأنشطة اللجنة والشروع في البحوث المتعلقة باهتمامات اللجنة، برئاسة أستاذ جامعي وخبير معترف به، يتألف المجلس من خبراء وأساتذة الجامعات المحلية والأجنبية وأعضاء اللجنة.<sup>2</sup>

### 2.2.1. شركة تسيير بورصة القيم SGBV:

نشأتها وأعضاؤها المؤسسون:<sup>3</sup>

شركة تسيير بورصة القيم والمعروفة اختصارا بـ SGBV\*، هي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475,2 مليون دينار، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/5/1993 وتحقق إنجازها في 25/5/1997، وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، قد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة في البورصة.

أما الأعضاء المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة هم:

- البنوك الوطنية: والمتمثلة في بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque؛

<sup>1</sup> - للإطلاع أكثر على هذه السلطات يمكن الرجوع إلى:

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، متوفر على الرابط: <http://www.cosob.org/ar/rapports-annuels/>.

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/15:

<http://www.cosob.org/ar/conseil-scientifique/>.

<sup>3</sup> - الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم، تم تصفحه بتاريخ: 2016/07/15:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>.

\* - SGBV : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

- شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA؛

- البنك الخاص: يونيون بنك UB.

في حين تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالمهام التالية تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة الجزائر؛

- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تسيير حصص التداول من طرف لجنة التداول التي تم تنصيبها بناء على المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98/02/SGBV المتضمن قواعد تسيير حصص التداول، وشكلت لجنة التداول وفقا للقرار رقم 1 لمجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنعقد بتاريخ 2001/3/19، وتضم هذه اللجنة ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ويتم اختيارهم من بين الوسطاء في عمليات البورصة، وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها، وهم يحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول"، ويجوز تعيين ممثلين اثنين في اللجنة من نفس البنك الوسيط في عمليات البورصة، لكن هذا البنك الوسيط لن يكون له الحق إلا في صوت واحد، ويمكن للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بناء على طلبه بأن يشارك بصفة مراقب في اجتماعات اللجنة.

وتسيير لجنة التداول بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول.

### 3.2.1. الوسطاء في عمليات البورصة IOB:

الوسطاء في عمليات البورصة IOB\* هم أعوان مختصون في مجال التداول على الأوراق المالية كما نص عليه المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث نصت المادة الخامسة منه على أنه " لا يجوز إجراء أي مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل

\* - IOB : Les intermédiaires en opérations de bourse.

البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، هذا يعني أن المشتريات والمبيعات للقيم المسعرة تتم بالحضور الإجباري لهؤلاء الوسطاء".<sup>1</sup>

في هذا الصدد يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي السابق، وهي:<sup>2</sup>

- التداول لحساب الغير؛
- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة؛
- التسيير الفردي للحفاظ بموجب عقد مكتوب؛
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية؛
- ضمان النجاح في الاكتتاب في مجموع السندات المصدرة؛
- التداول للحساب الخاص؛
- حفظ القيم المنقولة وإدارتها؛
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات...

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما يخول لها القانون منح اعتماد الوساطة لكل من الشركات التجارية التي تهدف أساسا للوساطة في عمليات البورصة وكذا البنوك والمؤسسات المالية، في حين يجب على الهيئات الأخرى غير التي ذكرت التي تلتزم بالاعتماد لممارسة نشاط الوساطة، حسب النظام 15-01 المؤرخ في 2015/4/15 فيشترط عليها:

- امتلاك عند التأسيس رأسمال اجتماعي أدنى قدره 10 ملايين ديناراً؛
- حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح زيائنها؛
- وجود مقرها الاجتماعي بالجزائر؛
- أن يكون لها على الأقل مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة، تتوفر فيه شروط الكفاءة والتأهيل؛

<sup>1</sup> - بن ثابت علال، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/16:

يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماده من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كل من الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية، حيث يتضمن سوق أوراق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة كما يوضحهم الجدول (6- 1):

الجدول (6- 1) وسطاء عمليات بورصة الجزائر

الوسيط	المديرية المكلفة بعملية الوساطة في البورصة
1	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
2	بنك التنمية المحلية
3	البنك الخارجي الجزائري
4	البنك الوطني الجزائري
5	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك
6	القرض الشعبي الجزائري
7	بي أن بي باريبا الجزائر
8	سوسيتي جينرال - الجزائر
9	تال ماركتس * Tell Markets

- تال ماركتس Tell Markets: بناءً على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 014- 2015 بتاريخ 2015/04/16، يتضمن اعتماد شركة ذات الأسهم تال ماركتس بصفتها وسيطا في عمليات البورصة. وهي شركة متخصصة في تقديم استشارات الأعمال كالمساعدات والتقييم، وتصميم البرامج التدريبية، مقرها الجزائر العاصمة - حيدرة. المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الموقعين تم تصفحهما بتاريخ 2016/08/12:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>;

<http://www.cosob.org/ar/iob/>.

الملاحظ من بيانات الجدول (6- 1) أن لكل وسيط في بورصة الجزائر مديرية متخصصة بعمليات الوساطة، وجاءت عملية التخصيص بناءً على المادة السادسة من القرار 15- 01 الذي ينص "على البنوك والمؤسسات المالية التي تقدم طلبا لاعتمادها من أجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة تبرير وجود قسم مرتبط مباشرة بالإدارة العامة لضمان استقلالية التسيير، لاسيما المحاسبية، بين نشاطات الوساطة في عمليات البورصة والنشاطات الأخرى للبنك أو للمؤسسة المالية".<sup>1</sup>

#### 4.2.1. المؤتمن المركزي - الجزائر للتسوية - Le Dépositaire Central

تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03- 04 المؤرخ في 2003/02/17، يعتبر المؤتمن المركزي - الجزائر للتسوية - شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، المادة 6 من القرار المتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15- 01 المؤرخ في 2015/04/15، والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، العدد 55.

للمعاملات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، وتعد المساهمة في الرأسمال الجزائر للتسوية مفتوحة للوسطاء في عمليات البورصة وللشركات المصدرة للقيم المنقولة ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أما الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون.<sup>1</sup> تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات حسب ما جاء في القانون السابق 03- 04 في الآتي:<sup>2</sup>

- يفتح ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب- الحافظين المنخرطين فيه؛  
- يركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب؛

- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال...);

- اعتماد التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية \* ISIN (الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛

- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات كاستلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق.

### 5.2.1. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM :

تم اعتماد آلية عمل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة \*\* OPCVM بواسطة القرار 97- 04 المؤرخ في 1997/11/25، والذي نص على أن هذه الهيئة تتألف من شركات أو صناديق التي تهدف إلى تأسيس وتسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير، فهي مؤهلة إلى

<sup>1</sup> - بالاعتماد على الموقعين الإلكترونيين المتصفحين بتاريخ 2016/08/12:

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها : <http://www.cosob.org/ar/algerie-clering/>  
- شركة تسيير بورصة القيم : <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153>  
<sup>2</sup> - نفس المرجع.

\* - الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية International Securities Identification Number : يستخدم معيار ISIN عالميا للتعرف على أوراق مالية محددة مثل: السندات، والأسهم (وهي الأكثر شيوعا وتفضيلا)، والعقود الآجلة، والكيبيلات، وحق الاكتتاب، وأمانات الاستثمار، والأوراق التجارية، وعقود الاختيار المالية. يعنى ISIN بالأوراق المالية لتسهيل إجراءات الدفع وجعلها واضحة وجليّة للعيان. يتكون الكود من 12 رمز أبجدي- رقمي (مثل: US-049580485-1) ويعمل على توحيد الرموز المختلفة لشريط الأسعار لنفس الورقة المالية، "وتختلف الرموز طبقا لعمليات المقايضة والتداول". في الولايات المتحدة، تقدم ISINS إصدارات تتكون من 9 رموز لأرقام تعريف الورقة المالية، ويتم تكوين الأرقام التعريفية الدولية للأرقام المالية عن طرق إضافة كود الدولة وفحص الأرقام نظاميا وفقاً لبداية ونهاية الرقم التعريفي. يُعدّ القبول العالمي للرقم التعريفي الدولي للأرقام المالية هام لتحديد هدف عملية المعالجة العالمية المباشرة: وهي معالجة إلكترونية لتسوية ومقاصة المدولة بدون أي تدخل يدوي. يستخدم المعنيين بالأسهم ISINS لاقتفاء آثارهم فيما بعد. المصدر: موقع منظمة ISIN، تم تصفحه بتاريخ <http://www.isin.org> :2016/08/12

\*\* -OPCVM: Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

جمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة، ويتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتمادا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.<sup>1</sup>

ويوجد فئتين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:<sup>2</sup>

- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير\* SICAV وهي شركة أسهم، تصدر أسهم الشركة ويعاد شراؤها في كل وقت بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم؛

- الصندوق المشترك للتوظيف\*\* FCP هو ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية، يسير الصندوق من طرف مسير الذي يتصرف نيابة عن الحاملين ومصالحهم.

تصنف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة حسب القطاع الذي تمثله وطبيعة الأصول التي تكون المحفظة، على النحو التالي:

- صناديق نقدية: إذا كان 60% من محتوى الحافظة أدوات السوق النقدية؛

- صناديق ذات سندات دين: إذا كان 60% من الحافظة تتكون من سندات الدين وسندات أخرى شبيهة بها؛

- صناديق ذات أسهم: 60% من الحافظة تتكون من الأسهم؛

- صناديق متنوعة: لا تحدد أية نسبة من السندات المحمولة في الحافظة، فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للحافظة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

أما مزايا التوظيف في شركات الاستثمار ذات الرأس مال متغير هي:

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت؛

- الحصول من خلال الحافظة المستثمرة على أنواع شتى من السندات؛

- تسيير يقوم به محترفون؛

- قواعد استثمار واضحة تنوع المخاطر؛

- توجيه التوظيف المنصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتج؛

<sup>1</sup> - لمزيد حول تفاصيل عمل الهيئة يرجى الاطلاع على: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، القرار المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97 - 04 المؤرخ في 1997/11/25، والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/12.

<http://www.cosob.org/ar/opcvn/>.

\* - SICAV: Société d'investissement à Capital Variable.

\*\* - FCP: Fonds Commun de Placement.

- إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين، وذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعية.
- أما عمليات شراء وبيع أسهم وحصص هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة الممثلة من خلال شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير والصندوق المشترك للتوظيف، تتم في أي وقت بطلب من كل مكتتب أو مساهم للقيمة التصفية، وهذا يعني أن القيمة الإجمالية للأصل الصافي لشركة SICAV مقسمة على عدد الأسهم أو الحصص المصدرة.
- في الأخير تجدر الإشارة إلى أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لم تقم لحد الآن باعتماد سوى شركة استثمار واحدة ذات رأسمال متغير، ويتعلق الأمر بشركة الاستثمار المالي SICAV CELIM وهي مؤسسة بالشراكة بين BNA، BDL، SAA.<sup>1</sup>

### 6.2.1. ماسكوا الحسابات - حافظوا السندات TCC:

- يتمثل مسك الحسابات - حفظ السندات TCC\* في مفهوم النظام 03- 02 المؤرخ في 2003/03/18 في تسجيل السندات باسم صاحبها وفي حسابه\*\*، من جهة، أي الإقرار بحقوق صاحب السندات على هذه السندات، ومن جهة أخرى حفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب كفاءات خاصة بكل إصدار للسندات، ومن هنا تتجلى لنا مهام ماسك الحسابات - حافظ السندات في:
- حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها؛
- تنفيذ التعليمات التي يستلمها (التداول، الرهن، النقل والتحويل...):
- تطبيق العمليات على السندات (دفع الأرباح، الفوائد، نقل الحقوق...):
- إعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافظة، العمليات على السندات...):
- وحسب ذات القرار 03- 02 يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن تؤهل لممارسة نشاط مسك الحسابات - حفظ السندات كل من البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرة.

<sup>1</sup> - قوراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات أنموذجين، رسالة ماجستير، جامعة تلمسان، 2010/2009، ص: 98.

\* - TCC : Les Teneurs de Comptes- Conservateurs de titres.

\*\* - لشراء أو بيع أسهم، وسندات دين، وأسهم شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير، وحصص الصندوق المشترك للتوظيف، وسندات الخزينة العامة والمنتجات المالية، يتعين على المستثمر الاتصال بماسك حساب-حافظ السندات مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من أجل:- فتح حساب نقدي (حساب صك أو حساب جار فيما يخص الشخص المعنوي) لدى أحد شبائيكه؛

- فتح حساب سندات حيث تقيد الصفقات السارية على السندات (بيع أو شراء) وجميع الأحداث التي تمس حياة السند (اكتتاب، تخصيص، قسيمات، تسديدات..).

في هذا الصدد ماسكو الحسابات - حافظو السندات المؤهلون من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هي في جلها سبعة بنوك تجارية وهي؛ بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك، القرض الشعبي الجزائري، بي أن بي باريبا الجزائر.<sup>1</sup>

### 7.2.1. الراعي (المركي) في البورصة Promoteur en Bourse :

بناءً على التعليمات رقم 13 - 01 المؤرخة في 09/06/2013 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي تحدد مهام وشروط اعتماد راعي البورصة، الذي أوكلت له مهام مرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حين إدراجها بالبورصة وخلال الثلاث سنوات التالية للإدراج، يجب أن يكون الراعي في البورصة:<sup>2</sup>

- وسيطا معتمدا في عمليات البورصة؛
- بنكا أو مؤسسة مالية؛
- شركة استشارة في المالية والقانون وإستراتيجية المؤسسات مسجلة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

يتدخل الراعي في البورصة قبل وبعد إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة:

- قبل الإدراج: من خلال تحضير المؤسسة للدخول إلى البورصة والقيام بالتعديلات اللازمة، ويشهد من خلال توقيعه على المذكرة الإعلامية بأنه قام بالإجراءات المعهودة؛
- بعد الإدراج: يراقب باستمرار أن المؤسسة المدرجة تلتزم بنشر المعلومات الدورية القانونية، يذكر المؤسسة بضرورة نشر المعلومات الدورية، كما يقدم لها الاستشارات اللازمة في هذا المجال ويعلم اللجنة في حال ما أخلت الشركة بنشر المعلومات.
- قد حددت التعليمات السابقة أن البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة المعتمدون للقيام بنشاطات المشورة يتم تسجيلهم تلقائياً في قائمة راعي أو مركي البورصة، شرط أن يقوموا بتعيين ممثلين عنها مخولين قانوناً.

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، القرار المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 - 02 المؤرخ في 18/03/2003، والمتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات؛

- الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/12: <http://www.cosob.org/tcc/>

<sup>2</sup> - بالاعتماد على:

- Instruction COSOB n° 13-01 du 09 Juin 2013 relative aux conditions et procédure d'inscription des promoteurs en bourse ;

- الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/13: <http://www.cosob.org/promoteurs-en-bourse/>.

## 2. طريقة التسعير ونظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر:

بعد التعرف على مهام هيئات تسيير ومراقبة مختلف عمليات البورصة ضمن العنصر السابق، أما العلاقة التسلسلية التي تربط بين هذه الهيئات في أداء مهامها التنظيمية من خلال تنفيذ عمليات بورصة الجزائر، سيتم التعرف عليها في محتوى هذا العنصر، الذي خصص لدراسة كل من طريقة ومواقيت التسعير وكذا نظام التسوية والتسليم المعتمدين في بورصة الجزائر.

## 1.2. طريقة ومواقيت التسعير في بورصة الجزائر:

لقد حدد المشرع الجزائري مجريات تسعير القيم المنقولة سواء من حيث التنظيم المسبق لسير حصص التسعيرة المسندة للهيئة المشرفة والمثلة في شركة تسيير بورصة القيم التي لها سلطات واسعة في مجال تنظيم التسعير، في إطار الطابع التنظيمي لسير حصص التداول كما حددها القرار 98-02، وتتميز بورصة الجزائر كونها سوق فورية تنتهج نظاما مسيرا بالأوامر وينمط التسعير الثابت\* بموجب المادة 31 من القرار السابق.<sup>1</sup> ويكون السعر المحدد هو السعر الذي يسمح بعد مقارنة جميع أوامر الشراء وأوامر البيع، بتلبية العدد الأقصى من الصفقات وتنفيذ أوامر الشراء وأوامر البيع كلها بالسعر نفسه، وهو سعر التوازن، ويتيح هذا النوع من التسعير تضخيم حجم السندات المتبادلة، تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع، وتقليص أيضا تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

حيث تقام جلسات التداول في مقصورة البورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. ويمكن تلخيص مسار حصة التداول في بورصة الجزائر من خلال الشكل (6-2) على النحو التالي:

الشكل (6-2) مسار حصة التداول في بورصة الجزائر



المصدر: الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/13:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>

\* - يمكن التعرف أكثر على نظام التسعير الثابت من خلال الرجوع إلى ما تم ذكره سابقا ضمن عنصر أنظمة التسعير في أسواق الأوراق المالية.  
<sup>1</sup> - القرار 98-02 المؤرخ في 22 مارس 1998 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

- من خلال مسار الشكل (6 - 2) تمر جلسة التداول في بورصة الجزائر على المراحل التالية:<sup>1</sup>
- افتتاح الجلسة (10 دقائق): ويتم من خلالها الإعلان عن افتتاح الجلسة ومناداة إلكترونيا وسطاء عمليات البورصة؛
  - قيد الأوامر (45 دقيقة): وفي هذه المرحلة يتم قيد الأوامر المرخصة من طرف وسطاء عمليات البورصة؛
  - تأكيد الأوامر (15 دقيقة): عن طريق قيام وسطاء عمليات البورصة بالتحقق من صحة الأوامر وفقا للسجلات المطبوعة والقيام بالتصحيحات إن وجدت؛
  - فحص الأوامر (10 دقائق): ويتم من خلالها البدء في معالجة والمصادقة على نتائج الجلسة من طرف مراقب السوق؛
  - قيد الكتل (10 دقائق): تصريح وتسجيل المعاملات التي تمت على الكتل؛
  - توثيق المعاملات (15 دقيقة): تسليم وسطاء عمليات البورصة تقارير حول تفاصيل جلسة التداول؛
  - إقفال الجلسة.

في ختام الجلسة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق.<sup>2</sup>

## 2.2. نظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر:

تعتبر سوق الأوراق المالية في الجزائر سوقا فورية كما سبق ذكره، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره، كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه.

وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

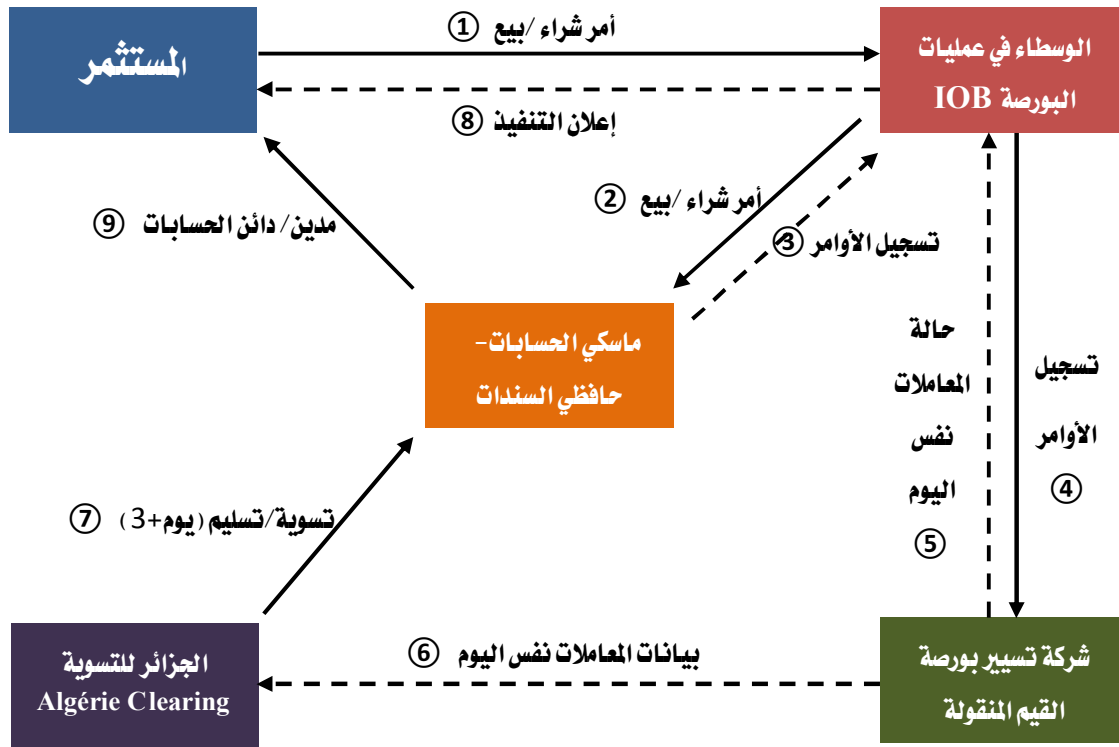
وبعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة، ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، ومنذ تنصيب نظام الجزائر للتسوية تم التخلي عن

<sup>1</sup> - SGBV, Règles de gestion des séances de négociations à la bourse des valeurs, décision SGBV 02/99, Article 2, p :2. Disponible sur : <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=146>

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/12: [www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=22/](http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=22/).

التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة، إذ صارت تسجل في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات- حافظي السندات، ومن المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها، وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الأجل المحددة، يعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفا عن التسليم، ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في هذه الحالة أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق،<sup>1</sup> ويتحمل الوسيط الذي لم يوف حينئذ كلفة إعادة الشراء، ويبين الشكل (6- 3) التالي عملية شراء و/أو بيع الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

الشكل (6- 3) مراحل نظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/16: <http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=23>

يرعى ماسكو الحسابات- حافظو السندات ونظام الجزائر للتسوية كما يتضح من الشكل (6- 3) عملية نقل ملكية الأوراق المالية، حيث أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها النظام 03- 01 والمتعلقة بالنظام العام للجزائر للتسوية على السندات، عن طريق نظام تسوية سندات يسيهه المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ: 2016/08/15:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148>

وسطاء عمليات البورصة، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الاتفاقية المبرمة بينه وبين ماسكي الحسابات- حافظي السندات، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات ماسكي الحسابات- حافظي السندات، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر.<sup>1</sup>

### 3. أنواع الأوامر المنفذة من طرف الوسطاء في بورصة الجزائر:

قد حدد النظام رقم 97- 03 الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء في بورصة الجزائر\*، وذلك عند تطرقه للشروط التي يمكن أن تتضمنها هذه الأوامر من حيث سعر تنفيذها، أو من حيث مدة الصلاحية والكمية على النحو التالي:

#### 1.1.3. أوامر حسب سعر التنفيذ:

حسب هذا المعيار تقبل شركة تسيير القيم المنقولة ببورصة الجزائر ثلاثة أشكال من الأوامر وهي:

- **أمر بسعر السوق** *Ordre au prix du marché*: هو الأمر الذي لا يتضمن أية إشارة للسعر ويجري تنفيذه على وجه السرعة و بالسعر الأفضل في السوق في حالة كان التعامل بالتسعير الثابت، بينما يجري تنفيذه تبعا للأوامر الموجودة في السوق في حالة التسعير المستمر؛<sup>2</sup>

- **أمر بأحسن سعر** *Ordre au mieux*: هو الأمر الذي لا يحدد فيه العميل السعر الأقصى للشراء ولا السعر الأدنى للبيع، ويتم تنفيذه بالأولوية وبأحسن الفرص المتاحة في السوق ومجال استخدام هذا الأمر يكون في نظام التسعير الثابت؛<sup>3</sup>

- **الأمر ذو السعر المحدود** *Ordre à cours limité*: وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به السندات، وفي غياب بيان يخص الحد، فإن الأمر يعالج كأمر سعر السوق في الحالة المتعلقة بالتسعير المستمر، وفي حالة التسعير الثابت فإن الأمر يعالج كأمر بالسعر الأحسن.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - بالاعتماد على: المواد 35- 38 من النظام 03- 01 الصادر في 18 مارس 2003 والمتعلقة بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

\* - وتوجد هنا أوامر غير الزبون *Ordre non-clients*: وهي الأوامر التي يبادر بها وسيط عمليات البورصة لتنفيذها لحسابه الشخصي في إطار تنظيم السوق أو ضمان السيولة لقيمة معينة من القيم المنقولة.

<sup>2</sup> - المادة 93 من النظام 97- 03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، متوفر على الرابط: <http://www.cosob.org/ar/relatifs-a-la-sgbv>

<sup>3</sup> - حسام الدين سماعيل، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

<sup>4</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الأوامر في البورصة، أدلة التعليم المالية، إصدارات اللجنة، 2004، ص: 2.

## 2.3. أوامر حسب شرط مدة الصلاحية:

حسب هذا المعيار تصنف الأوامر إلى أربعة أنواع أساسها مدة صلاحية تنفيذ الأمر:

- **أمر لمدة يوم** Ordre de jour: وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله:
- **الأمر الملغى** Ordre à révocation: هو أمر صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل فيه الوسيط الأمر في عمليات البورصة،<sup>1</sup> ويكون الأمر صالحا طيلة الشهر إذا تلقاه الوسيط في بدايته، أما إذا تلقاه في منتصف الشهر فيكون الأمر صالحا خلال النصف الثاني للشهر نفسه وفي جميع الأحوال يتم إلغاء الأمر في حال عدم تنفيذه؛<sup>2</sup>
- **أمر لمدة محددة** Ordre à durée limitée: يشتمل الأمر على تاريخ محدد للصلاحية مدته القصوى 30 يوما وتحلل على أنها صالحة حتى انتهاء حصة البورصة المذكورة، وفي غياب البيانات المتعلقة بالصلاحية، يعد الأمر "ليوم"؛<sup>3</sup>
- **أمر لغاية التنفيذ** Ordre à exécution: لا يتضمن هذا الأمر أي حد لصلاحيته، وإنما تحدد مدة تقديمه إلى السوق بثلاثة أسابيع.<sup>4</sup>

## 3.3. أوامر حسب حجم الكمية:

وتقسم الأوامر حسب هذا المعيار إلى:<sup>5</sup>

- **أمر غير محدد الكمية:** وهي الأوامر التي يوجهها المستثمر للوسيط لتنفيذها دون تحديد كمية الأوراق المطلوبة سواء في البيع أو الشراء وتنفذ الأوامر في هذه الحالة على أقصى كمية من الأوراق المالية؛
- **أمر كل شيء أو لا شيء** Ordre tout ou rien: ويلتزم الوسيط بموجب هذا الأمر بتنفيذه على كامل الكمية المطلوبة سواء بالبيع أو بالشراء، وبمفهوم المخالفة إذا لم تتوفر الكمية المطلوبة والمحددة في الأمر لا يتم تنفيذه، وعادة ما يستخدم هذا النوع من الأوامر في الأسواق التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة في التداول، من حيث الكم الهائل من العروض والطلبات.

<sup>1</sup> - المادة 94 من النظام 97- 03.

<sup>2</sup> - حسام الدين سماعيل، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

<sup>3</sup> - المادة 94 من النظام 97- 03.

<sup>4</sup> - نفس المرجع.

<sup>5</sup> - بالاعتماد على:

- المادة 95 من النظام 97- 03:

- حسام الدين سماعيل، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

## 4. القيم المنقولة الممكن تداولها في بورصة الجزائر:

لقد حدد المرسوم التشريعي رقم 93-08،<sup>1</sup> الذي عرف القيم المنقولة المتداولة في السوق المالي الجزائري على أنها "سندات قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها".<sup>2</sup> وعلى أساس المادة 715 من ذات المرسوم التشريعي الذي حدد ثلاث أنواع من القيم المنقولة في السوق المالي الجزائري تختلف على حسب مميزاتها وكذا الحقوق التي تخولها لحاملها. وتتمثل أساسا فيما يلي:

-القيم المرتبطة بحقوق الملكية؛

-القيم المرتبطة بحقوق الدين؛

-القيم التي تمنح الحق للاكتساب في قيم منقولة أخرى.

وتكتسي القيم المنقولة، التي تصدرها شركات المساهمة شكل سندات لحاملها أو سندات اسمية.

## 1.4. القيم المنقولة المرتبطة بحقوق الملكية (الأسهم):

لقد عرف المشرع الجزائري السهم على أنه سند قابل للتداول، تصدره شركة مساهمة، وهو يمثل جزء من رأس مالها الاجتماعي، ويمكن أن تأخذ الأسهم شكلين الأول نقدي والثاني عيني، حيث تعتبر الأسهم نقدية:

- إذا تم وفاؤها نقدا أو عن طريق المقاصة؛

- تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار؛

- إذا كان مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار، وفي جزء آخر عن طريق الوفاء نقدا. ويجب أن يتم وفاء هذه الأخيرة بتمامها عند الاكتتاب.

كل الأسهم المتبقية الأخرى هي أسهم عينية،<sup>3</sup> وفي ما يلي نذكر أهم أنواع الأسهم التي أقرها القانون الجزائري:

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية الجزائرية، المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/4/1993 يعدل ويتمم الأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري، العدد 27، 1993.

<sup>2</sup> - المادة 715 من المرسوم التشريعي رقم 93-08.

<sup>3</sup> - المادة 715 مكرر 40، 41، من المرسوم التشريعي 93-08.

## 1.1.4. الأسهم العادية Les actions ordinaires:

الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابا ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وتتمتع الأسهم العادية علاوة على ذلك، الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الأرباح الصافية المحققة أو جزء منها، وللمساهمين العادين الحق في حالة التصفية بالتراضي في توزيع فائض التصفية بالتناسب مع مساهماتهم.<sup>1</sup>

## 2.1.4. أسهم التمتع Les actions de jouissance:

أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوص إما من الفوائد أو الاحتياطات، ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل.<sup>2</sup>

## 3.1.4. شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت:

شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت\* هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركة مساهمة بمناسبة رفع رأسمالها أو عند تجزئة الأسهم الموجودة، تمثل شهادة الاستثمار حقا ماليا ويجب أن تكون قيمته الاسمية مساوية لقيمة أسهم الشركة المصدرة، أما شهادة الحق في التصويت فتتمثل من جهتها وكما يتبين ذلك من اسمها حقا غير مالي يرتبط بالسهم، يجب أن تكتسي هذه القيم المنقولة شكلا اسميا وتشبه القواعد التي تحكم شروط الإصدار والحقوق المخولة للحائزين على هذه القيم المنقولة القواعد التي تطبق على الأسهم.<sup>3</sup>

## 2.4. القيم المنقولة المرتبطة بحقوق الدين (السندات):

أما عن السندات التي يجوز إصدارها والتعامل بها في إطار سوق الأوراق المالية، فإن القانون الجزائري حددها في الأنواع التالية:

## 1.2.4. سندات المساهمة Les titres participatifs:

هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات الأسهم، تمثل سندات دين يتكون أجزاؤها من جزء ثابت يتضمنه العقد و جزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها، وتقوم

<sup>1</sup> - المادة 715 مكرر 42، 43، من المرسوم التشريعي 93 - 08.

<sup>2</sup> - المادة 715 مكرر 45، من المرسوم التشريعي 93 - 08.

\* - Les certificats d'investissement et Les certificats de droit de vote.

<sup>3</sup> - المادة 715 مكرر 61 - 66، من المرسوم التشريعي 93 - 08.

على القيمة الاسمية للسند، لا تكون هذه السندات قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة وبعد انقضاء أجل خمس سنوات بعد إصدارها حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار.<sup>1</sup>

#### 2.2.4. سندات الاستحقاق Les obligations:

وهي أدوات دين قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة بمعدلات عوائد وفترات استحقاق محددة على أن يكون رأس مال هذه الأخيرة مسددا، كما يشترط في نفس هذه الشركات المصدرة لسندات الاستحقاق، إضافة إلى ذلك أن يمر على وجودها مدة سنتين على الأقل وأن تقدم ميزانيتين مصادقا عليهما من طرف المساهمين بصفة منتظمة.

يمكن أن يحضر أصحاب سندات الاستحقاق الجمعيات العامة للمساهمين بصفة استشارية ويطلعون على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين، غير أنه لا يجوز لهم التدخل في تسيير شؤون الشركة.<sup>2</sup>

#### 3.4. القيم التي تمنح الحق للاكتساب في قيم منقولة أخرى:

في هذا الصدد أضاف المشرع الجزائري أشكالا أخرى للقيم المنقولة التي تمنح حق الاكتساب في بعض القيم المنقولة السابق ذكرها، وهي:

#### 1.3.4. سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم Obligation convertibles en actions:

تعد هذه السندات أدوات دين قابلة للتحويل إلى أسهم جديدة في رأس مال الشركة، لكن هذا التحويل لا يكون إلا بطلب من الحاملين بناءً على شروط وأسس التحويل المدرجة في عقد إصدار هذه السندات، يبين هذا العقد بأن التحويل يتم إما في فترة أو فترات اختيارية محددة و إما في أي وقت كان. لكن لا يجوز أن يكون سعر إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أقل من القيمة الاسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة اختيار التحويل، ويكون لحاملي الأسهم الجديدة الحق في الأرباح المدفوعة الخاصة بالسنة المالية التي طلب فيها التحويل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - المادة 715 مكرر 73 - 76، من المرسوم التشريعي 93- 08.

<sup>2</sup> - فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر: واقع وأفاق، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2003/2002، ص: 170.

<sup>3</sup> - المادة 715 مكرر 117، 118، من المرسوم التشريعي 93- 08.

### 2.3.4. سندات الاستحقاق ذات قسيمة الاكتتاب بالأسهم Obligations avec bons de souscription d'actions

يشتمل هذا السند في الواقع على منتوجين اثنين وهما سند دين تقليدي وإذن اكتتاب بالأسهم يمكن أن يشبه بخيار الشراء، ويعد إذن الاكتتاب هذا سندا ماليا قابلا للتداول يسمح بالاكتتاب أثناء فترة معينة في سند مالي آخر وهو السهم ضمن نسبة وبسعر محددين مسبقا في عقد الإصدار.

تمنح قسيمة الاكتتاب حق الاكتتاب في الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو أسعار مختلفة تبعا للشروط والأجال المدونة في عقد الإصدار، على أن لا تتجاوز مدة ممارسة حق الاكتتاب مدة الاستهلاك النهائي للقرض أكثر من ثلاثة أشهر.<sup>1</sup>

### 5. شروط قبول إدراج القيم المنقولة في بورصة الجزائر:

حدد النظام رقم 12 - 01،<sup>2</sup> الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الذي يعدل ويتمم النظام 97 - 03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة شروط قبول إدراج الشركات لقيمها المنقولة بأسواق بورصة الجزائر، كما يلي:

### 1.5. شروط قبول سندات رأس المال وسندات الدين:

يجب على الشركات التي تقدم طلب قبول سندات رأس مالها - المتمثلة أساسا حسب ذات النظام في كل من الأسهم وشهادات الاستثمار<sup>3</sup> - للإدراج ببورصة الجزائر، ما يلي:<sup>4</sup>

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم SPA؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي 500 مليون دينار جزائريا؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛

- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة؛

<sup>1</sup> - المادة 715 مكرر 126 - 128، من المرسوم التشريعي 93 - 08.

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية الجزائرية، نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12 - 01 المؤرخ في 12 يناير 2012، المعدل والمتمّم للنظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 / 11 / 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، العدد 41 الصادر في 15 / 6 / 2012.

<sup>3</sup> - المادة 6 من النظام 12 - 01.

<sup>4</sup> - الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 15 / 08 / 2016.

- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إعلام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات وتسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على 150 مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

أما بالنسبة لسندات الدين وبناء على النظام 12 - 01 تعتبر سندات الدين كل من سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات المساهمة، وباستثناء سندات الخزينة العمومية التي تقبل في البورصة بقوة القانون، يجب أن يكون سعر سندات الدين التي طلبت المؤسسات بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل 500 مليون دينار جزائريا يوم الإدراج.

### 2.5. شروط قبول سندات رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- انصبت التعديلات التنظيمية أيضا على شروط قبول سندات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تميزت بتخفيف شروط القبول السابقة، وهي التي كانت صارمة نوعا ما ولا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المرونة لتلبيتها، فصار بالتالي على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن:<sup>1</sup>
- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمس سنوات، مستشارا مرافقا يسمى راعي البورصة؛
- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج في البورصة؛
- تطرح للاكتتاب العلني سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن 50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج؛

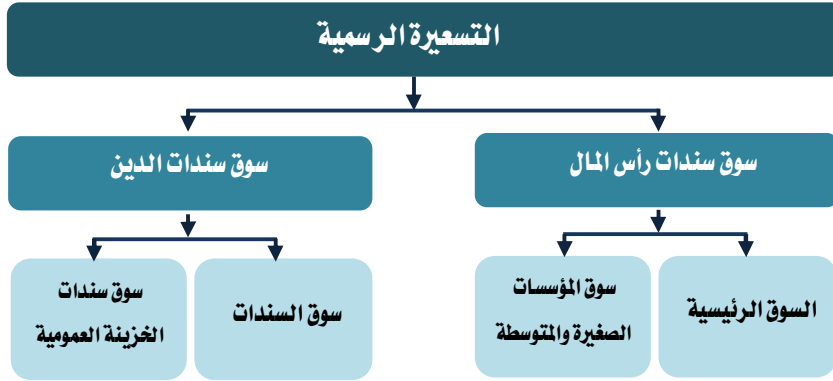
<sup>1</sup> - شركة تسيير بورصة القيم، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إصدارات بورصة الجزائر، 2015، ص: 15، 9.

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، دون الإخلال بأحكام قانون التجارة المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار، أما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مطلوبة من الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- أما بخصوص إمكانية تحويل شركة مدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق الرئيسية لسندات رأس المال، فقد أقرها المشرع الجزائري في:
- التواجد لمدة سنة واحدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا لم تكن الشركة المصدرة قد تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للادخار، و3 سنوات للشركات التي تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للادخار؛
- الحصول على قرار الموافقة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة لبورصة الجزائر؛
- تلبية شروط القبول في السوق الرئيسية لسندات رأس المال السالفة الذكر.

#### 6. أسواق التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، كما هو موضح في الشكل (6- 4).

الشكل (6- 4) أسواق التسعيرة الرسمية (Cote Officielle) لبورصة الجزائر.



المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص:7.

يتضح من الشكل (6- 4) أن بورصة الجزائر تتكون من الأسواق التالية:

**1.6. سوق سندات رأس المال Le Marché des titres de Capital :**

وتشمل بدورها على سوقين فرعيين:

**1.1.6. السوق الرئيسية Marché principal :**

هي السوق الموجهة للشركات الكبرى المصدرة للأسهم، ويوجد بها 4 شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، حتى نهاية عام 2015 وهي:

- مجمع صيدال SAIDAL ورمزه في السوق SAI: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي EGH EL AURASSI ورمزها في السوق AUR: الناشطة في قطاع السياحة؛
- أليانس للتأمينات ALLIANCE ASSURANCES ورمزها في السوق ALL، الناشطة في قطاع التأمينات؛
- أن سي ا روبية NCA-ROUIBA ورمزها في السوق ROUI: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

**2.1.6. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Marché PME :**

هي سوق مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق عام 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال، ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، ولم يسجل أي إدراج في هذه السوق إلى غاية نهاية عام 2015.

**2.6. سوق سندات الدين Le Marché des titres de Créance :**

وتضم بدورها أيضا سوقين فرعيين، هما:

- سوق السندات **Marché des obligations**: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية **Marché bloc OAT**: المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق عام 2008 وتحصي حاليا 28 سندا للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائريا، يتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7، 10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

## المبحث الثاني: تحليل وتقييم أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2007- 2015)

عرفت بورصة الجزائر منذ بداية إنشائها وإلى غاية يومنا ركودا ملحوظا سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول وعلى مستوى السوقيين الرئيسيين -سوق سندات رأس المال وسوق السندات- ، وهذا راجع بالدرجة الأولى لعدم قدرتها على استقطاب المؤسسات الاقتصادية، مما أدى إلى قلة الأوراق المالية المقيدة في مختلف أسواقها وخاصة الأسهم منها، ومضمون هذا المبحث سيسمح لنا بتحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2007- 2015.

### 1. أداء بورصة الجزائر قبل عام 2007:

في هذا العنصر سنحاول تقييم أداء وبشكل مختصر لبورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من عام 1999 باعتباره عام البداية الفعلية لنشاط البورصة إلى غاية نهاية عام 2006، باعتبارها المرحلة التي سجلت فيها بورصة الجزائر أول بوادر الانتعاش النسبي، وبالتالي تم استبعاد هذه الفترة من مجال فترة الدراسة الممتدة من عام 2007 إلى غاية 2015، كونها تشمل فترات الإنشاء والانطلاق الفعلي لبورصة الجزائر، وهي كالتالي:<sup>1</sup>

- المرحلة الأولى امتدت من أواخر عام 1999 حتى أوائل عام 2003 (مرحلة التشغيل): وتميزت هذه المرحلة بعمليات إدراج الأوراق المالية في السوق وزيادة في أحجام وقيم التداول المدعومة من قبل عقود السيولة وخاصة من جاذبية القرض السندي الذي أصدرته شركة سوناطراك؛

- أما المرحلة الثانية الممتدة من عام 2003 إلى غاية عام 2005 (مرحلة الركود): والتي سجل خلالها انخفاض مستوى التبادل بشكل ملحوظ ليصل إلى عتبة 4 ملايين ديناراً وهي قيمة الأوراق المتداولة خلال عام 2005، هذا الوضع نجم عن غياب إدخال أوراق مالية جديدة للسوق، ومن خلال حلول تاريخ استحقاق سندات شركة سوناطراك وخروجها من البورصة وضعف مستوى جاذبية الأوراق المالية الثلاثة المتبقية لكل من صيدال، رياض سطيف والأوراسي؛

- أما بداية مرحلة الانتعاش النسبي في بورصة الجزائر كان عام 2006 وتحققت في سوق سندات الدين، من خلال إصدار ما قيمته 86 مليار ديناراً كقروض سنديّة من قبل عدة مؤسسات، وعرف النشاط في بورصة الجزائر ارتفاعاً نسبياً بانضمام عدد لا بأس به من السندات في النصف الأول من عام 2006، لترتفع قيمة التداول إلى أكثر من 149 مليار ديناراً بنسبة ارتفاع قدرها 3465.15% مقارنة بعام 2005 بالرغم من انسحاب مؤسسة رياض سطيف من التداول في 2006/07/03 بسبب حالتها المالية الصعبة.

<sup>1</sup> - علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص: 238.

## 2. تحليل الأداء الكلي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015):

في هذا الجزء من الدراسة سوف نستخدم مجموعة من المؤشرات الكمية لتحليل الأداء الكلي - الأسواق الأربعة المشكلة للتسعيرة- لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)، وذلك لأجل الوقوف على مستوى نشاطها خلال فترة الدراسة، بما يمكن من معرفة حجمها ومدى مساهمتها في بناء النسيج الاقتصادي الوطني.

## 1.2. تطور عدد المؤسسات المتداول سندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015):

شهدت أسواق بورصة الجزائر الأربعة خلال فترة الدراسة إدراج مجموعة من المؤسسات ذات الطابع العام والخاص، وفي هذا الصدد سنحاول التركيز فقط على المؤسسات التي يتم تداول قيمها سواء كانت أسهم أو سندات ضمن السوق الثانوي لبورصة الجزائر، أما بقية المؤسسات الأخرى التي تتداول خارج البورصة بين البنوك والمؤسسات المالية والمتعاملين المؤسساتيين، فكان مجال إصداراتها منحصر في سندات الدين واكتفت فقط بالمرور على بورصة الجزائر لعملية الإصدار والاكتتاب العام، ومعظم هذه الإصدارات حلت تواريخ استحقاقها وخروجها من البورصة، ومن أمثلتها: <sup>1</sup>

- شركة "سوناطراك SONATRACH": والتي أصدرت عدة أنواع من القروض السندية، أولها قرض سندي بقيمة 12,12 مليار ديناراً لمدة 5 سنوات بداية من جانفي 1998؛

- القرض السندي لمؤسسة "إينافور ENAFOR": وهي مؤسسة تابعة لشركة سوناطراك تعمل في مجال القطاع البترولي، أصدرت أول قرض سندي عام 2005 بلغت قيمته 8 ملايين ديناراً، وهو موجه للاكتتاب من طرف البنوك والمؤسسات المالية؛

- القرض السندي لمؤسسة "سوفيتال CEVITAL": هي شركة تابعة للقطاع الخاص لجأت للسوق السندية عام 2005، من خلال قرض سندي قيمته 5 ملايين ديناراً، وهو موجه للبنوك والمؤسسات المالية؛

- القرض السندي لمؤسسة "أو أن تي بي ENTP": أصدرتها المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار التابعة لشركة سوناطراك بقيمة 5 ملايين ديناراً، وهي موجهة للبنوك والمؤسسات المالية؛

- القرض السندي "لمجموعة مؤسسات أشغال الطرقات، الري والبناء ETRHB Haddad": بلغت قيمته 6 مليار ديناراً عام 2009؛

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

- كروش نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص:197، ص:198؛

- الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/24؛

<http://www.cosob.org/ar/decision-et-visas/>

- القرض السندي "لمؤسسة المغاربية للإيجار المالي ALC": من خلال التأشيرة الوحيدة عام 2010، بقيمة 2 مليار ديناراً موجه للبنوك والمؤسسات المالية.

أما بقية المؤسسات المدرجة بسوقي بورصة الجزائر والتي يتم تداول سنداتها من طرف وسطاء عمليات البورصة خلال الفترة (2007- 2015)، يوضحها الجدول (6- 2) التالي:

الجدول (6- 2) المؤسسات المتداول قيمها المنقولة في بورصة الجزائر (2007- 2015).

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007		
رموز المؤسسات المدرجة في البورصة										
AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	السوق الرئيسية	
SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI		
ALL	ALL	ALL	ALL	ALL						
ROUI	ROUI	ROUI								
ولم تقيد فيه أي شركة خلال هذه الفترة				أنشأ هذا السوق سنة 2012					سوق PME	سوق رأس المال
					AIR	AIR	AIR	AIR		
				A TEL	A TEL	A TEL	A TEL	A TEL		
	SONA	SONA	SONE	SONE	SONE	SONE	SONE	SONE		
SPA D	SPA D	SPA D	SPA D	SPA D	SPA D	SPA D			سوق السندات	
TRE	TRE	TRE	TRE	TRE	TRE	TRE	TRE		سوق الخزينة	
6	7	7	6	7	7	7	6	5	عدد المؤسسات المتداول سنداتها	
ALL=اليانيس للتأمينات			SAI=مؤسسة صيدال			AUR=م ت ف الأوراسي			دلالة الرموز	
ATEL=الجزائر للاتصالات			AIR=الخطوط الجوية الجزائرية			ROUI=أن سي أ روية				
TRE=الخزينة العمومية ج			SPA D=شركة ذات أسهم دخلي			SONE=شركة سونالغاز				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>

يوضح الجدول (6- 2) تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر والمتداول سنداتها خلال الفترة (2007- 2015) والتي لم يتجاوز عددها سبعة مؤسسات موزعة على مختلف أسواق البورصة على النحو التالي:

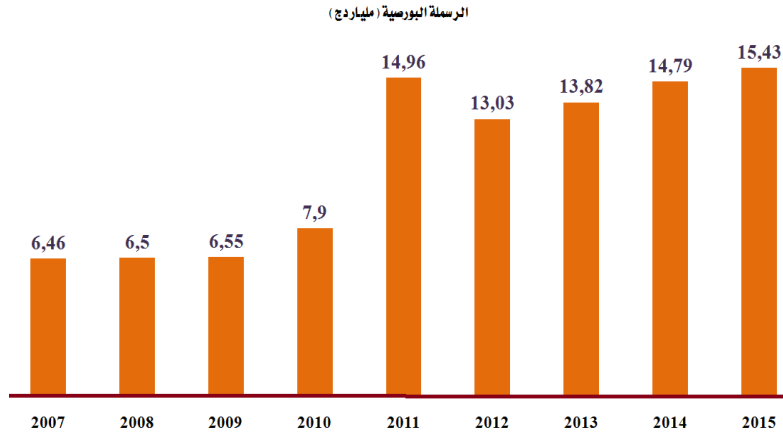
- في عام 2007 بلغ عدد المؤسسات المسعر سنداتها ببورصة الجزائر خمسة موزعة على السوق الرئيسية المخصصة للأسهم بمؤسستين (مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي AUR، ومؤسسة صيدال SAI)، وثلاثة مؤسسات عمومية أصدرت قروض سنديّة بسوق سندات الدين وهي (الخطوط الجوية الجزائرية AIR، الجزائر للاتصالات A TEL ومؤسسة سونالغاز SONE)؛

- أما عام 2008 يتضح من خلال بيانات الجدول إدراج متعامل جديد والمتمثل في الخزينة العمومية الجزائرية، والتي خصص لها سوق خاص سميت بسوق سندات كتل الخزينة العمومية، بهذا أصبح عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بستة مؤسسات جميعها تنتمي للقطاع العام؛

- أما عامي 2009 و2010 ارتفع عدد المؤسسات المدرجة إلى سبعة من خلال دخول متعامل جديد لسوق سندات الدين والمتمثل في مؤسسة تابعة للقطاع الخاص وتحمل تسمية شركة (دايو الجزائر للفندقة والترفيه والعقارات) وتدعى بالاختصار "دحلي DAHLI"؛
  - أيضا حافظ عام 2011 على عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، ولكن من خلال حصول متعامل جديد على تأشيرة الدخول للبورصة والمتمثل في مؤسسة أليانس للتأمينات Alliance Assurances وهي أول مؤسسة خاصة تدرج أسهمها ببورصة الجزائر، وفي نفس العام شهد سوق سندات الدين خروج مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية بسبب حلول استحقاق سنداتها؛
  - في حين شهد عام 2012 حلول استحقاق سندات اتصالات الجزائر، الأمر الذي أدى إلى خروج المؤسسة من البورصة ويصبح عدد المؤسسات المدرجة ستة؛
  - استطاعت مؤسسة خاصة ثانية عام 2013 أن تدرج أسهمها من خلال حصولها على تأشيرة الدخول إلى بورصة الجزائر والعاملة في القطاع الغذائي والمتمثلة في مؤسسة رويبة للعصائر "أن سي أ رويبة NCA Rouba"، وبالتالي أصبح عدد المؤسسات المدرجة سبعة واستمر هذا الوضع حتى نهاية عام 2014؛
  - حافظ عام 2015 على الأربع المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسية، في حين بقيت مؤسسة واحدة بسوق سندات الدين نتيجة حلول استحقاق سندات سونالغاز في نفس العام، مع العلم أن سندات مؤسسة دحلي المتبقية تاريخ استحقاقها سيكون عام 2016.
- وفي الوقت الذي تسجل فيه أغلب أسواق الأوراق المالية العربية تنامي عدد الشركات الجديدة المدرجة، إلا أن بورصة الجزائر تظل في حالة جمود وضعف شديد مقارنة بالدول الأخرى سواء كانت عالمية أو عربية وحتى دول الجوار كتونس والمغرب، فمثلا في عام 2015 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب 77 شركة وبورصة تونس بنحو 72 شركة، أما في كل من السوق المالية السعودية والبورصة المصرية بلغ عدد الشركات المدرجة بهما نحو 169، 214 شركة على التوالي.
- 2.2. تحليل تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر (Capitalisation Boursière) (2007-2015)؛**

يعبر عن القيمة السوقية أو الرسملة البورصية على أنها مجموع أسهم المؤسسات المسعرة في البورصة بقيمتها عند تاريخ الإقفال، أي حاصل ضرب عدد الأسهم المسعرة في البورصة في قيمة الأسهم المتداولة، وهي تعتبر واحدة من أهم مؤشرات قياس حجم السوق، بمعنى أن زيادة القيمة السوقية تعني زيادة حجم المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بطرح الأسهم، ولكن زيادتها قد تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق المالية في بعض الحالات، ومن خلال مضمون الشكل (6-5) يمكن تتبع تطور حجم بورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015) من خلال مؤشر القيمة السوقية.

الشكل (6 - 5) تطور القيمة السوقية (الرسمة البورصية) لبورصة الجزائر (2007 - 2015) (بالمليار دينار)



المصدر: بالاعتماد على:

-Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2013**, p :75 ;

- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2016, p :4.

يظهر الشكل (6 - 5) بأن القيمة السوقية (الرسمة البورصية) لبورصة الجزائر بلغت ذروتها خلال فترة الدراسة نهاية عام 2015 بقيمة قاربت 15,43 مليار ديناراً، مسجلة بذلك زيادة معدلها 4,3% مقابل قيمة 635 مليون ديناراً مقارنة بعام 2014، وتعكس هذه الزيادة الطفيفة في تحسن أسعار الشركات المدرجة، كصيدال والأوراسي خلال عام 2015.

والملاحظ وبشكل عام أن القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الخمس سنوات الأخيرة تجاوزت قيمتها 13 مليار ديناراً، مقارنة بمستواها قبل عام 2011 حيث لم تتجاوز 8 مليار ديناراً سنوياً، ويرجع سبب هذا التحسن بالدرجة الأولى إلى دخول كل من شركتي أليانس للتأمينات عام 2011 و أن سي أروبية عام 2013 إلى بورصة الجزائر.

في حين تشكلت القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال عام 2015 من القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة حسب التوزيع الذي يوضحه الجدول (6 - 3) التالي:

الجدول (6 - 3) القيمة السوقية الإجمالية لبورصة الجزائر حسب مساهمة كل شركة لعام 2015

الشركة (رمزها)	عدد أسهم الشركة المدرجة (سهم)	القيمة السوقية لأسهم الشركة (مليار دينار)	الحصة من القيمة السوقية الإجمالية
الأوراسي AUR	1.200.000	2,880	%18,67
مجمع صيدال SAI	2.000.000	6,400	%41,48
أليانس للتأمينات ALL	1.804.511	3,134	%20,32
أن سي أروبية ROUI	2.122.511	3,014	%19,54
المجموع:	7.127.022	15,429	%100

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2015**, P,P :62, 63.

يتضح من الجدول (6 - 3) أن القيمة السوقية (الرسمة البورصية) لبورصة الجزائر نهاية عام 2015 توزعت على أسهم الشركات المدرجة بنسب متفاوتة، حيث كانت حصة القيمة السوقية لأسهم شركة أليانس للتأمينات في الرسمة البورصية هي الأكبر مقارنة ببقية الشركات المدرجة الأخرى، بحيث نجد حصة مساهمتها تجاوزت 41% مقابل قيمة سوقية لأسهم الشركة البالغة نحو 6,4 مليار ديناراً تشكلت من خلال 2 مليون سهم للشركة مدرجة في بورصة الجزائر، أما بقية الشركات الثلاث الأخرى يتبين من بيانات الجدول أن حصة مساهمتها في القيمة السوقية الإجمالية كانت متقاربة ومحصورة بين 18,5% و20,5%.

### 3.2. مؤشر درجة عمق بورصة الجزائر في الاقتصاد الوطني للفترة (2007 - 2015):

يقيس هذا المؤشر الأهمية النسبية لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني، ويحسب من خلال حاصل قسمة القيمة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي\* GDP لنفس المدة الزمنية، وهذا المؤشر غالباً ما يهتم به الباحثون على أساس أن ارتفاعه من الدلائل على حدوث نمو على المديين المتوسط والطويل الأجل، كما أنه مؤشر على حجم النشاط التمويلي للسوق داخل الاقتصاد الوطني، ومن خلال بيانات الجدول التالي (6 - 4) نلاحظ ضعف هذا المؤشر عند حسابه، فضلاً عن تحقيقه أكبر قيمة عندما بلغ 0,1% عام 2011، ويعود ضعف هذا المؤشر إلى انخفاض القيمة السوقية لبورصة الجزائر وإلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة المدروسة، وعند مقارنة قيمة مؤشر عمق بورصة الجزائر بما هو محقق بجل أسواق الأوراق المالية العربية نجد هناك اختلافاً وتباعداً كبيراً جداً، حيث نجد معظم الأسواق العربية يتجاوز هذا المؤشر عتبة 50% من ناتجها المحلي الإجمالي، وقد يتجاوز في بعض الأسواق أحياناً نسبة 100%، نذكر على سبيل المثال بأن هذا المؤشر بلغ عام 2014 في الكويت 62% وفي المغرب 53,2%، الأردن 76%، السعودية 62%<sup>1</sup>، أما في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية يتجاوز هذا المؤشر نسبة 116%.

\* - يقيس الناتج المحلي الإجمالي GDP مجموع السلع والخدمات السوقية، أي الموجهة للبيع، بالإضافة إلى بعض المنتجات الخدمية غير السوقية التي توفرها الحكومات مجاناً مثل التعليم والصحة والأمن والدفاع، والتي أنتجت داخل حدود منطقة جغرافية معينة خلال مدة زمنية محددة. ويتضمن الناتج المحلي الإجمالي النشاط الإنتاجي لجميع المقيمين في بلد بعينه بما في ذلك الشركات الأجنبية العاملة في هذا البلد، بخلاف الناتج الوطني الإجمالي الذي يقيس النشاط الإنتاجي لجميع الحاملين لجنسية معينة بغض النظر عن مكان إقامتهم. فمثلاً، النشاط الإنتاجي لشركة صينية تعمل في الجزائر سيدرج ضمن الناتج المحلي الإجمالي للجزائر، ولكن ضمن الناتج الوطني الإجمالي للصين.

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، مرجع سبق ذكره، ص: 471.

الجدول (6 - 4) مؤشر عمق بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015).

السنوات	القيمة السوقية (مليار دينار)	النواتج المحلي الإجمالي (مليار دينار)	مؤشر العمق
2007	6,46	9.352,88	%0,070
2008	6,5	11.043,70	%0,058
2009	6,55	9.968,02	%0,065
2010	7,9	11.991,56	%0,065
2011	14,96	14.588,53	%0,102
2012	13,03	16.208,70	%0,080
2013	13,82	16.650,18	%0,083
2014	14,79	17.242,54	%0,085
2015	15,43	16.591,87	%0,093

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- بيانات الشكل (6 - 5):

- الموقع الإلكتروني للديوان الوطني للإحصاء ONS، الحسابات الاقتصادية 2015، تم تصفحه بتاريخ: 2016/09/12 <http://www.ons.dz/-Les-Comptes-Nationaux-Annuels-de-.html>

- إحصائيات الديوان الوطني للإحصاء، تقارير سنة 2015، على موقعه الإلكتروني،

توضح بيانات الجدول أعلاه أن حجم بورصة الجزائر بالنسبة لحجم الاقتصاد الجزائري يكاد يكون معدوماً كون مؤشر العمق لم يتعد نسبة 0,2% خلال فترة الدراسة، وهذا لم يترك أي مجال للحكم على أنه لا توجد أي مساهمة لبورصة الجزائر في النسيج الاقتصادي الوطني لعدم إمكانية هكذا نسبة من التأثير في النمو الاقتصادي في الوقت الحاضر، وبالتالي الأمر الذي يستدعي وبشكل جدي وسريع إعادة تأهيل وتطوير بورصة الجزائر للوصول إلى مستوى قيمة سوقية (رسملة بورصية) على الأقل 3.318 مليار دينار (ما يعادل 33 مليار دولاراً\*) لتحقيق أقل مؤشر عمق ضمن الأسواق العربية والبالغ نحو 20%، كما هو محقق في تونس.

#### 4.2. تطور مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع للفترة (2007 - 2015):

من خلال هذا المؤشر يمكن التعرف على هل هناك اتجاه تفضيل أصحاب المدخرات الاحتفاظ بأموالهم في صورة ودائع لدى البنوك، أم اتجاههم لاستثمار تلك المدخرات في أسواق الأوراق المالية كما تظهر تلك النسبة حجم الأموال التي يتم توجيهها للاستثمار في الأوراق المالية، مقارنة بحجم الودائع في البنوك وانخفاض هذا المؤشر يفرض على القائمين على أسواق الأوراق المالية تحدياً يتمثل في البحث عن الآليات التي يمكن أن تجذب أصحاب المدخرات لسوق الأوراق المالية والعمل على استقطابهم.<sup>1</sup>

\* - إذا اعتبرنا أن سعر صرف دولار = 100 دينار عام 2015.

<sup>1</sup> - سعيد سفيان سعيد العبدلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية (1997 - 2011)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2013، ص: 94.

ومضمون الجدول (6- 5) يسمح بالتعرف على طبيعة وسلوك أصحاب المدخرات في الجزائر، هل هو سلوك استثماري موجه لسوق الأوراق المالية أم هو سلوك ادخاري لا يخرج عن كونه فتح ودائع لدى البنوك التجارية.

الجدول (6- 5) مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع البنكية للفترة (2007- 2015).

السنوات	القيمة السوقية (مليار دينار)	إجمالي الودائع البنكية* (مليار دينار)	نسبة المؤشر
2007	6,46	5.320,9	%0,121
2008	6,5	6.434,9	%0,101
2009	6,55	4.614,7	%0,142
2010	7,9	5.819,1	%0,135
2011	14,96	6.733,0	%0,222
2012	13,03	7.238,0	%0,180
2013	13,82	7.787,4	%0,177
2014	14,79	9.117,5	%0,162
2015	15,43	//	//
متوسط مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع البنكية (2007- 2014)			%0,155

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

❖ الودائع البنكية تتضمن الجارية منها ولأجل وودائع الضمان (القرض السندي، الكفالات).

- بالنسبة لعام 2015 لم تتوفر إحصائيات حول قيمة الودائع البنكية؛

- بيانات الشكل (6- 5)؛

- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2008 التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، سبتمبر 2009، ص: 104، و ص: 231.  
- Banque d'Algérie, RAPPORT 2014 EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE, Juillet 2015, P :76.

يتضح من الجدول أعلاه الذي يوضح تطور مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع بالجهاز البنكي الجزائري يكاد أن يكون معدوم، حيث بلغ متوسط هذا المؤشر 0,155 %، وهذا يعني أن هناك فارقا كبيرا بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار في سوق الأوراق المالية وحجم الأموال الموجودة كودائع في الجهاز البنكي وتفضيل الأفراد والمؤسسات المختلفة استثمار أموالهم في الأوعية الادخارية لدى البنوك التجارية، والجدير بالذكر بأن متوسط هذا المؤشر بلغ في بعض الدول العربية خلال عام 2014 كالمغرب بنحو 38% وتونس بمعدل 20%، وبلغ أزيد من 90% في السعودية.<sup>1</sup>

ومن خلال ما سبق يتضح أن تطور مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع البنكية خلال فترة الدراسة لم تتجاوز في أحسن الأحوال معدل 0,3% سنويا، مما يشير إلى تفضيل المدخرين الاحتفاظ بأموالهم في صورة ودائع عن استثمارها في سوق الأوراق المالية، هذا بدوره يشير إلى أنه يجب بذل الكثير من الجهود لجلب جزء من هذه الودائع وتوجيهها نحو الاستثمار في بورصة الجزائر.

<sup>1</sup> - بالنسبة لمتوسط المؤشر في الدول العربية عام 2014: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، مرجع سبق ذكره، ص: 471.

## 5.2. تطور قيمة التداول الإجمالي لأسواق بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015):

تعرف قيمة التداول الإجمالية لأسواق بورصة الجزائر على أنها مجموع قيم تداول أسواق بورصة الجزائر الفرعية الأربعة - السوق الرئيسية، سوق السندات، سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسوق سندات الخزينة العمومية - ، حيث يساعد هذا المؤشر في قياس درجة سيولة بورصة الجزائر، الجدول (6 - 6) يوضح تطور قيمة التداول الإجمالية لأسواق بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015).

الجدول (6 - 6) قيمة التداول الإجمالي لأسواق بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)

نسبة التغير %	قيمة التداول الإجمالية (مليار دينار)	سوق سندات الدين (مليار دينار)		سوق رأس المال (مليار دينار)		السنوات
		سوق سندات الخزينة العامة	سوق السندات	سوق PME	السوق الرئيسية	
-	0,960	//	0,9459		0,0145	2007
106%↑	1,978	1,760	1,197		0,0214	2008
203,2%↑	5,998	5,101	0,882		0,0139	2009
16,9%↓	4,984	4,314	0,658	لا يوجد أي إدراج إلى غاية نهاية عام 2015	0,0119	2010
23%↓	3,833	3,512	0,136		0,185	2011
69,34%↓	1,175	0,502	0,637		0,0360	2012
91,40%↓	0,101	0	0,0519		0,0491	2013
8216,3%↑	8,400	8,246	0,1075		0,0414	2014
117,14%↑	18,240	16,979	0,0075		1,251	2015

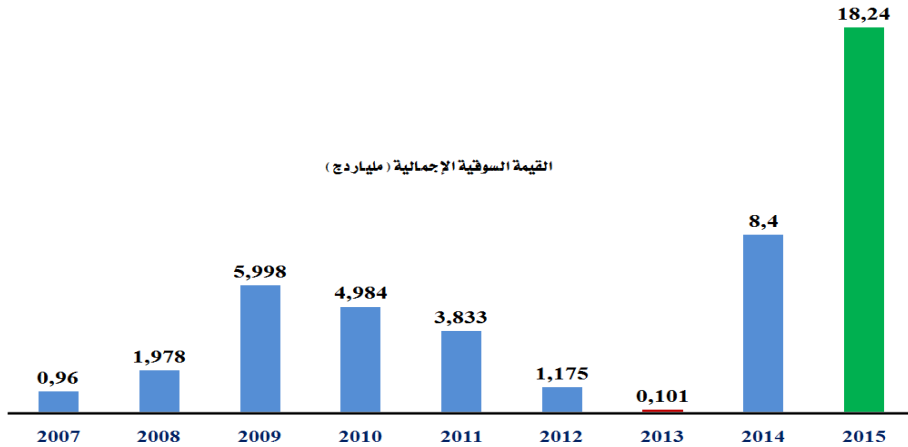
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2008-2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;

- الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، إحصائيات تداول أسواق بورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/14: [http://www.sgbv.dz/?page=bilan\\_boc&lang=fr](http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr)

يتضح جليا من خلال بيانات الجدول (6 - 6) أن قيمة التداول الإجمالية لأسواق بورصة الجزائر لم تكن مستقرة خلال فترة الدراسة، بل شهدت تقلبات كبيرة كما تظهرها نسب التغير الظاهرة في الجدول، حيث بلغت هذه القيمة أدنى مستوى لها عام 2013 بنحو 0,101 مليار دينار، في حين سجلت أقصاها عام 2015 ببلوغها قيمة 18,24 مليار دينار، والشكل (6 - 6) يوضح مستوى هذه التقلبات في حجم سيولة بورصة الجزائر.

الشكل (6-6) تطور قيمة التداول الإجمالية لبورصة الجزائر 2007-2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6-6)

أما تحليل أهم المحطات التي تأثرت فيها سيولة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة، كما يوضحها الشكل (6-6)، على النحو التالي:

- نلاحظ عام 2012 تراجع سيولة بورصة الجزائر أزيد من 69% لتبلغ 1,175 مليار دينارا مقارنة بعام 2011، وهذا راجع لضعف النشاط المسجل على مستوى سوق سندات الخزينة العمومية التي بلغت قيمة تداولها 0,5 مليار دينارا عام 2012؛

- مع نهاية عام 2013 سجلت التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر قيمة تداول إجمالية بنحو 0,101 مليار دينارا مقابل 1,175 مليار دينارا عام 2012 منخفضة بمعدل 91,4%، ويبرر هذا الانخفاض بسبب تراجع نشاط سوق السندات، بالإضافة إلى عدم تسجيل أي معاملة بسوق كتل سندات الخزينة العمومية خلال نفس العام؛

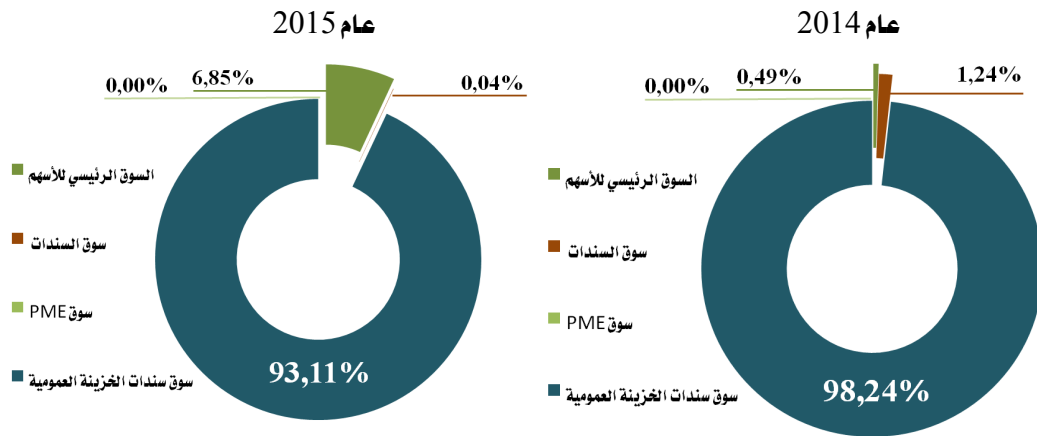
- أما خلال عام 2014 نلاحظ أن السوق استرجع نشاطه من حيث قيمة التداول الإجمالية لتبلغ مستويات عالية مقارنة بالفترة السابقة، ويعود الفضل إلى النشاط المتميز الذي حدث في سوق كتل سندات الخزينة العمومية لتصل قيمة تداولها بنحو 8,24 مليار دينارا لتتجاوز نسبة 98% من إجمالي قيمة تداول بورصة الجزائر لنفس العام؛

- حققت بورصة الجزائر أقصى درجات السيولة منذ تأسيسها عام 2015 بقيمة تداول إجمالية تجاوزت 18 مليار دينارا، مقابل ارتفاع نسبته أزيد من 100% عن عام 2014، ويعود الفضل في هذا الارتفاع للنشاط الكبير الذي سجل بسوق سندات الخزينة العمومية والتي بلغت قيمة تداولها 16,97 مليار دينارا، وهو أعلى مستوى نشاط تحقق في السوق منذ بداية نشاطها عام 2008، ومن جهة أخرى تم تسجيل خلال نفس العام 2015 أدنى مستوى نشاط لسوق السندات منذ تأسيسها، حيث لم تتجاوز قيمة

التداول فيها مبلغ 7,6 مليون ديناراً بسبب استحقاق معظم سندات الدين المدرجة بالسوق باستثناء سندات شركة داخلي المستحقة عام 2016.

من خلال ما سبق يتبين أن أهم سوق متحكممة في مستوى نشاط وسيولة بورصة الجزائر هي سوق سندات الخزينة العمومية، فمستوى نشاط هذه السوق التي تحوز في اغلب الفترات على أكثر من 90% من التوزيع النسبي لمجموع أسواق بورصة الجزائر الفرعية، يجعلها تقود اتجاه نشاط وأداء بورصة الجزائر، والشكل (6- 7) يوضح ذلك.

الشكل (6- 7) توزيع قيمة التداول الإجمالي لبورصة الجزائر حسب طبيعة السوق لعامي 2014 و2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6- 6).

يوضح الشكل السابق مستوى التأثير الذي ينجم عن نشاط سوق سندات الخزينة العمومية في توجيه التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر، فنجد في عام 2014 سيطرة قيمة التداول بهذه السوق على أزيد من 98% من قيمة التداول الإجمالية لبورصة الجزائر، ثم يليها بمستويات نشاط ضعيف كل من السوق الرئيسية وسوق السندات بنسبة 1,27% و 0,49% على التوالي، أما خلال عام 2015 نلاحظ انخفاض أهمية سوق سندات الخزينة العمومية بنحو 5 درجات مؤوية ليستفيد منها زيادة نشاط التداول على مستوى السوق الرئيسية محققة نسبة مساهمة بنحو 6,85% من إجمالي قيمة تداول البورصة، مقابل انخفاض معتبر في نشاط تداول سوق السندات خلال عام 2015، في حين نلاحظ أن سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم يسجل أي نشاط خلال العامين بسبب عدم توفره على أي إدراج حتى نهاية فترة الدراسة عام 2015.

### 3. تحليل الأداء الانفرادي لأسواق بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)؛

بعد القيام ومن خلال العنصر السابق بتحليل الأداء الكلي لبورصة الجزائر من خلال جملة من المؤشرات التي سمحت لنا بالتعرف على كل من تطور حجم ودرجة سيولة بورصة الجزائر، بالإضافة للأهمية النسبية لنشاط أسواق بورصة الجزائر الأربعة في التأثير على الأداء الكلي لبورصة الجزائر.

سنحاول في هذا العنصر القيام بتحليل تطور نشاط سوق بورصة الجزائر - سوق سندات رأس المال وسوق سندات الدين- من خلال تحليل أداء أسواقها الأربعة كلا على حدى خلال الفترة (2007-2015)، وذلك بغية التعرف على أهم مؤشرات أداء كل سوق فرعية وبالتالي يمكن من خلال ذلك استخلاص أهم سمات ومعوقات تطور بورصة الجزائر.

### 1.3.1 أداء السوق الرئيسية (سوق سندات الملكية - الأسهم):

لتحليل وتقييم أداء السوق الرئيسية المخصصة لإصدار وتداول سندات الملكية المتمثلة في الأسهم خلال الفترة (2007-2015)، سنعتمد على مجموعة من المؤشرات التي تسمح بالتعرف على حجم ونشاط ودرجة سيولة هذه السوق، التي تعكس جل مؤشرات أداء سوق سندات رأس المال ببورصة الجزائر.

#### 1.1.3.1 تطور مؤشر أسعار أسهم بورصة الجزائر دزاير أندكس DZAIRINDEX:

لغرض الوقوف على تطور السوق الرئيسية لبورصة الجزائر لآبد من ملاحظة تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم دزاير أندكس DZAIRINDEX والذي يعبر عن المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مرجحا بالقيمة السوقية لأسهم تلك الشركات وأول تاريخ اعتمده بورصة الجزائر لاحتساب هذا المؤشر كان 2011/10/03 بقيمة أساس بلغت 1.454,37 نقطة، يكتسب هذا المؤشر العام أهمية كبيرة لمختلف المهتمين بسوق الأوراق المالية، إذ يمكن أن يعطي تلميحات مهمة عن اتجاه السوق، الأمر الذي يساعد المستثمرين في تحديد قراراتهم، سواء بالنسبة إلى البيع أو الشراء، فضلاً عن إمكانية استخدامه في معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال عمليات المقارنة بالسلاسل الزمنية، ويمكن تتبع تطور مؤشر دزاير أندكس ببورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من أول تاريخ وجد فيه إلى غاية نهاية عام 2015 من خلال الشكل (6-8).

الشكل (6-8) تطور قيمة مؤشر دزاير أندكس DZAIRINDEX (2011/10 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفه بتاريخ 2016/09/15:

<http://www.sgbv.dz/index.php?lang=fr#>

ويتضح من البيانات الواردة في الشكل (6- 8) أن المؤشر العام لأسعار الأسهم دزير أندكس في بورصة الجزائر، كان ذا اتجاه تنازلي خلال الفترة (2011/10 - 2013) فقد استمر المؤشر العام لأسعار الأسهم بالانخفاض منذ أول تاريخ وجد فيه حتى وصل إلى 1.073,89 نقطة مع نهاية عام 2013 وهو أدنى مستوى يحققه المؤشر خلال فترة الدراسة، في الوقت الذي تجاوز فيه 1.450 نقطة عام 2011 مقابل إدراج المتعامل الثالث بسوق الأسهم وهو شركة أليانس للتأمينات خلال هذا العام، في حين يرجع سبب الانخفاض المستمر في قيمة المؤشر خلال عامي 2012 و2013 إلى التراجع الكبير في حجم وقيمة التداول الذي سجلته أسهم شركة أليانس للتأمينات خلال العامين.

كمرحلة ثانية يتضح من خلال نفس الشكل استرجاع المؤشر اتجاهه التصاعدي بداية من عام 2014 ليصل نهاية هذا العام إلى مستوى 1.187,39 نقطة بمعدل ارتفاع 10,56% مقارنة بنهاية عام 2013، ويعود الفضل في هذا الارتفاع بالدرجة الأولى إلى إدراج أسهم متعامل رابع للبورصة والمتمثل في أن سي أ رويبة نهاية عام 2013، وأيضا بسبب تحسن نشاط تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات.

سجل أيضا مؤشر دزير أندكس أيضا خلال عام 2015 مكاسب بلغت 8,52% ما بين نهاية عامي 2014 و2015، بعد الزيادة التي حققتها أسعار أسهم كل من صيدال والأوراسي، وأيضا من خلال التحسن الذي شهدته جميع أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق مقارنة بقيمتها بداية عام 2015، حيث سجل المؤشر أعلى قيمة له خلال العام بتاريخ 2015/10/19 بقيمة 1.355,11 نقطة، بزيادة قدرها 14,12% مقارنة بقيمته بداية العام، وبالتالي يرجع هذا التغير التصاعدي في المؤشر إلى ارتفاع أسعار أسهم كل من أليانس للتأمينات، أن سي أ رويبة، صيدال والأوراسي بنحو 5,04%، 1,37%، 14,29%، 9,09% على التوالي خلال نفس العام.

أما أدنى قيمة سجلها المؤشر هي 1.166,48 نقطة بتاريخ 2015/04/20، بمعدل انخفاض 1,76% مقارنة بمستواه بداية العام، جاء ذلك بعد الانخفاض في سعر أسهم أليانس للتأمينات بمعدل 6,72% عند أول جلسة خلال العام.<sup>1</sup>

### 2.1.3. تطور مؤشرات سيولة السوق الرئيسية للفترة (2007 - 2015):

يتم الاعتماد على هذا النوع من المؤشرات لقياس درجة سيولة سوق الأوراق المالية ومستوى تكاليف المعاملات المالية داخل السوق، ويفسر ارتفاع قيمة مؤشرات السيولة بأنه دليل على ارتفاع درجة السيولة في السوق، إضافة إلى أن الأدوات المالية تتداول بسهولة ويسر وبأدنى كلفة وعدم وجود معوقات

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

- Bource d'Alger, **Rapport D'activité 2015**, OP-Cit, P,P : 6,7 ;

- الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفه بتاريخ 2016/09/15:

<http://www.sgbv.dz/index.php?lang=fr>.

أمام إبرام الصفقات وتسويقها،<sup>1</sup> مما ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الموارد المالية وعلى النمو الاقتصادي، ويمكن قياس سيولة بورصة الجزائر من خلال مؤشرين رئيسيين وهما قيمة تداول الأسهم المدرجة Valeur transigée في السوق الرئيسية ومعدل دورانها \* Taux de rotation.

والجدول (6- 7) التالي يوضح لنا تطور مؤشري سيولة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.

الجدول (6- 7) تطور مؤشرات السوق الرئيسية للفترة (2007- 2015)

عدد الأسهم المتداولة بالسوق الرئيسية (سهم)	نسبة التغير في قيمة التداول	قيمة تداول أسهم بورصة الجزائر (مليون دينار)	قيمة وعدد الأسهم المتداولة لشركات المدرجة بالسوق الرئيسية								
			ROUI أن سي أروبية		ALL أليانس للتأمينات		SAI مجمع صيدال		AUR الأوراسي		
			عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	
35794	-	14,493	لم تدرج بعد				730	0,312	35064	14,181	2007
52103	%47,75↑	21,414	لم تدرج بعد				31002	12,398	21101	9,016	2008
34700	%35,13↓	13,891	لم تدرج بعد				25521	9,761	9179	4,130	2009
27420	%13,72↓	11,985	لم تدرج بعد				18038	7,763	9382	4,222	2010
231997	%1444,5↑	185,118	لم تدرج بعد		194175	161,414	29804	20,044	7718	3,659	2011
49471	%80,53↓	36,038	لم تدرج بعد		27395	22,733	15031	10,195	7048	3,110	2012
120681	%36,28↑	49,116	102238	40,943	40	0,027	6701	3,899	11702	4,246	2013
90111	%15,68↓	41,410	50359	20,303	9682	5,660	22244	12,106	7826	3,339	2014
2213143	%2923,3↑	1251,956	97079	36,077	2090461	1202,108	15739	9,343	9864	4,427	2015
%538,3↑		متوسط معدل تغير قيمة تداول الأسهم خلال الفترة (2007- 2015)									

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Bourse d'Alger, Rapport D'activité 2008,2010,2013,2014,2015, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;

- الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، القسم الخاص بإحصائيات التداول، تم تصفحه بتاريخ 2016/29/20: [http://www.sgbv.dz/?page=bilan\\_boc&lang=fr](http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr)

<sup>1</sup> - حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: نشأته- تحليل وتقييم مؤشرات، مقال بمجلة الكوفة، العدد 24، العراق، 2012، ص:273.

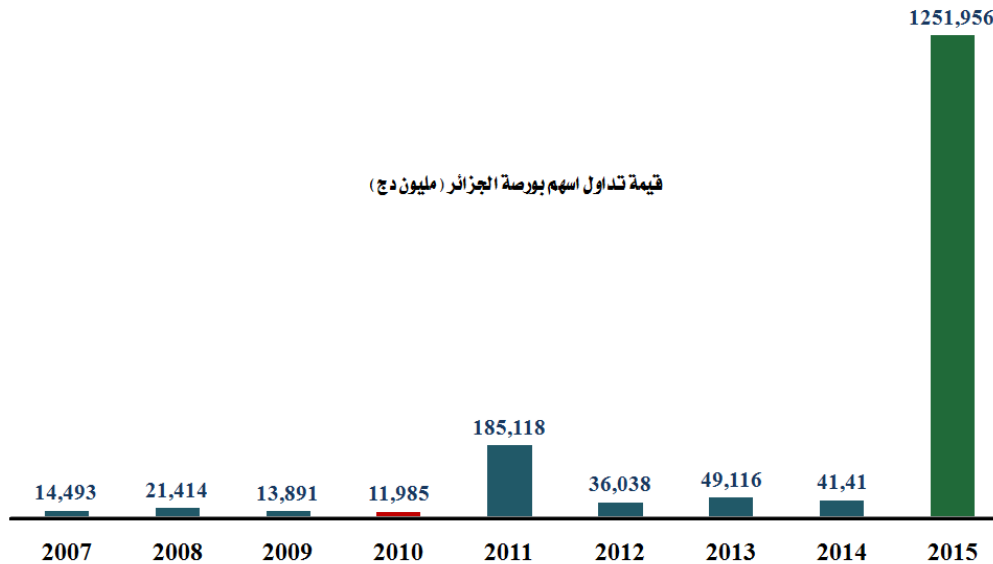
\* - استخدامات معدل دوران الأسهم من قبل المستثمرين في البورصة: هناك طريقتان لحساب معدل دوران الأسهم الأولى تركز على قيمة الأسهم المتداولة لسهم شركة ما خلال فترة زمنية ما، منسوبة إلى إجمالي القيمة السوقية لأسهم ذات الشركة، خلال ذات الفترة الزمنية، بينما الطريقة الأخرى تركز على عدد الأسهم المتداولة لسهم شركة ما خلال فترة زمنية ما، منسوبة إلى إجمالي عدد الأسهم المكتتب فيها والمصدرة من جانب ذات الشركة خلال ذات الفترة الزمنية، حيث ينصح دائماً بشراء الأسهم ذات معدل الدوران المرتفع، مقارنة بمعدل الدوران للشركات الأخرى المثيلة أو مقارنة بمتوسط معدل الدوران لأسهم القطاع، الذي تنتمي إليه الشركة محل التقييم، أما الأسهم ذات معدلات الدوران المنخفضة، فمن غير المستحب المجازفة بالاستثمار فيها حتى لو كانت تعطي معدلات عائد أو ربحية سنوية مرتفعة، إلى حد ما، وذلك نظراً لما سينتج عن ذلك من تجميد للاستثمارات وتقليل درجة مرونة المستثمر في التحول من استثمار إلى آخر، أو من سهم إلى آخر في ضوء التغيرات التي تحدث في البيئة الاستثمارية المحيطة بالشركات المختلفة، إذ أنه في هذه الحالة يصعب على المستثمر تسهيل استثماراته بسرعة ويسر، الأمر الذي يزيد أيضاً من درجة المخاطرة المصاحبة لهذا الاستثمار، نظراً لعدم قدرته على تفضي الآثار السلبية، أو الأحداث الطارئة غير الإيجابية، التي قد تمر بالشركة منخفضة معدل الدوران. المصدر: محسن عادل، معدل دوران الأسهم ضروري للمستثمر ...، مقال بجريدة اليوم السابع، مصر، 2013، على الرابط: <http://www.youm7.com/story/2013/10/16>.

أما فيما يخص تحليل تطور بيانات الجدول (6 - 7)، سنلخصها من خلال دراسة مؤشرات السيولة التالية :

### 1.2.1.3. قيمة وعدد الأسهم المتداولة ببورصة الجزائر :

عند تتبع تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر بالنسبة للأسهم نلاحظ أنها ارتفعت من مبلغ 14,493 مليون دينار عام 2007 إلى 1,251 مليار دينار عام 2015، حيث بلغ متوسط معدل نموها خلال فترة الدراسة بنحو 538,3%، وكما يوضح الشكل (6 - 9) المقابل، فإن قيمة تداول أسهم بورصة الجزائر شهدت أدنى مستويات لها خلال الفترة (2007 - 2010) وذلك نتيجة تواجد شركتين فقط بالسوق الرئيسية - الأوراسي ومجمع صيدال - وقلت نشاط تداول أسهمهما سواء من ناحية العدد والقيمة، بحيث نجد أعلى مستوى نشاط تحقق خلال الأربعة سنوات كان عام 2008، أين بلغت قيمة تداول الشركتين 21,414 مليون دينار مقابل حجم تداول\* على 52103 سهم كما يوضحه الشكل (6 - 10)، أما أدنى نشاط سجل خلال نفس الفترة كان عام 2010 حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 11,985 مليون دينار مقابل عدد أسهم متداولة هو الأضعف خلال الفترة بنحو 27420 سهم، وترجع مؤشرات السوق سبب هذا الانخفاض إلى التراجع المسجل في نشاط تداول أسهم الشركتين لعامين متتاليين 2009 و2010 والبالغ 10 ملايين ديناراً مناصفة بينهما مقارنة بما تحقق عام 2008.

الشكل (6 - 9) تطور قيمة تداول أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6 - 7)

\* - حجم التداول (عدد الأسهم المتداولة): ويمثل ما تم تداوله من أعداد الأسهم في قاعة السوق خلال المدة المحددة لنشاط التداول وبمختلف الأسعار السوقية.

الشكل (6- 10) تطور عدد الأسهم المتداولة بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6- 7)

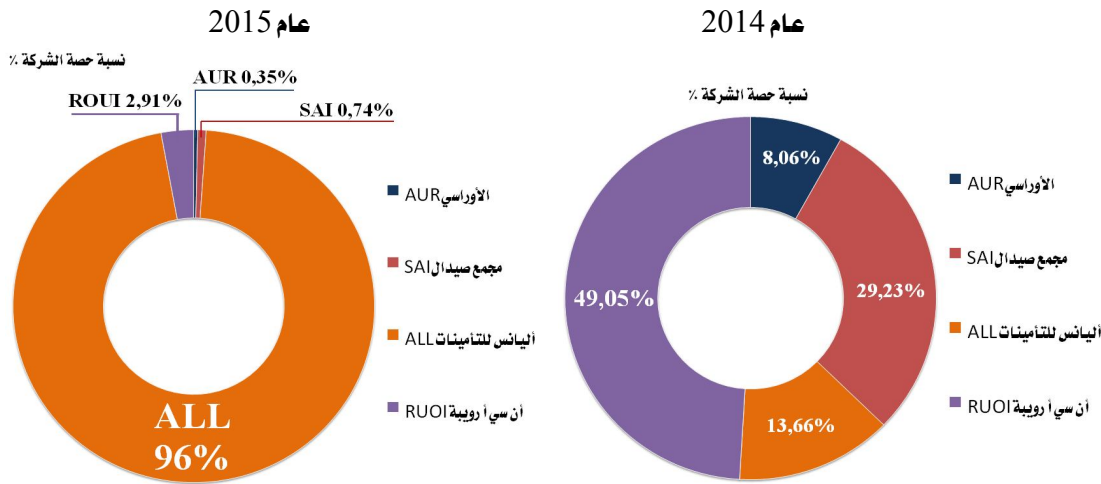
أما كمرحلة ثانية تظهر بيانات الشكلين (6- 9) و(6- 10) ارتفاع درجة سيولة البورصة من خلال مؤشري قيمة وعدد الأسهم المتداولة إلى مستوى كبير عام 2011، من خلال قيمة تداول أسهم بلغت 185,118 مليون ديناراً لترتفع بمعدل 1444,5% مقارنة بالعام السابق وذلك مقابل تداول 231997 سهم، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى النشاط الكبير الذي أحدثه دخول المتعامل الثالث إلى سوق الأسهم والمتمثل في شركة أليانس للتأمينات التي تحصلت من خلال السوق الأولية على تأشيرة الدخول من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نهاية عام 2010، حيث سجلت الشركة خلال أول نشاط لها بالسوق عام 2011 تداول على 194175 سهم مقابل قيمة تداول بلغت 161,414 مليون ديناراً، مساهمة بذلك بنسبة 87,19% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداول لعام 2011، إلى أن هذا الارتفاع لم يستمر كثيراً لينخفض بمعدل 80,53% خلال العام الموالي 2012 أين حققت فيه بورصة الجزائر قيمة تداول أسهم ببلغ 36,038 مليون ديناراً، بسبب التراجع الكبير المسجل على نشاط تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات والذي قاربت نسبة انخفاضه بنحو 86% مقارنة بعام 2011، ومن جهة أخرى نلاحظ أيضاً تراجع قيمة تداول مجمع صيدال خلال نفس العام بمقدار 49,13%.

في حين سجل خلال عامي 2013 و2014 تحسن في مستوى نشاط التداول مقارنة بعام 2012 إلا أن هذا التحسن الذي بلغت نسبته 36,28% عام 2013، لم يكن في المستوى المرجو نتيجة حصول شركة أن سي أروبية على تأشيرة الدخول إلى بورصة الجزائر بتاريخ 2013/2/6 وارتفاع عدد المدرجين بسوق الأسهم إلى أربعة من جهة، ومن جهة أخرى تعرضت شركة أليانس للتأمينات خلال نفس العام إلى أدنى نشاط تداول منذ إدراجها في البورصة وخلال فترة الدراسة، بقيمة تداول بلغت 0,027 مليون ديناراً مقابل تداول 40 سهم فقط.

أما عام 2015 سجل فيه نشاط كثيف على مستوى سوق الأسهم والذي يعتبر أعلى نشاط محقق خلال فترة الدراسة، نتيجة عمليات التداول الضخمة التي تميزت بها أسهم شركة أليانس للتأمينات خلال العام والتي ضاعفت قيمة الأسهم المتداولة في السوق معدل تجاوز 2923%، لترتفع القيمة المتداولة من مبلغ 41,41 مليون دينار عام 2014 إلى أزيد من 1,2 مليار دينار في عام 2015، وفي الوقت نفسه ارتفع عدد الأسهم المتداولة بمعدل 2356%، ليتجاوز حجم 90111 سهم عام 2014 إلى 2213143 سهم نهاية عام 2015.

أما في ما يتعلق بالأهمية النسبية للشركات المدرجة بالسوق الرئيسية بالنسبة لإجمالي قيمة التداول خلال عامي 2014 و2015، يمكن توضيحها من خلال بيانات الشكل (6 - 11).

الشكل (6 - 11) التوزيع النسبي لحصص الشركات المدرجة من إجمالي قيمة تداول الأسهم للعامين 2014 و2015.



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6 - 7).

يبرز الشكل (6 - 11) وجود درجة تمركز كبير في التداول على الأسهم المدرجة ببورصة الجزائر، حيث نلاحظ خلال عام 2014 كان التمركز في التداول على أسهم أن سي أروبية باعتبارها حصدت ما نسبته 49,05% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، ثم يليها في الدرجة الثانية مجمع صيدال بحصة 29,23%، أما الشركتين المتبقيتين وهما أن سي أروبية والأوراسي فكانت حصتهما من قيمة التداول المحققة 13,66% و8,06% على التوالي.

إلا أننا نلاحظ خلال العام الموالي 2015 تغيرا تاما لتركيبة التمركز في التداول من خلال هيمنة شركة أليانس للتأمينات على حصة الأسد والبالغة 96% من قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، في حين بلغت حصة الشركات الثلاثة المتبقية مجتمعة ما نسبته 4% فقط من قيمة التداول، الأمر الذي يفسر التداول على أسهم بورصة الجزائر يخضع لعوامل ظرفية.

## 2.2.1.3. تطور مؤشر معدل دوران أسهم بورصة الجزائر:

معدل دوران الأسهم هو مؤشر يعبر عن النسبة المئوية لقيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها ولمدة زمنية معينة، حيث يستخدم هذا المؤشر في حال ارتفاعه للتعبير عن كثافة التداول في سوق الأوراق المالية واقترب أسعارها للسعر العادل\*، ومن جهة أخرى يدل انخفاضه على انخفاض السيولة في السوق، والجدول (6- 8) يسمح لنا تتبع تطور معدل دوران بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة ومقارنته بنفس المؤشر لدى بعض الأسواق العربية كتونس والمغرب باعتبارهما سوقين جارين ومستوى أدائهما العربي مقبول وخاصة بورصة الدار البيضاء بالمغرب وكذلك اخترنا السوق المالية السعودية "تداول" باعتبارها السوق الرائدة عربيا للحكم على مستوى سيولة بورصة الجزائر.

الجدول (6- 8) تطور مؤشر معدل دوران أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007- 2015)

معدل دوران بعض الأسواق العربية			نسبة التغير	معدل دوران الأسهم	القيمة السوقية (مليار دينار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليار دينار)	السنوات
السعودية	تونس	المغرب					
			-	%0,22	6,46	0,014493	2007
			%50↑	%0,33	6,5	0,021414	2008
			%36,36↓	%0,21	6,55	0,013891	2009
			%28,5↓	%0,15	7,9	0,011985	2010
			%720↑	%1,23	14,96	0,185118	2011
%137,8	%13,7	%13,5	%78,04↓	%0,27	13,03	0,036038	2012
%87,1	%10,2	%13,5	%29,62↑	%0,35	13,82	0,049116	2013
%118,4	%8,9	%10,6	%22,85↓	%0,27	14,79	0,041410	2014
%105,17	%11,19	%8,96	%2900↑	%8,10	15,43	1,251000	2015
				%1,23	متوسط مؤشر معدل الدوران خلال الفترة (2007- 2015)		

المصدر: تم حساب معدل الدوران بالاعتماد على:

- بيانات الجدولين (6- 5) و(7- 6):

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، مرجع سبق ذكره، ص: 422.

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، مرجع سبق ذكره، ص: 473.

- الموقع الإلكتروني لاتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/25:

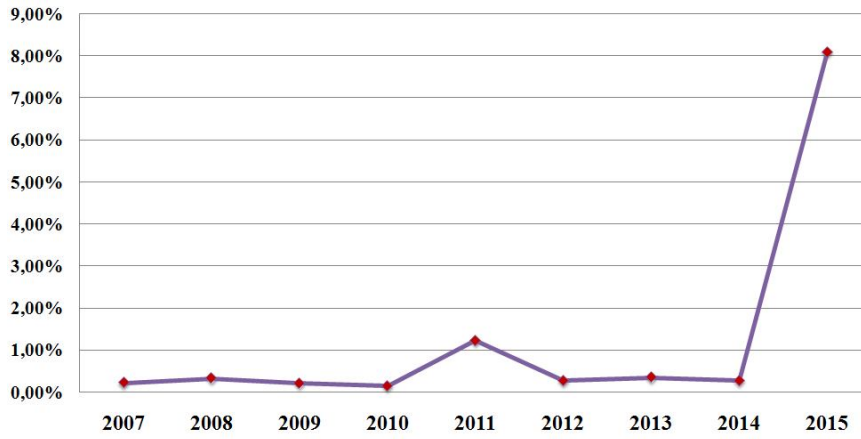
<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx>

\* يستعمل اصطلاح **السعر العادل** لتقدير القيمة السوقية لسهم يتم تداوله في السوق وذلك بناء على عوامل عديدة لعل أهمها ربح الشركة المعنية وقدرة الشركة على زيادة هذه الأرباح. ولكن يجب الأخذ في عين الاعتبار أن هذا السعر العادل لا يمثل إلا السعر النظري للسهم بينما في الحقيقة يتم تحديد السعر في السوق على أساس عوامل العرض والطلب والتي قد تكون مصطنعة أحيانا. كما أن السعر السوقي يتحدد في كثير من الأحيان على حسب حركة تدفق الأموال إلى السوق أو خروجها وعلى حسب نفسيات المتعاملين وحساباتهم التي قد تكون خاطئة أو صحيحة. وعلى هذا الأساس فإن السعر العادل يجب أن لا يؤخذ وكأنه سعر حتمي وإنما يستعمل كأداة استرشادية لتحديد اتجاه السعر في المستقبل. فمثلاً إذا كان السعر العادل أعلى من السعر السوقي فإن هذا يعني أن هناك فرصة مواتية لتحقيق أرباح رأسمالية في المستقبل عند شراء هذا السهم والعكس صحيح فعندما يكون السعر العادل أقل من السعر السوقي فإن هذا يعني أن فرصة تحقيق أرباح رأسمالية تصبح أقل.

من خلال الجدول (6- 8) نلاحظ الانخفاض الكبير في متوسط مؤشر معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال فترة الدراسة (2007- 2015) حيث بلغ 1,23% مقارنة بمتوسط معدلات دوران أسواق الأوراق المالية العربية والتي بلغت خلال عامي 2014 و2015 على التوالي 69,4% و53,16%<sup>1</sup>.

ويلاحظ أيضا أنه خلال الثمانية سنوات الأولى من فترة الدراسة (2007- 2014) أن معدل الدوران المحقق في بورصة الجزائر لم يتجاوز نسبة 0,5% باستثناء عام 2011 الذي بلغ فيه نسبة 1,23% نتيجة قيمة التداول المسجلة على أسهم المتعامل الجديد أليانس للتأمينات خلال نفس العام والشكل (6- 12) يوضح ذلك، في حين بلغت معدلات الدوران المسجلة في بورصتي تونس والدار البيضاء بالمغرب ما بين 9% و14% خلال الفترة (2012- 2015)، أما السوق المالية السعودية فمتوسط هذا المعدل تجاوز نسبة 100% خلال نفس الفترة، ووفقا لإحصائيات الاتحاد الدولي فإن معدل الدوران في مجموعة الأسواق المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات قد بلغ 133% بنهاية العام 2015.

الشكل (6- 12) تطور معدل دوران أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007- 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (5- 8).

قد سجل خلال عام 2015 أعلى قيمة لمعدل الدوران ببورصة الجزائر ببلوغه نسبة 8,1% محققا بذلك معدل ارتفاع قدره 2900% مقارنة بالعام السابق، وهذا يعكس التحسن المسجل في درجة سيولة السوق بالمقارنة بدرجة سيولة بورصتي الدار البيضاء وتونس، وعند البحث عن مسببات هذا التحسن من خلال بيانات تطور مؤشرات السوق الرئيسية السالفة الذكر، يتضح أن تركيز التداول على أسهم شركة أليانس للتأمينات والذي تجاوز حجمه 96% من إجمالي قيمة التداول بالسوق لعام 2015 هو من ساهم بارتفاع هذا المعدل، وبالتالي يمكن القول أن هذا الارتفاع المفاجئ والمرتفع في معدل الدوران خلال عام 2015 أنه ظريفي فقط، كونه ناتج عن عامل التركيز في التداول على أسهم شركة أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، وبالتالي يتوقع عودة انخفاضه في السنوات القادمة.

<sup>1</sup> - بالاعتماد على بيانات الفصل الرابع عند تحليلنا لأداء أسواق الأوراق المالية العربية.

## 3.2.1.3. مؤشر درجة التركيز:

إن نشاط بورصة الجزائر يظهر أن عدد المؤسسات المدرج أسهمها جد حرج مقارنة مع أسواق الأوراق المالية العربية، فإذا كانت بورصة الجزائر عام 2015 تضم 4 شركات مدرج أسهمها، فإن كل من بورصة تونس والدار البيضاء كانت تضم على التوالي 78 و75 شركة مدرجة لأسهمها للتداول، هذه الوضعية تبين أن فرصة المستثمر لتنويع الأصول المالية داخل محفظته الاستثمارية عملا بمبدأ ماركويتز القائل بأن التنويع من شأنه تخفيض المخاطر العامة وأيضا الإلغاء الكمي للمخاطر الخاصة بالمؤسسة في حالة التنويع الأمثل، تصبح محدودة جدا و هو ما ينعكس سلبا على سيولة السوق، كما أنه يؤدي إلى زيادة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد محدود من الأسهم.<sup>1</sup>

إن الهدف من حساب مؤشر التركيز، هو تحديد مدى سيطرة العشر أكبر شركات في تحديد اتجاه السوق، من خلال نسبة قيمة تداولها مقارنة بإجمالي القيمة السوقية للسوق، وبالتالي ليس لهذا المؤشر أي دلالة بالنسبة لبورصة الجزائر، لأنه أصلا لا يملك إلا أربعة شركات مدرجة والتي تمثل وتحدد اتجاه البورصة لوحدها وبدرجة تركيز عالية بلغت معدل 100% وعليه تعتبر بورصة الجزائر الأكثر تركيزا على المستوى العربي.

هذا بدوره يظهر المعانات الكبيرة لبورصة الجزائر من مشكلة انخفاض السيولة وبالتالي الابتعاد الكبير لأسعار الأسهم السوقية عن السعر العادل لها.

## 2.3. أداء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Marché PME:

تعتبر سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ثاني أسواق سندات رأس المال ببورصة الجزائر بعد السوق الرئيسية، حيث لم تشهد هذه السوق منذ صدور قانون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12 - 01 القاضي بإنشاء سوق لإدراج أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أي عملية إدراج لأسهم هذا النوع من المؤسسات، وهذا رغم التحفيزات والتسهيلات الممنوحة لها، ذلك من خلال تخفيف شروط إدراج وتداول أوراقها المالية ببورصة الجزائر، ويعتبر هذا الركود على مستوى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة راجع إلى:<sup>2</sup>

- بالدرجة الأولى إلا امتداد الركود نتيجة ضعف الأداء الذي تعرفه السوق الرئيسية الموجهة للشركات الكبرى، خاصة وأن معظم الاقتصاديات العالمية لم تقم بإنشاء مثل هذا السوق الموجه للمؤسسات

<sup>1</sup> - الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مقال بمجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة عنابة، العدد 34، 2013، ص: 57.

<sup>2</sup> - علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

الصغيرة والمتوسطة إلا بعد أن تطورت السوق الرئيسية وعرفت رواجاً مهماً وسط المؤسسات والمستثمرين الماليين؛

- أما بدرجة ثانية يعود هذا الركود لحدائث وضعف قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في حد ذاته والذي يتميز عموماً بالخصائص التالية التي حالة دون تفكير هذه المؤسسات بالدخول إلى بورصة الجزائر:

- عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لا يزال محدود مقارنة مع الاقتصاديات العالمية والمجاورة، كما أن نسبة 97% من هذه المؤسسات عبارة عن مؤسسات مصغرة لا يتجاوز عدد عمالها العشرة؛
- محدودية المساهمة الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على مستوى حجم العمالة، القيمة المضافة والناتج الداخلي الخام لا تزال لم ترق إلى المستويات المنشودة؛
- رغم برامج الدعم المقدمة لهذه المؤسسات، إلا أنها لم تساهم بالقدر المطلوب في تنويع الاقتصاد الوطني وخلق الثروة والخروج به من الاقتصاد الريعي القائم أساساً على قطاع المحروقات؛
- أيضاً رغم برامج الدعم والهيئات المساعدة على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، إلا أنها تبقى تعاني من هذا الجانب، فالعديد من هذه المؤسسات لم يتمكن من الحصول على قروض بنكية بغية تمويل مختلف احتياجاتها، الأمر الذي يعيق نمو وتوسع هذه المؤسسات؛
- إضافة إلى الأسباب السابقة المباشرة توجد هنا معوقات عامة تحول دون تطوير بورصة الجزائر لأداء وظيفتها التمويلية سيتم التطرق لها فيما بعد.

### 3.3. أداء سوق السندات Marché des obligations:

كما سبق ذكره تتوفر بورصة الجزائر على غرار أسواق الأوراق المالية في العالم على سوق لسندات الدين التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية والشركات ذات الأسهم في شكل قروض سنوية، حيث تم إدراج 5 سندات دين فقط من طرف شركات للتداول في بورصة الجزائر، مقابل إصدار سندات دين من طرف أزيد من 12 مؤسسة عامة وخاصة، تتداول خارج البورصة بين البنوك والمؤسسات المالية والمتعاملين المؤسساتيين، ولإظهار تطور الرصيد الإجمالي لقيمة القروض السنوية الصادرة عن مختلف المؤسسات الاقتصادية سواء كانت أصدرت وأدرجت للتداول في بورصة الجزائر أو جاء إصدارها عن طريق السوق الأولية إلا أن التداول عليها يتم خارج السوق الثانوية (بورصة الجزائر)، وتكون عادة موجهة للاكتتاب لصالح البنوك والمؤسسات المالية ويتم إنجازها وفق طريقة المزايدة حسب الأسلوب

الهولندي\*، التي استفادة من تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB خلال الفترة (2007- 2015)، وهو ما توضحه بيانات الجدول (6 - 9) التالي:

الجدول (6- 9) رصيد القروض السندية المؤشر لها من طرف COSOB للفترة (2007- 2015)

السنوات	عدد التاشيرات المنوحة	الرصيد المتراكم للقروض السندية المؤشر لها (مليار دج)	قيمة القروض السندية المدرجة للتداول بالسوق (مليار دج)	نسبة التغير في قيمة السندات المدرجة %	عدد القروض السندية المتداولة
2007	3	161,16	51,68	-	3
2008	3	184,77	81,68	58,04%↑	4
2009	2	179,02	84,04	2,88%↑	5
2010	1	151,89	69,85	16,88%↓	5
2011	0	78,23	32,36	53,67%↓	4
2012	0	64,21	32,36	00%→	2
2013	0	58,21	32,36	00%→	2
2014	0	18,91	2,36	92,70%↓	2
2015	2	176,91	2,36	00%→	1

المراجع: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2008,2010,2013,2014,2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;
- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2007-2015**.

وسيتم تحليل تطور مختلف مؤشرات الجدول السابق من خلال دراسة ما يلي:

### 1.3.3. تطور الرصيد المتراكم للقروض السندية للفترة (2007- 2015):

يقصد بالرصيد المتراكم للقروض السندية على أنه قيمة إجمالي القروض السندية الصادرة عن مختلف المؤسسات الاقتصادية التي لم يحين تاريخ استحقاقها خلال كل عام، سواء كانت هذه القروض السندية مسعرة ببورصة الجزائر وبالتالي يتم التداول عليها، أو أنه موجه للاكتتاب المؤسسي الخاص بالبنوك والمؤسسات المالية وبالتالي يتم التداول عليها خارج البورصة. وعند تتبعنا لتطور الرصيد المتراكم لقيمة القروض السندية خلال فترة الدراسة يتبين:

- أنه كان مرتفع خلال الفترة (2007- 2010) والسبب يعود في ذلك إلى عدم حلول تواريخ استحقاق معظم القروض السندية سواء كانت مسعرة بالبورصة أم خارج البورصة، ومن جهة أخرى نلاحظ أيضا أنه خلال نفس الفترة تمكنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من منح عدة تأشيريات لمجموعة من القروض السندية؛

\* - المزاد الهولندي Dutch Auction : هو نوع من أنواع المزاد، يبدأ فيه بائع المزاد بسعر طلب مرتفع، ثم يخفض حتى يكون أحد المشترين على استعداد لقبول سعر بائع المزاد، أو أن يكون هناك سعر محدد سلفا (أدنى سعر مقبول للبائع) تم الوصول إليه، وبالتالي رابح المزاد يدفع آخر سعر مععلن. يجب الإشارة إلى أن السعر المبدئي للسلعة يكون أعلى بكثير من قيمته، فالبائع لا يتوقع الحصول على هذا السعر لهذه السلعة، فالمزاد الهولندي هو عملية عكسية للمزادات العادية، حيث يبدأ البائع بأدنى سعر ويبدأ المشترين بزيادة عروضهم. المصدر: <https://ar.wikipedia.org>

- أما خلال الفترة (2011- 2014) بلغ الرصيد المتراكم للقروض السندية مستويات منخفضة ومتناقصة من عام لآخر بسبب الركود المسجل نتيجة عدم منح أي تأشيرة من طرف اللجنة المختصة خلال الفترة، وكذلك يرجع هذا الانخفاض إلى حلول تواريخ استحقاق مجموعة من القروض السندية سواء كانت مسعرة بالبورصة أو خارجها؛

- في حين ارتفع هذا الرصيد المتراكم عام 2015 إلى مستوى 176,91 مليار ديناراً بزيادة بلغت نسبتها 853,5% مقارنة بمستواه عام 2014 أين بلغ قيمة 18,91 مليار ديناراً، والملاحظ أن هذا الارتفاع الكبير جداً في الرصيد المتراكم لقيمة القروض السندية لم يؤثر على قيمة القروض السندية المتداولة والمسعرة في البورصة خلال نفس العام، وهذا يفسر على أن القروض السندية المؤشر لها من طرف اللجنة عام 2015 لم يتم إدراجها للتداول في البورصة بل يتم التعامل عليها خارج البورصة، ويتعلق الأمر بكل من القروض السندية الموجهة للاكتتاب من طرف البنوك والمؤسسات المالية والمتمثلة في القرض السندي للشركة المغاربية للإجارة بالجزائر MLA بقيمة 2 مليار ديناراً والقرض السندي الخاص بالشركة الوطنية للإيجار المالي SNL والبالغة قيمته 2 مليار ديناراً أيضاً، كذلك القرض السندي الخاص بالصندوق الوطني للاستثمار FNI\* المستحق بعام 2024 بقيمة 160 مليار ديناراً.

بهذا تكون وضعية القروض السندية نهاية عام 2015، على النحو التالي:

- بقاء قرض سندي وحيد مسعر في سوق السندات ومتداول عليه في بورصة الجزائر والمتعلق بقرض مؤسسة داخلي والمستحق بداية عام 2016؛

- أما على مستوى سوق السندات المتعامل عليها خارج البورصة والموجهة للبنوك والمؤسسات المالية، فيتعلق الأمر بثلاثة قروض سندية اثنين منها لمؤسسة سونالغاز المستحقين عامي 2016 و2017، أما الثالث فيعود للصندوق الوطني للاستثمار FNI المستحق بعام 2024.

\* - الصندوق الوطني للاستثمار FNI (Fonds National D'Investissement): قررت السلطات العمومية إنشاء الصندوق الوطني للاستثمار المنبثق عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية لغرض تعزيز الأدوات الأساسية الجديدة لتدخل الدولة في تمويل التنمية. ويندرج هذا العمل في إطار استكمال عملية إصلاح القطاع المالي والمصرفي التي شرعت فيها الدولة وكرس قانون المالية لسنة 2009 إعادة الهيكلة هذه عن طريق تغيير اسم البنك الجزائري للتنمية إلى الصندوق الوطني للاستثمار - البنك الجزائري للتنمية، حيث تم تخصيص مجلس إدارة جديد ولجنة استراتيجيه للتوجيه القانون المالية التكميلي لسنة 2011 في مادته رقم 37 المغير لتسمية الصندوق الوطني للاستثمار - البنك الجزائري للتنمية إلى الصندوق الوطني للاستثمار. إن الدور الرئيسي للصندوق الوطني للاستثمار يتصرف من جهة كأداة مالية للدولة من أجل : - تسيير أموال الخزينة الموجهة للقطاع الإنتاجي؛ - إدارة المساهمات النهائية التي تمنحها الدولة لتمويل عمليات التجهيز العمومي. المصدر: الموقع الإلكتروني للصندوق: <http://www.fni.dz>.

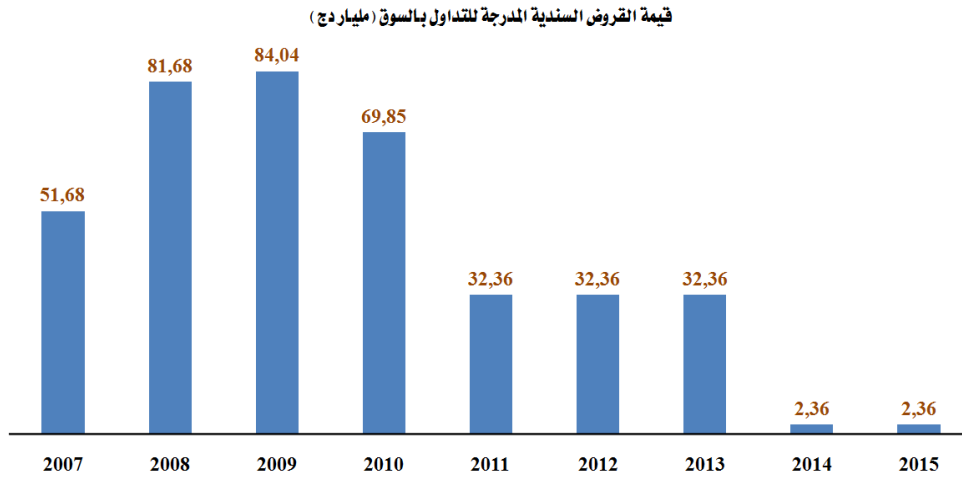
## 2.3.3. قيمة وعدد القروض السندية المدرجة للتداول بسوق السندات للفترة (2007 - 2015):

عند تتبع تطور بيانات الجدول (6 - 9) السابق المتعلقة بقيمة وعدد القروض السندية المدرجة بسوق السندات ببورصة الجزائر، يتضح أنها بلغت ذروتها عام 2009 بقيمة 84,04 مليار ديناراً بارتفاع طفيف نسبته 2,88% مقابل قيمة 2,36 مليار ديناراً نتيجة إدراج قرض سندي جديد للتداول والمتمثل في القرض السندي الثاني لمؤسسة سونالغاز المستحق في عام 2014 ليصبح عدد القروض السندية المسعرة بالبورصة ولأول مرة 5 قروض منذ نشأة بورصة الجزائر، إلا أن هذا المستوى لم يستمر كثيراً فسرعان ما بدأ بالانخفاض مباشرة بحلول عام 2010 لتبلغ قيمة إجمالي القروض السندية نهاية هذا العام 69,85 مليار ديناراً متراجعة بنسبة 16,88% عن العام الماضي بسبب خروج القرض السندي الخاص بشركة الخطوط الجوية الجزائرية الموجه للجمهور والذي حل أجل استحقاقه بتاريخ 2010/12/1.

شهد أيضاً عام 2011 تراجع كبير في قيمة القروض السندية المتداولة إلى مستوى 32,36 مليار ديناراً مسجلاً انخفاض قيمته 37,49 مليار ديناراً مقارنة بالعام الماضي، والذي يمثل اثنين من القروض السندية الموجهة للجمهور العام من طرف المؤسستين سونالغاز واتصالات الجزائر واللذان حلت تواريخ استحقاقهما في 2011/5/22 و2011/10/17 على التوالي.

في حين استقرت قيمة القروض السندية المتداولة خلال عامي 2012 و2013 عند قيمة 32,36 مليار ديناراً كما يوضحه الشكل (6 - 13)، لعدم تسجيل أي نشاط أو إدراج جديد خلال العامين، ليبقى عدد القروض السندية المتداولة بالبورصة اثنين فقط ويتعلق الأمر بقرضي مؤسسة سونالغاز المستحق في عام 2014 ومؤسسة داخلي الذي يستحق في عام 2016.

## الشكل (6 - 13) تطور قيمة القروض السندية المدرجة للتداول ببورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6 - 9).

والملاحظ أيضاً خلال العامين 2014 و2015 تراجع مستوى قيمة القروض السندية المتداولة ببورصة الجزائر إلى أدنى مستوى لها منذ إنشاء سوق السندات لتبلغ قيمة 2,36 مليار ديناراً متراجعة

بمقدار 30 مليار دينار بما يعادل 92,7% بالمقارنة مع العام السابق، ويعود هذا التراجع إلى حلول أجل استحقاق القرض السندي الأخير لمؤسسة سونالغاز عام 2014، وبناء على ذلك فقد تم سحبه من جدول التسعيرة ببورصة الجزائر، وبهذا يصبح سوق السندات يضم سند وحيد متداول والمتعلق بالقرض السندي لمؤسسة داخلي واستمر هذا الوضع حتى نهاية عام 2015، إلى غاية حلول استحقاق القرض السندي المتبقي مع حلول عام 2016.

### 3.3.3. تطور مؤشر قيمة التداول بسوق السندات للفترة (2007 - 2015):

يمكن تتبع تطور أهم المؤشرات المالية لسوق السندات والمتمثلة في قيمة التداول على السندات المدرجة وعددها في بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015) من خلال أرقام الجدول (6 - 10) التالي:

الجدول (6 - 10) تطور مؤشرات سوق السندات المتداولة ببورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)

إجمالي عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة لتداول الإجمالية بسوق السندات (مليون دج)	قيمة وعدد سندات المؤسسات المتداولة بسوق سندات الدين										
		سندات شركة المساهمة داخلي DAHLI		سند سونالغاز 2014 SONE		سند سونالغاز 2011 SONE		سند اتصالات الجزائر AT11		سند الخطوط الجوية الجزائرية AIR		
		عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	
94649	945,92					20250	202,034	61071	610,493	13328	133,396	2007
132007	1 197,1			25546	127,738	28293	284,129	36528	365,759	41640	419,469	2008
108863	882,758	300	3	42554	212,770	7810	78,107	45047	454,796	13152	134,085	2009
90309	658,081	1130	11,216	49483	247,519	15561	156,491	18374	183,940	5761	58,915	2010
20957	136,104	1700	16,430	14607	73,045	539	5,401	4111	41,228	حلول استحقاق السند		2011
118356	637,148	9228	88,468	109128	548,680	حلول استحقاق السند		حلول استحقاق السند				2012
6908	51,911	3860	36,670	3048	15,241							2013
11839	107,536	10210	99,391	1629	8,145							2014
758	7,580	758	7,580	حلول استحقاق السند								2015

المراجع: إعداد الباحث بالاعتماد على:

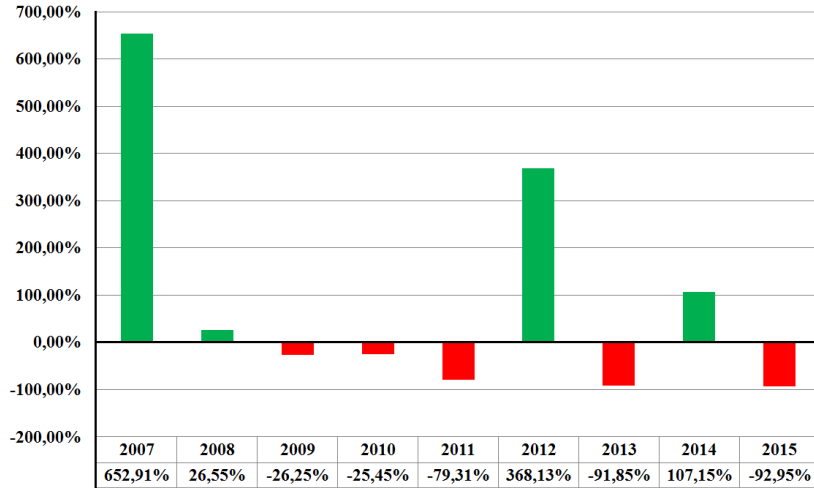
- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2008,2010,2013,2014,2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;
- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2007-2015**.

عند تتبع تطور المجاميع الكلية السنوية الظاهرة على الجدول (6 - 10) التي تعكس تطور مؤشري سيولة سوق السندات ببورصة الجزائر، يتضح عدم استقرار نشاط هذا السوق خلال فترة الدراسة.

تشير بيانات الجدول أيضا أن معدلات النمو الحاصلة المعبر عليها بنسب التغير في مؤشر قيمة التداول بسوق السندات خلال مدة الدراسة قد شهدت تذبذبات متفاوتة المستوى، حيث يتضح من الشكل (6 - 14) الموالي بأن أعلى نسبة نمو في قيمة التداول قد سجلت خلال عامي 2007 و2012

ببلوغها نحو 652,91% و368,13% على التوالي، ثم يليهما عام 2014 بمعدل نمو أقل بلغ 107,15%، وفي عام 2008 بنحو 26,55%، أما بقية الأعوام من فترة الدراسة نلاحظ أن معدلات النمو في قيمة تداول السندات شهدت تراجع في مستوياتها متراوحا ما بين 25% و93%.

الشكل (6- 14) نسبة تغير قيمة التداول بسوق السندات للفترة (2008 - 2015)



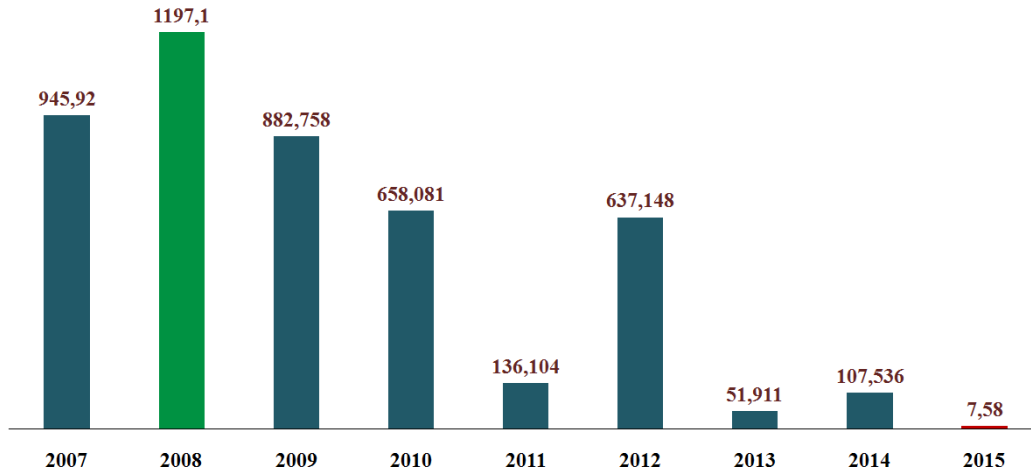
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6- 10).

في ما يلي سنحاول تحليل مستويات معدلات النمو المتذبذبة المسجلة بسوق السندات في بورصة الجزائر، من خلال تحليل تطور المؤشرين المختارين - قيمة التداول وعدد السندات المتداولة - خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

- خلال عام 2007 تم تسجيل قيمة تداول على السندات بنحو 945,92 مليون ديناراً عن طريق تداول 94649 سند بنمو بلغ معدله 652,91% مقارنة بالعام الماضي 2006، ويعزى ذلك إلى الارتفاع الكبير في قيمة التداول على سندات شركتي سونالغاز واتصالات الجزائر خلال هذا العام من جهة، ومن جهة أخرى إلى إدراج سند شركة الخطوط الجوية الجزائرية الموجهة للجمهور العام، وجاء هذا السند ليدعم نشاط سوق السندات ويرتفع بذلك عدد السندات المسعرة والمتداولة في بورصة الجزائر إلى ثلاثة سندات نهاية عام 2007؛

- بينما شهد سوق السندات عام 2008 ارتفاع معتبر في مستوى نشاط التداول بلغت قيمته 251,18 مليون ديناراً مقارنة بالعام السابق لترتفع قيمة التداول بسوق السندات إلى 1,197 مليار ديناراً كما توضحه بيانات الشكل (6- 15)، ويعود هذا الارتفاع إلى النشاط المسجل على المجموعة الثانية من السندات المدرجة من طرف شركة سونالغاز الجديدة خلال هذا العام والتي حققت قيمة تداول بنحو 127,738 مليون ديناراً، بالإضافة إلى التحسن في نشاط تداول سندات شركة الخطوط الجوية الجزائرية؛

الشكل (6- 15) تطور قيمة التداول بسوق السندات خلال الفترة (2007 - 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (6- 10).

- أما خلال الفترة (2009 - 2011)، كما جاءت في الشكل السابق نلاحظ انخفاض متتالي لقيمة تداول السندات محققة بذلك معدلات نمو سالبة، حيث أخذت المبالغ الآتية 882,758 مليون ديناراً، 658,081 مليون ديناراً و136,104 على التوالي، وبالرغم من إدراج متعامل جديد سنداته للتداول خلال عام 2009 ويتعلق الأمر بشركة المساهمة داخلي وارتفاع عدد السندات المسعرة في السوق إلى 5 سندات، إلا أن قيمة التداول الإجمالية شهدت انخفاض نسبته 26,25% خلال نفس العام بسبب التراجع الكبير في نشاط تداول المستثمرين على سندات كل من شركتي سونالغاز المستحقة عام 2011 وشركة الخطوط الجوية الجزائرية مقارنة بنشاطهما العام الماضي، ومن جهة آخر المساهمة الضعيفة لقيمة تداول سندات المتعامل الجديد - داخلي - البالغة 3 مليون ديناراً فقط خلال أول عام تتداول فيه.

رغم استمرار عدد السندات المسعرة بالسوق خلال عام 2010 إلى 5 سندات إلا أن قيمة التداول سجلت وللمرة الثانية انخفاض مقداره 224,6 مليون ديناراً، بسبب تأثير التراجع الكبير في نشاط تداول كل من سندي شركة الخطوط الجوية الجزائرية الذي فضل أصحابه الاحتفاظ به لاقتراب موعد استحقاقه عام 2011 وسند اتصالات الجزائر، الذي كان أثره أكبر من التحسن الذي شهده نشاط تداول بقية السندات.

تميز عام 2011 بتسجيل أدنى تراجع في قيمة تداول السندات خلال الفترة بمقدار تجاوز نصف مليار ديناراً، بسبب حلول أجل استحقاق سند الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 2011/05/18 بعد أربعة سنوات من التداول، وفي نفس السياق نلاحظ عزوف كبير عن التداول على سندي اتصالات الجزائر وسونالغاز خلال العام لتفضيل أصحابها الاحتفاظ بها لاقتراب موعد استحقاقهما خلال نهاية نفس العام؛

- أما عام 2012 ارتفعت قيمة تداول السندات من 136,104 مليون ديناراً عام 2011 لتصل إلى 637,148 مليون ديناراً مقابل معدل نمو بلغ 368,13% من خلال التداول على 118356 سند، ويعود هذا الارتفاع بالدرجة الأولى إلى النشاط الكبير الذي سجل على مستوى سندات سونالغاز المستحقة في عام 2014 من خلال تحقيقه لقيمة تداول بلغت 548,680 مليون ديناراً وهو أعلى ناشط له منذ إدراجه في البورصة كونه يعادل 86% من إجمالي ما تم تداوله خلال العام؛

- يلاحظ أيضاً خلال الفترة (2013 - 2015) تراجع نشاط التداول على مستوى سوق السندات إلى أدنى مستويات له خلال فترة الدراسة، حيث أخذت قيم التداول المبالغ التالية 51,911، 107,536 و7,580 مليون ديناراً على التوالي، نظراً لتراجع عدد السندات المدرجة في السوق بسبب حلول تواريخ استحقاقها لبلغ عددها خلال عامي 2013 و2014 سنيين فقط، الأول يستحق مع نهاية عام 2014 ويتعلق الأمر بسند سونالغاز أما الثاني يستحق بحلول عام 2016 والمتعلق بشركة المساهمة داخلي، لتبلغ قيمة التداول نهاية عام 2015 مبلغ 7,58 مليار ديناراً والخاصة فقط بالسند الوحيد لشركة داخلي مقابل تداول على 758 من سنداتها.

#### 4.3. أداء سوق سندات الخزينة العمومية OAT :Marché

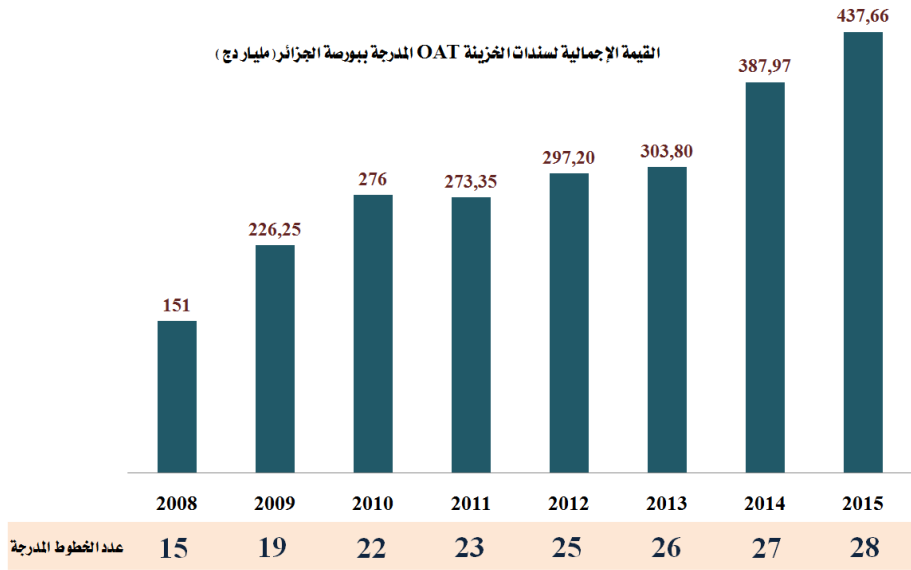
في إطار الإصلاحات المبذولة من طرف وزارة المالية والتي ترمي إلى إعادة الاعتبار إلى سوق الأوراق المالية في عملية تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة وتفعيل دور البورصة بصفة خاصة، تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر لأول مرة بتاريخ 2008/2/11، وتتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الآجال 7، 10 و15 عاماً وتحمل قيمة اسمية بمليون ديناراً للسند الواحد، حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة على مستوى سوق كتل سندات الخزينة العمومية\* OAT المخصص لهذا النوع من السندات وبمعدل 5 حصص في الأسبوع.

#### 1.4.3. تطور عدد خطوط سندات الخزينة وقيمتها الإجمالية ببورصة الجزائر (2008 - 2015) :

تعتبر سوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT سوقاً مخصصة لتداول السندات السيادية التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وهي ثاني سوق فرعي لسوق سندات الدين في بورصة الجزائر، وتشمل مع نهاية عام 2015 على 28 خط سندي مدرجة في التسعيرة الإجمالية للبورصة بقيمة 437,66 مليار ديناراً، مقابل 27 خط سندي بقيمة 387,968 مليار ديناراً نهاية العام السابق 2014، والشكل (6- 16) يوضح تطور عدد الخطوط السندية وقيمتها الإجمالية لهذا النوع من السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008 - 2015).

\* - OAT : Obligations Assimilables du Trésor.

الشكل (6- 16) تطور عدد الخطوط السنوية للخزينة العمومية وقيمتها الإجمالية في بورصة الجزائر للفترة (2008- 2015)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2008-2015**.

يظهر الشكل (6- 16) التطور الذي حدث على مستوى عدد وقيم سندات الخزينة العمومية المدرجة بسوقها في بورصة الجزائر، حيث نلاحظ بأن مديرية الخزينة العمومية أصدرت خلال أول إدراج لها ببورصة الجزائر 15 خط سندي توزعت بين الفئات الثلاثة حسب أجال استحقاقها بقيمة إجمالية بلغت نحو 151 مليار ديناراً، واستمر تطور هذا النوع من السندات من عام إلى آخر لتبلغ نسبة نمو كل من عدد الخطوط وقيمتها الإجمالية خلال فترة الدراسة بمعدل 86,66% و 190% على التوالي.

أما الجدول (6- 11) التالي يسمح لنا بالتعرف على توزيع القيمة الإجمالية لسندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر حسب كل صنف وقيمتها وعدد خطوطه السنوية نهاية عام 2015.

الجدول (6- 11) خطوط سندات الخزينة العمومية المسعرة خلال عام 2015

النسبة من الإجمالي	القيمة الإجمالية للأصناف (مليار دج)	عدد أنواع الخطوط ضمن كل صنف	الصنف حسب مدة الاستحقاق
26,55%	116,192	7 خطوط	صنف مستحق بعد 7 سنوات
34,76%	152,131	10 خطوط	صنف مستحق بعد 10 سنوات
38,69%	169,337	11 خط	صنف مستحق بعد 15 سنوات
100%	437,660	28 خط	المجموع

المصدر:

-Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2016, P:15.

يبين الجدول (6- 11) أن أهم صنف من السندات التي تصدرها الخزينة العمومية هي المستحقة بعد 15 سنة، حيث بلغ عددها 11 خط سندي بلغت قيمتها الإجمالية 169,337 مليار ديناراً مقابل

حصتها نسبتها 38,69% من القيمة الإجمالية لسندات الخزينة المدرجة في بورصة الجزائر، في حين يأتي الصنف الثاني المستحق بعد 10 سنوات في الدرجة الثانية من خلال إدراج 10 خطوط مقابل قيمة إجمالية بنحو 152,131 مليار ديناراً، أما الصنف الثالث المستحق بعد 7 سنوات فبلغت حصته 26,55% مقابل قيمة 116,192 مليار ديناراً.

### 2.4.3. تطور مؤشرات تداول سندات الخزينة العمومية خلال الفترة (2008 - 2015):

يمكن عرض تطور مؤشرات التداول بسوق كتل سندات الخزينة العمومية منذ إنشائها من طرف بورصة الجزائر، بهدف التعرف على حجم السيولة التي أحدثها هذا السوق خلال الفترة (2008-2015)، من خلال المؤشرات المالية الواردة في متن الجدول (6- 12) التالي:

الجدول (6- 12) مؤشرات تداول كتل سندات الخزينة العمومية للفترة (2008 - 2015)

عدد سندات الخزينة المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليار دج)	التغير في قيمة التداول %	عدد الصفقات	معدل دوران سندات الخزينة *
1585	1,760	--	23	1,16%
5002	5,101	189,82%↑	10	2,25%
3764	4,314	15,42%↓	6	1,56%
3000	3,512	18,59%↓	2	1,28%
500	0,502	85,70%↓	1	0,17%
00	00	100%↓	0	0,00%
8215	8,246	824,6%↑	17	2,12%
16822	16,978	105,9%↑	29	3,88%

\* معدل دوران سندات الخزينة العمومية = (قيمة تداول سندات الخزينة ÷ القيمة الإجمالية لسندات الخزينة المدرجة) × 100.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: - بيانات الشكل (6- 16):

- موقع بورصة الجزائر، بيانات التداول، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/25:

[http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan\\_oat](http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_oat)

تبرز المؤشرات الظاهرة على الجدول (6- 12) وجود تذبذب مستمر في نشاط المتخصصين في قيم الخزينة العمومية SVT\* ووسطاء عمليات البورصة IOB، سواء تعلق الأمر بحجم وقيمة التداول أو حتى على مستوى عدد الصفقات المثمرة خلال كل عام.

بحيث نجد أن أعلى مستوى نشاط تحقق بسوق كتل سندات الخزينة العمومية منذ نشأتها وفي جميع المؤشرات المختارة كان عام 2015، أين تم التداول على 16822 سند خزينة مقابل قيمة 16,978 مليار ديناراً ومن خلال 29 جلسة مثمرة للمتعاملين داخل السوق ليتحقق بذلك أعلى معدل دوران خلال الفترة بنحو 3,88%، ومن جهة أخرى نجد أدنى مستوى نشاط بالسوق سجل عام 2013

\* - SVT : Spécialistes en Valeurs du Trésor.

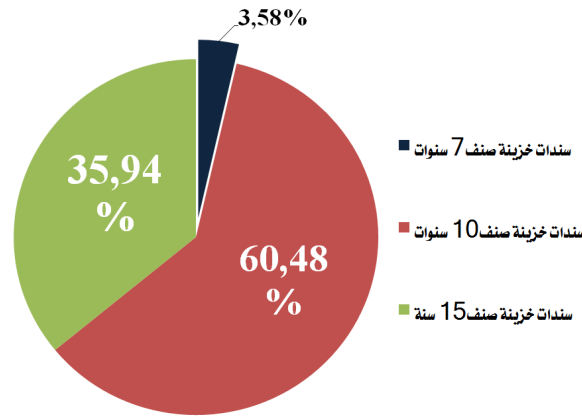
بسبب عدم نجاح أي جلسة تداول للمتخصصين والوسطاء داخل السوق، مما أدى إلى تراجع قيمة التداول بنسبة 100% مقارنة بعام 2012 الذي سجل فيه نجاح جلسة تداول واحدة فقط على 500 سند خزينة بقيمة 0,5 مليار ديناراً.

والملاحظ أيضاً أنه خلال عام 2014 ارتفع عدد جلسات التداول المثمرة إلى 17 جلسة تم التداول في مجملها على 8215 سند خزينة بقيمة تجاوزت 8 ملايين ديناراً، بعدما سجل تراجع في نشاط السوق لمدة أربعة سنوات متتالية بداية من عام 2009 الذي بلغت قيمة التداول فيه 5,1 مليار ديناراً.

أما أول عام يتم التداول فيه على هذا النوع من السندات بلغ فيه عدد الجلسات المثمرة 23 جلسة وهو عدد مرتفع مقارنة بالأعوام الأخرى، إلا أن عدد الأسهم المتداول عليها وقيمتها كانتا منخفضتين جداً ببلوغهما 1585 سند بقيمة 1,76 مليار ديناراً، مقابل حجم القيمة الإجمالية لسندات الخزينة المدرجة خلال العام والتي بلغت 151 مليار ديناراً، وهو ما يؤكد انخفاض مستوى معدل الدوران الذي بلغ 1,16% والذي يعكس ضعف سيولة السوق مقارنة بالقيمة الإجمالية للسندات المدرجة بها، وبالتالي يؤكد ولا يدع مجالاً للشك بأن درجة سيولة بورصة الجزائر تعتبر ضعيفة جداً.

وباعتبار أحسن مستوى نشاط تحقق بسوق كتل سندات الخزينة ببورصة الجزائر خلال فترة الدراسة كان عام 2015، سنعتمد على مؤشرات أداء هذا العام للتعرف على حصة الأصناف الثلاثة حسب آجال استحقاقها من سندات الخزينة العمومية المتداولة من إجمالي قيمة التداول خلال العام التي بلغت 16,978 مليار ديناراً، من خلال بيانات الشكل (6- 17).

الشكل (6- 17) نسبة توزيع قيمة تداول سندات الخزينة العمومية حسب صنفها لعام 2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

- الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/28:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=oat>.

- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2015**, P :66.

يظهر الشكل (6- 17) الأهمية النسبية التي حظي بها صنف سندات الخزينة العمومية المستحقة بعد 10 سنوات من حجم تداول الوسطاء والمتخصصين في قيم الخزينة خلال عام 2015 مقارنة بالصنفين المتبقين، حيث بلغت قيمة التداول على هذا الصنف من السندات حوالي 10,270 مليار ديناراً ما يعادل نسبة 60,48% من قيمة التداول الإجمالية لسندات الخزينة خلال العام، ثم يليها بعد ذلك الصنف المستحق بعد 15 سنة من خلال قيمة تداول بلغت 6,102 مليار ديناراً بنسبة 35,94% من قيمة التداول الإجمالية، في حين سجل صنف السندات المستحق بعد 7 سنوات أقل قيمة تداول بحصة لم تتجاوز 4% من القيمة الإجمالية مقابل قيمة تداول 0,606 مليار ديناراً.

خلاصة القول أنه من خلال مؤشرات سوق سندات الدين يتبين أن القيمة الإجمالية لسندات الخزينة العمومية التي تم إصدارها في بورصة الجزائر خلال 8 سنوات الماضية لم تتجاوز 450 مليار ديناراً، وهو ما يعادل تقريباً 4,5 مليار دولار، وهو مبلغ ضئيل جداً مقارنة ببرامج الاستثمار التي قامت الدولة بتمويلها عن طريق الموازنة العامة من خلال غلاف مالي يقدر بنحو 286 مليار دولاراً ما يعادل 21.214 مليار ديناراً<sup>1</sup> خلال الخماسي 2010 - 2014.

<sup>1</sup> - مجلس الوزراء، بيان اجتماع مجلس الوزراء المتعلق ببرنامج التنمية الخماسي 2010 - 2014، بتاريخ 2010/05/24، ص:8، متوفر على الرابط: <http://algerianembassy-saudi.com/PDF/quint.pdf>

**خلاصة :**

يتبين من خلال هذا الفصل أن مساهمة سوق الأوراق المالية والمثلة ببورصة الجزائر في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر تكاد تكون منعدمة تماما بعد مضي 19 عاما من انطلاق نشاطها في الجزائر، بسبب تواضع مستويات نشاط السوقين الأولية والثانوية اللتين حققنا نتائج جد ضعيفة منذ عام 1996، رغم الجهود التنظيمية المستمرة، منها وضع نظام للحفظ المركزي الذي يسمح بتسيير الأوراق المالية عن طريق الحسابات الجارية، وإنشاء سوق بديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى تقديم مجلس مساهمات الدولة موافقته عام 2013 لثمانية (8) شركات عمومية لفتح أو رفع رأس مالها الاجتماعي من خلال البورصة، ويتعلق الأمر بثلاث شركات إسمنت عمومية تابعة لمجموعة (جي إي سي أ) منها شركة عين الكبيرة والقرض الشعبي الجزائري والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين وكوسيدر محاجر (فرع المجموعة العمومية كوسيدر) وشركة هيدرو- تهيئة ومتعامل الهاتف النقال موبيليس، ومنح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرة للمخبر الصيدلاني الخاص "بيوفارم" بداية عام 2016 للدخول إلى البورصة شهر أفريل من نفس العام، وكذا التعبئة العامة للمتعاملين وأيضا تطلعات السلطات في الوصول إلى سوق أوراق مالية بإمكانها المساهمة بصورة فعالة في تمويل الاقتصاد الجزائري.

من خلال ما سبق يتضح أن بورصة الجزائر تعاني العديد من المشكلات والعقبات والتي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها، منها ضعف في مؤشرات الحجم والسيولة مقارنة بجميع أسواق الدول العربية، هذا بالإضافة إلى ضعف قيم التداول مقارنة بالودائع الموجودة لدى الجهاز البنكي وهذا يظهر عدم مقدرة السوق على جذب المدخرات بالشكل المطلوب، وبالتالي الحاجة إلى العمل الجاد إلى تطوير بورصة الجزائر وخاصة في ظل الظروف الاقتصادية الحالية الصعبة نتيجة انهيار أسعار النفط.

## الفصل السابع

# ملاحم ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر وأفاق تطويرها

### المبحث الأول:

ملاحم ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر



### المبحث الثاني:

متطلبات تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

**تمهيد:**

انطلاقاً من مؤشرات أداء بورصة الجزائر التي تم التطرق إليها في السابق يتبين أن سوق الأوراق المالية في الجزائر تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة وهامشية دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، رغم أنها أصبحت واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة، إلا أنه تبين وجود معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها، وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه المعوقات حتى يتسنى إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تطوير بورصة الجزائر لتحقيق الدور الاقتصادي المرجو منها.

من جهة أخرى أعادت الأزمة المالية الناجمة عن تراجع أسعار النفط منذ منتصف عام 2014 الأمل في توجه الحكومة الجزائرية نحو تطوير والاهتمام مجدداً ببورصة الجزائر التي تعد الأضعف بين أسواق الدول العربية، من أجل إطلاق الفرص الاستثمارية المتنوعة وتحقيق قدر من التوازن الاقتصادي المطلوب في مجال التراكم الرأس مالي والاستهلاك والإنتاج والتوزيع والنمو المستديم للاقتصاد الوطني.

بناءً على هذه الدوافع فإن إنشاء آلية متكاملة لتطوير بورصة الجزائر تمثل أهمية كبيرة للاقتصاد الوطني في المرحلة الراهنة والسنوات المقبلة، حتى يتم تطويرها وتحسين أدائها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية الوطنية، وعليه سنحاول من خلال مضمون الفصل الأخير دراسة ما يلي:

- سنخصص المبحث الأول: للتعرف على ملاح ضعف بورصة الجزائر من خلال اعتمادنا على مؤشرات الأداء السابقة، ومن ثم الوقوف على أهم معوقات نموها وتطويرها؛

- أما المبحث الثاني: سنحاول من خلالها وضع آلية متكاملة لمتطلبات تطوير بورصة الجزائر.

## المبحث الأول: ملاصم ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر

قبل الحديث عن متطلبات تطوير بورصة الجزائر وجب أولا الوقوف على أهم الملامح والمعوقات التي ساهمت في ضعفها وبالتالي حالت دون نموها.

### 1. ملاصم ضعف سوق الأوراق المالية في الجزائر:

لقد شهدت بورصة الجزائر إصلاحات هدفت في مجملها إلى محاولة تطوير أدائها من النواحي التشريعية والمؤسسية وترسيخ وتدعيم قواعد ونظم العمل بها، وعلى الرغم من الجهود التي بذلت بهذا الخصوص، لازالت بورصة الجزائر تعاني من أوجه قصور عديدة، أهمها:

#### 1.1. ضعف نشاط السوق الأولية (سوق الإصدار):

تكمن العلاقة ما بين سوق الأوراق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي من خلال فعالية السوق الأولية كونها أساس التمويل للمشاريع الاستثمارية الصغيرة والكبيرة سواء كانت قائمة أو حديثة التأسيس، والملاحظ وبشكل عام أنه لازالت حجم الإصدارات الأولية في بورصة الجزائر من الأسهم والسندات للشركات الجزائرية تتسم بالضعف الكبير، وذلك من خلال نسبة الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى حجم الودائع البنكية والتي بلغت عام 2014 نحو 0,085% و0,162% على التوالي، ويمكننا أن نرجع ذلك إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق بعزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم إخضاعها لرقابة السلطات وبالتالي التزامها بقواعد الشفافية والإفصاح وكذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية وكذلك غياب شركات الترويج وضمن الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة في حالة عدم تغطيتها، ناهيك عن افتقار الجزائر إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الائتمانية للإصدارات الجديدة وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظرا لعدم تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

حتى القرض السندي الأخير الذي سمي بالقرض الوطني للنمو الاقتصادي والذي أطلق بداية عام 2016 لم يتم إصداره عن طريق بورصة الجزائر، كما حددت وزارة المالية عملية الاكتتاب وجعلتها منحصرة في الخزينة المركزية ووكالات بريد الجزائر وكذا الوكالات البنكية وفروع بنك الجزائر، وهي سندات قابلة للتداول الحر عن طريق صفقة مباشرة أو بالتظهير وعن طريق وسطاء مختصين.

#### 2.1. محدودية نشاط السوق الثانوية (سوق التداول):

يمكن توضيح هذه المحدودية التي يعاني منها سوق التداول في بورصة الجزائر من خلال ما يلي:

## 1.2.1. قلة المؤسسات المدرجة والمسعرة:

تعتبر سوق الأوراق المالية بصفة عامة مرآة للاقتصاد من خلال استقطابها لجميع القطاعات الاقتصادية المنظمة في شكل شركات قابلة للإدراج في أسواقها الأولية، وتسعير قيمها وتداولها في الأسواق الثانوية، إلا أن ذلك لا ينطبق على بورصة الجزائر التي لا زالت لم تستطع جذب ولو بعض الشركات الممثلة لجميع القطاعات الاقتصادية الحيوية على الصعيد الوطني، حيث لم يتجاوز عددها مع نهاية عام 2015 أربعة شركات يتم تداول أسهمها على مستوى سوق سندات الملكية ممثلة لأربعة قطاعات اقتصادية فقط وهي القطاع الفندقية، قطاع التأمين، قطاع صناعة الأدوية، والقطاع المنتجات الغذائية، كما تم إدراج 5 سندات دين (قروض سنديّة) فقط للتداول بسوق السندات من طرف شركات في البورصة، مقابل إصدار سندات دين من طرف 12 شركة عامة وخاصة، يتم التداول عليها خارج البورصة بين البنوك والمؤسسات المالية والمتعاملين المؤسساتيين، إضافة إلى إدراج 28 سند دين من طرف الخزينة العمومية.

## 2.2.1. انخفاض عدد المستثمرين:

على الرغم من عدم وجود إحصائيات رقمية للمستثمرين في بورصة الجزائر إلا أنه يتضح من خلال مؤشراتنا أن عددهم قليل ويطنى عليه الاستثمار الفردي في البورصة مع غياب واضح للاستثمار المؤسسي، وقد أثر في ذلك ما يشهده الاقتصاد الجزائري من حالات مرتفعة للتضخم والتي جعلت الحركة الاستثمارية لأصحاب الفوائض المالية تتجه صوب الأصول الحقيقية كالعقارات والذهب وتفضيلها على توظيفها على الأصول المالية كالأسهم والسندات، ويحدث نفس الشيء في تفضيل أصحاب تلك الفوائض في إيداعها لدى البنوك التجارية، وكل ذلك أثر على الاستثمار في بورصة الجزائر.<sup>1</sup>

## 3.2.1. ضعف نشاط التداول بسوق سندات الدين:

بسبب التركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، لقد اعتمدت الحكومة الجزائرية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك والمؤسسات المالية، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من هذه الأدوات في السوق الثانوية مقارنة برصيد قيمتها الإجمالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - حسن كريم حمزة، غسان راشد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته - تحليل وتقييم مؤشرات، مقال بمجلة الكوفة، جامعة الكوفة، العدد 24، 2012، ص: 275.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 182.

## 4.2.1. ضعف درجة سيولة بورصة الجزائر:

يقصد بدرجة السيولة إمكانية تحويل الأصول المالية بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة وبالتالي السرعة في الحصول على الأموال التي يحتاج إليها طالبها ووجود معروض متنوع من الأدوات المالية الجيدة والمستحدثة، حيث أوضحت مؤشرات الأداء السابقة أن درجة سيولة بورصة الجزائر هي الأضعف عربيا وهو ما يوحي بوجود صعوبة كبيرة في تسهيل القيم المنقولة المتداولة، ونستدل بمؤشرين في ذلك:

- **قيمة تداول الأسهم:** حيث بلغت عام 2015 نحو 1,252 مليار ديناراً وهي أعلى قيمة تداول منذ بداية نشاط بورصة الجزائر مقابل قيمة سوقية بلغت 15,43 مليار ديناراً خلال نفس العام، وهو ما يوضح قلة عدد الأسهم المتداولة مقارنة بالدرجة والتي بلغت نسبتها عام 2015 نحو 31%\* وهي أكبر معدل تحقق خلال فترة الدراسة؛

- **معدل دوران الأسهم:** الذي يتسم بالانخفاض الكبير في بورصة الجزائر مسجلاً نحو 8,1% عام 2015 مقابل معدل 0,27% عام 2014، وهو يعتبر أضعف معدلات الدوران مقارنة ببقية الأسواق العربية.

## 3.1. نقص الفرص المتاحة للتنوع وغياب المستثمر الأجنبي:

لا زالت بورصة الجزائر تعاني من نقص كبير في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال أو ما يطلق عليه بفرص التنوع، حيث تسيطر الأسهم والسندات على التعاملات في هذه السوق، من دون وجود بدائل متمثلة مثلاً في الصكوك الإسلامية، المشتقات المالية ووحدات صناديق الاستثمار الأمر الذي يقلل تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر متدنية ويضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وهذا راجع لضعف عدد وحجم الإصدارات سواء تعلق بمشاريع قائمة أو قيد التأسيس وكذلك إلى قلة المؤسسات المالية المنظمة لعمليات الإصدار مثل بنوك الاستثمار، التي توكل إليها مهمة صناعة السوق لما تملكه من الخبرات والقدرات المالية والبشرية القادرة على إنشاء المشاريع وتسعير إصدارها وضمان الترويج لعمليات الاكتتاب فيها.

ومن جهة أخرى نجد القيم المتداولة في بورصة الجزائر هي قيم مصدرة من الدولة أو جماعاتها، ومن الشركات الجزائرية عمومية كانت أم خاصة، أما الشركات الأجنبية لا يسمح لها بإصدار أوراق مالية في الجزائر ولا بإدراجها في بورصة الجزائر حالياً، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى أنظمة وقواعد الصرف لبنك الجزائر وضعف أداء المنظومة البنكية في الجزائر من حيث شح عمليات الصرف التي تقدمها لعملائها والتي لا تسمح بوجود مستثمر أجنبي سواء كان طبيعياً أو مغنوباً، وبالتالي لا تتصور وجود إمكانية تعامل المستثمر الأجنبي في بورصة الجزائر في ظل هذه الظروف.

\* - تم حساب النسبة على أساس بلوغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2015 حجم 2.213.143 سهم، في حين كان عدد إجمالي الأسهم المدرجة للشركات الأربعة المسعرة نحو 7.127.499 سهم، وهي ذات الأسهم المشكلة للقيمة السوقية لبورصة الجزائر لنفس العام.

## 2. معوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر:

تبرز الملاحم السابقة بأنه توجد معوقات حالت دون تحقيق بورصة الجزائر الفعالية المرجوة منها، وهذه المعوقات لها علاقة بعدة مجالات، نلخصها في الآتي:

### 1.2. معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي:

تؤدي بورصة الجزائر دورا محدودا في توفير السيولة لضعف الطلب على الأوراق المالية المتداولة، وميل الأفراد نحو الاستثمار البنكي، بعيدا عن أسواق الأوراق المالية وما يصاحبها من تقلبات في الأسعار، كل هذه المعوقات وغيرها يمكن استخلاصها في النقاط التالية:

#### 1.1.2. ارتفاع معدل التضخم:

وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابت أو المنخفض إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.

إضافة إلى أن التضخم يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال على فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من الأموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، بدل من توجيهها للبورصة لشراء السندات التي تتأثر قيمها بارتفاع معدلات الفائدة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار، وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط بورصة الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.<sup>1</sup>

#### 2.1.2. ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين:

في هذا الصدد كشف تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات أن متوسط الدخل الفردي في الجزائر بلغ خلال عام 2013 نحو 447 ألف دينار ما يعادل 5.668 دولار، فيما تصل مستويات النفقات السنوية في معدلها إلى 720 ألف دينار على مستوى كل أسرة سنويا بمعدل 60 ألف دينار شهريا، في حين يبلغ متوسط دخل الفرد في قطر مستوى 104 آلاف دولارا سنويا، وفي الكويت 47 ألف دولارا والإمارات 43 ألف دولارا وفي سلطنة عمان 25,7 ألف دولارا وفي السعودية 24 ألف دولارا وفي البحرين 24 ألف دولارا وفي ليبيا 11 ألف دولارا، هذا ما يؤكد على وجود فارق كبير بين

<sup>1</sup>. مصباحي محمد الأمين، مرجع سبق ذكره، ص: 196.

مستوى الدخل الشهري للأسر وارتفاع أسعار مختلف المنتجات الواسعة الاستهلاك، الأمر الذي يضعف القدرة الشرائية\* للفرد ويدفع العائلات الجزائرية عادة إلى الاعتماد على آليات الاستدانة والدفع بالتقسيط لاقتناء الحاجيات الضرورية وبالتالي ستقل المدخرات الفردية، ولهذا تعتبر مشكلة تدني الدخل الفردي في الجزائر وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه يحد من حجم الطلب على الأوراق المالية وعدم التفكير بالاستثمار في بورصة الجزائر.

### 3.1.2. ضعف الحوافز الجبائية :

ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات في الجزائر رغم تخفيضها من 30% إلى 25% إلا أنها لا تزال دون المعدلات المطبقة على المستوى العالمي التي تتراوح ما بين 15% و20%، وبالتالي هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.<sup>1</sup>

### 4.1.2. هيمنة الطابع العائلي والفردي على المؤسسات الجزائرية :

إن فشل تطوير بورصة الجزائر بعد 20 سنة من بداية نشاطها وفشلها في تجاوز 4 شركات مدرجة (الأوراسي، صيدال، أليانس للتأمينات ومصبرة الجزائر الجديدة- الروبية)، يعود إلى طبيعة المؤسسات الخاصة الجزائرية التي يغلب عليها الطابع العائلي، ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير وخشيتها من الشفافية التي تعتبر شرط رئيسي للتواجد في سوق الأوراق المالية، فضلا عن سهولة الحصول على القروض من البنوك.

بالإضافة إلى طبيعة النسيج الاقتصادي الوطني الذي يغلب عليه طابع الشخصية الطبيعية بنسبة 95%، أما الشخصية المعنوية فتمثل أقل من 5% من هذا النسيج، مما يشير إلى أن الاقتصاد الجزائري قائم أساسا على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.<sup>2</sup>

\* - الفرق بين القوة الشرائية والقدرة الشرائية: يجب التفريق بين القوة الشرائية للنقود وما بين القدرة الشرائية للمستهلك. إذ تتعلق القوة الشرائية للنقود بالمستوى العام للأسعار الذي يتوقف على قيمة النقود في السوق، أما القدرة الشرائية للمستهلك فهي تمثل مستوى الدخل وقدرته على الحصول على كميات مختلفة من السلع والخدمات بأسعار معينة. وتجد الإشارة إلى أن مستوى الأسعار تأثير على كل من القوة الشرائية والقدرة الشرائية.

<sup>1</sup> - زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص:14.

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني لوكالة الأنباء الجزائرية، مقال بعنوان: القطاع الخاص يمثل 98 بالمائة من النسيج الاقتصادي الجزائري، 2012، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/18:

[http://www.aps.dz/spip.php?page=article&id\\_article=58810](http://www.aps.dz/spip.php?page=article&id_article=58810),

## 5.1.2. اتساع فجوة نشاط السوق الموازية:

يعتبر الاقتصاد الموازي الذي يشكل في الأصل قطاعا منتجا للسلع والخدمات أكثر نشاطا وديناميكية ولكنه بمعزل عن دفع الضرائب، حيث تتم فيه تحقيق قيم مضافة وبالتالي الحصول على مداخيل عالية مقارنة بتلك المحققة في الاقتصاد الرسمي، وقد اتسع حجم النشاطات الموازية في السوق الجزائرية حسب تقديرات مصالغ الضرائب ليلغ حوالي 35% من حجم الاقتصاد الوطني من خلال مقارنة قيمته بالناتج المحلي الإجمالي،<sup>1</sup> بالتالي فتوسع دائرة نشاط السوق الموازية أو الخفي في الاقتصاد الوطني وعدم التحكم والتقليل منه لا يشجع إطلاقا الأفراد على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق توفر لهم فرص الحصول على ريع مضااربة.

## 6.1.2. تنفيذ برامج الخصخصة خارج إطار بورصة الجزائر:

حدد المرسوم 95-22 مختلف طرق وأساليب تحويل الممتلكات والمؤسسات العمومية الجزائرية من الملكية العامة إلى القطاع الخاص (خصخصتها)، ومن بينها ذكر أسلوب التخلي عن طريق سوق الأوراق المالية\* من خلال عرض رأس مال هذه المؤسسات في شكل أسهم أو قيم منقولة أخرى في بورصة الجزائر، وحسب هذا الأسلوب شملت عملية الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر منذ عام 1995 وإلى غاية يومنا هذا على ثلاثة مؤسسات عمومية فقط من خلال فتح نسبة 20% من رأسمالها للقطاع الخاص، والمتثلة في فندق الأوراسي، مؤسسة صيدال والرياض سطيف، في حين بلغ عدد المؤسسات العمومية الجزائرية التي تم خصخصتها مثلا خلال الفترة 2003-2008 حوالي 500 مؤسسة بقيمة إجمالية بلغت أزيد من 5,1 مليار أورو، وذلك من خلال اعتماد أساليب الخصخصة الأخرى التي جاء بها ذات المرسوم.<sup>2</sup>

الملاحظ على المؤسسات الثلاث التي تم إدراجها في البورصة لم تتجاوز نسبة إدراجها في بورصة الجزائر سوى 20% من رأسمالها الاجتماعي، وهو الحد الأدنى الذي يسمح به القانون، مما يعطي الانطباع أن قرار دخولها البورصة كان قرارا إداريا أكثر منه اقتصاديا.

<sup>1</sup> - عزوز علي، نحو مقارنة تحليلية لظاهرة الاقتصاد الموازي في الجزائر، مقال بمجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 14، جامعة الشلف، جوان 2015، ص:12.

\* - أما بقية الأساليب التي جاء بها المرسوم 95-22 هي: - التخلي عن الأسهم والقيم المنقولة للمؤسسات العمومية عن طريق العروض؛ - أسلوب التراضي، عقود التسيير، الإيجار والامتياز؛ - الخصخصة الجماهيرية.

<sup>2</sup> - بالاعتماد على: - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2011، ص- ص: 106-111؛

- الموقع الإلكتروني لوكالة الأنباء السعودية، قسم الاقتصاد، مقال بعنوان: 500 مؤسسات عمومية تم خصخصتها في الجزائر، 2009، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/18: <http://spa.gov.sa/688154>

### 7.1.2. ضعف مساهمة البنوك التجارية في نشاط بورصة الجزائر:

عند النظر إلى دور البنوك في تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية، فنجد أن البنوك في الدول العربية قد خطت خطوة هامة في هذا المجال سواء بفتح رأس مالها أمام المستثمرين من خلال إدراج أسهمها في هذه الأسواق أو من خلال إنشاء شركات الوساطة المالية، فإذا ما أخذنا على سبيل المثال بورصة الدار البيضاء بالمغرب فنجد أن هناك 6 بنوك قد أدرجت أسهمها في البورصة، أما في بورصة تونس فنجد أن هناك 12 بنكا قد تم فتح رأس ماله،<sup>1</sup> أما في الجزائر نجد مساهمة البنوك في نشاط بورصة الجزائر محدودة جدا فهي مقتصرة في مجال الوساطة المالية والاكتتاب على الأوراق المالية المدرجة وخاصة السندات منها، في حين لم يسجل أي إدراج للقطاع البنكي منذ نشأة بورصة الجزائر.

### 2.2. معوقات تتعلق بالجانبين السياسي والتشريعي:

يمكن تلخيصها في ما يلي:

#### 1.2.2. المعوقات السياسية:

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم أسواق الأوراق المالية مرهون بالاستقرار السياسي وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير الأوضاع السياسية على تطور هذه الأسواق، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان، ألمانيا وبريطانيا يظهر في تطوير أسواق أوراقها المالية، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ أمني وسياسي غير مستقر في عام 1990، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بناء سوق أوراق مالية عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.<sup>2</sup>

#### 2.2.2. المعوقات التشريعية:

لا زالت سوق الأوراق المالية في الجزائر تعاني من قصور في بعض الجوانب التشريعية، فمثلا طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، بالإضافة إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين

<sup>1</sup> - بالاعتماد على: - زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 22;

- الموقعين الإلكترونيين لبورصة الدار البيضاء وبورصة تونس.

<sup>2</sup> - صليحة بولحية، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27 /12 /1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996، كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21/05/1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها، الشيء الذي يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة، حيث نجد صدور نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96- 03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في عام 1999.<sup>1</sup>

أيضا من بين أهم الموقوفات التشريعية المتعلقة بشروط الإدراج في البورصة التي تعتبر قاسية بالنسبة للعديد من المؤسسات والتي تشترط حدا أدنى من رأس مال لا يقل عن 500 مليون دينار، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة إدارة بورصة القيم.

### 3.2.2. تدني مستوى الإفصاح والشفافية وضعف النظام المعلوماتي؛

من جهة أخرى تعاني بورصة الجزائر من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لعملية الإفصاح والشفافية، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، فالكثير من الشركات الجزائرية لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان، كما أن النصوص القانونية في الجزائر لا تلزم الشركات بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، فضلا عن ذلك فإن بورصة الجزائر تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها.<sup>2</sup> وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات المساهمة، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجها.<sup>3</sup>

أيضا ساهم ضعف النظام المعلوماتي في الجزائر في عدم تمكن المستثمر في الأوراق المالية الحصول وبشكل واضح ودقيق وبسرعة على المعلومات اللازمة لإجراء تحليلاته سواء عن أداء الشركات المدرجة أو غيرها، وإن وجدت تكون معلومات عامة وسطحية، إضافة إلى عدم وجود هيئات ومجلات مختصة في ميدان المال والأعمال تفي بتحليل هذه المعلومات، وهو ما يزيد صعوبة وتعقيد عملية اتخاذ القرار الاستثماري في بورصة الجزائر.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص:182.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص:185.

<sup>3</sup> - سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 1999، ص:130.

### 3.2. معوقات تتعلق بجانب الوعي الاستثماري والديني:

وفي هذا الإطار نجد من بين معوقات تطور بورصة الجزائر:

#### 1.3.2. غياب الوعي الثقافي لأهمية ووظائف البورصة:

غياب الوعي وثقافة الاستثمار لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل معظم أفراد المجتمع بماهية سوق الأوراق المالية وأهميتها، كما أن الأمية تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة، إذ أن أغلبية المواطنين لا يعرفون إلا الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، كل هذا راجع إلى نقص التوعية عبر وسائل الإعلام، وكذا عدم تخصيص برامج تعليمية تعرف بأهمية سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية.

وعليه فإن عامل غياب ثقافة البورصة يضاف إلى مجموعة العوامل التي أعاققت سير البورصة في تحقيق الأهداف المرجوة منها.

#### 2.3.2. حكم الشريعة الإسلامية في التعامل بالأوراق المالية:

لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية، غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتبرها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4-9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة، كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق يتبين بأن سوق الأوراق المالية بالجزائر -بورصة الجزائر- تعاني من العديد من المشكلات والعقبات التي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها الاقتصادية ومنها انخفاض في مؤشرات الحجم والسيولة مقارنة بجميع الدول العربية، هذا بالإضافة إلى انخفاض قيم التداول مقارنة بالودائع الموجودة لدى الجهاز البنكي وهذا بدوره يظهر عدم مقدرة السوق على جذب المدخرات بالشكل المطلوب.

<sup>1</sup> - مصباحي محمد الأمين، مرجع سبق ذكره، ص: 198.

## المبحث الثاني: متطلبات تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر:

ليتم تطوير وتحسين أداء بورصة الجزائر بما يمكنها من تحقيق الدور الاقتصادي المرجو منها، يجب أن نحدد أولا أهم الخصائص التي يجب أن تتصف بها بورصة الجزائر، ومن ثم صياغة مجموعة من المتطلبات والشروط التي ينبغي توافرها، فيما يلي:

### 1. الخصائص الواجب توفرها في بورصة الجزائر:

حتى تستطيع بورصة الجزائر أن تقوم بالدور المرجو منها لا بد أن تتصف بمجموعة من الخصائص التي يمكن إجمالها على النحو التالي:<sup>1</sup>

- يجب أن تتمتع بورصة الجزائر بدرجة كافية من السيولة التي تسمح للمتعاملين بالأوراق المالية بتنفيذ صفقات التداول بسرعة وبسعر معروف، ولا يختلف كثيرا عن أسعار التداول السابقة، على افتراض عدم وجود معلومات جديدة عن أداء المؤسسة المصدرة لهذه الورقة، وهذا ما يعرف بخاصية استمرار السعر؛

- حتى تتمتع بورصة الجزائر بسيولة كافية، لا بد أن تتصف بالعمق Depth، أي أن تجتذب عددا كبيرا ومتنوعا من المشاركين والمتعاملين فيها، حيث يهتدون في قراراتهم الاستثمارية بمعطيات العرض والطلب، وهو ما يمنح التقلبات الحادة غير المبررة اقتصاديا في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

- يجب أيضا أن تنجح بورصة الجزائر في تحديد أسعار عادلة للأوراق المالية المتداولة فيها والمبنية على معلومات تاريخية وراهنة عن أداء المؤسسات المصدرة لهما، وأن تصاحب ظهور أية معلومات جديدة عن هذا الأداء تعديلات مناسبة، وبالالتجاه الصحيح لهذه الأسعار، وهذه الصفة تعرف بالكفاءة المعلوماتية التي يجب أن توفر معلومات عن كفاءة التسعير، ولا بد أن يتاح لجميع المشاركين والمتعاملين في البورصة معلومات كافية ودقيقة وملائمة وموثوقة عن حركة الأسعار والتداول في السوق، وعن أداء الاقتصاد الكلي، كما عن أداء المؤسسات المصدرة للأوراق المالية؛

- من العوامل التي تصنع سوق أوراق مالية جيدة انخفاض تكاليف التداول كنسبة من كل صفقة إلى أدنى مستوى ممكن لها، وهذا ما يوصف بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية.

<sup>1</sup> - محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، مقال بمجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 55، 56، الصادرة عن مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2011، ص: 143.

## 2. المتطلبات السياسية، الاقتصادية والمالية:

يقصد بالمتطلبات السياسية، الاقتصادية والمالية المساندة لتطوير بورصة الجزائر في مدى توفير بيئة سياسية واقتصادية آمنة، وهذه المتطلبات هي عبارة عن مقومات الاقتصاد المعاصر والمتمثلة أساسا في:

### 1.2. توفير بيئة سياسية مستقرة وأمنة:

يتصف المستثمرون عموما بالحساسية الشديدة تجاه حالات عدم التأكّد والغموض في ما يخص مستقبل الوضع السياسي في البلاد، ومن البديهي توقع قدرة بورصة الجزائر على استقطاب مستثمرين محليين أو أجانب تنتفي عندما تسود حالة من الاضطراب الأمني والسياسي في البلد، فالمستثمرون يبحثون على الأمان أولا، لأن من شأن عدم الاستقرار أن يرفع درجة المخاطر للاستثمارات المالية، هذا بدوره سيؤدي إلى هروب الاستثمارات إلى الخارج أو إلى رفع معدلات العائد المقبولة على هذه الاستثمارات، مقارنة بالمخاطر العالية ولكلا الأمرين تبعات سلبية على الأداء الاقتصادي على المستويين الكلي والجزئي.<sup>1</sup>

### 2.2. توفير بيئة اقتصادية مستقرة:

تتوافر هذه البيئة من خلال تبني سياسات مالية ونقدية محفزة للاستثمار الخاص، فيجب أن تتيح هذه السياسات المجال لقوى العرض والطلب لتحديد أسعار الفائدة أو العائد بدون تدخلات مباشرة، هذا من شأنه أن يوفر أساسا تنافسية عادلة للقطاع الخاص، في مقابل القطاع العام في تلبية احتياجاته من الموارد المالية، وقد لجأت كثير من حكومات الدول العربية ومنها الجزائر إلى تمويل العجز في موازنتها العامة من خلال الاقتراض المحلي، وبأسعار فائدة عالية ومغفأة من الضرائب ومن شأن هذه الممارسات أن تصعب مهمة القطاع الخاص في الحصول على التمويل بأسعار مناسبة، وبالتالي تصبح جاذبية الأوراق المالية الصادرة عن القطاع الخاص لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين ضعيفة نسبيا، وهذا يقود إلى انخفاض الطلب على هذه الأوراق، ويؤثر بالتالي على حجم النشاط في سوق الأوراق المالية، هذا إلى جانب تبني سياسة نقدية تحقق الاستقرار في أسعار صرف الدينار الجزائري وتكبح جماح التضخم، وسياسة ضريبية غير تمييزية ضد أي ورقة من الأوراق المالية المتداولة حتى لا تحدث تشوهات غير مبررة في أسعارها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد كمال أبو عمشة، مرجع سبق ذكره، ص: 144.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

## 3.2. دعم دور القطاع البنكي والمؤسسات المالية لتنشيط بورصة الجزائر:

إن المتتبع لنشاط القطاع البنكي والمؤسسات المالية في الجزائر الذي يضم حاليا 20 بنكا تجاريا منها 7 بنوك تعود ملكيتها للدولة، و6 بنوك ملكيتها مشتركة بين الجزائر ودول أجنبية، و7 بنوك المتبقية فهي تمثل فروع لبنوك أجنبية، أما المؤسسات المالية فقد بلغ عددها 9 مؤسسات،<sup>1</sup> يلاحظ أن أغلب استثماراتها تتركز في تقديم التسهيلات الائتمانية والسلف القصيرة الأجل، مع ضعف الأهمية النسبية لمواردها المالية الموجهة نحو الأنشطة الإنتاجية مما يشير إلى ضعف دورها في عملية التنمية الاقتصادية، حيث يفضل معظمها الاحتفاظ بفائض احتياطي كبير من السيولة النقدية على تقديم القروض الطويلة الأجل، ومن الطبيعي أن يقود هذا التوجه الاستثماري المحافظ إلى انخفاض مستمر في نسب الربحية ومعدل العائد على رأس المال المستثمر، وقد ارتبط هذا التوجه بعدة عوامل من أبرزها ارتفاع نسب الديون المتعثرة السداد، والعامل الآخر يعود إلى ضعف الفرص الاستثمارية المتاحة أصلا أمام تلك البنوك في المجالات الإنتاجية.

لهذا يمكن القول أن كلا العاملين يشيران إلى وجود حالة من الضعف الهيكلي في دور البنوك التجارية كمؤسسات للوساطة المالية في الجزائر، نتيجة لضعف مساهمتها في عمليات بورصة الجزائر، وهذا الوضع لا يخص البنوك الحكومية فقط وإنما يعد حالة عامة يعيشها الجهاز البنكي في الجزائر، الأمر الذي يلقي على عاتق هذا الجهاز مسؤولية كبيرة في تنشيط بورصة الجزائر، ولإنجاز هذه المهمة ينبغي إتباع الخطوات الآتية:<sup>2</sup>

- ضرورة تولي البنوك العمومية والخاصة مهمة تسويق وترويج الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات، وبخاصة تلك الإصدارات المتعلقة بأسهم مؤسسات القطاع العام المطروحة للخصخصة؛
- يمكن للبنوك تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تقديم التمويل الذي يأخذ عدة أشكال أهمها:
  - في شكل قروض للعملاء لتمويل شراء الأسهم للقطاع الخاص؛
  - في شكل قروض بضمان الأوراق المالية بنسبة محددة من قيمة الأسهم؛
  - في شكل قروض لتمويل عمليات شراء الأسهم؛

<sup>1</sup> - الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر، Banques et Etablissements Financiers، تم تصفحه بتاريخ: 2016/10/15: <http://www.bank-of-algeria.dz/html/banque.htm#etablissements>

<sup>2</sup> - بالاعتماد على:

- فلاح خلف الربيعي، دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية، مقال بالموقع الإلكتروني لجريدة الحوار المتمدن، العدد 2253، الصادر بتاريخ 2008/4/16، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/15: <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=131588>

- سليمان ناصر، آدم حديدي، تأهيل النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، أي دور لبنك الجزائر؟، مقال بمجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 2، جامعة ورقلة، 2015، ص: 23.

- في شكل قروض لدعم عملية إصلاح وإعادة هيكلة الشركات والوحدات الإنتاجية المتعثرة، عن طريق تمويل رأس المال العامل ومساعدتها على تخطي الأزمات التمويلية والاستمرار، أو بزيادة رأس مال هذه المشروعات عن طريق مساهمة البنوك فيها.
- ضرورة قيام البنوك التجارية بتقديم خدمات المشورة الفنية للتقليل من تأثيرات الصدمات التي تتبع عادة التقلبات السياسية والاقتصادية التي تنعكس على توقعات المستثمرين، ففي ظل ضعف أو غياب دور الشركات المتخصصة ومكاتب الخبرة، يمكن للبنوك التجارية سد هذا الفراغ والعمل على إصدار النشرات والدراسات التحليلية المتخصصة؛
- بالنظر لغياب دور الشركات المتخصصة ومكاتب الخبرة في مجال بيع وشراء الأوراق المالية، فإن بنك الجزائر مطالب بأن يسمح للبنوك التجارية وبالتعاون مع الوكالات الوطنية للاستثمار وشركات التأمين أن تؤسس العديد من المؤسسات المالية المتخصصة والتي من أبرزها صناديق الاستثمار، شركات رأس مال المخاطر، مؤسسات كفالة القروض، شركات التأجير التمويلي، شركات التغطية؛
- يجب الحد من سيطرة القطاع العمومي على القطاع البنكي في الجزائر من خلال حوصصة البنوك العمومية ولو جزئياً عن طريق البورصة، وذلك من أجل بعث توازن بين تركيبة القطاعين العام والخاص، وبالتالي بعث المنافسة بينهما بما يفيد تطوير الجهاز البنكي ككل مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لبورصة الجزائر.

#### 4.2. تسريع برامج الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر؛

من الحلول المقترحة لتطوير بورصة الجزائر هو تدارك التباطؤ في تطبيق سيرورة الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر، حيث أن الخصخصة تعمل على توسيع قاعدة الملكية عن طريق نشر ملكية الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين، فضلاً عن أنها تتيح للمستثمرين مزيداً من الفرص لتوزيع المخاطر، كما أنها تؤدي إلى توسيع وزيادة عمق ونشاط بورصة الجزائر وذلك من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها في البورصة وزيادة قيمتها السوقية، ومن خلال الإحصائيات المتوفرة يتبين أن اختيارات الحكومة الجزائرية في عمليات خصخصة المؤسسات العمومية اقتصرت على العمل بنظم مبنية على المناقصات أو عمليات الشراكة والتراخي، بدلاً من التوجه نحو فتح رأس مالها عن طريق البورصة مما زاد في عدم تحريكها، حيث اقتصرت العمليات التي أقدمت عليها الحكومة في فتح رأس المال الجزئي لثلاثة مؤسسات عمومية وهي الأوراسي وشركة صيدال بنسبة 20%، فضلاً عن رفع رأس مال شركة رياض سطيف بالاكتتاب العام قبل انسحابها من البورصة، وعلى هذا الأساس لا تشمل بورصة الجزائر حالياً سوى على مؤسستين عموميتين فيما يتعلق بسوق الأسهم، وذلك بخلاف مثلاً

الحكومة المغربية التي عملت منذ عام 1993 على إدراج أزيد من عشر مؤسسات عمومية عن طريق الاكتتاب العام ببورصة الدار البيضاء.<sup>1</sup>

### 5.2. الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد:

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن جزائري، مع العلم أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو الاستثمار بالقيم المتداولة، وفي هذا الصدد فإن البلدان المتقدمة وخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية\*، تحافظ منذ الثمانينات على معدلات للتضخم ضئيلة نسبيا تقترب من حدود 3%، على النحو الذي يسمح للعائلات وكذا المؤسسات الاقتصادية صاحبة الفوائض من توظيف قدراتهم التمويلية للاستثمار في الأوراق المالية دون الخوف من مضاعفات ظاهرة التآكل النقدي.

كخلاصة، فإن رفع مستوى المعيشة للمجتمع الجزائري يسمح برفع حجم الادخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي ستبحث على فرص الاستثمار في بورصة الجزائر، وبالتالي فإن الزيادة الحقيقية للدخل الفردي تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيهه نحو الاستثمار.<sup>2</sup>

### 6.2. التوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية:

تعتبر قضية زيادة الوعي الادخاري وتمييزه قضية وطنية في المقام الأول، وأن نشر هذا الوعي ليس بالضرورة قضية اقتصادية فحسب، بل هو ضرورة اجتماعية وسياسية أيضا تستهدف إعادة صياغة مفاهيم الأفراد واتجاهاتهم، إلا أن مشكلة خلق الوعي الاستثماري في الأوراق المالية ربما يكون أكثر تعقيدا، لذلك يتطلب خطة وطنية تقوم على أسس تربوية وإعلامية تغرس مفاهيم الادخار والاستثمار غير المباشر وأهميته في التنمية لدى الأجيال الناشئة في المدارس والجامعات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عمر العسري، تحريك أسواق الرساميل وإستراتيجية تنشيط الاستثمار بالمغرب، أطروحة دكتوراه، جامعة الحسن الثاني - عين الشق، الدار البيضاء، المغرب، 2003، ص:215.

\* - منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) Organisation for Economic Co-operation and Development: هي منظمة دولية تأسست عام 1960 مكونة حاليا من 34 عضوا من مجموعة البلدان المتقدمة التي تقبل مبادئ الديمقراطية التمثيلية واقتصاد السوق الحر، لمنظمة تمنح فرصة تمكن الحكومات من مقارنة التجارب السياسة والبحث عن اجابات للمشاكل المشتركة، تحديد الممارسات الجيدة وتنسيق السياسات المحلية والدولية

<sup>2</sup> - براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مقال بمجلة الإدارة، العدد 21، المدرسة الوطنية للإدارة- الجزائر، 2001، ص: 91.

<sup>3</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص: 197، 198.

حيث يمكن أن تتم التوعية المطلوبة التي تقوم على ما سلف ذكره من أسس، من خلال الوسائل التالية:<sup>1</sup>

- نشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين عند الدعوة للاكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم، بحيث تشمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له؛

- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن نشاط الشركة وبصفة خاصة الميزانية السنوية وجدول حسابات النتائج والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة ودراسة إمكانية إرسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم وإشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة في الشركات؛

- إعداد البرامج الدراسية عن أسواق الأوراق المالية وكيفية التعامل فيها إلى الجامعات، وإمداد الأساتذة بالدراسات والتقارير التي تعكس تطورات هذه الأسواق بما يساعدهم على تصميم المناهج والمواد العلمية لهذه البرامج، وأيضاً ترتيب زيارات لطلاب الكليات لبورصة الجزائر، تمكيننا لهم من المشاركة الإيجابية في نشاط السوق بعد تخرجهم؛

- إقامة الندوات واللقاءات في أماكن التجمعات المختلفة للتعريف ببورصة الجزائر، وأهميتها للاقتصاد الوطني وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم؛

- تشجيع إنشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه؛

- إنشاء موقع تعليمي إلكتروني للتداول الافتراضي والذي يسمح بمحاكاة استثمارية لقياس مستوى الأداء المترتبة عن اختيارات المتعلم، فمثلاً ببورصة الدار البيضاء بالمغرب وعلى مستوى موقعها الإلكتروني أتاحت لمواطنيها خدمة "محفظتي" التي توفر إمكانية تكوين محفظة افتراضية من الأسهم ومتابعة أدائها، حيث يستطيع أي مستخدم للإنترنت أن يشكل محفظته وأن يقوم بعمليات شراء أو بيع، ويتم تحديد قيمة المحفظة بشكل آني حسب آخر الأسعار المسجلة بالنسبة لكل قيمة منقولة.

<sup>1</sup> - بالاعتماد على:

- محمد سامح عبد الهادي، دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الاستثمارات، رسالة ماجستير، جامعة المنوفية، مصر، 1995، ص:45.  
 - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص:198، 199.  
 - الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء، قسم الخدمات، تم تصفحه بتاريخ 20/10/2016:  
<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=183&Cat=9>

### 3. المتطلبات التشريعية والقانونية التنظيمية :

يتطلب تطوير بورصة الجزائر توافر بيئة تشريعية وقانونية ملائمة، ويمكن تعريف هذه البيئة بالنسبة للإطار التشريعي لبورصة الجزائر بأنها مجموعة التشريعات والقوانين والأنظمة والتعليمات النافذة التي تضبط إنشاء شركات المساهمة ونشاط إصدار وتداول الأوراق المالية، أما بالنسبة للإطار القانوني لبورصة الجزائر فإنه يرتبط بطبيعة آليات وإجراءات النظام القضائي في حل مشكلة المنازعات أو حماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في السوق من أساليب الغش والخداع، وفي ما يلي نستعرض أهم هذه المتطلبات.

#### 1.3. تطوير قوانين الشركات والأوراق المالية :

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة ومن ثم شركات قابضة (مجمعات اقتصادية) أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم، إلا أن هذه الأسهم أقتصرت توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق، وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظ الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات، إضافة إلى ذلك فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

إذا كان القانون التجاري الجزائري قد فسخ المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلا من انتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى تصبح قادرة على التأثير في الاقتصاد وتستوفي شروط الانضمام إلى البورصة، فإن الواقع في الجزائر يؤكد على وجود شركات يمكن أن تؤدي دورا رياديا في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين التي تسيروها وذلك بتحويلها إلى شركات مساهمة.<sup>1</sup> وبالتالي يستوجب العمل في هذه الحالة على إصلاح وتحديث قوانين الشركات ووضع حوافز لإنشاء شركات مساهمة وتسهيل تحويل الشركات المغلقة إلى شركات مساهمة يتم إدراج وتداول أسهمها من خلال بورصة الجزائر.

في هذا السياق وجب أيضا أن تستوعب قوانين الأوراق المالية الصادرة للابتكارات المتسارعة في أنواع الأدوات المالية، التي بدأ تداولها يزداد في الأعوام الأخيرة في أسواق الأوراق المالية المتطورة وبعض الأسواق الناشئة، كالأوراق المهجنة مثل ذلك السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، كما شاع بصورة ملحوظة تداول المشتقات المالية، الصكوك الإسلامية، صناديق الاستثمار ويفيد هذا التنوع في إدارة مخاطر السوق والتقلبات في أدائها بطريقة مثلى.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 311.

### 2.3. تبني القوانين والتعليمات الملزمة للإفصاح والشفافية:

قد تبين الآن أكثر من أي وقت مضى بوجوب تولي الحكومة الجزائرية مزيدا من الاهتمام لتبني التشريعات والتعليمات الملزمة للإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة والشركات المصدرة لها والظروف الاقتصادية، تحقيقا للشفافية والعدالة والكفاءة في التسعير، حيث أن الإفصاح والشفافية دائما مطلوبان وينبغي الحرص عليهما وترسيخهما قدر الإمكان، ويتم ذلك بعمل الآتي:<sup>1</sup>

- قيام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بدور فعال في توفير البيانات والمعلومات الكافية والمناسبة عن الأوراق المالية والجهات المصدرة لها، والتأكد من توفير البيانات والمعلومات الخاصة بالاككتابات الجديدة، وسلامة هذه البيانات وصحة الإجراءات التي اتبعت في تحصيلها؛
- تطوير مهنة مراجعة وتدقيق الحسابات ووضع معايير ملائمة للممارسات والأخلاقيات المحاسبية بما يتوافق مع المعايير الدولية؛
- نشر ثقافة النزاهة وتوعية المجتمع والشركات بضرورة الالتزام بمبادئ الإفصاح والشفافية، من خلال تأسيس هيئات خاصة وجمعيات تعمل على تنظيم ندوات ومؤتمرات من أجل نشر الوعي بأهمية الإفصاح والشفافية؛
- إلزام الشركات المدرج أوراقها بالبورصة بتقديم تقارير ربع ونصف سنوية وسنوية في توقيت محدد، حتى يستطيع المستثمرون تتبع النتائج الفعلية للشركات بشكل مستمر؛
- الاهتمام بالإعلام والصحافة المالية والعمل على تنميتها وتطويرها، وزيادة قدرتها في توصيل ونشر المعلومات الدقيقة، والعمل على تبسيطها.

### 3.3. وضع تدابير قانونية تسمح بفتح المجال أمام المستثمر الأجنبي:

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية) وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية احتياجات التمويل المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق. وفي هذا الإطار، عملت الدول العربية على فتح المجال أمام المستثمرين الأجانب وإزالة العوائق التي تحول دون دخولهم للتعامل في أسواق أوراقها المالية، ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الدول التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأوراق المالية وتشمل مصر، المغرب، الأردن ولبنان، أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل

<sup>1</sup> - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 191، 192.

هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة، وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مثلاً في تونس يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة<sup>1</sup>.

حسب الإجراءات القانونية المعمول بها حالياً، فإن الاستثمار على مستوى بورصة الجزائر يقتصر فقط على المقيمين ويتم استثناء الأجانب، ونتيجة الانفتاح الاقتصادي للجزائر والتوجه للانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، وحتى يمكن أن يكون هناك تدرج في فتح المجال أمام المستثمر الأجنبي للدخول إلى بورصة الجزائر، في البداية هناك إمكانية لفتح بورصة الجزائر أمام الجالية الجزائرية المقيمة بالخارج ومنحها إمكانية الاستثمار فيها، وهو ما سيسمح بجلب أموال بالعملة الصعبة وإعطاء ديناميكية للبورصة، وربما في مرحلة أخرى وقبل الذهاب إلى الاستدانة من الخارج، يمكن فتح باب الاستثمار في البورصة للصناديق السيادية، هناك الكثير من الشركات الكبرى تبحث عن الأموال من الخارج، وقد يكون الحل عبر تدابير قانونية تسمح بهذا النوع من الاستثمار وتمكين الصناديق السيادية من تمويل المشاريع عبر البورصة<sup>2</sup>.

#### 4. متطلبات الجاهزية المؤسسية والتحتية لبورصة الجزائر:

يتكون البنيان المؤسسي والتحتي للسوق في جميع النظم والإجراءات والمؤسسات التي تكون وظيفتها تسهيل تنفيذ صفقات التداول وتسييرها، وحفظ الأوراق المالية وإيداعها ونقل ملكيتها وتسوية المدفوعات بين أطراف العلاقة، ورفع مستوى جاهزية بورصة الجزائر، خرجت مجموعة الثلاثين\* بعدد من التوصيات بهذا الخصوص، يمكن أن نعتبرها من بين أهم المتطلبات الواجب توفرها في البنيان المؤسسي والتحتي لبورصة الجزائر، ويمكن تلخيصها في الآتي:

#### 4.1. استخدام نظام آلي مركزي للتداول (التسعير) والتقصا والتسوية:

تساهم الابتكارات التكنولوجية وشبكات الاتصال في الحد من الوساطة البشرية، والحد أيضاً من تكاليف المعاملات، ويتميز نظام التداول الإلكتروني بسرعة تنفيذ الصفقات من خلال المقابلة التلقائية لأوامر البيع والشراء، والعمل على زيادة الشفافية بالمقارنة مع الأنظمة التقليدية، ويبقى تطور التداول الإلكتروني مستمرا، نظرا لما تنتجه الهندسة المالية من صور وأشكال لأدوات مالية مستحدثة في مجال التداول، ونظرا لكون الإنترنت أصبحت أحدث ابتكار في جميع المجالات،

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 302.

<sup>2</sup> - حوار أجرته جريدة النصر مع المدير العام لبورصة الجزائر السيد يزيد بن موهوب، بتاريخ 2016/4/6، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/25 على الرابط:

[http://www.annaronline.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=41541](http://www.annaronline.com/index.php?option=com_content&view=article&id=41541)

\* - مجموعة الثلاثين G30: أنشئت في عام 1978 مقرها واشنطن وهي مؤسسة غير ربحية، هيئة خاصة دولية تتألف من ممثلين كبار من القطاعين العام والخاص والأوساط الأكاديمية. وتهدف إلى تعميق فهم القضايا الاقتصادية والمالية الدولية، لاستكشاف التداعيات الدولية من القرارات التي اتخذت في القطاعين العام والخاص، ودراسة الخيارات المتاحة للعاملين في السوق وصناع القرار. المصدر: <http://group30.org/about>

أدى ذلك إلى حدوث تطور هائل في نظام التداول في البورصة، ومن بين الأنظمة الحديثة في التداول أو التسعير الإلكتروني التي اعتمدها كل من بورصتي تونس والدار البيضاء حاليا نظام التسعير الجديد NSC V900 الذي يعتمد التسيير الآلي لحصص التداول، وهو منصة طورها آتوس أورونيكتست ATOS Euronext وتستعمل في عدة بورصات أخرى مثل دبي، مسقط، ماليزيا، عمان، طهران، لوكسمبورغ، ويمكن نظام NSC V900 من النقل التلقائي لأوامر البورصة ومن إبرام الصفقات حسب قواعد خاصة بالسوق يتم تحديدها مسبقا، ويعمل هذا النظام على جذب المستثمرين والممولين بمزاياه العديدة،<sup>1</sup> وفيما يلي بعض منها:<sup>2</sup>

- إتاحة الفرصة للمستثمر لمراقبة تنفيذ تعاملاته ومتابعة استثماراته في أي وقت ومن أي مكان؛
- إمداد العميل ببيانات السوق لحظيا؛
- تسهيل عملية التداول وتقليل الاعتماد على الوسطاء؛
- تفادي أخطاء عدم وضوح البيانات أو تزيف توقيع المستثمرين وسرقة الأسهم؛
- الاستفادة من رسوم السمسرة المخفضة المفروضة على هذا النوع من التداول عبر الإنترنت؛
- تمكين العميل من الحصول على أقصى درجات السرية والأمان للأوامر والمعلومات.

حسب مقترحات مجموعة الثلاثين أيضا بهذا الخصوص، يجب أن يشتمل نظام التقاص والتسوية\* على نظام لمقابلة جميع أوامر التداول من بيع وشراء، وذلك على أساس تقليل الفترة بين التنفيذ والتسوية إلى يوم واحد بعد الصفقة (T+1) (الاقتراب من التسوية الآنية)، ويجب أن يقوم النظام بتسوية الصفقة نهائيا على أساس نقل الملكية مقابل الدفع،<sup>3</sup> وذلك في مدة أقصاها 3 أيام بعد الصفقة (T+3)، وهو ما تسعى بورصة الجزائر تجسيده من خلال نظام الجزائرية للتسوية، ولا شك أن تقليل مدة التسوية يتطلب تسريع عملية معالجة إجراءات ما بعد الصفقة، والذي يتطلب بدوره الاستثمار في العديد من التقنيات الجديدة التي تمكن من المعالجة المتكاملة للصفقات.

أيضا يجب تطوير نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية (CSD) Centralized Securities Depository ويقصد به حفظ الأوراق المالية في شكل شهادات أو حسابات في مكان واحد بهدف

<sup>1</sup> - حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مقال بمجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 4، جامعة ورقلة، 2013، ص:ص: 119، 120.

<sup>2</sup> - نفس المرجع.

\* ويقصد بالتقاص **clearing** معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، وبالتالي تحديد التزامات كل طرف تمهيدا للتسوية. أما التسوية **settlement** فيقصد بها التحويل الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع، وتسليم المثلث (أي توثيق نقل ملكية المثلث كالأوراق المالية) من البائع إلى المشتري.

<sup>3</sup> - محمد كمال أبو عمشة، مرجع سبق ذكره، ص: 146.

تمكين نقل الملكية من خلال التحويل بين حسابات أطراف الصفقة، ويسمى بماسك الحساب -حافظ السندات في بورصة الجزائر ويقوم بهذه المهمة بهدف تقليل الحاجة إلى التسليم الفعلي للأوراق المالية، ونظرا للتطور في مجال التعامل بالأوراق المالية بين الدول المختلفة هناك توجه لقيام حافظ عالمي Global Depository للأوراق المالية يتكون من شبكة من حافظي الأوراق المالية من دول مختلفة، سيسهل هذا الإيداع أو التسجيل المركزي من عملية نقل ملكية الأوراق المالية عالميا وبحجم كبير.<sup>1</sup>

#### 2.4. تطوير خدمات وسطاء عمليات البورصة:

ذلك من خلال تحسين مستوى الخدمات التي يقوم بها وسطاء عمليات البورصة المرخص لهم، لتشمل تقديم الاستشارات والتحليل المالية لأداء الشركات والبورصة، كي تساعد بذلك المستثمرين على ترشيد قراراتهم وعدم اقتصار دورهم على تلقي أوامر البيع والشراء وتنفيذها مقابل عمولات، بدون تقديم أي قيمة مضافة للبائع أو المشتري.

#### 3.4. العمل على تنويع الأوراق المالية المصدرة:

حتى تتمكن بورصة الجزائر من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالبورصة، لذلك فإنه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات على النحو التالي:

##### أولاً: العمل على تنشيط سوق الأسهم وذلك من خلال:<sup>2</sup>

- ضرورة العمل على إصدار أسهم لحاملها في بورصة الجزائر نظرا لأن الأسهم الحالية كلها اسمية؛
- ضرورة وجود أسهم ممتازة في بورصة الجزائر، ففي ضوء انخفاض أسعار الفائدة في السوق الجزائرية فإن إصدار مثل هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء الشركة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، مقابل مبلغ يفوق القيمة الاسمية للسهم، وإحلالها بأسهم ممتازة أخرى ذات معدل ربح منخفض مما يؤدي لخفض تكلفة التمويل بالشركة.

##### ثانياً: العمل على تنشيط سوق السندات وذلك من خلال:<sup>3</sup>

- ربط تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة بتطوير بورصة الجزائر والاقتصار في التمويل مستقبلا على إصدار السندات ذات الأجل المختلفة وبأسعار فائدة سوقية؛

<sup>1</sup> محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، الذي تنظمه كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى، السعودية، 2003، ص:53.

<sup>2</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 205، 206.

<sup>3</sup> محمد سامح عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 69، 70.

- طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلا من الاعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة؛

- قيام الشركات بأشكالها المختلفة بإصدار السندات التي تتفق واحتياجاتها التمويلية؛

- الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل باعتبارها أداة مالية غير مستغلة في الجزائر رغم أن القانون يسمح بها، وهذا النوع من السندات يحمل إمكانية تغييره إلى سهم بحق ملكية إذا ما رغب حامل السند في ذلك.

**ثالثا: دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية في بورصة الجزائر:** التي تعطي للمواطنين حرية الاختيار بين تلك المنتوجات المالية، وانتقاء العرض الذي يناسبهم بما في ذلك الصكوك الإسلامية، وحول هذه المسألة بالذات قامت بورصة الجزائر نهاية عام 2015 بتوقيع اتفاقية مع شركة "تداول" للسوق المالية السعودية التي تعد من الأسواق الرائدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في مجال الصكوك الإسلامية، وهذا حتى يتأكد بأن تداول الأسهم في البورصة يمكن أن يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتم الاتفاق مع السوق المالية السعودية على الاستفادة من التجربة والعمل معا على تطوير منتجات مالية بديلة بما في ذلك الصكوك الإسلامية، كل ذلك يدخل ضمن إستراتيجية تطوير البورصة لتصل في النهاية إلى مرحلة يكون فيها أي مواطن أو مستثمر أمام عدة منتجات مالية وله كامل الحرية لاختيار العرض الذي يناسبه، ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم بورصة الجزائر وزيادة نشاطها.

#### 4.4. تشجيع جذب المستثمرين المؤسسين وإيجاد مؤسسات صانعة للسوق:

حيث يتطلب تنويع وتوسيع قاعدة مستثمري الأوراق المالية بصورة أساسية تشجيع المستثمر المؤسسي وعلى وجه الخصوص مؤسسات الادخار التقاعدي كصناديق التقاعد وشركات التأمين، صناديق الضمان، صناديق التحوط، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في الجزائر،<sup>1</sup> فقد أثبتت التجارب أن لهذه المؤسسات دورا حيويا في تطوير ونمو أسواق الأوراق المالية وتعزيز سيولتها، ويمكن تطوير دور هذه المؤسسات من أجل دعم استقرار بورصة الجزائر وحمايتها من التقلبات الحادة في الأسعار، من المهم جدا أيضا إيجاد مؤسسات تقوم بوظيفة صناعة السوق إلى جانب مؤسسات الوساطة لتدعيم سيولة وعمق بورصة الجزائر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Chabha BOUZAR, *Les Contraintes De Développement Du Marche Financier Algérien*, Revue Campus, N°18, Université Tizi-Ouzou, 2009, P :18.

<sup>2</sup> - عماد صالح سلام، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيئة الاستثمارية، وزارة الإعلام والثقافة، أبو ظبي، الإمارات، 2006، ص:ص: 197، 198.

## 5.4. توسيع سلطة رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

يمثل تدعيم نجاعة هيكل رقابة السوق عنصرا أساسيا في المجهود الرامي إلى تأهيل بورصة الجزائر وتدعيم إدراج الشركات فيها، ولا يمكن تحقيق هذه النجاعة إلا بتدعيم صلاحيات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB وتوسيع سلطتها بطريقة تضمن فعالية الرقابة المناطة بها، ومعالجة الممارسات للتراتب والمتأتية من مختلف المتدخلين في البورصة، وتبعاً لذلك وبالتوازي مع قيامها بمهامها شرعت اللجنة في عملية هامة لإصلاح نظام الإعلام والعمل على فرض احترام ضوابط ومبادئ عمل بورصة الجزائر.

إن من شأن هيكل الرقابة أن يزيد في تدعيم نزاهة السوق وشفافيتها خاصة من خلال زيادة وتوسيع صلاحيات اللجنة للقيام بالأبحاث والتحقيقات اللازمة وكذلك من خلال سلطة إصدار الأوامر، وتتأكد أهمية صلاحية التحقيق خاصة أثناء مراقبة عمليات الهيكل للشركات، حيث تمكن هذه التحقيقات والأبحاث من كشف عن مدى توفر الشروط القانونية لهذه العمليات وتطابقها مع أحكام البورصة أو من الكشف عن التجاوزات المحتملة لعربات المساهمة أو عن إمكانية وجود تحالف، ولتحقيق هذا العمل يمكن للجنة أن تطلب من الخبراء المحاسبين القيام بكل تحليل تكميلي أو أي إجراء تراه ضروريا وذلك قبل منح أي تأشيرة أو ترخيص.

وتتمثل الصلاحية الثانية الواجب تفعيلها من طرف اللجنة والتي تندرج أيضا في إطار أعمال الرقابة في إصدار الأوامر، ويخول عند الانقضاء للجنة إصدار الأوامر لكافة المتدخلين في السوق سواء للإلزامهم بالقيام بعمل ما أو بالامتناع عن القيام بعمل وبالتالي لإلزامهم باتباع سلوك معين، وقد تقتضي صلاحية إصدار الأوامر وجوب اللجوء للقضاء لإصدار هذه الأوامر وتعتبر هذه الأخيرة قضائية أو غير مباشرة، كما يمكن أن تصدر مباشرة من اللجنة وتكون أوامر مباشرة أو إدارية باعتبارها صادرة عن سلطة إدارية.<sup>1</sup>

## 6.4. إنشاء مؤسسات تقييم وتصنيف الملاءة الائتمانية:

يكون هدف هذه المؤسسات توفير تقييم الملاءة الائتمانية على الأسس العلمية المتعارف عليها دوليا وسد احتياجات بورصة الجزائر في هذا المجال، حيث يمكن اعتماد نظام موحد لتقييم وتصنيف ملاءة الجهات المصدرة للأوراق المالية وأدوات الدين الصادرة عنها والبنوك ووسطاء عمليات البورصة، بما يسمح بالمقارنة بينها على أسس موضوعية ومتسقة، الأمر الذي من شأنه أن يمكن المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء من وضع إستراتيجية استثمارية، مع الأخذ بعين الاعتبار للبدائل المتوفرة على أساس المخاطرة والعائد، هذا بالإضافة إلى عمليات تقييم الملاءة الائتمانية يتم على أساسها تعزيز قدرات

<sup>1</sup> - حنان بشير، بورصة الأوراق المالية آلية لتدعيم المؤسسة الاقتصادية، مقال بمجلة القضاء والتشريع، العدد 5، مركز الدراسات القانونية والقضائية، تونس، 2009، ص- ص: 162- 164.

الأجهزة الرقابية كبنك الجزائر ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في عمليات الإشراف والرقابة على نشاط المؤسسات المالية،<sup>1</sup> وبذلك تساهم في حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين في بورصة الجزائر.

#### 7.4. تنشيط السوق البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

لم تشهد سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر منذ صدور قانون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12 - 01 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، والقاضي بإنشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أي إدراج، وهذا رغم عددها الذي بلغ عام 2015 حوالي 934569 مؤسسة منها 934037 مؤسسة خاصة و532 مؤسسة عمومية،<sup>2</sup> ورغم التحفيزات المقدمة لها والتسهيلات الممنوحة من خلال تخفيف شروط الإدراج وتداول أوراقها المالية، هذا الركود على مستوى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما هو إلا امتداد للركود الذي تعرفه السوق الرئيسية الموجهة للمؤسسات الكبيرة.

ومن أجل تنشيط سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر فإنه لا بد من العمل على تطوير كل من السوق الرئيسية الموجهة للأسهم وسوق سندات الدين من خلال تدارك المتطلبات سائلة الذكر، وفي نفس السياق العمل على تدعيم إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وتحفيزها من أجل الدخول إلى البورصة قصد تمويل انطلاقها ومختلف عمليات توسعاتها،<sup>3</sup> وتكييف شروط الوصول إلى السوق البديلة من خلال ما يلي:<sup>4</sup>

- ضرورة أن يتوفر في الكفيل والمسمى بمرقي البورصة القدرة على تحليل المخاطر وقادر على الالتزام بأن المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تحترم واجبات الشفافية والإعلام؛
- تشجيع إنشاء صندوق للضمان خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### 8.4. محاولة الربط والتعاون بين البورصات المغاربية والعربية:

في الأخير يمكن القول أنه على الرغم من التقارب الجغرافي الذي يجمع بين أسواق الأوراق المالية المغاربية، فإن درجة التعاون والتنسيق رغم أهميتها في الظروف الحالية فيما بينها فهي تكاد تكون منعدمة، مما يبين بوضوح أن هذه الأسواق لا تتوفر على أي شكل من أشكال الترابط، عكس البورصات الإقليمية الدولية على الصعيد القاري في أوروبا وأمريكا والخليج العربي ودول جنوب شرق

<sup>1</sup> - عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 189.

<sup>2</sup> - Ministère de l'Industrie et des Mines, **Bulletin d'information Statistique 2015 N :28**, Direction Générale de la Veille Stratégique, des Etudes et des Systèmes d'Information, ALG, Mai 2016, P :9.

<sup>3</sup> - كروش نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 212، 213.

<sup>4</sup> - منتدى رؤساء المؤسسات، من أجل انبعاث الاقتصاد الجزائري، مساهمة من منتدى رؤساء المؤسسات، الجزائر، جوان 2015، ص: 60. متوفر على موقع المنتدى:

آسيا، ومن المفارقات أن إدارة أسواق الأوراق المالية المغربية تعمل على ربط علاقات مع أسواق أجنبية بعيدة عنها جغرافيا وتهمل التعاون والتنسيق الثنائي والجماعي فيما بينها بشكل واضح<sup>1</sup>، لهذا وجب في هذا الإطار إعطاء أهمية بالغة لمحاولة التنسيق والتعاون المشترك بين الأسواق المغربية، لما لهذا الترابط من أهمية في دعم وتطوير بورصة الجزائر من خلال الاستفادة من تجارب دول الجوار، خاصة بورصتي الدار البيضاء وتونس.

---

<sup>1</sup> - عمر العسري، البورصات المغربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغربي)، دراسة أنجزت بجامعة محمد الخامس السويسي بالرباط - المغرب، 2009، ص:199.

**خلاصة:**

لقد أظهر مضمون هذا الفصل بأن بورصة الجزائر تواجه على غرار أسواق الأوراق المالية العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب، فمنذ إنشائها عام 1990 لم يشهد لها أي تطور يذكر، صحيح أن إنشاءها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن محققا بسبب تضافر عوامل حالت دون قيامها بدورها الاقتصادي المطلوب، فامتزجت بين عوائق اقتصادية، سياسية، اجتماعية، تشريعية وقانونية.

حيث تم التوصل من خلال هذا الفصل، بوجود سعي الحكومة الجزائرية في سبيل تطوير بورصة الجزائر بإدخال الكثير من التعديلات على مختلف الجوانب المؤثرة على نشاط هذه البورصة، حتى يتسنى لها ترشيد وزيادة حجم وفرص الاستثمار على المستوى الوطني، ومن ثم زيادة معدلات النمو التي تعد بحق أهم أهداف التنمية الاقتصادية، حيث خلصت الدراسة إلى صياغة مجموعة من المتطلبات والشروط التي ينبغي توافرها وتحقيقها، محاورها العريضة تتمثل في توفير بيئة سياسية واقتصادية مستقرة وملائمة للاستثمار، دعم وتطوير القطاع البنكي للمساهمة في تنشيط بورصة الجزائر، والاهتمام أكثر بالمتطلبات التشريعية والقانونية والتنظيمية التي من شأنها توفير الأمان والثقة للمتعاملين، بالإضافة إلى بناء جاهزية مؤسسية وتحتية متينة تساعد على تسهيل تنفيذ صفقات التداول وتسييرها، وحفظ الأوراق المالية وإيداعها، ونقل ملكيتها، وتسوية المدفوعات بين أطراف العلاقة ببورصة الجزائر.

# الخاتمة العامة

1. نتائج الدراسة،
2. اختبار فرضيات الدراسة،
3. توصيات الدراسة،
4. أفاق الدراسة.

خلصت الدراسة إلى نتيجة واقتناع متزايد بأهمية الدور الذي يمكن لأسواق الأوراق المالية أن تؤديه في مسيرة التنمية الاقتصادية، وبناء على هذه القناعة بدأت معظم دول العالم منها العربية تولي تطوير أسواق الأوراق المالية اهتماما متعاظما منذ العقود الماضية، ويأتي هذا الاهتمام أيضا في إطار التوجيهات الحديثة التي تقودها المنظمات الدولية والعربية بخصوص تعزيز دور مثل هذه الأسواق في النظام المالي للدول.

بناءً على ما تم دراسته في الجوانب النظرية للدراسة التي تطرقت للإطار النظري والمفاهيمي لسوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى ما تم بحثه بخصوص التطورات التي شاهدها أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007- 2015)، وكذلك دراسة واقع ومعوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر والمسمأة ببورصة الجزائر من خلال تحليل أدائها لنفس الفترة السابقة، فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

## 1. نتائج الدراسة:

### 1.1. النتائج المتعلقة بالجانب النظري للدراسة:

- قد تبين من مضمون الدراسة أن أسواق الأوراق المالية تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد الوطني، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت نفسه تتأثر به، كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفاض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات؛

- تعتبر أسواق الأوراق المالية أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول من خلال توفير قنوات تمويل جاذبة وسليمة أمام الأفراد لاسيما صغار المستثمرين، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، وآلية للتقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، كما تمثل حافزا للشركات المدرجة لأسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعتها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهمها؛

- يقاس حجم الدور الاقتصادي الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية المحلية عادة باستخدام ثلاثة مؤشرات أساسية متمثلة في معدل القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة إلى

إجمالي الناتج المحلي الإجمالي؛ معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل قيمة التداول إلى القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة، وقد بينت معظم الدراسات بوجود ارتباط وثيق بين عمق السوق وسيولتها، التي تم قياسها بالمؤشرات الثلاثة المذكورة ومعدلات النمو الاقتصادي من جهة، والقدرة على تجميع المدخرات ونمو الإنتاجية في الاقتصاد من جهة أخرى، كما خلصت الدراسة إلى أن تعميق السوق يقلل من تكاليف الوساطة المالية، وهو ما يسهل حركة الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين؛

- وجود سوق أوراق مالية متطورة يرفع من قدرة الاقتصاديات العربية على امتصاص التأثيرات المحتملة لأية أزمات أو تصدعات محلية أو خارجية، فنتائج الأزمة المالية العالمية 2008 على الاقتصاديات العربية كانت تتباين درجة حدتها مع مستوى التطور والكفاءة في أسواق أوراقها المالية، والاستخلاصات النهائية من هذه الأزمة العالمية في دول العالم تشير إلى ضعف هياكل أنظمة هذه الدول المالية كأحد أهم مسببات الأزمة والنتائج السلبية المترتبة عليها، وفي ضوء توجهات الانفتاح والتكامل التي تشهده الأسواق العالمية حالياً، في إطار ما أصبح يعرف بالعمولة الاقتصادية، فإن هذه الدول بحاجة ملحة إلى أسواق أوراق مالية متطورة وكفؤة، في هذا الإطار شكلت الأزمة المالية العالمية 2008 فرصة هامة لأسواق الأوراق المالية العربية لدراسة هذه التجربة واستخلاص العبر منها، والعمل على توفير المناخ المساعد على تبادلي وقوع أسواق المنطقة في أزمات مشابهة في المستقبل، أو على الأقل الحد من تداعياتها في حال وقوعها؛

- من أهم معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم الاستقرار السياسي في الدول العربية، كذلك ضعف الطاقة الاستيعابية في الوطن العربي، مع القصور في البنية الأساسية اللازمة لقيام أسواق متطورة للأوراق المالية في ظل عدم نمو الاقتصاد العربي بالشكل الجيد والملائم، بالإضافة إلى عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح والشفافية، وعدم تنوع الأوراق المالية المتداولة ونقص المعروض منها، وأيضاً لعدم وجود آليات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية، الشيء الذي يحول دون قيامها بالدور الاقتصادي لها، كما أن ارتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة الأسواق العربية، تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين بمعظمها؛

- اتضح أنه من خلال تجارب الدول العربية التي سبقت في مجال تطوير أسواق الأوراق المالية بها، أن هذا النوع من الأسواق لا توجد بمجرد إصدار توصية أو قرار مكتوب، ولكنها تتواجد وتتطور حيث تلتنق الاحتياجات بالوسائل الملبية لها، فتوافر المقومات الأساسية من استقرار سياسي واقتصادي وأمني وتوفر مناخ استثماري ملائم وبنية مؤسسية وهيكلية ومقومات وظيفية وفنية يعد شرطاً مسبقاً لتطوير السوق؛

- ضرورة التنسيق والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية كآلية لتدعيم التعاون العربي المشترك وتطوير الأسواق العربية، على أن يتضمن هذا التنسيق توحيد الإجراءات والنظم التي تحكم العمل في

الأسواق العربية وفقا لنظام موحد يتم تطويره بما يتلاءم مع الظروف العربية ويتوافق في الوقت نفسه مع التطورات العالمية.

### 1.1. النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي للدراسة :

أظهرت الدراسة التطبيقية المتعلقة بطبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر -بورصة الجزائر- ومؤشرات أدائها ودرجة عمقها في الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى التعرف إلى أهم معوقات نموها ومتطلبات تطويرها لتفعيل دورها التنموي الاقتصادي، جملة من النتائج نوجزه في الآتي:

- رغم الجهود المبذولة من طرف الساهرين على تطوير بورصة الجزائر ممثلين أساسا بوزارة المالية ولجنة عمليات البورصة ومراقبتها COSOB وتطلعات السلطات في الوصول إلى سوق أوراق مالية بإمكانها المساهمة بصورة فعالة في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر منذ 20 عاما، من خلال القيام بمجموعة من الإصلاحات كان أهمها وضع نظام للحفاظ المركزي الذي يسمح بتسيير الأوراق المالية عن طريق الحسابات الجارية، وأيضا إدراج نظام المؤتمن المركزي أو ما يطلق عليه بالجزائر للتسوية الذي يضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، بالإضافة إلى إنشاء سوق بديلة مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتخفيف شروط إدراجها، واعتماد أيضا ما يسمى براعي في البورصة الذي أوكلت له مهام مرافقة هذا النوع من المؤسسات حين إدراجها بالبورصة وخلال الثلاث سنوات التالية للإدراج، إلا أن هذه الجهود لم تثمر نتيجة ما أظهرته مؤشرات أداء بورصة الجزائر بأن مساهمة هذه الأخيرة في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر تكاد تكون منعدمة تماما وهو ما أكدته مؤشر عمق البورصة في الاقتصاد الجزائري الذي يقيس نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي لم يتجاوز نسبة 0,2% خلال فترة الدراسة ؛

- أظهرت الدراسة التطبيقية بأن الحجم النسبي لبورصة الجزائر عربيا يكاد أن يكون معدوما مقارنة بمؤشرات أداء الأسواق العربية مجتمعة، حيث مثلا لم تتجاوز قيمتها السوقية (رسمتها البورصية) 0,15 مليار دولارا مقارنة بإجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية مجتمعة بنحو 1076,8 مليار دولار خلال عام 2015، مما يجعلها الأضعف عربيا؛

- أظهرت وأكدت مؤشرات حجم وسيولة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة (2007- 2015) بأن هذه الأخيرة تعاني العديد من المشكلات والعقبات التي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها ومنها قلة الشركات المدرجة التي لم تتجاوز خمسة شركات نهاية عام 2015، أربعة منها متواجدة في السوق الرئيسية للأسهم وشركة واحدة بسوق السندات والمستحق سندات عام 2016، بالإضافة إلى ضعف في مؤشرات الحجم والسيولة مقارنة بجميع أسواق الدول العربية، ونقص الفرص المتاحة للتنوع وغياب المستثمر الأجنبي وضعف قيم التداول مقارنة بالودائع الموجودة لدى الجهاز البنكي وهذا يظهر عدم مقدرة البورصة على جذب المدخرات بالشكل المطلوب، وبالتالي الحاجة إلى العمل الجاد إلى تطوير

بورصة الجزائر وخاصة في ظل الظروف الاقتصادية الحالية الصعبة نتيجة انهيار أسعار النفط منذ منتصف عام 2014 وعجز الخزينة العمومية الجزائرية على تمويل مختلف المشاريع التنموية؛

- توصل الباحث من خلال الدراسة على أن أهم المعوقات التي حالت دون تطور وتحقيق بورصة الجزائر لأهدافها التنموية المنشودة، في ما يلي:

- وجود لدى الجمهور ووسائل الإعلام والمصدرين المحتملين للأوراق المالية نظرة سيئة عن بورصة الجزائر، كما أن العمل منذ تأسيسها من الناحية التراكمية كان في إطار عدم وضوح الإستراتيجية الاقتصادية وغياب التوافق وغياب مخطط رئيسي ونموذج بورصة وغياب نظام استرشادي للتنمية والتسيير، واقتصار نشاط الخدمات المالية في البورصة على عمليات البيع والشراء للأسهم والسندات فقط وهي عمليات إدارية بسيطة لا تتعد في الغالب فتح حسابات السندات وتسجيل عمليات الاكتتاب أثناء عمليات الإصدار ودفع الفوائد والأرباح السنوية؛
- غياب الثقة في بورصة الجزائر من طرف المتعاملين الاقتصاديين يجعلهم يتخوفون من فقدان السيطرة على شركاتهم في حالة دخولهم البورصة وخاصة منها الشركات العائلية؛
- وجود معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي ومن أهمها ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد وضعف القدرة الشرائية لجمهور المواطنين، هيمنة الطابع الفردي والعائلي على معظم المؤسسات الجزائرية، اتساع فجوة نشاط السوق الموازية، بالإضافة إلى أن كل عمليات الخصخصة جرت خارج البورصة؛
- ضعف مساهمة قطاع البنوك في تنشيط بورصة الجزائر نتيجة أدائها الضعيف على الرغم من صحتها المالية، خاصة أن أزيد من 80% منها تملكها الدولة وبالتالي فإن خدماتها لا تزال تتماشى مع الاقتصاد الموجه، ولم تتواءم بعد مع الخدمات البنكية الحديثة، بالإضافة إلى أن رأس مال البنوك الجزائرية يبلغ حوالي 100 مليار دولارا، تبلغ حصة البنوك العمومية منها حوالي 80 مليار دولارا؛
- ساهم عدم الاستقرار السياسي والأمني في الجزائر الذي تزامن مع بداية إنشاء بورصة الجزائر في عرقلة تطورها، باعتبار السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بناء سوق أوراق مالية عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي؛
- قصور الأطر التشريعية وضعف آليات الإفصاح والشفافية الملزمة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنتظمة؛

## 2. اختبار فرضيات الدراسة:

اشتملت الدراسة في بدايتها على ست فرضيات، وحاول الباحث اختبار صحتها من خلال مضمون الدراسة وكانت نتائج الاختبار كما يلي:

- تأكيد صحة الفرضية الأولى التي تنص على أن إقامة سوق أوراق مالية فعالة يتطلب توفر بنية متكاملة من التشريعات والقوانين والهيئات المنظمة بالإضافة إلى تنوع الأوراق المالية بها، كما أن الدراسة أضافت متطلبات أخرى، فتوافر المقومات الأساسية من استقرار سياسي واقتصادي وأمني وتوفر مناخ استثماري ملائم وبنية مؤسسية وهيكلية ومقومات وظيفية وفنية يعد شرطاً مسبقاً لوجود سوق أوراق مالية فعالة؛

- تأكيد نفي الفرضية الثانية ففي شطرها الأول الذي يعتبر توفر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة وسهولة الحصول عليها مقياس درجة كفاءتها، تبين أن هذا الشرط من الفرضية خاطئ باعتبار أن درجة كفاءة أسواق الأوراق المالية تتحدد من خلال استجابة أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين في السوق سواء كانت معلومات سياسية أو اقتصادية أو أي معلومات أخرى من شأنها أن تغير المتعاملين إلى الجهة المصدرة للسهم، إذ غالباً ما تتجه الأسعار صعوداً وهبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء سواء كانت تفاؤلية أو تشاؤمية، أما الشرط الثاني من الفرضية الذي اعتبر مؤشر القيمة السوقية وقيمة التداول هم مقياس تطور الأسواق الأوراق المالية، فهو غير صحيح بصفة مطلقة لأن الدراسة اعتبرت المؤشرين من بين المقاييس التي يمكن الاعتماد عليهما إذا كان الهدف قياس نمو السوق بذاتها، لأن ارتفاع المؤشرين يدل على أنه يوجد زيادة في عدد الشركات المدرجة وزيادة سيولة السوق، إلا أنه وللحكم على درجة تطور السوق يجب أن يتم قياس القيمة النسبية للمؤشرين بمؤشرات اقتصادية أخرى تسمح بالتعرف على درجة عمق وتأثير السوق في الاقتصاد ومقارنتها بالأسواق الأخرى، ومن بين أهم هذه المؤشرات الاقتصادية المعتمدة نذكر الناتج الداخلي الخام، القيمة الإجمالية للودائع البنكية، قيمة القروض الإجمالية الممنوحة من طرف البنوك التجارية؛

- تأكيد صحة الفرضية الثالثة التي تعتبر تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة سيولتها في الدول النامية ومنها العربية يساهم بدوره في زيادة كفاءة مصادر توفير التمويل طويل الأجل اللازم لكل من الاستثمارات التقليدية والاستثمارات عالية التقنية المحفزة لعملية التنمية الاقتصادية؛

- تأكيد صحة الفرضية الرابعة التي اعتبرت تراجع ثقة المستثمر العربي والأجنبي في الأسواق العربية يعود لسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، مما أدى إلى تراجع مؤشرات أداء الأسواق العربية وبالتالي التأثير على الدور الاقتصادي لها، لأن الدراسة أظهرت أن تراجع مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال فترة الأزمة المالية، كان بسبب سلوك القطيع المؤدي إلى تخوف المستثمر العربي والأجنبي من الخسائر المحققة من قبل الشركات المدرجة في الأسواق المتقدمة (مثل أمريكا، بريطانيا

واليابان) جراء اقتنائها لأصول خطيرة، واختلفت درجة التأثير بمستوى انفتاح الأسواق العربية على الأسواق المتقدمة، حيث كانت أسواق دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر الأسواق العربية تأثراً؛

- تأكيد صحة الفرضية الخامسة في قسمها الأول باعتبار أن أهم المعوقات التي حالت دون تحقيق أسواق الأوراق المالية العربية الدور المرجو منها اقتصاديا هو إحجام المستثمر العربي عن اللجوء إلى هذه السوق لتمويل مشاريعه وتفضيله لما تقدمه السوق النقدية من قروض، وفي القسم الثاني من الفرضية والمتعلق بآلية جذب المستثمر العربي لهذه الأسواق لم يكن كافيا وبالتالي يستوجب اهتمام الحكومات العربية بالجانب التوعوي لإيجابيات هذه الأسواق من جهة، ومن جهة أخرى وجوب توفير المقومات الأساسية من استقرار سياسي واقتصادي وأمني وتوفير مناخ استثماري ملائم وبنية مؤسسية وهيكلية ومقومات وظيفية وفنية يعد شرطا مسبقا لتطوير السوق لتجذب المستثمر العربي؛

- تأكيد صحة آخر فرضية في الدراسة وهي الفرضية السادسة التي اعتبرت بأن سوق الأوراق المالية في الجزائر تعاني من تخلف كبير من حيث نشاطها منذ نشأتها بسبب غياب الإرادة السياسية ومحدودية المؤسسات المدرجة وضعف الهيئات القائمة عليها، مما جعل دورها شبه معدوم في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر ولتدارك هذا الضعف يستوجب أولا تقوية الإرادة السياسية لإصلاح هذه السوق، ثم تهيئة الأطر التنظيمية والتشريعية التي تتطلبها هذه السوق، لأن نتائج الدراسة أثبتت بالفعل ومن خلال تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر أنها هي الأضعف عربيا وأن مساهمتها في تمويل التنمية الاقتصادية تكاد تكون معدومة، وذلك بسبب ما ذكر في متن الفرضية بالإضافة إلى وجود معوقات اقتصادية وسياسية وأمنية، كذلك قصور الأطر التشريعية والقانونية وضعف الوعي الاستثماري والثقافة البورصية لدى جمهور المواطنين.

### 3. توصيات الدراسة:

استنادا إلى النتائج المتوصل إليها سابقا بشقيها النظري والتطبيقي، يمكن اقتراح جملة التوصيات التي يرى الباحث أنها ستساهم وبشكل جدي في تطوير بورصة الجزائر لجعلها آلية مهمة لتمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، وخاصة في ظل الظرف المالي الصعب الذي تمر به الجزائر بسبب تراجع أسعار النفط، هي:

- تحقيق قدر كاف من الاستقرار الاقتصادي والسياسي والأمني في الجزائر، إذ يعد هذا من الضروريات لتشجيع الاستثمارات وأيضا لا بد من توفير المناخ الاستثماري المناسب من خلال منح الحوافز الضريبية للشركات ووضع الأطر القانونية والتنظيمية وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطا رئيسي لتطوير بورصة الجزائر؛

- ضرورة تعزيز التنسيق ما بين السلطات النقدية والسلطات المالية، إذ أن هذا التنسيق قضية بالغة الأهمية على صعيد استقرار المنظومة المالية وتطويرها، كما أن للتنسيق مزايا إيجابية عدة على الصعيد

المالي والبنكي، إذ تلعب السياسات النقدية والمالية المستقرة دورا بارزا في هذا الصدد، فتوجد معدلات منخفضة للتضخم ومعدلات فائدة تتحدد وتتحرك وفق قوى السوق ووضع بناء سليم لميزان المدفوعات وأسعار صرف واقعية ومستقرة وغياب أي صيغة احتكارية للمصادر التمويلية أو قيود على انتقال رؤوس الأموال تساهم جميعها في تشجيع المستثمرين على اختلاف أنواعهم للاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في بورصة الجزائر بمختلف أشكالها؛

- وجوب وجود إرادة سياسية قوية لدى الحكومة الجزائرية لتطوير هذه السوق، وذلك من خلال العمل على تسريع عمليات خصخصة بعض المؤسسات والبنوك العمومية الناجحة عن طريق بورصة الجزائر، وجعلها نموذج ناجح يمكن الإقتداء به من طرف الشركات الخاصة، وفي هذا الصدد يمكن في البداية تسريع وتيرة إدراج المؤسسات العمومية الثمانية التي تحصلت على موافقة مجلس مساهمة الدولة عام 2013 للدخول إلى البورصة، مع ضرورة ربط تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة بتطوير بورصة الجزائر وذلك بالاقتران في تمويل مختلف المشاريع التنموية في المستقبل على إصدار السندات ذات الأجل المختلفة وبأسعار فائدة مناسبة وطرحها للاكتتاب العام من خلال بورصة الجزائر والسماح بتداولها؛

- ضرورة العمل لصياغة برامج توعية بالثقافة البورصية من خلال إقامة ندوات وأبواب مفتوحة في المعاهد والجامعات وأماكن العمل على فترات، للإمداد بالمعلومات عن بورصة الجزائر وكل النواحي المتعلقة بها ويمكن استغلال أيضا مواقع التواصل الاجتماعي لتحقيق ذلك، بالإضافة إلى تنظيم رحلات لطلبة الجامعات لزيارة بورصة الجزائر وتعريف الطلبة بمكان تواجدها وآليات وإجراءات العمل بها، وقد يساعد أيضا فتح شبابيك للتعريف بالبورصة على مستوى الوكالات البنكية المتواجدة بمختلف مناطق الوطن وخاصة البنوك الحاصلة على تأشيرة الوسطاء في عمليات البورصة من أجل إعطاء ديناميكية لنشاط البورصة؛

- العمل على تطوير ما يحكم بورصة الجزائر من تشريعات وقوانين بما يتواءم مع التطورات في السوق المحلي والعالمي، على أن تتضمن مواد لتشيط بورصة الجزائر ويكون الهدف منها حماية المستثمرين والمتعاملين فيها والمؤسسات الاستثمارية، لحماية رؤوس أموالهم مع سرعة فض المنازعات، والاهتمام بتوفير قوانين ملزمة للشركات لزيادة درجة الشفافية والإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بأدائها وتطورها باعتبارهما من أهم مبادئ حوكمة الشركات، مما يخلق الثقة داخل السوق ويرفع من نشاطها، بالإضافة إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تحفز الشركات الخاصة على الإدراج في بورصة الجزائر والتحول من الشركات العائلية والمحدودة المسؤولية إلى شركات المساهمة؛

- توعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية العامة منها والخاصة على الدخول إلى البورصة، من خلال تنظيم ندوات وملتقيات لهذه الأخيرة لتعريفها بالخصائص والمزايا التي تتيحها سوق الأوراق المالية للمؤسسة، وبالبدايل التمويلية التي توفرها لها، وتحفيز هذا النوع من المؤسسات على الدخول لبورصة الجزائر من خلال منحها إعفاءات ضريبية وتسهيل شروط إدراجها في البورصة؛

- إنشاء المؤسسات المالية التي تنقص بورصة الجزائر مثل تأسيس شركات تقوم بدور صانع السوق، وشركات لتصنيف وتقييم الجدارة الائتمانية، وشركات توريق الديون وبنوك الاستثمار، والشركات التي توفر خدمات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي، بالإضافة إلى تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار من أجل زيادة نشاط البورصة، بالإضافة إلى ضرورة تشجيع قيام مؤسسات وبيوت خبرة متخصصة في مجال التحليل المالي وتقدير المخاطر، بهدف تقديم المشورة والرأي الفني للمساهمين دون مقابل، على أن يتم تمويلها من خلال نسبة تستقطع سنويا من أرباح الشركات التي تتداول أسهمها؛

- التفكير الجاد في تنويع الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر مثل الأسهم الممتازة والسندات القابلة للتحويل للأسهم، بالإضافة إلى إيجاد أدوات مالية للاحتياط من المخاطر مثل عقود الخيارات وعقود المستقبلات، وابتكار أدوات مالية تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتكون قابلة للتداول لتمويل مشروعات البنية الأساسية وأهم هذه الأدوات الصكوك الإسلامية، من خلال الاستفادة من تجارب بعض الدول الإسلامية والعربية كماليزيا والسعودية لكونهم يملكون خبرة واسعة في هذا المجال وسيعملون على نقل خبرتهم من خلال إبرام اتفاقيات ثنائية في هذا الشأن، بهدف تشجيع أكبر عدد من المستثمرين على الدخول إلى بورصة الجزائر؛

- وجوب اعتماد نظام آلي للتداول والتسوية في بورصة الجزائر وتطبيق المعالجة الآلية المتكاملة للصفقات من خلال استخدام شبكة معلومات أسرع تعتمد على معايير قياسية عالمية، وزيادة مستوى الأمن من خلال تقليل المخاطر المتعلقة بالسوق، حيث يقوم بربط وسطاء عمليات البورصة بالنظام المركزي في شركة تسيير بورصة القيم، مما يمكن الوسطاء من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام وتنفيذها إلكترونيا والبدء في مرحلة تسويتها إلكترونيا، حيث سيعمل هذا النظام إلى توفير السيولة اللازمة للسوق من خلال زيادة معدلات التداول؛

- ضرورة بناء قاعدة معلومات متطورة تختص بجمع البيانات والمعلومات عن الشركات التي تتداول أسهمها وغيرها من الشركات التي يحتمل تداول أسهمها مستقبلا، بالإضافة إلى جمع بيانات عن الظروف الاقتصادية المحلية والعالمية التي قد تنعكس أثارها على أنشطة هذه الشركات، والتوقع بما يحتمل وقوعه من مخاطر محلية أو عالمية تؤثر في أسعار الأوراق المتداولة؛

- وجوب انضمام بورصة الجزائر إلى قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتصبح أحد الأسواق العربية المدرجة فيها، علاوة على تشجيع التعاون والتواصل مع أسواق دول الجوار كتونس والمغرب والأسواق العربية والدولية للاستفادة من خبراتها في تطوير السوق، بالإضافة إلى وجوب مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في مختلف اللقاءات الدولية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية لأنها تتيح فرصة ثمينة للوقوف على التطورات الحاصلة في أسواق هذه البلدان والتعرف على تجاربها، ومن شأن ذلك كله اكتساب الخبرة اللازمة واقتباس التجارب التي تلائم طبيعة ومرحلة نمو الاقتصاد الوطني؛

#### 4. آفاق الدراسة :

- وفي نهاية الدراسة فإن الباحث يضع بعض الاقتراحات التي قد تمثل محاور لأبحاث مستقبلية في هذا المجال، وهي:
- دراسة أثر نظام التداول الإلكتروني على نشاط أسواق الأوراق المالية ومتطلبات اعتماده في بورصة الجزائر؛
  - دراسة قياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة بورصة الجزائر؛
  - إجراء دراسة لأهمية صناديق الاستثمار كأداة مالية جديدة في تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر؛
  - إنجاز دراسة تحليلية لدور سوق الأوراق المالية في تفعيل عملية الخصخصة لتوسيع قاعدة الملكية في الجزائر؛
  - تقديم دراسة تستشرف دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر.

## قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية :

1.1. الكتب العلمية :

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009
- 2- أبو فارة يوسف، قراءة في الأزمة المالية 2008، كلية الاقتصاد، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2008
- 3- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط2، دار بن الجوزي، السعودية، 2005
- 4- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، 1998
- 5- ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004
- 6- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سليم، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004
- 7- أوثن سمية، مطبوعة بعنوان: نظريات التنمية الاقتصادية، كلية العلوم السياسية، جامعة قسنطينة 3، 2013
- 8- بلعباس عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009
- 9- بلوا في أحمد، أزمة عقار.. أم أزمة نظام، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009
- 10- جمال ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1998
- 11- جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي : المنظور العلمي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999
- 12- الحري فهد، سوق الأسهم، دار طويق للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2008
- 13- حسن النجفي، سوق الأوراق المالية (البورصة)، مكتبة النجفي، العراق، 1992
- 14- حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 1996
- 15- حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، وزارة التجارة الخارجية والصناعات المصرية، مصر، 2006
- 16- حسين علي خربوش، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2003
- 17- حمد عبد العزيز عجمية، التنمية الاقتصادية - دراسات نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2006
- 18- حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق، عمان، 2000
- 19- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001

- 20- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار بالأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001
- 21- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002
- 22- خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم - تحليل - استراتيجيه، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1999
- 23- خلف فليح حسن، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006
- 24- رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005
- 25- رمضان على الشراح ومحروس أحمد حسن، الاستثمار: النظرية والتطبيق، ط2، ذات السلاسل، الكويت، 1999
- 26- زكريا الدوري ويسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2006
- 27- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009
- 28- زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2003
- 29- سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، الإمارات، 1994
- 30- سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية (عرض تحليلي نقدي)، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، السعودية، ديسمبر 2010
- 31- سليم الحسنية، مفاهيم معاصرة لتحديث الاقتصاد الوطني، منشورات وزارة الثقافة، سوريا، 2000
- 32- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 2004
- 33- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، مصر، 1996
- 34- سيف سعيد سويدي، النقود والبنوك، ط3، دار الكتب القطرية، قطر، 2002
- 35- شابرا محمد عمر، الأزمة المالية العالمية: هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها، ترجمة درفيق المصري، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي - جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009
- 36- شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008
- 37- صارم سمير، قراءة في أزمة دول النمر، دار الفكر، سورية، 1998
- 38- طارق إبراهيم الشبلي ومحمد إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، دار وائل، الأردن، 2000
- 39- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006

- 40- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005
- 41- عبد الباسط عبد المعطي، عادل الهواري، علم الاجتماع والتنمية دراسات وقضايا، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1984
- 42- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005
- 43- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق - استثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000
- 44- عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم - سندات - وثائق استثمار - خيارات، الدار الجامعية، مصر، 2004
- 45- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010
- 46- عبد الله طاهر وموفق على خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار يزيد للطباعة والنشر، الأردن، 2004
- 47- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط2، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2004،
- 48- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003
- 49- عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الأردن، 2003
- 50- عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001
- 51- عبلة عبد الحميد بخاري، التنمية والتخطيط الاقتصادي: نظريات النمو والتنمية الاقتصادية، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009
- 52- عجمية محمد عبد العزيز والليثي محمد علي، التنمية الاقتصادية: مفهومها - نظرياتها - سياساتها، الدار الجامعية، مصر، 2001
- 53- العريبيد عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002
- 54- عريقات حربي محمد موسى، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، دار وائل للنشر، الأردن، 2006
- 55- العساف أحمد والوادي محمود، التخطيط والتنمية الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011
- 56- عصام خوري و عدنان سليمان، التنمية الاقتصادية، جامعة دمشق، 1995
- 57- عصام فهد العريبيد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، ط2: سوريا، 2008
- 58- عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 1998
- 59- عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، دار النشر غير معروفة، أبو ضبي، 2002
- 60- عماد صالح سلام، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2004

- 61- عماد صالح سلام، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيئة الاستثمارية، وزارة الإعلام والثقافة، أبو ظبي، الإمارات، 2006
- 62- عنايات النجار، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006
- 63- عوض فاضل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر، العراق، 1990
- 64- فخر الدين الفقي، محمد محمود وفاء، أسواق الأوراق المالية بين الدور التتموي والانمائي، ليبيا، ب س ود ن
- 65- فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، دار الكتاب العالمي، الأردن، 2007
- 66- قنطججي سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، 2008
- 67- كلاؤس روزه، الأسس العامة لنظرية النمو الاقتصادي، جامعة قاريونس- بنغازي، ليبيا، 1990
- 68- لطفى أمين السيد أحمد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006
- 69- ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية : العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 2004
- 70- مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم: 178(4/19)، الدورة 19، الإمارات، 2009
- 71- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، 2002
- 72- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003
- 73- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2006
- 74- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للطباعة والنشر، العراق، 1982
- 75- محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2007
- 76- محمد علي أبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010
- 77- محمد فوزي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، مصر، 2004
- 78- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005
- 79- محمد يسر برنيه، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2004
- 80- محمد يوسف ياسين، عمليات البورصة، الطبعة الأولى، منشورات حلي الحقوقية، لبنان، 2004
- 81- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005

- 82- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية: نظريات وسياسات وموضوعات، دار وائل للنشر، الأردن، 2007
- 83- مدحت محمد العقاد، مقدمة في التنمية والتخطيط، دار النهضة العربية، لبنان، 1980
- 84- المشاط عبد المنعم، الشفافية والإفصاح في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها على مصر، ملخص تصاعد الاندماجات وتعاضم الاحتكارات العملاقة وتأثيره على الشفافية والإفصاح في العالم ومصر، مصر، 2009
- 85- مصطفى رشدي شبيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993
- 86- منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، الأردن، 1994
- 87- منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، الأردن، 1994
- 88- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999
- 89- منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، دار غرناطة للطباعة والنشر، مصر، 1995
- 90- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999
- 91- المهلمي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الرابعة، مطبعة البلاغ، مصر، 2006
- 92- الموصللي بشر، البورصة: كيفية المضاربة والاستثمار، دار شعاع للنشر والعلوم، مصر، 2003
- 93- ناظم محمد أشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999
- 94- نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، 2008
- 95- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003
- 96- هوشيار معروف، دراسات في التنمية الاقتصادية، جامعة البلقاء التطبيقية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2005
- 97- واثق حمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003
- 2.1. الرسائل والأطروحات الجامعية:**
- 98- أياد فلاح حسن الزيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانيمارك، الدانيمارك، 2009
- 99- بدر شحدة سعيد حمدان، تحليل مصادر النمو في الاقتصاد الفلسطيني (1995 - 2010)، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، فلسطين، 2012

- 100- بن أعمار بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2013
- 101- بن ثابت علال، دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2012/2011
- 102- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006
- 103- جميلة يحيى صحراوي، أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي، حالة الأردن 1979- 2009، رسالة ماجستير، جامعة مؤتة، الأردن، 2011
- 104- حجاج محمد الهاشمي، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007- 2009، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2012
- 105- حسام الدين سماعيل، عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة ورقلة، 2015/2014
- 106- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2015/2014
- 107- حيدر حسين احمد محمد آل طعمة، تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية (مصر حالة دراسية) للمدة (1991 - 2005)، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، العراق، 2007
- 108- حيدر يونس كاضم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية -الأردن والسعودية حالة تطبيقية، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، 2009
- 109- حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشر سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، 2009
- 110- خلف عمار حمد، قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في العراق، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2007
- 111- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية (مع امكانية تطبيقها في الجزائر)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2012/2011
- 112- رشام كهينة، واقع و آفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، 2009
- 113- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2011
- 114- زليخو بلحناشي، التنمية الاقتصادية في المنهج الإسلامي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2007

- 115- زيتوني عمار، المصادر الداخلية لتمويل التنمية -حالة الجزائر 1970 - 2004، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2006
- 116- زيروني مصطفى، النمو الاقتصادي واستراتيجيات التنمية حالة اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2000
- 117- سعيد سفيان العبادلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية (1997 - 2011)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2013
- 118- عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي -دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2014
- 119- عدي عباس عبد الأمير الكريطي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق -دراسة مقارنة بيئة أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية (2008 - 2012) -، رسالة ماجستير، جامعة الكوفة، العراق، 2013
- 120- عمر العسري، تحريك أسواق الرساميل واستراتيجية تنشيط الاستثمار بالمغرب، أطروحة دكتوراه، جامعة الحسن الثاني - عين الشق، الدار البيضاء، المغرب، 2003
- 121- فارس رشيد البياتي، التنمية الاقتصادية سياسيا في الوطن العربي، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك، الدانمارك، 2008
- 122- فتيحة ابن بوسحافي، بورصة الجزائر: واقع وآفاق، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2003/2002
- 123- قوراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات أنموذجين، رسالة ماجستير، جامعة تلمسان، 2010/2009
- 124- كبداني سيدي أحمد، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2013/2012
- 125- كروش نور الدين، تكييف آليات سوق الأوراق المالية وفق المتطلبات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة تحليلية لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية -، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2016
- 126- محمد سامح عبد الهادي، دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الاستثمارات، رسالة ماجستير، جامعة المنوفية، مصر، 1995
- 127- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1999
- 128- مصباحي محمد الأمين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2009
- 129- مصطفى زروني، النمو الاقتصادي واستراتيجيات التنمية بالرجوع إلى اقتصاديات جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2000

- 130- معنز أكرم فروانه، تحليل مدى قدرة القطاع المصرفي الفلسطيني على جذب المدخرات وتأثيرها على التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2014
- 131- ميساء وليد أحمد عبادي، القروض الأجنبية ودورها في التنمية الاقتصادية المحلية، رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2001
- 132- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق الرأسمالي الإسلامي بماليزيا- ، رسالة ماجستير، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين، 2007
- 133- نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر، المغرب وتونس الأبعاد والآفاق، أطروحة دكتوراه علوم، جامعة الجزائر 3، 2013
- 134- نوال جمعون، دور التمويل المصرفي في التنمية الاقتصادية - حالة الجزائر- ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2005
- 135- يوسف عبد الله عبد، دور سوق الأوراق المالية في التحول نحو اقتصاد السوق - مصر والمغرب حالة دراسية، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2008
- 3.1.3.1 المجالات والملتقيات العلمية :**
- 136- إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية العدد 80، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009
- 137- إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية العدد 9، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2009
- 138- أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية عربية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر التجارة العربية البنينية والتكامل الاقتصادي العربي، الجامعة الأردنية، الأردن، خلال الفترة 20- 22 سبتمبر 2004
- 139- أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، يومي 14، 15 أفريل 2009
- 140- براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مقال بمجلة الإدارة، العدد 21، المدرسة الوطنية للإدارة- الجزائر، 2001
- 141- براق محمد وعواج مختار، دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية، مقال بمجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد: 11، جامعة الجلفة، 2012
- 142- بلقاسم زايري، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، جامعة شلف، 25 و26 أكتوبر 2005
- 143- حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مقال بمجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 4، جامعة ورقلة، 2013

- 144- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004
- 145- حسن صبحي العباس، الأفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مقال بمجلة بحوث مستقبلية، العدد 10، مركز الدراسات المستقبلية، العراق، 2005
- 146- حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: نشأته - تحليل وتقييم مؤشرات، مقال بمجلة جامعة الكوفة، العدد 24، العراق، 2012
- 147- حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مقال بمجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة سطيف، 2011
- 148- حسين محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، يومي 28 و29 أبريل 2010
- 149- حنان بشير، بورصة الأوراق المالية آلية لتدعيم المؤسسة الاقتصادية، مقال بمجلة القضاء والتشريع، العدد 5، مركز الدراسات القانونية والقضائية، تونس، 2009
- 150- حنان عبد الخضر هاشم، واقع ومتطلبات التنمية المستدامة في العراق، مقال بمجلة مركز الدراسات الكوفة، العدد 21، العراق، 2011
- 151- الخزرجي ثريا، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية و المالية جامعة الإسراء، الأردن، يومي 28 و29 أبريل 2009
- 152- خلف الله أحمد محمد عربي، دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، ورقة بحثية أعدت بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة بخت الرضا، السودان، 2010
- 153- زلاطو نعيمة، أهمية سوق المالية الإسلامي في تمويل الاقتصاد الجزائري، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري" المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 13، 12 أبريل 2016
- 154- زيدان محمد ونورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة بسكرة، 22، 21 نوفمبر 2006
- 155- سليمان ناصر وآدم حديدي، تأهيل النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، أي دور لبنك الجزائر؟، مقال بمجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 2، جامعة ورقلة، 2015
- 156- سنقرط سامر، التوريق كأداة تمويل واستثمار، مقال بمجلة المصارف في الأردن، المجلد 21، العدد 2، عمان، 2002

- 157- الشراح رمضان علي، استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية في ضوء نشأتها وتطورها، مقال بمجلة آفاق اقتصادية، مركز البحوث والتوثيق باتحاد غرف التجارة والصناعة، المجلد 22، العدد 86، الإمارات، 2001
- 158- الشريف ريحان والطاوس حمداوي، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مقال بمجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة عنابة، العدد 34، 2013
- 159- صالح إبراهيم السحيباني، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقات الإرتباط والسببية - حالة السعودية، ورقة بحثية مقدمة للقاء السنوي 16 حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، جمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، أيام 2- 4 جويلية 2007
- 160- عامر يوسف العتوم، أسباب الأزمة المالية العالمية : رؤية إسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الرابع للبحث العلمي، جامعة اليرموك، الأردن، ب ت ن
- 161- عبد الغني حريري وأحمد مداني، ربط الأسواق المالية العربية كآلية لتطويرها وزيادة درجة انفتاحها وعولتها، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بجليزان، الجزائر، يومي 12 و13 أكتوبر 2011
- 162- عبد القادر شلال وعلال قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة البويرة، 2013/11
- 163- عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، أيام 25- 27 أفريل 2005
- 164- عزوز علي، نحو مقارنة تحليلية لظاهرة الاقتصاد الموازي في الجزائر، مقال بمجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 14، جامعة الشلف، جوان 2015
- 165- عمر العسري، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، دراسة أنجزت بجامعة محمد الخامس السويسي بالرباط - المغرب، 2009
- 166- عمر ياسين محمود خضيرات، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة 2008 وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، مقال علمي، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، ب س ن
- 167- العناد مجذاب بدر، الأزمة المالية العالمية 2008: طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، عمان، الأردن، يومي 28 و29 أفريل 2009
- 168- عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004
- 169- فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاديات العربية، مقال بمجلة أبحاث روسيكادا الدولية، بدون رقم العدد، جامعة سكيكدة، بدون سنة نشر

- 170- محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، الذي تنظمه كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى، السعودية، 2003
- 171- محمد علي العامري، الأساسيات المعرفية للمستقبلات، مقال بمجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد العاشر، العدد: 34، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2004
- 172- محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، مقال بمجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 55- 56، الصادرة عن مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2011
- 173- مختار حميدة، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)، مقال بمجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009
- 174- مداني أحمد، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية، مقال بمجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، جامعة الشلف، 2016
- 175- مصيطفى عبد اللطيف وبن سانية عبد الرحمان، انطلاق التنمية بين النظريات الوضعية ومنهج الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، فيفري 2011
- 176- المعهد العربي للتخطيط، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، سلسلة جسر التنمية، العدد 100، الكويت، 2011
- 177- المعهد العربي للتخطيط، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، الكويت، 2004
- 178- المعهد العربي للتخطيط، دور القطاع التمويلي في التنمية، جسر التنمية، العدد 85، الكويت، 2009
- 179- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مقال بمجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010
- 180- مفيد ذنون يونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة، مقال بمجلة تنمية الرافدين، العدد 79 (27)، جامعة الموصل، العراق، 2005
- 181- هشام طلعت عبد الحكيم وعماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنتها مع بعض الأسواق المالية العربية -دراسة تحليلية-، مقال بمجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 88، الجامعة المستنصرية، العراق، 2011

#### 4.1. التقارير السنوية:

- 182- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، علاقة هيئات الرقابة العربية بالجهات الخاضعة لرقابتها، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2016
- 183- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2016
- 184- الاسكوا، الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الاسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2005

- 185- الاسكوا، الاستعراض السنوي للتطورات في مجال العولمة والتكامل الإقليمي في الدول العربية لعام 2007، الأمم المتحدة، نيويورك، 2007
- 186- الاسكوا، مسح للتطورات الاقتصادية والاجتماعية في منطقة الاسكوا 2000 - 2001 - الجزء الثاني - تحليل مقارن لدور القطاع الخاص في بلدان الاسكوا، مع دراسة حالة عن مصر والمملكة العربية السعودية، الأمم المتحدة، نيويورك، 2003
- 187- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2008 التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، سبتمبر 2009
- 188- سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008، الإمارات، 2009
- 189- شركة تسيير بورصة القيم، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إصدارات بورصة الجزائر، 2015
- 190- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 1999، الإمارات، 2000
- 191- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، الإمارات، 2001
- 192- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، الإمارات، 2009
- 193- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، الإمارات، 2012
- 194- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، الإمارات، 2013
- 195- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013، الإمارات، 2014
- 196- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، الإمارات، 2015
- 197- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، الإمارات، 2016
- 198- صندوق النقد العربي، تقارير أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للرباعيات الأخير للسنوات: 2009، 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2015، الإمارات
- 199- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الأوامر في البورصة، أدلة التعليم المالية، إصدارات اللجنة، 2004
- 200- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، الجزائر، 2011

#### 5.1. القوانين والمراسيم التشريعية:

- 201- الأمر رقم 95- 22 المؤرخ في 26/8/1995 والمتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية
- 202- الجريدة الرسمية الجزائرية، نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12- 01 المؤرخ في 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97- 03 المؤرخ في 18/11/1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، العدد 41 الصادر في 2012/6/15
- 203- الجريدة الرسمية الجزائرية، المرسوم التشريعي رقم 93- 08 المؤرخ في 25/4/1993 يعدل ويتمم الأمر رقم 75- 59 المتضمن القانون التجاري، العدد 27
- 204- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، القرار المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03- 02 المؤرخ في 18/03/2003، والمتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات
- 205- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، القرار المتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15- 01 المؤرخ في 15/04/2015، والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، العدد 55.

- 206- مجلس هيئة السوق المالية، القرار رقم 1 - 42 - 2015 المتعلق بالقواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأسهم المدرجة، السعودية، 2015/5
- 207- النظام 03 - 01 الصادر في 18 مارس 2003 والمتعلقة بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- 208- النظام 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة
- 6.1 مواضع مدرجة على المواقع الإلكترونية:
- 209- أيمن محمد عاطف محمد، ما هي أنواع ومزايا صناديق الاستثمار؟، مقال تم تصفحه بتاريخ 2016/10/12، على الرابط:  
<https://www.bayt.com/fr/specialties/q/79722>
- 210- بدر محمود حنفي، سوق الأوراق المالية تحكم النمو الاقتصادي، مقال منشور على موقع شبكة خبراء الأسهم، بتاريخ 2010/05/26، تم تصفحه بتاريخ 2015/08/12:  
<http://stocksexperts.net/showthread.php?t=25219>
- 211- تسيير أموال الخزينة الموجهة للقطاع الإنتاجي؛ - إدارة المساهمات النهائية التي تمنحها الدولة لتمويل عمليات التجهيز العمومي. المصدر: الموقع الإلكتروني للصندوق: <http://www.fni.dz>.
- 212- تقرير صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة كامكو، الثورات العربية تطيح أسواق المال... ولا عزاء لنتائج الشركات، على الموقع الرسمي للشركة، تم تصفحه بتاريخ 2016/02/10:  
<http://www.kamconline.com/ResearchReport.aspx?language=ar>
- 213- حسين عبد المطلب الأسرج، البورصات العربية بين تحليل الأداء والسعي نحو تحقيق التكامل المالي، ص- ص: 140 - 148، دراسة متوفرة على الموقع التعليمي أكاديميا، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12:  
<https://www.academia.edu/11306721>
- 214- حوار أجرته جريدة النصر مع المدير العام لبورصة الجزائر السيد يزيد بن موهوب، بتاريخ 2016/4/6، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/25 على الرابط:  
[http://www.annasronline.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=41541](http://www.annasronline.com/index.php?option=com_content&view=article&id=41541)
- 215- عبد الفتاح محمد صالح، حقيقة المضاربة في البورصة، مقال بموقع الاقتصاد العادل، نشر بتاريخ: 2012/01/06، تم تصفحه بتاريخ 2014/08/12:  
<http://thefaireconomy.com/article.aspx?id=32>
- 216- عبد الفتاح محمد صالح، مفهوم البيوع الآجلة في البورصة، مقال بموقع الاقتصاد العادل، نشر بتاريخ: 2014/10/29، تم تصفحه بتاريخ 2014/08/12:  
<http://thefaireconomy.com/Article.aspx?id=63>
- 217- فلاح خلف الربيعي، دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية، مقال بالموقع الإلكتروني لجريدة الحوار المتمدن، العدد 2253، الصادر بتاريخ 2008/4/16، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/15:  
<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=131588>

- 218 ماجد بن عبدالله الهديان، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تحقيق التنمية الاقتصادية، مقال بالموقع الإلكتروني لجريدة الرياض الاقتصادي، تم تصفحه بتاريخ 2015/03/19: <http://www.alriyadh.com>
- 219 مجلس الوزراء، بيان اجتماع مجلس الوزراء المتعلق برنامج التنمية الخماسي 2010-2014، بتاريخ 2010/05/24، ص:8، متوفر على الرابط: <http://algerianembassy-saudi.com/PDF/quint.pdf>
- 220 محمد بن ناصر الجديد، تكامل الأسواق المالية العربية، مقال بجريدة الاقتصادية، الشركة السعودية للأبحاث والتطوير، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/25، على موقع الجريدة الإلكتروني: [http://www.aletq.com/2007/02/16/article\\_7919.html](http://www.aletq.com/2007/02/16/article_7919.html)
- 221 ممدوح الولي، الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية (التجربة العربية)، مقال متواجد بالموقع الإلكتروني لمجلة البيان الإسلامية، تم تصفحه بتاريخ 2016/07/12، ص:364،363: <http://www.albayan.co.uk/StrategicReportView.aspx?Id=110>
- 222 منتدى رؤساء المؤسسات، من أجل انبعاث الاقتصاد الجزائري، مساهمة من منتدى رؤساء المؤسسات، الجزائر، جوان 2015، ص:60. متوفر على موقع المنتدى: [www.fce.dz/wp-content/uploads/2015/09/plaidoyerfcear.pdf](http://www.fce.dz/wp-content/uploads/2015/09/plaidoyerfcear.pdf)
- 223 الموقع الإلكتروني لشركة كميفك، تم تصفحه بتاريخ 2016/08/25: [http://www.kmefic.com.kw/ar/departments.php?page\\_id=21](http://www.kmefic.com.kw/ar/departments.php?page_id=21)
- 224 الموقع الإلكتروني لوكالة الأنباء الجزائرية، مقال بعنوان: القطاع الخاص يمثل 98 بالمائة من النسيج الاقتصادي الجزائري، 2012، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/18: [http://www.aps.dz/spip.php?page=article&id\\_article=58810](http://www.aps.dz/spip.php?page=article&id_article=58810) ,
- 225 الموقع الإلكتروني لوكالة الأنباء السعودية، قسم الاقتصاد، مقال بعنوان: 500 مؤسسات عمومية تم خصصتها في الجزائر، 2009، تم تصفحه بتاريخ 2016/10/18: <http://spa.gov.sa/688154>
- 226 موقع مجموعة بوابة الأخبار عن الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: مقال بعنوان: المعهد العربي للتخطيط: أسواق الأوراق المالية العربية تحتاج إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، تم تصفحه بتاريخ 2016/01/15. <http://www.albawaba.com/ar>
- 227 الموقع الإلكتروني لـ BBC، أزمة دبي العالمية تهز أسواق المال في أوروبا، تم تصفحه بتاريخ 2009/11/26: [www.bbc.com](http://www.bbc.com)

2. المراجع باللغات الأجنبية :

---

1.2. الكتب العلمية :

---

- 228- Aime Scannavino, **Les Marches Financiers Internationaux**, Dunod, Paris , 1999
- 229- Anthony Saunders and Marcia Cornett, **Financial Markets and Institutions**, McGraw-Hill Education, USA, 2007
- 230- Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **la Bourse**, Edition la Découverte, Paris, 2006
- 231- Denis Morissette, **Valeurs mobilières et gestion de portefeuilles**, SMG, Canada, 1993
- 232- Frank K. Reilly & Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, 10th Edition, Cengage Learning, USA, 2012
- 233- Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakin, **Financial markets and institutions**, 7th Edition, Pretice Hall, USA, 2012
- 234- Frederic S. MISHKIN, **The Economics of Money, Banking, & Financial Markets**, 6th Edition, Pearson Education, France, 2001
- 235- Michael P. Todaro & Stephen C. Smith, **Economic Development**, 8th édition, Addison Wesley, USA, 2003
- 236- P.Topscalim, **Les indices boursière sur action**, Economica, Paris, 1996
- 237- Paul-Jacques Lehmann ,**bourse et marchés financiers** , 2em édition, dunod , paris, 2005
- 238- Peter Howells & Keith Bain , **Financial Institutions Markets And money**, 3<sup>rd</sup> édition , the Dryden press, USA,1987
- 239- Peter S. ROSE, **Money and Capital Markets**, 7th Edition, McGraw-Hill Education, USA, 2000

2.2. المجلات والمنتقيات العلمية :

---

- 240- César Calderón and Lin Liu, **The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth**, Volume 72, Issue 1, Journal of Development Economics, USA, October 2003
- 241- Chabha BOUZAR, **Les Contraintes De Développement Du Marche Financier Algérien**, Revue Campus, N°18, Université Tizi-Ouzou, 2009
- 242- **Darrat, Alif F**, Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related? Another Look at the Evidence, **International Economic Journal**, Vol : **13**, USA, 1999
- 243- Demirguc-Kunt, A and Levine, R, **Stock Market Development and Financial Intermediaries**, the World Bank Economic Review, Vol: 10, NO :2, 1996

- 244- Djamel eddine Sahnoun, **Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME –Le cas de la Tunisie-**, Revue Des économies nord Africaines, N°6, université de Chlef, 2009
- 245- Jyh-Lin Wu and Al, **The dynamic impacts of financial institutions on economic growth: Evidence from the European Union**, Volume 32, Issue 3, Journal of Macroeconomics, USA, September 2010
- 246- Levine Ross,Zervos Sara, **Stock Market Developmentand Long-Run Growth**, World Bank.Working, Paper.N°1582,Washington, USA, 1996
- 247- Ministère de l'Industrie et des Mines, **Bulletin d'information Statistique 2015 N :28**, Direction Générale de la Veille Stratégique, des Etudes et des Systèmes d'Information, ALG, Mai 2016
- 248- Nieuwerburgh, S.V., Buelens, F., and Cuyvers, L., **Stock Market Development and Economic Growth in Belgium** , Explorations in Economic History, Vol : 43, Issue 1, USA, 2006
- 249- Rajan, Ramkishen , **Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples form East Asia**, Journal of Economic Education, Vol : 38, No :1, 2007
- 250- Woon Gyu Choi and David Cook, **Stock Market Liquidity and the Macroeconomy: Evidence from japan**, International Monetary Fund, WP/05/6, USA, January 2005
- 251- Zahid Ahmad and Al, **Stock market development and economic growth: A comparative study of Pakistan and Bangladesh**, African Journal of Business Management Vol. 6 N.8, South Africa, February 2012
- 252- Zondo Sakala et Jacob Kolster, **Le développement des marchés financiers en Afrique du Nord: État actuel et perspectives d'avenir**, African Development Bank, Note Économique, 2013

3.2. التقارير الإحصائية، القوانين والمراسيم:

- 253- Bource d'Alger, **Rapport D'activité 2008**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs,2009
- 254- Bource d'Alger, **Rapport D'activité 2009**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2010
- 255- Bource d'Alger, **Rapport D'activité 2010**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2011
- 256- Bource d'Alger, **Rapport D'activité 2011**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2012
- 257- Bource d'Alger, **Rapport D'activité 2012**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2013
- 258- Bource d'Alger, **Rapport D'activité 2013**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2014

- 259- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2014**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2015
- 260- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2016
- 261- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2013**
- 262- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2015**
- 263- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2007**
- 264- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2008**
- 265- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2009**
- 266- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2010**
- 267- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2011**
- 268- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2012**
- 269- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2014**
- 270- Banque d'Algérie, **RAPPORT 2014 EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE**, Juillet 2015
- 271- Instruction COSOB n° 13-01 du 09 Juin 2013 **relative aux conditions et procédure d'inscription des promoteurs en bourse**
- 272- SGBV, **Règles de gestion des séances de négociations à la bourse des valeurs**, décision SGBV 02/99, Article 2

---

4.2. المواقع الإلكترونية الرسمية:

- 273- <http://www.bloomberg.com> Markets – Bloomberg
- 274- <http://www.egx.com.eg> The Egyptian Exchange
- 275- <http://www.ase.com.jo> Amman Stock Exchange

- 276- <http://www.tadawul.com.sa> **Saudi Stock Exchange (TADAWUL)**
- 277- <http://www.casablanca-bourse.com> **Bourse de Casablanca**
- 278- <http://www.amf.org.ae> **Arab Monetary Fund**
- 279- <http://www.uasa.ae> **the Union of Arab Securities Authorities**
- 280- <http://data.worldbank.org> **The World Bank**
- 281- <http://www.arab-exchanges.org> **The Arab Federation of Exchanges**
- 282- <http://www.bank-of-algeria.dz> **Banque d'Algérie**
- 283- <http://www.cosob.org> **Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse**
- 284- <http://www.sgbv.dz> **Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs (Bourse d'Alger)**

# فهرس المحتويات



الصفحة	العنوان
I	خطة الدراسة
i	قائمة الأشكال والجداول
i	المقدمة العامة
46 -2	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: تطور أسواق الأوراق المالية ومفهومها
3	1. نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها
5	2. تطور مفهوم سوق الأوراق المالية
6	3. الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية
7	4. المخاطر المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية
11	المبحث الثاني: هيكل أسواق الأوراق المالية وتنظيمها
11	1. أنواع أسواق الأوراق المالية
12	1.1 السوق الأولية Primary Market
13	2.1 السوق الثانوية Secondary Market
16	3.1 السوق البديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
16	2. المتدخلون في سوق الأوراق المالية
17	1.2 وسطاء الأوراق المالية
19	2.2 الشركات الاقتصادية
20	3.2 البنك المركزي
20	4.2 البنوك التجارية
20	5.2 المستثمرون والمضاربون في سوق الأوراق المالية
22	3. عمليات سوق الأوراق المالية
22	1.3 المضاربة في سوق الأوراق المالية
22	1.1.3 مفهوم المضاربة في سوق الأوراق المالية
23	2.1.3 العلاقة بين المضاربة والاستثمار
24	2.3 العمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية Spot transaction
24	1.2.3 البيع على المكشوف Short sale
25	2.2.3 التعامل بالهامش Trading on the Margin
25	3.3 العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية Derivatives transaction
26	1.3.3 العمليات الآجلة الباتة والقطعية (البسيطة) Forward transaction
26	2.3.3 العمليات الآجلة الشرطية (الخيارات) Options

فهرس المحتويات

27	<b>المبحث الثالث: الأدوات والمنتجات المالية في أسواق الأوراق المالية</b>
27	1. خصائص الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية
27	1.1. السيولة
28	2.1. مدة الاستحقاق
28	3.1. العائد
29	4.1. عنصر المخاطرة
29	5.1. قابلية الأدوات المالية للتجزئة
30	6.1. القابلية على التسويق
30	2. الأسهم كأداة ملكية
30	1.2. قيم السهم
33	2.2. أنواع الأسهم
36	3. السندات كأداة مديونية
37	1.3. أنواع السندات
39	4. الصكوك الإسلامية Islamic Sukuks
40	5. صناديق الاستثمار Investment fund
40	1.5. تعريف ومزايا صناديق الاستثمار
41	2.5. أنواع صناديق الاستثمار
41	6. صناديق المؤشرات المتداولة Exchange Traded Funds
42	1.6. تعريف صناديق المؤشرات
42	2.6. أهمية صناديق المؤشرات
43	5. المشتقات المالية
43	1.5. عقود الخيارات Options contracts
45	2.5. العقود الآجلة Forward Contracts
45	3.5. العقود المستقبلية Futures Contracts
46	4.5. عقود المبادلات swaps
48	خلاصة
88 - 50	<b>الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية، مؤشرات أدائها وأنظمة تسعيرها</b>
50	تمهيد
51	<b>المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياس تطورها</b>
51	1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وفرضيات تحققها
51	1.1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
53	2.1. فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية
55	2. النتائج المترتبة عن كفاءة سوق الأوراق المالية
56	1.2. كفاءة التخصيص

## فهرس المحتويات

57	2.2. كفاءة المعلومات
58	3. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
59	1.3. المستوى الأول (القوي Strong Form)
59	2.3. المستوى الثاني (شبه القوي Semi-Strong Form)
60	3.3. المستوى الثالث (الضعيف Weak Form)
61	4. العلاقة بين مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية
62	5. مؤشرات قياس تطور سوق الأوراق المالية
62	1.5. مؤشرات حجم السوق
63	2.5. مؤشرات درجة السيولة
65	<b>المبحث الثاني: مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية</b>
65	1. تعريف مؤشرات أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية
66	2. أنواع مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
66	1.2. المؤشرات حسب الوظيفة
66	2.2. المؤشرات حسب إمكانية التداول
67	3. استخدامات مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
68	4. أسس بناء مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
68	1.4. عينة ملائمة
68	2.4. الأوزان النسبية
69	5. أساليب بناء مؤشرات أسعار أسهم سوق الأوراق المالية
69	1.5. المؤشرات المبنية على أساس السعر
70	2.5. المؤشرات المبنية على أساس القيمة
71	3.5. المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية
72	6. نماذج لمؤشرات أسعار أسهم أسواق أوراق مالية عربية
72	1.6. المؤشر المركب لصندوق النقد العربي AMF Indices
76	2.6. مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P/AFE 40 Index
78	3.6. مؤشر بورصة مصر EGX30
79	4.6. مؤشر بورصة عمان -الأردن
80	5.6. المؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول Tadawul All Share Index
81	<b>المبحث الثالث: أنظمة تسعير وأساليب تحليل أسواق الأوراق المالية</b>
81	1. أنظمة التسعير المعتمدة في أسواق الأوراق المالية
81	1.1. نظم التسعير المسيرة بالأوامر Order Driven Market
82	2.1. نظم التسعير مسيرة بالأسعار Quote Driven Market
83	2. طرق تسعير الأوراق المالية في السوق
83	1.2. التسعيرة بالمناداة

## فهرس المحتويات

83	2.2. التسعيرة بالمعارضة (المقابلة)
83	3.2. التسعيرة بالصندوق
84	4.2. التسعيرة بالدرج
84	5.2. نظم التسعير الالكتروني الحديثة
85	3. أساليب تحليل أسواق الأوراق المالية
85	1.3. التحليل المالي Financial Analysis
86	2.3. التحليل الأساسي Fundamental Analysis
87	3.3. التحليل الفني Technical Analysis
88	خلاصة
135 - 90	<b>الفصل الثالث: التنمية الاقتصادية، مصادر تمويلها وعلاقة أسواق الأوراق المالية بها</b>
90	تمهيد
91	<b>المبحث الأول: التنمية الاقتصادية، مفهومها، أبعادها ومستلزماتها</b>
91	1. الفرق بين مفهومي التنمية والنمو الاقتصاديين
91	1.1. التنمية الاقتصادية Economic Development
92	2.1. النمو الاقتصادي Economic Growth
93	2. النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية
94	1.2. نظرية الدفع القوية لروزنشتين رودان (Rosentein Rodan)
96	2.2. نظرية النمو المتوازن لراجنر لنيركس (R. Nurkse)
98	3.2. نظرية أقطاب (مراكز) التنمية لفرانسوا بيرو (F. Perrox)
99	4.2. نظرية النمو غير المتوازن أو الأسلوب الانتقائي لألبرت هيرشمان (A. Hirschman)
100	5.2. نظرية التحولات الهيكلية لأرثر لويس (Arther Lewis)
103	6.2. نظرية مراحل النمو لوالث وايم روستو (W.W. Rostow)
106	7.2. نظرية ثورة التبعية الدولية لدوس سانتوس (Dos Santos)
108	8.2. نظرية الثورة النيوكلاسيكية الجديدة
109	3. أهمية تحقيق التنمية الاقتصادية
109	1.3. التنمية وسيلة لتقليص الفجوة الاقتصادية والتقنية بين الدول النامية والدول المتقدمة
110	2.3. التنمية أداة للاستقلال الاقتصادي
110	4. معوقات التنمية الاقتصادية وتحدياتها
111	1.5. العوائق الاقتصادية
112	2.5. عوائق سياسية وأمنية
112	3.5. عوائق اجتماعية
114	<b>المبحث الثاني: متطلبات ومصادر تمويل التنمية الاقتصادية</b>
114	1. متطلبات التنمية الاقتصادية

## فهرس المحتويات

114	1.1. توفر المورد البشري
114	2.1. تراكم رأس المال
115	3.1. توفر المورد الطبيعي
115	4.1. ضمان حقوق الإنسان
115	5.1. الحاكمة أو الحوكمة
116	6.1. التطور التكنولوجي
116	7.1. توفر الاستقرار والاستقلال السياسيين
116	2. مصادر تمويل التنمية الاقتصادية
117	1.2. المصادر الداخلية لتمويل التنمية الاقتصادية
119	2.2. المصادر الخارجية لتمويل التنمية الاقتصادية
120	3.2. دور المؤسسات البنكية في تمويل التنمية الاقتصادية
121	4.2. دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية
122	<b>المبحث الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية</b>
122	1. الدراسات الاقتصادية حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية
122	1.1. دراسات مؤيدة لوجود تأثير لسوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية
124	2.1. دراسات غير مؤيدة لوجود تأثير لسوق الأوراق المالية على التنمية الاقتصادية
126	3.1. وضع العلاقة بالنسبة للدول العربية
127	2. الدور المرجو من سوق الأوراق المالية في مسيرة التنمية الاقتصادية
127	1.2. تعبئة الادخار المحلية
128	2.2. توفير السيولة اللازمة عند الحاجة
129	3.2. قناة لجذب الاستثمار الأجنبي
129	4.2. سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي
130	5.2. قناة لتنفيذ برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد
131	6.2. آلية لتحويل المخاطر
131	7.2. آلية لتوفير المصادر التمويلية
132	8.2. آلية للتحكم والرقابة
133	9.2. آلية لبناء هيكل مالي ملائم للشركات
133	10.2. آلية لتحسين فرص وإمكانية إقامة علاقات ترابط وقنوات اتصال مالية دولية
134	11.2. آلية للتقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي
135	<b>خلاصة</b>
181 - 137	<b>الفصل الرابع: الأزمة المالية العالمية 2008. نقطة التحول في مسار تطور أسواق الأوراق المالية العربية</b>
137	<b>تمهيد</b>
138	<b>المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية وأثرها على أداء أسواق الأوراق المالية العربية</b>

## فهرس المحتويات

138	1. تعريف الأزمة المالية THE FINANCIAL CRISIS
139	2. أشكال الأزمات المالية
139	1.2. أزمة أسواق المال
139	2.2. أزمة البنوك
140	3.2. أزمة العملة (أزمة ميزان المدفوعات)
140	3. الأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري)
141	1.3. الأسباب المؤدية لحدوث الأزمة المالية العالمية 2008
145	2.3. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العالمية
148	3.3. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العربية
152	4.3. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على الجزائر
153	5.3. الدروس المستفاد من تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق العالمية والعربية
155	<b>المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2009 - 2015)</b>
155	1. تطور الأداء من خلال المؤشرات المركبة لأسعار أسواق الأوراق المالية العربية (2009 - 2015)
155	1.1. أداء الأسواق العربية من خلال المؤشر AMF Indices خلال الفترة (2009 - 2015)
157	2.1. أداء الأسواق العربية من خلال المؤشر S&P AFE 40 خلال الفترة (2009 - 2015)
159	2. تحليل تطورات أسواق الأوراق المالية العربية من خلال مؤشرات تقييم أدائها للفترة (2009 - 2015)
159	1.2. تطور إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال الفترة (2009 - 2015)
162	2.2. تطور إجمالي سيولة أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010 - 2015)
162	3.2. تطور الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2011 - 2015)
164	4.2. تطور الإصدارات الأولية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010 - 2015)
170	5.2. تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية انفراديا خلال عامي 2014 ، 2015
176	6.2. التطورات التنظيمية والتشريعية المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية لعام 2015
176	7.2. طبيعة ملكية أسواق الأوراق المالية العربية
178	8.2. طبيعة تركيب مجالس إدارة أسواق الأوراق المالية العربية
179	9.2. تقييم الالتزام بمبادئ الحوكمة من طرف أسواق الأوراق المالية العربية
181	<b>خلاصة</b>
183 - 223	<b>الفصل الخامس: خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية، متطلبات تطويرها ودعم تكاملها</b>
183	<b>تمهيد</b>
184	<b>المبحث الأول: خصائص ومعوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية</b>
184	1. خصائص أسواق الأوراق المالية العربية
184	1.1. ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية
184	2.1. الدور المحدود للمستثمر المؤسسي في عملية التداول وقيادة السوق
186	3.1. ارتفاع درجة تركيز التداول وانخفاض الطاقة الاستيعابية في الأسواق العربية
186	4.1. تدني قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة

## فهرس المحتويات

187	5.1. التقلبات (التذبذبات) الشديدة في حركة أسعار الأوراق المالية
188	6.1. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولية
188	7.1. قلة نشاط الشركات العربية المتعددة الإدراج
189	2. معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية
189	1.2. ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية
190	2.2. غياب المؤسسات المساندة والمكملة لدور السوق
191	3.2. العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية
191	4.2. مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج
192	5.2. تدني الوعي الاستثماري لدى المتعاملين
193	6.2. ضعف الفرص المتاحة للتنوع أمام المستثمرين
193	7.2. الاضطرابات السياسية والأمنية لدى بعض الدول العربية
194	8.2. عدم توفر آليات فعالة لتكامل أسواق الأوراق المالية العربية
195	<b>المبحث الثاني: مرتكزات نمو أسواق الأوراق المالية العربية</b>
195	1. المرتكزات الأساسية
195	1.1. بيئة اقتصادية مواتمة للاستثمار
196	2.1. تكامل السياسات المالية والنقدية
196	3.1. هيكل مؤسسي فعال و متكامل
198	2. المرتكزات المساندة
198	1.2. ابتكار وتطوير الأدوات المالية
199	2.2. نظم اتصال فاعلة ومتطورة
199	3.2. أنظمة فعالة للإفصاح المالي ولإشهار المعلومات
200	4.2. توافر الشركات المساهمة الكبيرة
200	5.2. تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين
201	6.2. توفير تشريعات وأحكام قانونية معززة للثقة
201	7.2. وضع قواعد حوكمة الشركات
203	8.2. تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية
203	9.2. تطوير نظم الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة
204	<b>المبحث الثالث: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية، واقعه ومتطلبات تفعيله</b>
204	1. أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية
206	2. مراحل وجهود تكامل أسواق الأوراق المالية العربية
206	1.1. إنشاء اتحاد البورصات العربية (AFE) Arab Federation of Exchanges
212	2.2. جهود صندوق النقد العربي (AMF) Arab Monetary Fund في دعم التكامل
215	3.2. جهود اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (UASA) في دعم التكامل
217	3. معوقات نجاح تكامل أسواق الأوراق المالية العربية

219	4. متطلبات تفعيل تكامل أسواق الأوراق المالية العربية
219	1.4. توحيد التشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية
219	2.4. وجوب انتشار شركات وساطة مالية إقليمية في الدول العربية
220	3.4. إنشاء شركة موحدة للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي
221	4.4. تفعيل حرية التداول الإقليمي في الأسواق العربية
221	5.4. عمل خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري
223	خلاصة
225 - 282	الفصل السادس: طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر وتحليل مؤشرات أدائها
225	تمهيد
226	المبحث الأول: طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر
226	1. نشأة بورصة الجزائر وهيئاتها التنظيمية والرقابية
226	1.1. كرونولوجيا نشأة بورصة الجزائر Bourse d'Alger
228	2.1. هيئات تنظيم وتسيير عمليات بورصة الجزائر
229	1.2.1. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB
230	2.2.1. شركة تسيير بورصة القيم SGBV
231	3.2.1. الوسطاء في عمليات البورصة IOB
233	4.2.1. المؤتمن المركزي - الجزائر للتسوية - Le Dépositaire Central
234	5.2.1. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM
236	6.2.1. ماسكو الحسابات - حافظو السندات TCC
237	7.2.1. الراعي (المركبي) في البورصة Promoteur en Bourse
238	2. طريقة التسعير ونظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر
238	1.2. طريقة ومواقيت التسعير في بورصة الجزائر
239	2.2. نظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر
241	3. أنواع الأوامر المنفذة من طرف الوسطاء في بورصة الجزائر
241	1.3. أوامر حسب سعر التنفيذ
242	2.3. أوامر حسب شرط مدة الصلاحية
242	3.3. أوامر حسب حجم الكمية
243	4. القيم المنقولة الممكن تداولها في بورصة الجزائر
243	1.4. القيم المنقولة المرتبطة بحقوق الملكية (الأسهم)
244	2.4. القيم المنقولة المرتبطة بحقوق الدين (السندات)
245	3.4. القيم التي تمنح الحق للاكتساب في قيم منقولة أخرى
246	5. شروط قبول إدراج القيم المنقولة في بورصة الجزائر
246	1.5. شروط قبول سندات رأس المال وسندات الدين
247	2.5. شروط قبول سندات رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

## فهرس المحتويات

248	6. أسواق التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر
248	1.6. سوق سندات رأس المال Le Marché des titres de Capital
249	2.6. سوق سندات الدين Le Marché des titres de Créance
250	<b>المبحث الثاني: تحليل وتقييم أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)</b>
250	1. أداء بورصة الجزائر قبل عام 2007
251	2. تحليل الأداء الكلي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)
251	1.2. تطور عدد المؤسسات المتداول سنداتها في بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)
253	2.2. تحليل تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر Capitalisation Boursière (2007 - 2015)
255	3.2. مؤشر درجة عمق بورصة الجزائر في الاقتصاد الوطني للفترة (2007 - 2015)
256	4.2. تطور مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع للفترة (2007 - 2015)
258	5.2. تطور قيمة التداول الإجمالي لأسواق بورصة الجزائر للفترة (2007 - 2015)
260	3. تحليل الأداء الانفرادي لأسواق بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 - 2015)
261	1.3. أداء السوق الرئيسية Marché Principal (سوق سندات الملكية - الأسهم)
269	2.3. أداء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Marché PME
270	3.3. أداء سوق السندات Marché des obligations (سوق سندات الدين - السندات)
277	4.3. أداء سوق سندات الخزينة العمومية Marché OAT
282	خلاصة
284 - 309	<b>الفصل السابع: ملامح ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر وأفاق تطويرها</b>
284	تمهيد
285	<b>المبحث الأول: ملامح ومعوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر</b>
285	1. ملامح ضعف سوق الأوراق المالية في الجزائر
285	1.1. ضعف نشاط السوق الأولية (سوق الإصدار)
285	2.1. محدودية نشاط السوق الثانوية (سوق التداول):
287	3.1. نقص الفرص المتاحة للتنويع وغياب المستثمر الأجنبي
288	2. معوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر
288	1.2. معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي
288	1.1.2. ارتفاع معدل التضخم
288	2.1.2. ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين
289	3.1.2. ضعف الحوافز الجبائية
289	4.1.2. هيمنة الطابع العائلي والفردي على المؤسسات الجزائرية
290	5.1.2. اتساع فجوة نشاط السوق الموازية
290	6.1.2. تنفيذ برامج الخصخصة خارج إطار بورصة الجزائر
291	7.1.2. ضعف مساهمة البنوك التجارية في نشاط بورصة الجزائر
291	2.2. معوقات تتعلق بالجانبين السياسي والتشريعي

## فهرس المحتويات

291	1.2.2. المعوقات السياسية
291	2.2.2. المعوقات التشريعية
292	3.2.2. تدني مستوى الإفصاح والشفافية وضعف النظام المعلوماتي
293	3.2. معوقات تتعلق بجانب الوعي الاستثماري والديني
293	1.3.2. غياب الوعي الثقافي لأهمية ووظائف البورصة
293	2.3.2. حكم الشريعة الإسلامية في التعامل بالأوراق المالية
294	<b>المبحث الثاني: المتطلبات الرئيسية لتطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر</b>
294	1. الخصائص الواجب توفرها في بورصة الجزائر
295	2. المتطلبات السياسية، الاقتصادية والمالية
295	1.2. توفير بيئة سياسية مستقرة وآمنة
295	2.2. توفير بيئة اقتصادية مستقرة
296	3.2. دعم دور القطاع البنكي والمؤسسات المالية لتنشيط بورصة الجزائر
297	4.2. تسريع برامج الخصخصة عن طريق بورصة الجزائر
298	5.2. الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد
298	6.2. التوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية
300	3. المتطلبات التشريعية والقانونية التنظيمية
300	1.3. تطوير قوانين الشركات والأوراق المالية
301	2.3. تبني القوانين والتعليمات الملزمة للإفصاح والشفافية
301	3.3. وضع تدابير قانونية تسمح بفتح المجال أمام المستثمر الأجنبي
302	4. متطلبات الجاهزية المؤسسية والتحتية لبورصة الجزائر
302	1.4. استخدام نظام آلي مركزي للتداول (التسعير) والتقااص والتسوية
304	2.4. تطوير خدمات وسطاء عمليات البورصة
304	3.4. العمل على تنويع الأوراق المالية المصدرة
305	4.4. تشجيع جذب المستثمرين المؤسسين وإيجاد مؤسسات صانعة للسوق
306	5.4. توسيع سلطة رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
306	6.4. إنشاء مؤسسات تقييم وتصنيف الملاءة الائتمانية
307	7.4. تنشيط السوق البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
307	8.4. محاولة الربط والتعاون بين البورصات المغاربية والعربية
309	<b>خلاصة</b>
311	<b>الخاتمة العامة</b>
321	<b>قائمة المراجع</b>
340	<b>فهرس المحتويات</b>
351	<b>الملخصين</b>

# الملخصين

## الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية وأفاق تطويرها في الجزائر

إشراف الأستاذ الدكتور،

عبد الوهاب شمام

إعداد الطالب

عمار زودة

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الذي تحققه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وما هي مقومات تفعيل هذا الدور من طرف بورصة الجزائر.

قد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج والتوصيات أهمها أن سوق الأوراق المالية مصدر أساسي للتمويل وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وهي تلعب دور رئيسي في تحقيق التوازن بين عرض وطلب النقود داخل الاقتصاد، وبالتالي تشجيع خطط الاستثمار والتنمية الاقتصادية، إلا أن الدراسة أوصت بأن إقامة سوق أوراق مالية ونجاحها في الجزائر يستوجب توفير عدد من العوامل أهمها ضرورة توفر البيئة والمناخ الاستثماري المناسب، ووجود الوعي الادخاري والاستثماري بين أوساط الجمهور، وتوفير الأنظمة والآليات والأطر التشريعية اللازمة لضمان الكفاءة والعدالة وتكافؤ الفرص وتحقيق مبادئ الشفافية والإفصاح عن المعلومات.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، الجزائر، بورصة الجزائر، التنمية الاقتصادية، الاستثمارات.

## The Economic Role of Stock Exchange and its Development Prospects in Algeria

**Submitted by:**  
ZOUDA Ammar

**Under Supervision of:**  
Pr. CHEMMAM AbdelWahab

### **Abstract:**

The current Study aims to demonstrate the role played by the Stock Market in realizing the Economic Development, and to find the main mechanisms that Algiers Stock Exchange should adopt to activate this role.

The findings suggest that the Stock Market is an essential source of funding and attracting domestic and foreign investments, it plays a predominant role in balancing between money supply and demand, it encourages investment programs and economic development. However, the establishment of a success Stock Markets in Algeria requires the provision of some important factors, such as the appropriate investment climate, the presence of saving and investment awareness among the public, and the existence of systems, mechanisms and legislative frameworks to ensure efficiency and achieve the principles of equality in opportunities, transparency and disclosure of information.

**Keywords:** Stock Market, Algiers, Algiers Stock Exchange, Economic Development, Investments.

**الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية  
وأفاق تطويرها في الجزائر**

---