

جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الشعبة : العلوم الاقتصادية

تخصص : اقتصاد نقدي ووبنكي



معوقات أسواق الاوراق المالية و سبل تفعيلها دراسة حالة بورصة الجزائر

تحت اشراف :

اعداد الطلبة:

أ-شريف طويل نور الدين

• سليمان اسماعيل

أ- بن عمارة دليلة

• دوبي بونوة فؤاد

أعضاء لجنة المناقشة

الجامعة	الرتبة	الاسم و اللقب	الصفة
جامعة مستغانم	أستاذ محاضر أ	عمراني محمد	رئيسا
جامعة مستغانم	أستاذ التعليم العالي	شريف طويل نورالدين	مقررا
جامعة مستغانم	أستاذة دكتوراه مشاركة	بن عمارة دليلة	مساعدة مؤطر
جامعة مستغانم	أستاذ مساعد أ	شهيدة عبدالله	مناقشا

السنة الجامعية 2019-2020

كلمة شكر

إن واجب الاعتراف بالفضل و الجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر و الامتنان إلى الأستاذ المشرف شريف طويل نور الدين على قبوله الاشراف على مذكرتنا.

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذة المساعدة بن عمارة دليلة على كل توجيهاتها ، ملاحظاتها، و على وقتها الثمين، وعلى كل الدعم والتسهيلات التي قدمتها لنا لإتمام هذا البحث.

الإهداء

اهدي هذا العمل
إلى *الوالدين الكريمين*
إلى رفيقة دربي *زوجتي*
إلى أبنائي *سارة* *أميرة* *محمد*
إلى *إخوتي*
إلى *كل العائلة*

إسماعيل

الإهداء

اهدي هذا العمل
إلى *الوالدين الكريمين*
إلى رفيقة دربي *زوجتي*
إلى ابنتي *ملاك روفيدة*
إلى *إخوتي*
إلى *كل العائلة*

الفهرس

الصفحة	الفهرس	
1	المقدمة	1
5	الفصل الأول الاطار النظري لسوق الأوراق المالية	2
6	تمهيد	3
7	المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المال	4
11	المبحث الثاني : الإعتبارات المختلفة لتقسيم الأسواق المالية	5
14	المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية ومدى كفاءة هذا السوق	6
23	خلاصة الفصل الاول	7
24	الفصل الثاني تصنيفات أسواق الأوراق المالية	8
25	تمهيد	9
26	المبحث الأول: السوق المالية في الدول الأكثر تقدما	10
34	المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة	11
39	المبحث الثالث: الأزمات المالية	12
44	خلاصة الفصل الثاني	13
45	الفصل الثالث دراسة حالة بورصة الجزائر	14
46	تمهيد	15
47	المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر	16
55	المبحث الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر، مؤسساتها وأدائها	17

60	المبحث الثالث : معوقات بورصة الجزائر وسبل تطويرها	18
65	خلاصة الفصل الثالث	19
66	الخاتمة	20
68	قائمة المراجع	21

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
55	تطور عدد الشركات المدرجة مؤشرات القيمة السوقية للسوق الرئيسي ببورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014	1

المقدمة

ا- تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية بنظمها وآلياتها عملية تسهيل الالتقاء بين المدخرين (أصحاب الفوائض)، من الأفراد أو المؤسسات أو الحكومات أحيانا، الذين يقومون بتزويد الاقتصاد بحاجياته من الأموال وبين وحدات العجز سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أو حكومات، الذين لا تكفيهم مواردهم الذاتية لإتمام مشاريعهم الاستثمارية، ومن ثم نجد أن الأسواق المالية تمنح المستثمرين فرصة الكسب عند المساهمة في تمويل المشاريع، ويرتبط نصيبهم في هذه الحالة بنوعية وشكل الأداة التمويلية وإن كان لا يخرج عن كونه فائدة أو توزيع أرباح أو مزيج من الاثنين، فضلا عن إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بما لديهم من أرصدة نقدية، وبنفس الطريقة فإن المستثمرين يمكنهم تمويل خططهم ونفقاتهم الاستثمارية عن طريق إصدار الأوراق المالية لتدبير احتياجاتهم التمويلية.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على أدوات مالية من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات تسمح للمستثمرين تنوع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جديا مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

يؤدي الاستثمار دورا مهما في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله ولعل من أهم هذه الوسائل هي الاستثمار في سوق الأوراق المالية ولعل الاختلاف الموجود بين مختلف هذه الأسواق من حيث تطورها ودرجة نموها راجع إلى عدة أسباب التي تساهم بدور فعال في ارتفاع مؤشرات البورصة وتطوير السوق المالي وبالتالي تطور اقتصاد البلد خلال تحليل للأسواق المالية نحدد أهم المعوقات الصعوبات التي تواجه أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها.

ب- إشكالية البحث:

ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في السوق المالي الجزائري؟

ومن أجل الإحاطة بكل جوانب الإشكالية المطروحة ارتأينا طرح أسئلة فرعية أخرى لتعزيز هذه الأخيرة وتوضيحها كما يلي:

- ماهية سوق الأوراق المالية و أدواته، ما هي وظائفه و ما مقدار الأهمية التي يحظى بها ؟
- ما هي أهم المراكز الدولية لأسواق الأوراق المالية، الناشئة و المتقدمة؟ ما هو واقع أسواق الأوراق المالية العالمية؟
- ما هي المعوقات التي تقف في وجه أسواق الأوراق المالية ؟ ما هي إسهامات تفعيل السوق المالي الجزائري ؟

ت - فرضيات البحث

في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات الموالية :

- يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية أن تنشئ سوقا ماليا فعالا .
يعود تخلف السوق المالي الجزائري إلى حداثة نشأته مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لاستكمال بناء إطاره التشريعي والتنظيمي. عدم وجود إرادة سياسية واقتصادية لتغيير وتطوير مناخ الاستثمار في الجزائر -عدم الترابط بين أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية.

ث - أهمية البحث:

ان الأهمية التي يكتسبها البحث مستمدة من أهمية الموضوع في حد ذاته. اذ يعتبر موضوع سوق الأوراق المالية أداة مهمة في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنمية كبيرة وتقليص حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي - تأسيس سوق أوراق مالية تقوم على توفر مقومات قيام تلك السوق، وتوفير الشروط والأطر التشريعية والتنظيمية والمناخ الاقتصادي والسياسي

ج - اهداف البحث:

يتمثل الهدف العام من هذا العمل في إظهار معوقات وصعوبات التي تقف في وجه تقدم أسواق الأوراق المالية خاصة في الجزائر، وأما الأهداف المحددة فهي :
- تعميق معرفتنا فيما يتعلق بموضوع الأسواق المالية بشكل عام .
- محاولة معرفتنا لشروط إقامة سوق مالية فعالة.
- الوقوف على أهم التطورات الحاصلة في سوق الأوراق المالية في الجزائر مع إبراز العراقيل التي تواجهها وتقديم تقييم لأدائها خلال فترة الدراسة.
- طرح مختلف المقترحات التي ترمي إلى تفعيل أداء السوق المالية الجزائرية.

ح - سبب اختيار الموضوع

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث والذي جاء تحت عنوان: "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها" يمكن تلخيصها في النقاط الآتية:- محاولة تقديم، من خلال هذه الدراسة، رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهاما في تفعيل سوق الأوراق المالية الجزائري- البحث والكشف في واقع الاقتصاد الجزائري الذي يعاني تدهور نتيجة عدم تطور السوق المالي، وعلى الرغم من حداثة نشأة سوق الأوراق المالية الجزائري وبالرغم من التطورات التي شهدتها، إلا أنها سوق من الأسواق النامية ومازالت تفتقر إلى التقاليد الاستثمارية الرشيدة - بالرغم من أن البورصة الجزائرية قامت على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، لكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن وهو ما يعكس الواقع الاقتصادي للجزائر .

خ - حدود الدراسة :

دراستنا محددة في مجال أسواق المال حيث سيتم إبراز معوقات انشاء سوق الأوراق المالية،

مع الإشارة إلى حالة السوق المالي الجزائري كعينة لذلك ، إذن بحكم ذلك فإن المكان سيكون محددًا بالسوق المالي الجزائري أو ما يعرف ببورصة الجزائر.

أما بالنسبة للإطار الزمني فالدراسة تناولت البورصة الجزائرية منذ إنشائها إلى غاية سنة 2015 عن طريق عرض للإحصائيات المتعلقة بها.

د - الدراسات السابقة:

لا يمكن إحصاء كل الدراسات في هذا المجال لكن نبرز ما تمكنا الحصول عليه:

بن زواي نسرين، "آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي أم البواقي 2006-2007.

لقد تبين من دراسة آثار العولمة المالية على الدول النامية، وبالتركيز على الأسواق المالية الناشئة، وصول العولمة المالية على مراحل متقدمة من تطورها، وأصبح اندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا، ينبغي التعامل معه بكل حذر وواقعية. ولقد خلقت العولمة المالية خلال السنوات الأخيرة هيكلًا جديدًا لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم، تتمثل في الأسواق المالية الناشئة، حيث ظهرت تلك الأقطاب الجاذبة لرؤوس الأموال بفضل العوائد المرتفعة في أسواقها مقارنة بأسواق البلدان المتقدمة، كما استطاعت الأسواق المالية الناشئة أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية قبل الأزمات المالية التي أصابها خلال التسعينات، حيث ارتفعت آداؤها الاقتصادية و المالية بصورة واضحة، ولكن فترة الأزمات (1995-1999) جعلت رؤوس الأموال تتراجع وتُسحب من هذه الأسواق، مما أثر سلبًا على آداؤها، حيث انخفضت كل من رسمتها السوقية و قيمها البورصية.

بوكساني رشيد معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 2005-2006

تناولت الدراسة موضوع معوقات اسواق الاوراق المالية في الدول العربية . البواعث والحلول حيث هدفت الى معرفة المعوقات والصعوبات التي تواجه إدراج الشركات في بورصات العربية وبواعثها بجانب الحلول الممكنة وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي بأسلوب منهج المسح وكذلك التحليل السببي المقارن الذي يهدف لاستنتاج الأسباب الكامنة وراء الظاهرة. وقد توصلت الدراسة للنتائج الآتي أن النشاط الاقتصادي والبيئة العامة للاستثمار في الدول العربية وخاصة دول الخليج محقزة للشركات للتوسع في استثماراتها وأن الدولة تقوم بالعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي وإدارة مساري تحقيق الازدهار و يعزز النمو، وأن سوق الاوراق المالية يلعب دوراً إيجابياً في تنمية الاقتصاد في الدول العربية ويقوم بالتوعية والنشاط لحث الشركات لإدراج أسهمها بسوق الأوراق المالية

ذ- منهج الدراسة :

يهدف التحليل الجيد للمعلومات المجمعّة و المعطيات المستقاة عن طريق مختلف الأدوات التقنية من أجل بلوغ النتائج ، فقد اعتمدنا المنهج الوصفي و التحليلي و الذي يجمع بين إبراز ما تحصلنا عليه من معارف ضمن دراستنا خلال مشوارنا الجامعي و المعلومات المستقاة من مختلف المراجع المتحصل عليها، إضافة إلى عملية التحليل التي تتعلق بكل المعطيات و الإحصائيات و المعلومات التي تم جمعها و تكييفها من أجل إبراز النتائج التي ستدعم الفرضيات أو ستنفىها في الجزء الخاص بدراسة حالة بورصة الجزائر.

ر- هيكل البحث :

من أجل الإحاطة بالموضوع ككل وإعطاء إجابة مقنعة للإشكالية المطروحة في هذا البحث ومحاولة إختبار صحة الفرضيات التي تم الإنطلاق منها من عدمها قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول تتقدمهم مقدمة عامة مع إرفاق كل فصل منهم بتمهيد وإتمامه بخلاصة، وفي الأخير إدراج خاتمة عامة يليها ملخص للبحث . تم في الفصل الأول المعنون الإطار النظري لأسواق المال إظهار المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية من حيث متطلبات تكوينها ووظائفها والأنواع المكونة لها وكذا الأدوات المالية المختلفة المتداولة بها إضافة إلى الأنواع المختلفة من صيغ الكفاءة .

بالنسبة للفصل الثاني تم تخصيصه لإظهار بعض الاسواق الاوراق المالية و معوقات انشائها . في الفصل الثالث والأخير والمتعلق أساسا بالسوق المالي الجزائري قمنا بدراسة مفصلة عن بورصة الجزائر مبينين كيفية نشأتها وكذا تحليل وضعيتها وتقييم أدائها في كل من سوقي الإصدار والتداول إضافة إلى إبراز مجمل الصعوبات التي تواجهها و حجم التطلعات التي تسعى إلى تحقيقها مستقبلا و سبل تفعيلها .

ز- صعوبات البحث:

أثناء القيام بإجراء هذا البحث تمت مواجهة عدة صعوبات تتمثل أساسا في ما يلي:

- بعض التضارب الموجود في بعض إحصائيات التقارير السنوية للبورصة فيما يخص عمليات الإصدار و تداول الأوراق المالية، و نفس الإشكال نجده في الإحصائيات الخاصة بالهيئات الدولية مثل صندوق النقد الدولي مقارنة ببنك الجزائر.
- سنوية المنشورات الخاصة ببورصة الجزائر تجعل المعلومات غير كافية.
- الاجراءات الوقائية من وباء كوفيد 19 و ما نتج عنه من غلق للمكاتب و بالتالي نقص في المراجع و المصادر خاصة في الإطار النظري.

الفصل الأول

الاطار النظري لسوق الأوراق المالية

المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المال.

المبحث الثاني: الإعتبارات المختلفة لتقسيم الأسواق المالية.

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية ومدى كفاءة هذا السوق

تمهيد:

تعد أسواق المال جانبا مهما من النظام الاقتصادي ككل و أداة تمويلية هامة جدا ، حيث يجمع بين متعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية و أولئك الذين يعانون من العجز، ولقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى إزدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور باعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، كما أنه يعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، لذلك فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة أو اقتصاد السوق المالي.

تساهم أسواق رأس المال في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، فهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية ومن أجل توضيح وتفصيل

كل هذه المعارف تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي :

نظرة عامة حول أسواق المال ؛

الاعتبارات المختلفة لتقسيم الأسواق المالية ؛

الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية ومدى كفاءة هذا السوق.

المبحث الأول : نظرة عامة حول أسواق المال

السوق المالي كأحد ركائز النظام الإقتصادي الحالي يتميز بإطاره النظري الخاص به وهذا ما سنبرزه في هذا المبحث عن طريق التعرض إلى تحديد مفهومه ، مدى أهميته و المتطلبات الضرورية لقيامه.

المطلب الاول مفاهيم أساسية حول أسواق المال

لقد تعددت التعاريف التي تناولت موضوع أسواق المال ، من خلال تعدد الأبحاث التي إهتمت بهذا المفهوم حيث نجد بأنه ثمة هناك إختلافات بينها ليس في جوهر الموضوع وإنما من حيث الجانب الذي ينظر إليه الباحث لسوق المال.

1.تعريف أسواق المال :

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة و الآخر منتج لهذه الخدمة .

فأسواق المال إذن هي آلية إنتقال الأموال بين المقرضين أصحاب المدخرات و المقرضين الراغبين في توظيف هذه الأموال في شكل إستثمارات مختلفة ، فمن خلال هذه السوق يتم تجميع

مدخرات الملايين من البشر وتحويلها إلى أيدي المقرضين و الذين تتجاوز إحتياجاتهم للأموال بمقدار ما يمتلكونه منها ، وهي قنوات يستطيع من خلالها أولئك الذين لا ينفقون كل دخولهم وضعها تحت تصرف أولئك الذين يتجاوز إنفاقهم حجم دخول¹.

ويمكن كذلك أن يعرف سوق المال بأنه السوق الذي يتضمن جميع الوسطاء و المؤسسات المالية و المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، إذن فهو ليس ذلك المفهوم الضيق الذي يطلق على سوق الأوراق المالية أو البورصات فقط بل يتعداه إلى كل المؤسسات المتدخلة فيه²

ومن خلال ما سبق من تعريفات يمكن إستخلاص عدة حقائق عن الأسواق المالية :

أن السوق المالي يستمد مفهومه من السوق بشكل عام؛

أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق؛

من الأركان الأساسية في السوق المالية توفر الوسطاء و المؤسسات المالية و قنوات الإتصال التي تقوم على

تسهيل عمليات الإتصال بين البائعين و المشترين ؛

سوق الأوراق المالية أو البورصة هي أحد أهم أجهزة السوق المالي ، فيها يتم إنتقاء العرض بالطلب من خلال

وسيلة من وسائل الإتصال المألوفة، و إجراء التعامل بالأوراق المالية المناسبة من خلال توفر شروط محددة ،

ووفقا لقواعد و نظم محددة .

2-أهمية أسواق المال :

من خلال ما سبق ذكره من خلال التعاريف المقدمة نجد بأن الأسواق المالية تحضى بمكانة هامة في

النشاط الإقتصادي و المالي، و هذه الأهمية تتجلى فيما يلي³

تحقق الأسواق المالية فوائد حيوية للنشاط الإقتصادي في مجموعه سواء كان للمدخرين الذين يقومون

بتخفيض الإنفاق الإستهلاكي حاليا رجاء الحصول على عائد أكبر لاحقا ، و كذلك بالنسبة للمستثمرين الذين

¹سمير عبد الحميد رضوان ، " المشتقات المالية "، دار النشر للجامعات، القاهرة ، مصر ، الطبعة الأولى، 2005 - ص 40

²عبد الغفار حنفي و آخرون، " الأسواق المالية "، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، مصر، طبعة 2006- ص30

³أيمن عزت الميداني ، " الإدارة التمويلية"، العبيكان للنشر، الرياض ، السعودية، الطبعة الثالثة -1999- ص534

يستثمرون هذه المدخرات المجمعة من أجل زيادة أرباحهم وكذلك تحقيق زيادة في المستوى الحقيقي للإقتصاد سواء في الإنتاج أو الخدمات ؛
تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الإستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات و الحكومة كأطراف إقتصادية رئيسية ؛
ربط الأسواق المالية للنشاطات الإستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الإستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ وجود الأدوات المالية قصيرة الأجل بجانب الأدوات المالية طويلة الأجل ، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للإستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة والتي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها الجارية؛
كذلك تبرز أهميتها في الجوانب التالية
يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتها المتخصصة و خبراءها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية ؛

ضمان مناخ إستثماري يتسم بالشفافية بسبب إلزام الشركات بالإفصاح المالي؛
تساهم البورصة في إظهار كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية ، حيث أنها تمثل سلطة رقابة خارجية غير رسمية ، فالشركات التي لا تتبع إدارتها سياسات إستثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية وترتفع أسهمها في السوق ، وبالعكس فالأخرى تنخفض أسهمها في السوق ؛
يعتبر وجود سوق أوراق مالية نشيط عاملا أساسيا في تطوير سوق رأس المال الأولي أو سوق الإصدار حيث تجعل الإصدارات الجيدة أكثر قابلية للتسويق مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار.

المطلب الثاني العوامل التي أدت إلى نشأة وتطور السوق المالي:

ساعدت عوامل كثيرة على نشوء وتطور الأسواق المالية وزيادة أهميتها ومنها ما يأتي¹
توفر قدر أكبر من الدخول القومية والفردية ، والذي أتاح قدرا أكبر من الإدخارات نتيجة حالة تطور في الدول المتقدمة ، ونتيجة الإرتفاع الملموس في الدخول في الدول النامية رغم تطورها النسبي والمحدود ، و هذا أدى في النهاية إلى حاجة أكبر لإستخدام هذه الإدخارات والتحقق بقدر أوسع من أجل تحقيق عائد مقابل ذلك عن طريق إستخدامها في أسواق رأس المال والأسواق النقدية ؛
محدودية مجالات إستخدام الموارد المالية سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية ، رغم الإختلاف في أسباب هذه المحدودية وهو الأمر الذي إقتضى البحث عن مجالات إضافية وبديلة لإستخدام هذه الموارد المالية في السوق المالي، حيث نجد أن الدول المتقدمة تتوفر على بنية تحتية مهمة من طرق ، سدود، مرافق أخرى وغيرها ، لهذا فإنها لا تحتاج إلى الأموال الفائضة لديها للإستخدام في هذا المجال بل تبحث لها عن إستخدامات أخرى سواء داخل هذه البلدان أو خارجها في الدول النامية ، بينما بالنسبة للدول النامية الأمر يختلف حيث أن محدودية إستخدام الموارد المالية فيها رغم حاجتها الماسة لمثل هذه الموارد يرتبط بضعف

¹: فليح حسن خلف ، " الأسواق المالية و النقدية " ، عالم الكتب الحديث للنشر ، عمان ، الأردن ، طبعة -2006-ص13.

قدرتها على مثل هذا الإستخدام في المجالات الواسعة سواء في تمويل إقامة مشاريع إنتاجية أو مشاريع البنى التحتية ؛

الحجوم الكبيرة و الضخمة للمشروعات في الوقت الحاضر وبالذات المساهمة منها ، و التي يرافقها عادة إستخدام واسع للتكنولوجيا المتطورة ذات الكثافة الرأسمالية العالية ، وكلها عوامل تؤدي إلى زيادة حاجة مثل هذه المشروعات إلى الموارد المالية الضخمة ، و التي تعتمد في توفير بعضها على ما يتاح من موارد مالية في الأسواق المالية و بذلك يسهم هذا الأمر في توسيع عمل الأسواق هذه و تطويرها .

إضافة إلى العوامل التي سبق ذكرها توجد عوامل أخرى تتمثل في ¹ حدوث إنقلاب صناعي في أوروبا و تحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير فظهرت الحاجة الماسة إلى الكمية الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات؛ إنشاء المدن إثر الثورة الصناعية و إزدحامها بالسكان إحتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية فإقتضى ذلك وجود سوق عالمي للإتجار في الحاصلات الزراعية فنشأ فريق من التجار سمو بالمضاربين ، و فريق آخر من تجار الجملة فنشأت البورصات لتكون الملتقى و المنظم لتلك المعاملات بين الفريقين ؛ لجوء الحكومات إلى الإقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية ، و البحث عن أسواق لصرف منتجاتهم . لجوء الشركات إلى الإقتراض ، و تقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهن يمكن أن تباع في أي وقت ، رغبة من هذه الشركات في إزدياد رأسمالها .

إذن و من خلال هذه العوامل و أخرى تم إنشاء السوق المالية بشقيها النقدي و رأس المال ، لكن في بداية نشأتها كانت أسواق ضيقة و تعاملاتها محدودة لكن مع توفر عوامل أخرى مساعدة تطورت السوق لمالية و إزدهرت مع مرور الزمن و ذلك من خلال

زيادة عدد المؤسسات المالية الوسيطة ، و زيادة درجة تنوعها و حجومها و التي تتولى مهمة الوساطة بين المدخرين و المستثمرين ، و ما يتوفر لديها من موارد مالية ضخمة تسهم في توسيع عمل السوق المالي عن تطور الوسائل و الأدوات التي طريق معاملاتها الضخمة في هذه الأسواق عن طريق عمليتي العرض و الطلب ؛ يتم إستخدامها في الأسواق المالية ، و بشكل يتزايد و يتنوع إلى حد كبير و بإستمرار ، حتى توفر هذه الأسواق للمدخرين مجالات عديدة لإستخدام مدخراتهم عن طريق إستثمارها فيها ، و هو الأمر الذي يسهم في تطويرها الخدمات المتعددة و المتنوعة التي توفرها أدوات رأس المال ، و الأسواق النقدية للمتعاملين فيها و التي تتسع و تتطور بإستمرار وبالذات من خلال تنظيم عمل هذه الأسواق ، و التطور في وسائل الإتصال ، و في نظم المعلومات التي توفر لكل المتعاملين المعلومات الكافية التي تشجعهم على التعامل فيها ، وهو ما يسهم بالضرورة في تطوير الأسواق المالية ؛

الحوافز التي تقدم للمتعاملين في هذه الأسواق من خلال قيامها بعملها عن طريق الوسطاء و الفنيين و الخبراء من خلال محاولة تدنية الخطر و زيادة العائد؛

¹: الأولى، لبنان، الطبعة بيروت، المعاصر ، دار الفكر "إسلامي منظور من المالية الأوراق بورصة"البرواري، إسلام محمد شعبان -2000 ص34

الإتجاهات الحديثة والتي تتضمن الحد من القيود و الإجراءات و القوانين التي تعيق عمل هذه الأسواق ، و التوجه نحو الأخذ بقوانين تدفع نحو التوسع في التعامل بهذه الأسواق مثل حرية تحويل الأموال و غيرها ؛

ترابط إقتصاديات دول العالم عموما و زيادة العلاقات الإقتصادية فيما بينها و التي من بينها حرية حركة رؤوس الأموال و إنتقالها بين الدول عن طريق إلغاء القيود التي تحد من هذه الحركة ، وما يساهم في تعاملات واسعة في الأسواق من خارج حدود الدولة التي توجد فيها هذه الأسواق بحيث تضاف هذه التعاملات إلى التعاملات المحلية فيها ، و هذا الشكل يؤدي إلى تطور لافت فيها .
ومن خلال ما سبق يمكن وضع تصور يبين المراحل التي نشأت و تطورت من خلالها الأسواق المالية كما يلي:¹

المرحلة الأولى : وهي المرحلة التي تمثل بدايات مراحل تطور السوق المالي ، حيث نجد أن عدد محدود من البنوك الخاصة و الصيرافة و إرتباط وجودهم مع تحقيق إرتفاع نسبي في الدخل أتاح إرتفاع نسبي في الإدخارات التي أتاحت الإستثمار في عدد من المشروعات التجارية و العقارية ، و زيادة حجم هذه المشروعات الذي يستدعي توجيهها نحو البنوك للإقتراض منها لتلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لعملها ، و التوسع في هذا العمل .
المرحلة الثانية : هي المرحلة التي إرتبطت بالتطور الذي تحقق في المرحلة الأولى ، و المتمثل بظهور بعض البنوك و الذي فرض الحاجة إلى ظهور السلطات النقدية و المركزية من اجل العمل على تنظيم عمل المصارف التجارية و السيطرة عليها و توجيهها في هذه المرحلة ، هنا تم إضافة أعمال و نشاطات أخرى للبنوك التجارية منها خصم الأوراق التجارية و منح القروض و التسهيلات .
المرحلة الثالثة : وهي المرحلة التي إرتبطت بتطور النشاطات الإقتصادية عموما ، و الإنتاجية منها خصوصا و بالذات تلك التي تحتاج إلى تمويل متوسط و طويل الأجل ، و هذا أدى إلى ظهور المصارف المتخصصة و التي توفر هذا النوع من التمويل للمشروعات التي تنوعت و إتسعت .
المرحلة الرابعة : وهي المرحلة التي إرتبطت بالتطور الإقتصادي عموما ، و بالتطور الذي حصل في أسواق المال خاصة من خلال تنوع الأدوات المالية المتداولة بها ، و هو الأمر الذي سهل إرتباط السوق النقدي بالسوق المالي .

المرحلة الخامسة : وهي المرحلة التي تضمنت التطور الأكبر في الأسواق المالية من خلال تطور عمل هذه الأسواق حيث تم الدمج بين سوق رأس المال و السوق النقدي حيث أصبحت كأنها سوق واحدة ، كذلك تميزت هذه المرحلة بزيادة إندماج الأسواق المالية المحلية بالدولية نتيجة زيادة العلاقات الإقتصادية ما بين الدول و زيادة إرتباط السوق ببعضه ببعض خاصة بعد ظهور البورصات العالمية و إتساع عملياتها عددا و حجما .

و كنتيجة لما سبق تطورت الأسواق المالية و نشاطاتها بدرجة كبيرة في كافة الدول و على نطاق عالمي .

المطلب الثالث لمتطلبات الملائمة لتكوين أسواق المال و العوامل اللازمة لنجاحه
من أجل إنشاء سوق مالي يجب توفر تكامل بين المتطلبات الملائمة لتكوينه و بين العوامل المساعدة لنجاحه.

¹ : فليح حسن خلف ، " الأسواق المالية و النقدية " ، مرجع سابق - ص 15

1:- المتطلبات الملائمة لتكوين أسواق المال¹

لقيام سوق مال لا بد أن تتوفر مجموعة من المتطلبات أو الشروط ويمكننا إجمالها كالآتي:

أ - وجود جهاز مالي مصرفي متكامل :

يعتبر الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية ككل الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي ، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساسي الذي يعمل على تعبئة المدخرات ، ثم تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم

ب - توفر الإستقرار السياسي للدولة : وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب

وعلى الدولة أن تؤمن لهم إنتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم .

ج - تشجيع القطاع الخاص:

يتطلب قيام أسواق المال أن يكون المساهم الأساسي في السوق هو القطاع الخاص ولتحقيق ذلك يجب:

- تبني سياسة ليبرالية قائمة على إقتصاد السوق ؛

- توفر الأطر القانونية والتشريعية المناسبة والتي تحفز هذا الدور؛

- منح القطاع الخاص بعض المزايا لتدعيم دوره في الإقتصاد ككل .

د - القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى إستثمارات :

ويتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية من الأدوات المالية التي تتناسب ورغبات جميع

المستثمرين بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الإستثماري وتهيئة السبل أمام الإستثمار في الأوراق المالية .

هـ - الإهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها :

تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لا بد أن يكون مصاحب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر و

كل مدخر الفرصة التي قد يحتاج فيها إلى توظيف أمواله، ولا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في

الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين وحتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جديدة .

2- عوامل نجاح السوق المالي:²

كما أنه لقيام أو لنشأة أي سوق مالي عدة شروط ومتطلبات يجب توفرها ، كذلك لنجاح هذا السوق هناك

عوامل أخرى سواء كانت أساسية أو مكملة تتحد لتحقيق هذا الهدف .

أ- العوامل الأساسية : ويمكن تمثيلها فيما يلي

- وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية

التي تضفي صفة المنافسة الكاملة وتمنع الإحتكار والنصب والإحتيال ؛

- إتباع السياسات التي تشجع الإدخار والإستثمار ؛

- توفر المشاريع ذات الجدوى الإقتصادية والربحية المجزية ، والتي تسمح بإستيعاب رأس المال المعروض ؛

- توفير شبكة جيدة من المتعاملين والوسطاء في السوق ؛

- إضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية وإخراجها من الإطار العائلي ؛

¹ : شعبان محمد إسلام البروراري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دارالفكر المعاصر، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى 2000 ص 34

² : فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 14

- وجود معلومات كثيرة و متنوعة عن الأدوات المالية المدرجة و المتوفرة في السوق المالي مبينة خصائصها و مستوى خطورتها، إضافة إلى العدد المعقول لهذه الأوراق في السوق ؛
- وجود عمق كافي في السوق من حيث كثافة التداول ووجود قاعدة عريضة من صغار و كبار المستثمرين بحيث لا يستطيع مضارب مهما بلغت قوته التأثير في حركة الأسعار بشكل غير طبيعي .
- ب- العوامل المكتملة : و تتمثل فيما يلي :
- وجود حد أدنى من الإستقرار الإجتماعي داخل الدولة ؛
- إرتفاع المستوى المعيشي و الدخول في المجتمع لزيادة نسبة الإدخار ؛
- الحرية الكاملة في التعامل بالسوق فالمدخر يتعامل بإختيارية في السوق التي تستقطب هذه الأخيرة.

المبحث الثاني: الإعتبارات المختلفة لتقسيم الأسواق المالية

بما أن الأسواق المالية تتميز بالتنوع والإختلاف فإن عملية تقسيمها تعتمد على عدة معايير ، فمنها من يعتمد على معيار آجال العمليات ، و آخر يعتمد على نوع المنتجات المتداولة و معيار آخر يعتمد على توقيت الإصدار كما سيتم إبرازه في هذا المبحث.

-المطلب الاول التقسيم حسب معيار آجال العمليات من خلال هذا المعيار يبرز لنا نوعان من السوق المالي هما سوق رأس المال و سوق النقد .

1 سوق النقد :

يمثل هذا السوق مجال تداول الأصول قصيرة الأجل ، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت و الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت ، من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية و بعض الجهات الحكومية التي تتعامل معها في تلك الأوراق 1. و تعتبر هنا الورقة صك مديونية يعطي لحاملها الحق في إسترداد مبلغ من المال لاحقاً في مدة لا تزيد عادة عن سنة ، إلا أنه يمكن أن يتخلى عن تلك الورقة قبل الموعد المحدد و ذلك من خلال خصمهما في السوق الثانوي .

2- سوق رأس المال : سوق رأس المال هو الشق الثاني للسوق المالية ، حيث تعرف بأنها سوق التمويل للإستثمارات المتوسطة و الطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال و القطاع الحكومي و العائلي أو هي سوق إيدار شبه سائل ، و الإئتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الإستثماري 2. هذه السوق تتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل التي تستحق بعد أزيد من عام كالسندات و التي ليس لها تاريخ إستحقاق مثل الأسهم ، و تلعب أسواق رأس المال الدور الحيوي في تطوير منشآت الأعمال و نموها لأنها تمثل قناة لتدفق الأموال¹.

المطلب الثاني التقسيم حسب معيار المنتجات المتداولة²:

حيث نجد وفقاً لهذا المعيار ثلاثة تقسيمات و هي :

1.- بورصة السلع : بورصة السلع هي جمعية الأفراد أو الشركات التي تمنح سوقاً حرة لبيع و شراء مختلف السلع بصفة تنافسية و دائمة (كالحبوب و اللحوم و المعدن و الخشب ...) ، و عليه فإن بورصة السلع أو كما تعرف ببورصة التجارة وهي ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة و المشترون للسلع المختلفة . خاصة تلك السلع التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة و عدم تلفها بسرعة كالفواكه و إمكانية قياسها و الوحدات ، و من أهم تنميطها ، أي هناك تشابهاً كبيراً بين وحدات السلعة يجعل عينة فقط تمثل باقي بورصات السلع في العالم نجد بورصة شيكاغو للتجارة التي تأسست عام 1848م و بورصة لندن للمعادن التي أنشأت عام 1877م.

2. سوق الأوراق المالية

يعرف سوق الأوراق المالية أو البورصة بأنه ذلك السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية و الأسهم الممتازة و السندات و هي الأدوات التي تزيد مدة إستحقاقها على سنة مثل

¹ : محمد يوسف، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان، الطبعة الأولى 2004 ص 13

² : محمد الصيرفي: "البورصات"، دار الفكر الجامعية ، الإسكندرية، مصر، ص-ص 36-37

السندات أو التي لا إستحقاق لها مثل الأسهم وتمتاز هذه الأسواق بكونها أسواق جملة و تجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم ، والمتعاملون بها هم الجمهور والشركات والبنوك والحكومة ، ويتم التعامل في هذه السوق بصفة فورية أو عن طريق العمليات الآجلة حيث يتم الإتفاق على يوم التسليم وسعر التبادل.

3- أسواق القروض

تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل الإلتقاء بين الجهات المحتاجة إلى التمويل الخارجي بمختلف آجاله و بين الجهات صاحبة الفوائض المالية ، ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض المتوسطة والطويلة و سوق القروض قصيرة الأجل.

المطلب الثالث التقسيم حسب معيار توقيت الإصدار:

يمكن أن نقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى سوق أولية أو سوق إصدار و إلى سوق ثانوية أو سوق تداول كما يلي :

1-تقسيم سوق النقد: تنقسم هذه السوق بدورها إلى سوق إصدار (سوق أولية) و سوق للتداول (سوق ثانوية)

أ- السوق الأولية: وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال و مكانة المقترض و سمعته المالية .

ب - السوق الثانوي : وهو السوق الذي يجري تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل فيه، وبأسعار تتحدد حسب العمليات التي تتم في كل منها و هما سوقا الخصم والقروض قصيرة الأجل .

ب1- : سوق الخصم : سوق الخصم هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الإئتمان قصيرة الأجل ومن أهمها الأوراق التجارية العادية (كمبيالات ، سندات إذنية ، قبولات مصرفية ، أدونات خزينة) قبل موعد إستحقاقها .

ب2- : سوق القروض قصيرة الأجل : وتتمثل هذه القروض في جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد و سنة كاملة ، و يكون قوامها الأساسي من المشروعات و الأفراد من ناحية و المصارف التجارية و بعض مؤسسات الإقراض المختصة في منح الإئتمان قصير الأجل من ناحية أخرى .

2. - تقسيم أسواق رأس المال¹

يمكن تقسيم أسواق المال حسب هذا المعيار إلى سوق أولي و آخر ثانوي و الذي يحتوي بدوره على سوق منظم و آخر غير منظم كما يلي:

أ- السوق الأول :

يقصد بالسوق الأول أو سوق الإصدار السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقا مالية قامت بإصدارها لأول مرة ، لحساب منشأة أو جهة حكومي و عادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الإستثمار الذي عادة ما يكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة مثل مؤسسة بوسطن الأولى ومورجان ستانلي في الولايات المتحدة الأمريكية ، و في المنطقة العربية عادة ما يتولى المهمة أحد البنوك التجارية المحلية

¹ : عيد الغفار حنفي و آخرون: " الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 34

ب - السوق الثانوي :

يقصد به سوق التداول أو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها من خلال السوق الأولي ، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الإستثمار ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة وغير المنظمة .

ب 1- السوق المنظم:

السوق المنظم أو ما يطلق عليه مصطلح البورصات يتسم بأن له مكانا محددًا يلتقي فيه سماسرة البائعين والمشتريين نيابة عن عملائهم ، وفي ظل تطور سبل الإتصال أصبح إشتراط المكان ليس بضروري، وهذه البورصات تخضع لقوانين تحكمها وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال العرض والطلب .

ب 2 :- السوق غير المنظم :

يطلق إصطلاح السوق غير المنظم على المعاملات التي تتم خارج البورصة أو ما يطلق عليه الذي تتولاه بيوت السوق الموازي أو المعاملات على المنضدة over the counter السمسرة و ،

التي تعتبر كل منها سوقا مستقلا بنفسه ، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات ، إذ تتم من خلال شبكة إتصالات قوية تتمثل في أطراف للحاسب الآلي ، أو غيرها من وسائل الإتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين من خلال شبكة الإتصال هذه يمكن للسماسر المستثمر أن يجري إتصالاته بالتجار المعنيين يختار من بينهم من يقدم لهم أفضل سعر ، لذا عادة ما ينظر إلى

الأسواق غير المنظمة على إعتبارها طرقا لإجراء المعاملات أكثر منها مكان لإجراء تلك المعاملات

السوق الثالث :

يمثل السوق الثالث قطاع من الأسواق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة مثل بورصة نيويورك ، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق ، و تمثل هذه البيوت في الواقع أسواقا مستمرة على إستعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية . وقد كان الدافع لخلق هذا السوق هو عدم تمتع المؤسسات الإستثمارية الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة وعليه فقد وجدت تلك المؤسسات ضالتها في السوق الثالث الذي يتيح لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة .

كذلك شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظم على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة ، أيضا عدم كفاية ما لديهم من رأسمال لمواجهة الأوامر الضخمة .

السوق الرابع :

يقصد به المؤسسات الإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعها للسماسرة ويتم اللقاء بين البائع والمشتري من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة ويساعده في ذلك شبكة الإتصالات القوية .

المبحث الثالث : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية ومدى كفاءة هذا السوق

في السوق المالي وبشقيه السوق النقدي و سوق رأس المال تتداول عدة أنواع من الأوراق يختلف في عدة معايير من حيث كونها صك ملكية أو دين ، وكذلك ورقة قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وهذا ما سيتم توضيحه في هذا المبحث .

البنك الذي قبل التعهد من البداية ، ولهذه الكمبيالات سوق ثانوي يتمثل في البنوك التجارية وبعض بيوت السمسرة ، هذا ويتراوح تاريخ إستحقاقها بين شهر وستة أشهر.

المطلب الأول التداول في سوق الاوراق المالية.

1:- الأوراق التجارية

تتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات يتراوح تاريخ إستحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة أشهر وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع ، وعادة ما تحصل تلك المنشآت على إئتمنان مفتوح لدى بعض المصارف التجارية تقوم بمقتضاه تلك المصارف بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الإستحقاق وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق ، ومن كل هذا يمكن إستخلاص أربع سمات لها وهي :

- من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصول من المنشأة بل أن الضامن الأساسي هو سمعة المنشأة و مكانتها :

- إلتزام المصارف بالسداد يجعل مخاطر الإستثمار في تلك الأوراق محدود أي أن معدل الفائدة يكون منخفضا و يعادل تقريبا معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية :

- تساهم طبيعتها في خلق سوق ثانوي نشط يتمثل في بعض بيوت السمسرة و المصارف التجارية ؛

- من أجل حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات مثل مؤسسة ستاندر أند بورز في الولايات المتحدة الأمريكية دليلا خاصا بأسماء المنشآت التي تصدر مثل هذه الأدوات .¹

2- قرض فائض الدولار الأوروبي

يعتبر قرض فائض الدولار الأوروبي من أدوات الدين قصيرة الأجل و تتمثل في الودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف الإقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج عندما تحتاج إلى موارد مالية و أصبحت الودائع بالدولار الأمريكي تمثل مصدرا هاما للموارد المالية للمصارف الأمريكية.

3- إتفاقيات إعادة الشراء

هي عبارة عن إتفاقيات تعتمد على القروض القصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها عادة بين يوم واحد و أسبوعين ، و تستخدم هذه الإتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين و ذلك عن طريق شراء أوراق مالية قصيرة الأجل مثلا أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترات قصيرة جدا على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الورقة المالية في وقت لاحق حين تنتهي حاجته إلى تلك الأموال ، و ذلك بسعر أعلى بقليل من سعر الشراء المشتري بها لأول مرة ، و بذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض و تحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري

¹ : أحمد بوراس ، " أسواق رأس المال" ، مرجع سبق ذكره، ص 75

تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة ، و تستخدم هذه الإتفاقيات من قبل المتاجرين الكبار بالأذونات الحكومية و ذلك لتمويل أعمالهم¹

4 قرص فائض الإحتياطي الإلزامي

هو قرص يمكن للبنوك التي لها فائض في الإحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه و لا تعتبر تلك أوراق مالية بالمعنى الواسع ، و ذلك لأنها تتمثل في تعهد غير مكتوب يلتزم بموجبه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون السوق ، هذا بالرغم من أن هذا التعهد يجب أن يكون مضمونا من قبل البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الإحتياطي .

عادة ما تكون مدة القرض في حدود ليلة بهدف سد العجز في الإحتياطي الإلزامي إلا أنه يمكن تحديدها إذا كانت هناك رغبة لإستثمارها لاحق ، حينها يصبح من الضروري طلب التمديد يوما بيوم ، حيث يكون البنك المركزي بمثابة الوسيط بينها ، أو أن يتم الإتصال مباشرة بين تلك البنوك أو الإستعانة بسمسار متخصص .

5- أذونات الخزينة

تمثل أذونات الخزينة أوراقا حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ إستحقاقها عن السنة و لضمان إستمرارية وجود تلك الأذونات تحرص الحكومات على إصدارها دوريا ، و تتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية ، فهي عادة ما تباع بسعر أقل من قيمتها الإسمية و في تاريخ الإستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الإسمية المدونة على المستند و يمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر²

المطلب الثاني الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال :

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم و السندات التي تصدرها مختلف المنشآت السلعة الرئيسية المتداولة في سوق رأس المال الفورية فهي تعتبر صكاً لإثبات حق في أصل معين و في التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين بين حقوق و مطالب المستثمر هذا بالإضافة إلى الأوراق المشتقة المستعملة في السوق الأجل³.

1- الأسهم :

الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تتداول في سوق الأوراق المالية إلى جانب الأوراق الأخرى كالسندات و المشتقات المالية.

أ- تعريفها: السهم عبارة عن شهادة ملكية لجزء من رأسمال الإجماعي في إحدى الشركات و يطلق على مالكي هذه الأسهم حاملو أسهم و يتحدد رأسمال الشركة ذات المساهمة من عدد من الأسهم ب- أنواعها: يمكن تمييز نوعين أساسيين هما الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.

ب1 - الأسهم العادية :

السهم العادي كصك ملكية في رأسمال المؤسسة له عدد من القيم المتمثلة في القيمة الإسمية ، القيمة

¹: السيد متولي عبد القادر، " الأسواق المالية و النقدية في عام متغير"، مرجع سبق ذكره، ص: 94

²: عبد الغفار حنفي و آخرون: " الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 36

³: منير إبراهيم هندي: " أساسيات الإستثمار و تحليل الأوراق المالية"، المعارف للنشر ، مصر، الطبعة الثانية، 2006 ص-ص 33 -47

الدفترية ، القيمة السوقية و القيمة التصفوية .

o القيمة الإسمية : وهي القيمة المدونة على قيمة السهم ، وتظهر عند تأسيس الشركة ؛

o القيمة السوقية : وهي عبارة عن قيمة السهم في السوق المالي وتتأثر بعدة عوامل منها العرض والطلب ، توقعات المستثمرين، والمحللين الماليين ، الأوضاع الإقتصادية ، مدى أو مستوى الإستقرار السياسي وغيرها من العوامل التي لا يمكن ذكرها كلها ؛

o القيمة الدفترية : تعادل قيمة حقوق الملكية (الإحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية)

مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة ؛

o القيمة التصفوية : تساوي قيمة لصافي التصفية أي

(القيمة السوقية للأصول – الإلزامات. والمستحقات) / عدد الأسهم العادية المصدرة

ب. 2 الإتجاهات الجديدة للأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم العادية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع عديدة منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية المضمونة القيمة المتمثلة فيما يلي¹ :

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل ، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين .

الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة :

و الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل الضريبة ، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها بخخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي قدمت قرضا لصندوق العاملين من الفوائد التي تحصل عليها .

الأسهم العادية المضمونة :

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته وذلك في 1984 لأول مرة حالة إنخفاض قيمته السوقية ، إلا أنه ظهرت في الولايات الأمريكية المتحدة عام أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا إنخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

ب. 3- الأسهم الممتازة :

تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات ، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية إضافة إلى خصائص أخرى 1 . يتم إصدار الأسهم الممتازة بفئات مختلفة قياسا للمزايا

¹: جميل الزيدتين، " أساسيات في الجهاز المالي "، مرجع سبق ذكره ص 37 .

التي تتوفر في كل فئة منها سواء كان ذلك بالنسبة للمستثمر أو الجهة المصدرة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح أو من حيث القابلية للتحويل إلى أسهم عادية أو قابليتها للإستدعاء من قبل الشركة التي أصدرتها.
ب 4- أنواع الأسهم الممتازة : تنقسم الأسهم الممتازة إلى عدة أنواع تتمثل في ما يلي¹.
الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح :

إن الأرباح غير الموزعة على حملة الأسهم الممتازة في سنة معينة سواء كان ذلك بسبب عجز الشركة عن دفع أرباحه أو عدم إعلانها عن توزيعات لأي سبب كان ، فإن القاعدة في مثل هذه الحالة تقتضي بتدوير الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة لأخرى وإلزام الشركة بدفعها بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق حيث يسقط حق المساهم العادي بالمطالبة بتوزيعات أرباح السنوات السابقة .

الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح :

هذا النوع من الأسهم الممتازة يوفر لحامله ميزة إضافية تتمثل في حق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطاء مالك السهم الممتاز بعد حصوله على نصيبه من الأرباح الحق بمشاركة المساهمين في حملة الأسهم العادية بالأرباح المقرر توزيعها إما بالكامل أي دون أن يكون هناك حدا مقيدا أو تكون المشاركة جزئية بمعنى أن يكون هناك حدا أقصى للمشاركة في الأرباح.

الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء :

بموجب هذا النوع من الأسهم الممتازة تستطيع الشركة أن تلزم حامل السهم الممتاز بإعادته إلى الشركة بعد فترة معينة من تاريخ إصداره و بسعر معين ويكون ذلك عادة بهدف تقليص مساهمات حملة الأسهم الممتازة .
الأسهم الممتازة القابلة للتحويل :

تتمتع الأسهم الممتازة أيضا بميزة تحويلها إلى أسهم عادية ، وهذا النوع من الأسهم الممتازة يتيح لحاملها أولوية الحصول على نصيبه من الأرباح تجاه حملة الأسهم العادية وفي الوقت نفسه توفر له وفرصة تحويلها إلى أسهم عادية عندما يرتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية².

2 السندات : هي ثاني نوع من الأوراق المالية المتداولة بعد الأسهم

أ- تعريفها : السند يمثل جزءا من قرض ، و المقترض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة فتوجد لدينا

سندات حكومية و سندات شركات المساهمة ، و حامل السند يعتبر مقرضا و يستحق فائدة ثابتة سنويا

مقابل إستثمار أمواله في شكل سندات ، و السند عادة يكون ورقة مالية طويلة الأجل

ب - أنواعها : يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات إضافة إلى السندات التقليدية

ب.1- سندات لا تحمل معدل كوبون :

أي لا تعطي فائدة لدى إقتنائها ، و إنما يتم بيعها بسعر خصم كبير من قيمتها الإسمية و ذلك لأن الشركات التي تقوم بإصدار مثل هذه السندات سوف تتخلص من دفع الفوائد الدورية و يستفيد من يقتني مثل هذه السندات من قيمة الخصم الكبير المقدم إليه .

ب.2 سندات ذات فائدة متحركة (عائمة):

¹ : زياد رمضان ، " مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي "، دار وائل للنشر ، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005 ص 124
² : عاطف وليم أندراوس، " السياسة المالية و أسواق أوراق المال "، شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية ، مصر، طبعة 2005 ص 23

من المعلوم أن أسعار الفوائد على السندات تكون ثابتة ، لكن بسبب الموجات التضخمية أدى ذلك إلى إبتكار نوع من السندات ذات فائدة عائمة أي متغيرة بحيث تتغير كل ستة أشهر تبعاً لأسعار سندات أخرى حيث يتم بذلك تجنب تأثير التغيرات التضخمية على السندات بسبب وجود العلاقة العكسية ما بين سعر الفائدة و أسعار السندات .

ب 3 سندات رديئة :

تتميز هذه السندات بارتفاع معدل عوائدها مع إرتفاع مستوى مخاطرها لأنها تصدر من شركات تعاني من صعوبات مالية أو لتمويل عمليات الإندماج بين الشركات أو لتمويل الشركات المعاد هيكلتها

ب 4- سندات الدخل :

وهي تلك السندات التي يتم دفع الفوائد لها عندما تكتسب الشركة دخلاً ، إذ لا يجوز حينها المطالبة بالفوائد عندما لا تحقق الشركة أرباحاً .

ب.5 سندات مشاركة :

تعطي للمستثمر ليس الحق فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من الأرباح .

ب. 6- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم :

يقصد بها تلك السندات التي يستطيع حاملها إستبدالها بأوراق مالية أخرى خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة وبذلك يصبح من ملاكها ، وتتم عملية التمويل وفقاً لشروط محددة مسبقاً و خلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار. وهكذا يمكن لحملة هذا النوع من السندات الإستفادة من العوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبياً والتحول إلى مساهم والحصول على أرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية ، وعادة ما يكون هذا النوع من السندات قابل للإستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها إلى تحويلها إلى أسهم عادية .

3_ المشتقات المالية :

المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل قيمة العقد، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم و السندات و السلع ... ، وتسمح للمستثمرين بتحقيق مكاسب أو خسائر إعتقاداً على أداء الأصل موضوع العقد .

فالأوراق المشتقة تسمى أيضاً بالأوراق المبتكرة أو المشتقات المالية وهي أوراق مالية تعتمد فيها على قيم متغيرات أخرى أصلية ، ومن أبرز هذه المشتقات نجد عقود الإختيار و العقود المستقبلية ، عقود المبادلة و العقود الآجلة¹ .

أ - عقود الإختيار : عقد الإختيار هو أحد العقود التي تتداول في أسواق العقود المستقبلية ، وذلك لحماية المستثمرين من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية ، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح ، ونجد بأن هناك نوعين أساسيين من عقود الإختيار الذي يعطي الحق في شراء و ثانيهما الإختيار الذي يعطي الحق في البيع ، حيث يتيح إختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر إنخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها . بينما خيار الشراء فيكون إعتقاد المستثمر على توقعاته لإرتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلاً إلى إمتلاك إختيار يعطيه الحق في

¹ : محمد الحناوي و آخرون، " الإستثمار في الاوراق المالية و إدارة المخاطر"، دار الفكر الجامعي، مصر ، طبعة 2006 ص 16

- شراء إختيار شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه و بسعر متفق عليه مقدما .
- ب - عقود المستقبلية: هي عقود آجلة لكنها قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر معين محدد سلفا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق ، وتهدف العقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد و من ثم أسعار الأصول المالية 3. من أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد ، و نظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة ، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم .
- ج - العقود الآجلة : العقد الآجل هو إتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد و في ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل ويلزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ.
- العقود الآجلة تكون بصفة عامة معيارية، وهذا يعني أن كلا من البائع والشاري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فإن هذا العقود تتميز بنوع من المرونة ، هذه العقود لا تتميز بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية ، فإذا رغب البائع أو المشتري في الخروج من الإتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخري محل له و يقبل أن يتم بيع العقد له .تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر العجز عن السداد أو الوفاء بالإلتزام محل العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد و تتحقق قيمة العقد في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد.
- د - عقود المبادلة : عقد المبادلة هو إتفاق بين طرفين على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية ، وهو عقد ملزم لطرفي العقد كما أن المكاسب و الخسائر لا يتم تسويتها يوميا ، و يعتبر عقد المبادلة لأسعار الفائدة أبرز هذه العقود ، و لتجنب مخاطر تغيير أسعار الفائدة يقوم الطرف الأول في العقد بدفع فائدة ثابتة على أن يتحصل على فوائد متغيرة خلال مدة العقد ، فإذا كان معدل الفائدة المتغير (متوسط معدلات الفائدة المتغيرة) أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحقق المستثمر مكاسب على حساب الطرف المحرر العقد و العكس صحيح .
- _المطلب الثالث كفاءة سوق الأوراق المالية :**
- كفاءة سوق الأوراق المالية مصطلح يتعلق بالعلاقة بين الورقة المالية و نوعية المعلومة المتوفرة كما سيتم إظهاره أدناه.
- 1_ مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية :**
- تشير العلاقة ما بين أسعار الأوراق المالية و بصفة خاصة الأسهم و ما بين البيانات و المعلومات إلى مفهوم كفاءة السوق ، حيث إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و بين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة مثل إدارة المشروع الذي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية ، و المراجعين الذين يقومون بإعداد هذه القوائم، و المستثمرين الذين يقومون بشراء و بيع الأوراق المالية و المنافسين . إن كل فئة من هذه الفئات و لأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأوراق المالية و بتأثير هذه المعلومات على هذه الأسعار، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج إقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل.

2. أنواع و مستويات كفاءة السوق : يتميز السوق المالي بوجود نوعين من الكفاءة و ثلاث.

مستويات لها كما سيتم توضيحه .

أ- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية :

و في هذا الإطار يمكن لنا التمييز بين نوعين من الكفاءة و هما الكفاءة الإقتصادية و الكفاءة الكاملة.

أ. 1 - الكفاءة الكاملة : يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق عندما تتوفر الشروط التالية

- توفر المعلومات التامة حول السوق ؛

- تماثل توقعات المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم؛

- تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق ، و يستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية يشاؤون بيعا و شراء

- عدد المتعاملين في السوق كبير جدا، أي أن حجم الصفقة التي يقوم بها أحدهم لا تمثل إلا جزءا يسيرا

فقط من الحجم الكلي للسوق ؛

- يفترض توفر حالة الرشد عند المستثمرين ، أي أنهم يسعون إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع و

الشراء داخل السوق .

إذن يتضح من خلال هذه الشروط أنه من غير الممكن توفر حالة الكفاءة الكاملة نظرا لاستحالة استيفاء

شروط المنافسة التامة في سوق رأس المال أو في أي سوق أخرى.¹

أ. 2 الكفاءة الإقتصادية

في السوق الكاملة تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية نظرا لعدم وجود فاصل

زمني بين ورود المعلومات الجديدة حول حالة السوق و إنعكاسها على أسعار الورقة المالية ،

أما الكلام عن الكفاءة الإقتصادية للسوق يفترض وجود فاصل زمني بين تجدد المعلومات حول السوق ثم

إنعكاسها على أسعار الورقة المالية ، مما يجعل القيمة الإسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة

المالية لبعض الوقت على الأقل ، غير أن المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات و الضرائب و غيرها من تكاليف

الإستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن تحقيق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة

في المدى الطويل.²

ب - مستويات الكفاءة في سوق رأس المال :

يعتبر مفهوم الكفاءة مفهوما نسبيا وليس مطلقا، لذلك قسم الباحثون مستويات الكفاءة إلى ثلاث أقسام

أو مستويات هي :

ب. 1- المستوى الضعيف 2 : يعني المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي بأن الأسعار تعكس

المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل ، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم

إعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها

البعض ، و هو ما يعرف بالحركة العشوائية لأسعار الأسهم .

ب. 2- المستوى الشبه القوي 3 : دار الكثير من الجدل حول هذه الصيغة حيث إذا إتصف السوق

¹ : زياد فلاح الزبيدي، " دراسة إقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الإقتصادي للسوق المالي العراقي"، رسالة ماجستير منشورة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك 2009 ص 45

² : عبد الغفار حنفي و آخرون، "الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره ص 78

الصيغة شبه القوية فإن هذه المعلومة تنعكس في أسعار الأسهم ويرجع الجدل حول هذه الصيغة إلى أن المحلل الذي يحاول تفسير سبب التسعير غير العادل لسعر السهم بإستخدام المعلومات المستقاة من القوائم المالية فإن هذا يعتبر مضيعة للوقت لأن هذه المعلومات المنشورة منعكسة في السعر الحالي للسهم .

ب. 3- المستوى القوي : يقضي هذا المستوى بأن سعر السهم الحالي متأثر بجميع المعلومات العامة و المتاحة للجميع بشكل علني و تلك المعلومات التي تمتلكها قنوات خاصة ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم و كبار المتعاملين ، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى ولو إستعان بخبرات محللين و مستشاري الإستثمار في السوق ، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية تغيرت عشوائية مستقلة و إن كان هناك من يملك المعلومات الخاصة أو السرية فإن أسعار السوق لن تنعكس بالكامل على جميع المعلومات.¹

3 متطلبات تحقيق الكفاءة :²

يتطلب لتحقيق الكفاءة الإقتصادية لسوق رأس المال شرطين أساسين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل و عدالة السوق و درجة الإنضباط و الأمان بين المتعاملين و كفاءة التخصص .

أ- كفاءة التشغيل :

تعرف كفاءة التشغيل بأنها الكفاءة الداخلية ، و تعني قدرة السوق على تحويل الأموال و الموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة ، و تشمل هذه التكلفة على تكلفة الوساطة المالية و تكلفة تحويل الورقة المالية لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف بدرجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة إلى أدنى مستوى ممكن و أن يكون السوق قادرا على خلق توازن بين العرض و الطلب

ب - كفاءة التسعير :

وتسمى كذلك بالكفاءة الخارجية ، وهي تعني سرعة تكييف أو إستجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبير و أن لا يتكبد في سبيلها تكاليف باهضة إذ تكون هناك عدالة في تحقيق الأرباح، و يكون هناك تجنب حصول أرباح غير عادية.

ج - كفاءة التخصص :

إن المهمة الأساسية للسوق المالي هي تحويل الأموال ممن لديهم فائض مالي لمن لديهم عجز أو إحتياج ، وهي مهمة يجب أن تتم بكفاءة و هي كفاءة التخصيص ، إذن هي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية – بعد طرح هامش المخاطرة – و ذلك توافقا مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار مرتفعة و بيعها في حالة توقع هبوط السعر أو شراء أدوات يتوقع إرتفاع أسعارها و الأهم هو الحصول على أدوات تضمن عوائد مستقرة.

د- عدالة السوق :

بمعنى أن يتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات

هـ- درجة الأمان و الإنضباط بين المتعاملين :

¹ : أحمد بوراس ، " أسواق رأس المال" ، مرجع سبق ذكره، ص 36

² : عبد الغفار حنفي و آخرون: " الأسواق المالية" ، مرجع سبق ذكره، ص 43

يقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأفراد و الأطراف المتعاملة في السوق ، ومن الأمثلة على تلك المخاطر مخاطر الغش و التدليس و غيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف ، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذي يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة به.

خلاصة الفصل الأول :

إن السوق المالي والذي يقوم بجمع مختلف الوسطاء وأصحاب المدخرات وأصحاب الفوائض شأنه شأن الأسواق الأخرى يوفر نظاما فعالا لتبادل المنتجات والأموال وهو ذلك الإطار الذي يتحقق من خلاله التوازن ما بين الوفرة في الأموال والعجز في التمويل.

وبسبب التنوع الكبير الموجود في الأسواق المالية أمكن ذلك من تقسيمها حسب المعايير المختلفة حسب نوع المنتج إلى سوق سلع وقروض وسوق للأوراق المالية ، و حسب معيار آجال العمليات إلى سوق نقد وسوق رأس مال، و حسب معيار توقيت الإصدار إلى سوق إصدار وسوق تداول.

وتقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة عن طريق إستخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال، حيث أن هذا الأخير الذي يمكن أن يتصف بالكفاءة في حالة توفر كل البيانات فيه والمعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية .

الفصل الثاني

تصنيفات اسواق الاوراق المالية

المبحث الأول: السوق المالية في الدول الأكثر تقدما

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة

المبحث الثالث: الأزمات المالية

تمهيد :

لقد صاحب التطور الذي شهدته الدول الرأسمالية على اثر الثورة الصناعية تطور أسواق الأوراق المالية كنتيجة لزيادة الحاجة إلى التمويل، خاصة مع انتشار شركات المساهمة، صحيح كان بإمكانها توفير التمويل اللازم من داخل المنشأة من خلال الأرباح التي حققتها من تلك الفترة إلا أن النمو السريع المطلوب في الأصول يحتاج إلى توفير التمويل من خارج الشركة وهذا عن طريق إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات، فبدأ التعامل بمثل هذه الأوراق في أكبر الدول الرأسمالية كفرنسا وانجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، لكن هذا التعامل لم يكن له مكان محدد ولم يكن على درجة كبيرة من التنظيم، ولكن مع التطور التكنولوجي وتطور وسائل الاتصال عرفت بورصات تلك الدول تطورا وانتشارا كبيرين ساعد على رفع أداءها خاصة مع الحركة الكبيرة والسريعة للشركات المتعددة الجنسيات، فزادت حركة التداول بهذه الأسواق فأصبح السوق المالي الأمريكي من أكبر المراكز المالية حجما وأكثرها نشاطا كما كانت الولايات المتحدة الأمريكية دائما السبّاقة في الابتكارات المالية والتقنيات المالية الأكثر شهرة وأهمية على المستوى الدولي وإلى جانب السوق الأمريكي نجد الأسواق الأوروبية التي لا تقل أهمية عنه، أين نجد سوق لندن للأوراق المالية الذي يحتل مركز الصدارة على الصعيد الأوروبي، حيث عرف تطورا متلاحقا خاصة خلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، كما يتمتع السوق المالي الياباني بأهمية كبيرة حيث تحتل بورصة طوكيو الرتبة الثانية على الصعيد العالمي.

و إلى جانب هذه الأسواق الكبيرة توجد بالمقابل أسواق حديثة العهد سجلت اسمها في وسط الأسواق المالية كما ازدادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث فتحت هذه الأخيرة أسواقها واستقطبت تدفقات مالية ضخمة، إذ تحولت من طبيعة القيود المصرفية إلى طبيعة أوراق مالية فشهدت بذلك هذه الأسواق نموا كبيرا، وأكثر مظاهر تطور هذه الأسواق هو عملية توجيهها نحو التحرر المالي والعالمية سعيا وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية بهدف زيادة معدلات الاستثمار بها، ولكن هذا التحرر شكل لها مخاطر كبيرة إذ تسبب في حدوث أعنف الأزمات البورصية، كما أن الاندماج فيما بينها سرع انتشار الأزمة بها.

انطلاقا مما سبق سوف نتطرق من خلال هذا الفصل إلى العناصر الآتية:

-سواق الأوراق المالية الأكثر تقدما؛

-أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

-الأزمات البورصية.

المبحث الأول: السوق المالية في الدول الأكثر تقدما

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومة على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا، إنجلترا، وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في مباني خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

قد أدى التقدم التقني، في المعلومات والاتصالات في الدول الصناعية خاصة، إلى تنشيط التداول في البورصات العالمية، ومع التوسع في الشركات العابرة للقارات، والشركات المساهمة العامة زاد العرض من الأوراق المالية في البورصات، ومع ارتفاع معدل الادخار في تلك الدول استطاعت البورصات الدولية بالترويج الفعال للأوراق المالية أن تنشط الطلب على الأوراق المالية، واستطاعت الدول الصناعية الكبرى من خلال بناء الأسواق المالية أن توفر التمويل اللازم للشركات الجديدة والتوسع في الشركات القائمة.

سوف تقتصر هذه الدراسة على أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها أكفأ وأقوى البورصات العالمية، وكذا أسواق الأوراق المالية في بريطانيا واليابان وفرنسا، وذلك حتى تتمكن من استخراج نقاط القوة في هذه الأسواق وبخاصة الأمريكية منها وهي التي تمثل المقومات الفعالة لبناء سوق أوراق مالية، لذا تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب وهي:

-أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.

-أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية.

-أسواق الأوراق المالية في اليابان.

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي أيضا على أكبر عدد من الشركات Stock المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة. ويشهد على ما هو موجود في وول ستريت وتتميز أسواق ، Chicago Board trade ومجلس شيكاغو للتجارة ، exchange American الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلية والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينيات.

في نيويورك تكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطرة، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة، تقدم أفكارا جزئية، وقد كان دورها مشهورا خاصة في مجال تأسيس شركات والتي NASDAQ وأيضا نسدك Apple الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة آبل تتعامل الكترونيا مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية فهي أمريكان إكسبريس، تي تي، تشس مانهاتن، كوداك أم.بي.أم.إلخ.

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية:

-الكفاءة المرتفعة.

-نظام معلومات مالية متقدم كتقارير البورصة والضعف والربط الالكتروني.

وفيما يلي أهم البورصات الموجودة في أمريكا:

1- بورصة نيويورك للأسهم NEW YORK STOCK EXCHANGE :

بقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو، تحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة إلى غاية أزمة 1929 لكي تصبح بعدها أكثر جموداً. يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضواً، وتحكم أنشطتها أعضاءها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضو فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم 12، فيطلق عليهم مديري عموم. ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانات البورصة، ويلاحظ أن لمعظم بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي مععلن، وتتخلص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك كالآتي:

- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار.
 - أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس المال الشركة.
 - ألا تقل القيمة الاسمية للأسهم الشركة عن 18 مليون دولار.
 - ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار، وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة.
 - أن يملك 2000 مساهم، كحد أدنى، كل منهم 1000 سهم على الأقل.
- بالإضافة إلى شروط السابقة هناك شروط عامة للتسجيل في بورصة نيويورك نذكر منها
- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي، أي تثبت الشركة وجودها على أرض الواقع عن طريق مساهمتها في الناتج القومي.
 - أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز، أي تبرهن على قدرتها على التمايز عن باقي المؤسسات في الصناعة التي تنشط فيها.
 - أن تنتهي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.
- وإذا حدث بعد التسجيل أن انخفض التداول في السهم بصورة كبيرة للغاية، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة، وبالتالي يتوقف التعامل فيها، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو يتم شرائها بواسطة شركة أخرى، وفي الحالات الأخرى يمكن أن يكون هناك تجميد التداول، بمعنى توقف مؤقت عن التعامل بالسهم، ويحدث هذا التجميد عادة إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية، بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أساس، بأن هناك محاولة للسيطرة على الشركة (1 سنوية منخفضة للغاية) / من جانب شركة أخرى، أو أن تعلن الشركة قريباً عن أرباح وتظهر شروط إلغاء التسجيل إذا تحقق أي شرط من هذه الشروط الآتية:

-انخفاض عدد حائزي الأسهم الذين يملكون 100 سهم أو أكثر إلى أقل من 1200 مساهم.
-انخفاض عدد الأسهم المتداولة عن 600000 سهم.

-انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة عن 5 ملايين دولار، ويمكن أن تسجل الورقة المالية في أكثر من بورصة واحدة. كما يمكن أن تلغي البورصة التسجيل لأسباب أخرى تراها جوهريّة.

2-البورصات الأمريكية AMEX:

لا تقوم البورصة الأمريكية بلعب نفس الدور الذي تلعبه بورصة نيويورك ولقبول ورقة مالية في التسعير، تفرض البورصة الأمريكية شروطاً أقل تعقيداً، فالمشروع الذي يكون في مرحلة نمو والذي تظهر هيكله مالية متينة، مترافقة مع آفاق جيدة للربح، له الحق في الدخول إلى هذا السوق، وذلك تشجيعاً لهذه المشروعات، ومن هنا فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع هو سائد في سوق نيويورك، وبذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعاً من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك.

بالإضافة إلى ما تقدم، فإن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضاً أن تتداول في هذا السوق، وعلى العكس ما في بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر خصوصاً عن أشخاص طبيعيين. أخيراً إن عدداً كبيراً من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضاً أعضاء في بورصة نيويورك، وهؤلاء الأعضاء يتوزعون بين السماسرة الذين من ضمن مهامهم لعب دور في بورصة نيويورك.

المطلب الثاني أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية:

تؤكد اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية، وتعتبر بورصة إنجلترا وهولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا وإيطاليا التي كانت حكومة القرار تؤكد اتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيد في التعامل في البورصات بتطبيق نظام الاختصاص المالي، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية، وتسعى اتفاقية البورصات الأوروبية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط من خلال:

-القضاء على عقبة نقص المعلومات من كل بورصة.

-إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.

-تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية من البورصات المختلفة.

-زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات.

-إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي في البورصات.

-توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية.

-تنوع أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

1-سوق الأوراق المالية في بريطانيا

سوف يتم التطرق من خلال هذا المحور إلى مايلي:

1-نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في بريطانيا-1.

رسمياً في عام 1802، وبقيت على امتداد London stock exchange نشأت بورصة لندن القرن 19 البورصة الأهم، لكنها عادت لاحقاً وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، ولقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينات، وهذا السوق يأتي حالياً في المرتبة الثالثة عالمياً، بعد

كل من نيويورك وطوكيو، وإلى جانب بورصة لندن يوجد منذ، عام 1980 سوق موازية ثانية تعرف باسم inlisted securities market.

1-2-تعريف سوق الأوراق المالية البريطانية:

سوق الأوراق المالية مستقلة تماما عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص ومقفل، على رأس ، Stock Exchange فالجمهور لا يقبل فيه، و لا بالدخول إليه، ينحصر فقط في أعضاء البورصة يوجد منذ عام 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضوا يجري تعيينهم من (11الأعضاء لهذا المجلس سنويا من قبل / ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنويا ثلث3) أعضائه السابقين، ويقوم المجلس المذكور بلعب الأدوار الثلاثة الآتية:

- دور إداري، يتمثل بإدارة مجلس البورصة، إذ أن هذا المجلس يبت في القبول والفصل أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.

- دور تقني، يتمثل بالبحث في تسجيل القيم بغية تسعيرها، وتحديد آلية العمليات.

- دور قضائي، يتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة عادية.

Jobbers و Brokers وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين وهم الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن، ويقومون بعمليات على مختلف القيم- Brokers . فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية أما Jobbers ، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار، كما أنهم يعملون حصرا مع Brokers أما فيما يخص القيم المسعرة في بورصة لندن التي كان عددها لا يتجاوز الثلاثين في عام 1815 ، فقد أصبح اليوم بحدود عشرة آلاف، ويقوم مجلس البورصة بتسجيل التسعير الرسمي، أو الشطب منه، ويوضح الأساسي لكل القيم، وإلى جانب أسعار Jobbers التسجيل الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قبل وأسعار العمليات على الأوراق المالية غير أن ، Reports و Deports العمليات الحاصلة تنشر أيضا أسعار المقبولة في التسعير الرسمي، ومنذ عام 1972 انتقلت بورصة لندن للقيم المنقولة إلى المقر الجديد الذي حل وبدأ العمل به منذ عام 1977 ، TALISMAN وتمت عصرنتها على صعيد واسع بإدخال نظام معلوماتي إلى حد بعيد مكان تدوين " القيد الدفتری " وسمح لاحقا باستخدام أكثر فاعلية لأجهزة المعلوماتية المتطورة.

وتعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، وبدأت بورصة لندن تسترجع مكانتها تدريجيا من خلال الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا الصدد، وقدمت شتى التسهيلات للمتعاملين الماليين الدوليين، كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية، وتطورت مكانتها في سوق اليور ودولار، حيث أن بورصة لندن نظرا لمكانتها الكبيرة وعلاقتها الوثيقة بمختلف المراكز المالية الدولية قد تمكنت من الحصول على فوائد كبيرة ومزايا من خلال تقديمها للتسهيلات المالية بواسطة قروض سندات الدولية.

وتصل عدد الأوراق المالية المسجلة أي الشركات في بورصات لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم للشركات دولية □ بنسبة 50 وأوروبية أخرى، تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك إلى الأسباب الآتية:

- خبرة طويلة في المعاملات.

-أهمية كبيرة للبورصات.
-سوق مستمرة للعمليات الأجنبية.
-دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين.
-أدى تطبيق المعدلات النمطية للتداول في البورصة إلى زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا.

-تخفيض الضرائب على الأرباح الأوراق المالية وبدأت البنوك الأمريكية والبريطانية في التعامل بالأوراق المالية في بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1985 .
1-3-أنواع الإصدارات من الأوراق المالية في بريطانيا:

وما تجدر الإشارة إليه، يمكن التمييز بين إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية وبين إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية
1-3-1إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية:

تتحقق هذه الإصدارات مباشرة بواسطة كل من الخزينة البريطانية وبنك إنجلترا، أما البنوك التجارية، فهي لا تتدخل إلا لكي تضع صناديقه بتصرف المصدر، أو لكي تكتب لحسابه، تقوم مديرية الإصدار في بنك إنجلترا، في غالبية الأحيان، بالاكتمال بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تبيع لاحقاً هذا الجزء في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك، وهذا ما يمكن الدولة وبصورة شبه دائمة من القيام بإصدارات لقروض عامة.
2-سوق الأوراق المالية في ألمانيا:

يوجد في ألمانيا 08 بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، أسبادورف، شتوتجارت هامبورج، هانوقو، وست بيرلين.

1-2-خصائص سوق الأوراق المالية في ألمانيا:

وتتميز البورصات الألمانية بما يلي :

-تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة.

-يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على 04 بورصات فقط من أصل ثمانية.

-يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين في البورصات الألمانية.

-أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول السهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم.

-يتم التعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات التليفونية، وفق القوانين التجارية والمالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل.

-يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة سوقاً غير رسمي في ألمانيا.

-تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدوداً نسبياً بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني.

-تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينيات.

2-2-أشكال البورصات في ألمانيا:

توجد 03 أشكال من البورصات في ألمانيا وهي: الرسمية، الخاصة، شبه الخاصة. ويتم التعامل في الأسواق المالية الأجنبية من خلال عمليات المقاصة التي تقوم بها اتحادات ومكاتب متخصصة. -تعتبر الرسوم على الأسهم الألمانية مرتفعة عن بقية البورصات الأوروبية ولكنه في مقابل ذلك تحقق الكفاءة العالية عائدا مناسباً للمتعاملين.

-يستفيد المستثمرون ورجال الأعمال في ألمانيا من البورصات في التمويل وزيادة رؤوس الأموال. ولقد زاد من كفاءة البورصات الألمانية استقرار العملة الألمانية سابقاً، وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية، وتوحد الألمانية وعموماً مازالت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة مع بورصة لندن وبورصة نيويورك وبورصة طوكيو.

وكخلاصة لما سبق ذكره فإن سوق الأوراق المالية الألمانية يعتبر صغير الحجم مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة، وضخامة حجم الشركات واحتياجاتها المالية، ويكاد تعامل تلك الأسواق أن يكون محتكراً على المصارف، إذ أن تعامل الشركات بشكل كبير مع المصارف يؤدي إلى إضعاف حجم التداول في السوق المالية، ولكنه من المحتمل أن تتطور السوق المالية نتيجة معاهدة ماستريخت واختيار فرانكفورت كمركز مالي أوروبي.

3- سوق الأوراق المالية في الفرنسية:

تتمثل هذه السوق بشكل رئيسي في بورصة باريس، حيث يتم تداول الأوراق المالية عن طريق إن الذي يميز السوق الفرنسي، شركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم *societies de bourse* هو أنه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانت ونانسي، وهذه البورصات تمثل نظاماً متكاملًا تخضع لنفس السلطات، ولنفس القواعد ونشر البيانات، وفي هذه السوق تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام إلكتروني مركزي وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في أوراق CAC، يعرف باسم كالك المالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد وهناك أربع تنظيمات تمثل إطاراً عاماً للسوق.

-شركات البورصات أي السماسرة والمتعاملين.
-مجلس بورصات الأوراق المالية وتمثل السلطة المشرفة على السوق.
-شركة البورصات الفرنسية وهي مسؤولة عن تنفيذ قرارات مجلس البورصات وعمليات المقاصة بين أعضاء البورصة.

-هيئة عمليات البورصة مهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة، وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات.

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في اليابان:

تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق سندات التأمين، وأسواق الاستثمار برأس المال، والتي تشمل: صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، وسوف يتم تناول في هذا المطلب نقطتين هما:

-نشأة بورصة اليابان وخصائصها؛

-تدويل السوق المالي الياباني.

1-نشأة بورصة اليابان وخصائصها:

تم إنشاء أول بورصة باليابان بطوكيو ولوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية

-الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868- 1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء عام 1930 وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصة طوكيو و لوزاكا ونابوبيا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني بورصات محلية هي: طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو، وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث وصلت % 21.31 في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك، كما أن هناك % 50 من الأسهم غير متداولة، وحققت بورصة طوكيو % 87 من حجم التداول، وحوالي % 83 من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية 69 وفيما يلي بعض خصائص البورصات اليابانية:

- انخفاض المخاطر
- تنوع الأوراق المالية المتداولة.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- انتشار الوعي الاستثماري.
- ومن بين الشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو 70 :
 - يجب أن يبلغ رأس المال 500 مليون ين وأن يبلغ خارج طوكيو 1000 مليون ين على الأقل، أو أن يكون موزعا على أكثر من 10 ملايين سهم و 200 مليون سهم خارج طوكيو.
 - يجب أن يبلغ عدد المساهمين 2000 على الأقل.
 - الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون مساوية لمائة ين على الأقل، مقابل كل سهم أي القيمة الإجمالية الدنيا 1.5 مليار ين، والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15 ين عن السنوات الثلاث الأخيرة وعشرون ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة، كما أن الأرباح الموزعة العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 5 ين خلال السنوات الثلاث الأخيرة أيضا.
 - يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات، وان تستجيب للعديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

المطلب الرابع: التحالفات بين أسواق الأوراق المالية الدولية :

ظهرت الحاجة إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات. وأخذت الغرفة الدولية للتجارة، ومقرها باريس، زمام المبادرة من أجل إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية استمر في ممارسة نشاطه حتى الحرب العالمية الثانية. ولم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة على طريق إقامة تعاون دولي بين تلك الأسواق حتى مايو 1957 عندما اجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية في باريس. وبعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي، اختار المشاركون. إرساء إطار مؤسسي لعملهم وأنشئوا الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية في لندن عام 1961 وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى هذه التحالفات وهي:

-الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية؛

-اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية؛

- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية؛
- اتحاد جنوب آسيا للأوراق المال.

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة:

لقد كانت لحركة التحرر المالي التي شهدها العالم سببا في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة وقد كان ظهورها بمثابة المعجزة إذ شددت انتباه المستثمرين

واستقطبتهم نحوها نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه لهم، باعتبارها مصدر تنوع لمحفظةهم، ولقد لعبت هذه الأسواق دور كبيرا في تنمية اقتصادياتها المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية، وقمنا بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين:

- مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة ومراحل تطورها ومحددات نموها؛

- خصائص أسواق المالية الناشئة.

المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، مراحل تطورها ومحددات نموها باعتبار ظهور أسواق الأوراق المالية الناشئة حديثة العهد نحاول البحث من خلال هذا المطلب في النقاط الآتية:

- مفهوم الأسواق الناشئة وتصنيفاتها.

- مراحل تطور الأسواق الناشئة.

- محددات نمو الأسواق الناشئة.

1- تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها:

1- تعريف الأسواق الناشئة: يقصد بالأسواق الناشئة *Marchés émergents* الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق،

يطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية *EMERGING STOK MARKETS* والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلا تصنف إذ توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل: الأسواق كناشئة حسب شركة *Stangart and poor*

- أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.

- أن يكون رأس مال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي - S & P لقد كان تعريف للاقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات الأسواق الناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة (الحد التي يحددها البنك الدولي، لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار كحساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تحفيز الإحصاءات الخاصة، بالناتج المحلي الخام يلزمها الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة، لتجاوز هذا الضعف لجأ إلى طريقة S & P أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد

خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يكون الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاثة الأخيرة.

1-2- تصنيف الأسواق الناشئة: يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات:

-الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً: هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة ماليزيا- المكسيك -كوريا الجنوبية-

تاوان -وتايلندا... الخ تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة.

-معدلات تضخم منخفضة.

-استقرار نسبي في لأسعار الصرف.

-أنظمة مالية ومصرفية متطورة.

-سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.

-تبادل هام في سوق الأسهم.

-استخدام تقنيات متطورة نسبياً في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية

3- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة:

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية متمثلة أساساً في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو اقتصادياتها، وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق. في الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية، فمن المؤكد أن انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة دفع بالمستثمرين للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الصاعدة، ولكن نظراً لأن التدفقات إلى أسواق الدول النامية لم تكن بشكل متساوي، فإن ذلك يعني أن للعوامل الداخلية دوراً في نموها.

3-1 العوامل الخارجية:

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

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

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

كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الوم أ والتي كانت تنص على إتاحة المصدرين الأجانب سهولة الوصول وإصدار في أسواق الأوراق المالية في الوم أ، وذلك بتحقيق القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، وتبسيط

الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل وتبسيط إجراءات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة. يمكن إضافة إلى هذه العوامل الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظات الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي- مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين- خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيباً متزايداً من الادخار العالمي.

وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الو. م. أ. اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2% من أصولهم عام 1993. وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

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

كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق. ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانباً كبيراً من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا - خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل، كولمبيا، المكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة ويقدر Kuczynski أن هناك حوالي 300 مليون دولار أمريكي من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية. وهذه المبالغ لنا أن نتصور دورها إذا تدفق إلى تلك القارة.

2-3 العوامل الداخلية:

كل العوامل الخارجية لها أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق.

يطلق على العوامل الداخلية أيضاً مصطلح عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب

الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

1-2-3 سياسات الإصلاح الاقتصادي:

طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق النقدية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار

الصرف، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلبا على تدفقات رأس المال على الدول النامية.

2-2-3 ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاندا، كوريا واندونيسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مدير و المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، مثلما حدث في اليابان في الفترة من الستينات إلى الثمانينات . ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة لأورغواي 1993 ، وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لامتتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سرعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.

لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و 8% سنويا.

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

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة:

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى مجموعة أخرى، وذلك حسب التقسيمات لآخر الدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم، وقسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها .

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

-قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.

-ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.

-انخفاض سيولة الأوراق المالية.

-التقلبات الشديدة في الأسعار.

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

-درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.

-تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.

-المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

-المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين واندونيسيا وتايلاندا وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:

-استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية.

-زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم.

-ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

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

-معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية.

-حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.

-أسواق تنافسية عالمية.

ومن خلال عرض المجموعات الأربعة لأسواق الأوراق المالية الناشئة وخصائص كل منها:

يمكن أن نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتباين فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل المثال من حيث عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات التي تسجل كل عام، القيمة السوقية للأسهم، إجمالي قيمة الأسهم المتعامل بها ونوع الأوراق التي يتم تداولها، فضلا عن تباين البيئات الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: الأزمات المالية

شكل تكرار الأزمات المالية في الدول النامية خلال التسعينات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن أثارها السلبية كانت حادة وخطيرة، هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول ولاندماجها في المنظمة العالمية للتجارة، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال الفترة 1980-1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً، فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية، وزادت حدة الأضرار الناجمة عنها، حيث قدرت خسائر اليابان مثلاً في الأزمة الآسيوية الأخيرة بحوالي 10% من ناتجها المحلي الإجمالي، في حين قدرت خسائر الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 03%، وأكدت تقارير مختلفة لصندوق النقد الدولي أن أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية وفي الدول ذات الأسواق الناشئة على الخصوص، مما يؤكد الحاجة إلى تحسين مستوى الرقابة المصرفية في تلك الدول.

لذا سوف نحاول في هذا العنصر البحث في العناصر الآتية:

- ماهية الأزمات المالية؛

- عرض بعض الأزمات المالية؛

- أزمات التسعينيات؛

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية

أضحى مفهوم الأزمة من المفاهيم الواسعة الانتشار في مجتمعاتنا المعاصرة، وأصبح بشكل أو بآخر يمس كل جوانب الحياة ابتداءً من الأزمات الفردية، وانتهاءً بأزمات الدول، وقبل تقديم تعريف الأزمات المالية نبحث في العناصر الآتية:

- الأزمة المالية مفهومها وخصائصها؛

- أسباب الأزمات المالية؛

- الأزمات المالية وأوجه القصور في البورصات؛

1- الأزمة المالية تعريفها وخصائصها؛

1- تعريف الأزمة: يقصد بالأزمة من الناحية الاجتماعية توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة 79.

كما تعرف الأزمة الاقتصادية بأنها ظاهرة، وهي بهذا المعنى تعرف بنتائجها، ومن مظاهرها انهيار البورصة، وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، وبطالة دائمة مثلاً.

هذا النوع من المفهوم يحمل في طياته نقصاً لا يمكن تجاهله، فهو يضيف على تحليل الأزمات ضبابية مصطنعة للأزمة، ولا يرجعها إلى أسبابها المحتملة.

3- الأزمات المالية وأوجه القصور في البورصات:

يمكن تلخيص أوجه القصور في البورصة وعلاقته بالأزمة المالية في النقاط التالية:

3-1- تسببت الأحداث المتعلقة بالأزمة الآسيوية والأحداث التي تلتها في مواجهة صدمات لدى الأسواق المالية العالمية والمنظمات الدولية وصانعي السياسة والمجتمع الأكاديمي، وقد كانت هذه ظاهرة شعر الكثيرون بوجود إرجاعها إلى العولمة، وإلى الربط الدولي شبه الآلي للأسواق المالية، وإلى التقلبات المتعلقة بتدفقات رأس المال وعواقبها الناجمة عن انتشار وتسعير المخاطر في الأسواق الناشئة، والتي أعتقد أن هناك الآن اتفاقا واسعاً بأن الأزمة الآسيوية لم تكن نتيجة للإدارة الاقتصادية الكلية السيئة أو إخفاق السياسات الكلية، فقد كانت البلدان الآسيوية تتسم بالحذر في تطبيق سياساتها المالية والنقدية، والأمر المدهش هنا هو أنها مرت بأزمات كبيرة، وأن هذه الأزمات المصرفية والمالية انتشرت عبر الحدود وكونت صدمات للاقتصاديات الحقيقية في المنطقة بل وفي للعالم.

3-2- وبعد وقوع هذه الأحداث يمكننا استخلاص عدد من دروس وطرق التعامل معها:
- من المهم زيادة كفاءة النظم المالية المحلية، وعلى وجه الخصوص، تشير التجربة الآسيوية إلى أن القطاعات المصرفية الجيدة التنظيم، السليمة والمرسلة جيداً هي شديدة الأهمية في تجنب الأزمات المالية. ولذلك يجب على البلدان محاولة تكوين سلطات تنظيمية مستقلة يمكنها أن تضع وتنفذ لوائح احترازية للترويج للاستقرار المالي.

-المطلب الثاني: عرض بعض الأزمات البورصية:

شهدت البورصات العالمية خلال القرن العشرين انهيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وسنحاول بشكل عام البحث بصفة عامة حول أشهر وأكبر الأزمات البورصية، وهي على وجه التحديد الأزمات الآتية:

-أزمة 1929

-أزمة البورصات 1987

-بعض أزمات التسعينات؛

1-أزمة 1929 :

بدأت أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك بالازدهار منذ عام 1924 ، واستمرت بالارتفاع على مدى 05 سنوات إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929 ، وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعاً شديداً لم يسبق له مثيل، حيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة مقدارها % 273 ، ومن ثم بدأ بالانحسار الذي أدى إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عملية السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار وإفلاس حوالي 3500 مصرف في يوم واحد.

وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 ب 216 ، ثم بدأ الانخفاض إلى أن وصل 34

2-أزمة البورصات 1987 أزمة يوم الاثنين الأسود:

ارتبطت أزمة عام 1987 بيوم الاثنين الموافق ل 19 أكتوبر من تلك السنة، وذلك على الرغم من أن الهبوط في الأسعار قد حدث بالفعل في فرنسا ونيوزيلندا وإسبانيا عند افتتاح تلك الأسواق في يوم الأربعاء 14 أكتوبر، ثم انتقل إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك بساعات بسبب فروق التوقيت ليستمر الانخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع، أي إلى يوم الجمعة 16 أكتوبر، غير أن الانخفاض عند الافتتاح في يوم الاثنين كان كبيراً، حيث بلغ في المتوسط حوالي % 22.6 مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق 89

كما فقد مؤشر داو جونز 508 في ذلك اليوم أي بنسبة % 21.6 من مستواه السابق البالغ 22470 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له في بداية الأزمة 2722.4 ، وهبطت أسعار أسهم نيويورك % 12 على % 15 ، % 17 ، % بنسبة % 26 ، ولقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار توزعت بنسب 22 كل من المراكز المالية الآتية: لندن، طوكيو، فرانكفورت وأمستردام 90 91لقد ساد الاعتقاد في أن الأزمة تعود لأسباب تتعلق بتكفاءة ، والأخرى تتعلق بمتغيرات تنظيمية ترتبط بالسوق الأمريكية.

3- بعض أزمات التسعينات:

من بين الأزمات المالية التي شهدتها فترة التسعينيات تم اختيار أزمة المكسيك كحالة من أمريكا اللاتينية وأزمة تايلاند كحالة من آسيا، وفيما يلي عرض لهاتين الأزماتين 93

3-1- أزمة المكسيك:

-أدت سياسات الإصلاح الاقتصادي التي طبقت خلال الفترة 1988-1993 ، إلى انخفاض كبير في معدل التضخم وتحسن ملحوظ في الموازنة العامة وميزان المدفوعات، وقد ساهمت سياسة سعر الصرف المتبعة في تلك الفترة بدرجة كبيرة في تخفيض معدل التضخم، فبعد أن تم تثبيت سعر الصرف المتبع في تلك الفترة بدرجة كبيرة في تخفيض معدل التضخم، وبعد أن تم تثبيت سعر صرف البيسو مقابل الدولار بين ديسمبر 1987 وجانفي 1989 ، تغير تدريجيا نظام سعر الصرف إلى نظام تميز بتحريك البيسو في نطاق محدد من % 1 في نوفمبر 1991 إلى % 9 في آخر 1993 -لكن انخفاض القيمة الاسمية للعملة لم يكن كافيا لمنع ارتفاع قيمة البيسو الحقيقية التي ارتفعت بحوالي % 35 بين جانفي 1990 وديسمبر 1993 كنتيجة للتحسن الاقتصادي، وفي نفس الوقت، ارتفع العجز في ميزان المدفوعات، وكان مصدره الرئيسي العجز في الميزان الجاري، من حوالي % 3.2 من الناتج المحلي الإجمالي في 1990 إلى % 6.6 في 1993 ، ورغم هذا العجز الخارجي المتنامي في الميزان التجاري إلا أن الزيادة في التدفقات الرأسمالية إلى المكسيك أدت إلى ارتفاع كبير في احتياطي النقد الأجنبي الذي وصل إلى 25.4 مليار دولار مع نهاية 1993 ، ولقد لجأت السلطات النقدية المكسيكية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية وذلك بإصدار أذون خزانة قصيرة المدى بالبيسو.

استمرت التدفقات الرأسمالية خلال الربع الأول من عام 1994 ، خصوصا بعد أن وافق الكونجرس الأمريكي في نوفمبر 1993 على اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية "النافتا" ونتيجة لذلك، تقلص الفرق بين أسعار الفائدة على أذون الخزانة المكسيكية وأسعار الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية، صاحب ذلك توسع في منح الائتمان من قبل القطاع المالي بشكل كبير بين مارس وجوان 1994 ، من 15.7 إلى 33.5 مليار بيسو، وعوضت الزيادة في الائتمان نسبة كبيرة من الانخفاض في السيولة الناتج عن صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي المكسيكي ففي خلال عام 1994 ، ارتفع عرض النقود بنسبة % 18 بينما ارتفع الائتمان المقدم من القطاع المصرفي للقطاع الخاص بحوالي % 32 تسببت عدة عوامل، من أهمها الزيادة الكبيرة في الائتمان المحلي والزيادة المطردة في النفقات العامة، وبعض الاضطرابات السياسية وحوادث الشغب، في ظهور ضغوط على البيسو خلال الربع الثاني من 1994 ، فانخفض الاحتياطي الأجنبي بين مارس وجوان من 26.8 إلى 16.9 مليار دولار لمواجهة خروج رؤوس الأموال، رفعت السلطات النقدية أسعار الفائدة وسمحت للبيسو أن ينخفض إلى الحد الأقصى المحدد في ذلك الوقت وهو حوالي % 9 مقابل الدولار، وخلال النصف الأول من 1994 أيضا، استبدلت السلطات

النقدية نسبة كبيرة من أذون الخزنة قصيرة المدى بالعملة المحلية بأخرى بالدولار، حيث وصلت نسبة هذه الأخيرة التي كان يحملها القطاع الخاص إلى %60 من مجموع النوعين في شهر جويلية. تزامن التدهور المستمر في الحساب الجاري والاضطرابات السياسية التي شهدتها المكسيك في بداية ديسمبر 1994 مع الضغوط المتزايدة على البيسو، مما أدى إلى خروج رؤوس الأموال بأحجام كبيرة، وفي منتصف ديسمبر 1994، انخفض الاحتياطي الأجنبي إلى 10 مليار دولار، وزاد الفرق بين أسعار الفائدة على أذون الخزنة بالعملة المحلية وأسعار الفائدة على أذون الخزنة بالدولار، مما كان يشير بوضوح إلى توقعات انخفاض قيمة البيسو في المستقبل القريب.

في 20 ديسمبر 1994، وسعت السلطات النقدية نطاق تذبذب سعر الصرف إلى %15.3 وأعلنت نيتها في الدفاع عن البيسو عند 4 بيسو للدولار، لكنها لم تتمكن من الحفاظ على قيمة العملة عند ذلك المستوى حيث تسببت مخاوف المستثمرين في زيادة الضغوط على سعر الصرف، ويوم 22 ديسمبر 1994، تبنت المكسيك نظام سعر الصرف المرن.

-بين 20 ديسمبر 1994 و 3 جانفي 1995، أي خلال أسبوعين فقد البيسو حوالي %30 من قيمته، كما ارتفعت أسعار الفائدة لتصل على أذون الخزنة قصيرة المدى بالعملة المحلية إلى معدل سنوي يساوي %45 في الأسبوع الثاني من جانفي 1995.

3-2-أزمة تايلاندا:

تم في بداية 1984 ربط العملة المحلية "البات" بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين لتايلاندا، وكان الدولار العملة الرئيسية في هذه السلة، وقد شهدت تايلاندا زيادة ملحوظة في التدفقات الرأسمالية إلى الجهاز المصرفي ابتداء من 1988 استجابة للإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الحكومة خلال تلك الفترة والتحسين في الأداء الاقتصادي الذي نجم عنها، ونظرا معدل التضخم في تايلاندا في بداية التسعينيات كان أعلى من معدل التضخم في اقتصاديات أهم شركائها التجاريين فقد ارتفع سعر الصرف الحقيقي للبات بدرجة كبيرة ونظرا لأهمية الدولار في سلة العملات التي كان يتحدد على أساسها سعر صرف البات، فقد أثرت التقلبات في سعر صرف الدولار مقابل الين والعملات الأوروبية على سعر الصرف الحقيقي "للبات".

أدى ارتفاع الدولار ابتداء من منتصف 1995 إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي "للبات" مما تسبب في تدهور الحساب الجاري وميزان المدفوعات حيث وصل العجز فيه إلى %8 من الناتج المحلي الإجمالي في 1996، ومع نهاية 1996 وبداية 1997، زادت مخاوف العملاء في السوق من تردي الأوضاع الاقتصادية في تايلاندا حيث: -انخفضت الصادرات بدرجة كبيرة.

- انخفض معدل النمو الحقيقي إلى %6.4 في 1996 من %8.6 في سنة 1995

- حدث تحول في الميزة النسبية في بعض القطاعات لصالح دول أخرى في جنوب شرق آسيا.

- %46 من صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى تايلاندا بين 1990 و 1996 كانت على شكل قروض قصيرة المدى، ولقد تحول التفاؤل الأولي حول الاقتصاد التايلاندي الناتج عن المستوى العالي للاستثمارات إلى مخاوف عندما اتضح أن نسبة كبيرة من هذه الاستثمارات كانت تتميز بالمخاطرة وتتوجه نحو النشاطات ذات الإنتاجية المنخفضة.

بدأ يظهر كذلك ضعف الإطار التنظيمي والرقابي والقانوني للنظام المصرفي، فزادت نسبة القروض وركزت في القطاع العقاري والاستهلاكي، وقد تجاوز معدل النمو السنوي للائتمان المحلي للقطاع الخاص بين 1993 و 1996 بحوالي 20 % كما تضاعفت نسبة إجمالي الائتمان إلى الناتج المحلي، وزادت المخاوف من تعرض الجهاز المصرفي والمالي لدرجة كبيرة من المخاطرة بسبب الاقتراض قصير المدى بالعملات الأجنبية والاقتراض بالعملة المحلية، ونتج عن هذه الطريقة في الإدارة المصرفية عدم التلاؤم والمطابقة في العمليات المصرفية بالنسبة لفترات الاستحقاق والعملات الأجنبية.

خلاصة الفصل الثاني :

شمل التطور الكبير الذي عرفته أكبر الدول الصناعية كل القطاعات من بينها القطاع المالي فظهرت بها أكبر المراكز المالية، وهذا راجع إلى المستوى العالي لاقتصادياتها وكذا مشاركتها الفعالة والواسعة في التجارة الدولية، لذا تعرضنا في هذا الفصل ومن خلال المبحث الأول إلى أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً حيث تعد أسواق الأوراق المالية الأمريكية أكفأ الأسواق، إذ تعتبر بورصة نيويورك المركز المالي الرئيسي الأول في العالم وهذا راجع للإمكانيات الاقتصادية الهائلة للولايات المتحدة الأمريكية والأحجام الكبيرة لتراكم رأس المال، بالإضافة إلى دور الدولار في النظام النقدي الدولي وعلى جانب بورصة نيويورك توجد البورصة الأمريكية إذ تعتبر شروطها ميسرة مقارنة ببورصة نيويورك فتسمح بذلك للمشاريع الصغيرة بالدخول فيها وما يميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بشكل عام هو حرصها الشديد على مواكبة التطور الحاصل وحركة التجديد المستمرة. أما في أوروبا فإننا نجد لندن كأهم مركز مالي بها إذ اكتسبت هذه الأهمية منذ بداية القرن 19 حيث خلفت أمستردام ويصل عدد الأوراق المالية المسجلة بها إلى ما يزيد عن 6000 سهم. لقد كان وراء هذا النجاح الكبير خبرتها الطويلة في المعاملات، كما تلعب دوراً فعالاً لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين بالإضافة إلى انخفاض الضرائب على الأرباح بها، كما يوجد في أوروبا إلى جانب بورصة لندن كل من بورصتي ألمانيا وفرنسا اللتان تعدان أيضاً من أهم البورصات المتقدمة. - كما أدى التطور الاقتصادي الذي عرفته اليابان خلال الفترة 1868-1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي لتوفير التمويل اللازم، كما عملت اليابان على تطويرها معتمداً على النموذج الأمريكي، إذ أصبحت تحتل اليوم المركز الثاني بعد مركز نيويورك، وأهم ما يميز بورصة طوكيو هو تدني المخاطر بها وتنوع الأوراق المتداولة فيها كما أنها تشجع تسجيل الأوراق المالية الأجنبية بالإضافة إلى تطور الاتصالات وانتشار الوعي الاستثماري.

الفصل الثالث

دراسة حالة بورصة الجزائر

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر

المبحث الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر، مؤسساتها وأداءها

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وسبل تطويرها

تمهيد:

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

الات وضمنان الشفافية والمنافسة النزيمية بين المتعاملين، وسهلت أساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية. وقامت بفتح بورصة الشيء الذي يزيد من فرص الاستثمار في سوق المال الجزائرية، وذلك للسماح لها باحتلال مكانة جيدة على المستوى العربي أولا والعالمي ثانيا،

وأمام هذا المطلب وجب على الجزائر وضع سوق الأوراق المالية.

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

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر

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

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل انجازها

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل والتي نوجزها فيما يلي:

أولاً: نشأة بورصة الجزائر

فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 و سجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988 ، و في الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية، التي تنبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار وتوجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية.

في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 26/09/1975 وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) واختيار نظام اقتصادي مركزي.

في حين نجد أنه في 12/01/1988 تم تعديل لجزء من القانون التجاري ونشر العديد من القوانين من بينها:

" قانون 01/88 المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية،

و القانون " 03- 88 " وكذا " 04-88 " المعدلين والمكملين للأمر رقم 59/75 المؤرخ في 26/09/1975 الخاصة

بالقانون التجاري والمتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون 88-

01 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير ، منذ و

العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في spa أن أصبحت المؤسسات أو شركات ذات أسهم .

شكل قانون 03-88 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حالياً الشركات القابضة).¹

و المتمثلة في :

ص 1 : صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛

ص 2 : صندوق مناجم الفحم و الري؛

ص 3 : صندوق التجهيز؛

ص 4 : صندوق البناء؛

ص 5 : صندوق الكيمياء ، البتروكيميا ، الصيدلية؛

ص 6 : صندوق الإتصال ، الإلكترونيك و الإعلام الآلي؛

ص 7 : صندوق الصناعات المختلفة؛

ص 8 : صندوق الخدمات

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

هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ و التسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسيير إلى الاستقلالية المالية، هذه القوانين قدمت إمكانية لقبول الأسهم بين صناديق المساهمة و المؤسسات العمومية الإقتصادية.

لصناديق B.V.M في 1990/12/09 م بعد قرار الحكومة و طريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة المساهمة و شركة القيم المنقولة أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها كان يقدر بثلاثة مئة و عشرون ألف دينار جزائري 320000 دج للإكتتاب أو الإشتراك و موزعة بين صناديق المساهمة الثمانية، الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تنبأ بهذا الفرع من أحسن الشروط، لكن هذه الشركة (S.V.M) التفاوض.

في 1990/05/28 ظهر شكل جديد للبورصة وهذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسيم التشريعية الثلاثة و التي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة¹

ثانيا: مراحل انجاز بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية:

المرحلة الأولى: 1990-1992-

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك صناديق المساهمة، ومنه جملة هذه الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M

مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة .

قد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

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

المرحلة الثانية: 1992-1999

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992 م ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة B.V.M.²

¹ بورصة القيم المنقولة SGBV، <http://www.sgbv.dz/ar/> - تاريخ الاطلاع: 2020/08/10،

² B.V.M: Bourse des Valeurs Mobilières, 2005.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 23 ماي 1993. متمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة و نشاط أي بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة .

المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي الجزائري

فيما يلي مختلف تقسيمات السوق المالي الجزائري:

أولاً: السوق النقدي.

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

حاليا عدد المتدخلين في السوق النقدية 38 مت دخلا:

22 بنك تجاري؛

05 هيئات مالية؛

11 مؤسسة مالية غير بنكية.

ثانيا: سوق رأس المال

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

ومع النظام التأسيسي لشركات المساهمة (مؤسسات عمومية)، استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات، عملت السلطات العمومية سنة 1990 بتحضير شروط قيام سوق مالية، حيث قررت الحكومة ومن خلال هيئة مؤهلة "الجمعية العامة لصناديق المساهمة"، إنشاء هيئة يعطى لها اسم شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس المهام والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة. واليوم سوق رأس المال في الجزائر يتكون من :
سوق أولية¹

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

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

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

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

المطلب الثالث: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تتمثل الهيئات السوق المالي الجزائري فيما يلي:

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة: COSOB

نصبت رسمياً هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضائها في 27-12-1995 وهذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بغية حماية المستثمرين والسهرة على السير الجيد وعلى شفافية السوق، وقد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذلك.

وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي:
أ- السلطة التنظيمية والقانونية:

وتعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم وسيرواق السوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة، حيث تقن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية وتندشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة.

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

ب- سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالإطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة والضمان لتنفيذ الأحكام

التشريعية وذلك من أجل التأكد من ما يلي:¹

- إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة:

- امتثال الشركات التي تقوم المصدر لواجبات الإعلام التي تخضع لها:

- التأكد من التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل:

- بإمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة لحسابات المؤسسة:

- تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج.

وللجنة الصلاحيات والحق في القيام بهذه التحقيقات.

ج- السلطة التأديبية والتحكيمية:

عندما يحدث أي عمل مخالف القانون أو الإجراءات التشريعية والتنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين، فيطلب وضع حد للمخالفات ولهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى، وتعاقب المخالفات في إطار صلاحيات وتأسس كطرف مدني.

¹ : مجموع القوانين لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، ، نوفمبر 1997

أما العدالة فهي تمارس هذه السلطة عند إخلال الوسطاء في عمليات البورصة بالعمليات المهنية والأخلاقية، أو المخالفات لإجراءات قانونية والتنظيمية، وتمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل الن زاعات الناشئة بين الوسطاء أنفسهم، بين الوسطاء والزبائن، أو بين الوسطاء وبين هيئات المراقبة أو الإدارة... الخ.

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

ثانيا: شركة إدارة بورصة القيم

عملت شركة إدارة البورصة القيم منذ إنشائها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية، لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها، وتأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها المكون من 24 مليون دج.

فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة. تقوم أساسا بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها:¹

- دعم الاقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم؛
- القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة.
- التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة؛
- التنظيم الناتج لحصص البورصة وتنظيم وتسيير نظام التداول والتسعيرة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة IOB

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

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

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه؛
- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية؛

- القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.

¹ :صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 79 ص 65

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

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

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

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

أنواع الوسطاء الماليين:
أ-تقسيم عام:

: يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم عام إلى :

- الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود: وهو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها:
 - عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية؛
 - توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
 - تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل؛
 - القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة .
 - كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة.
 - الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود: وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصفقي .
- ب-تقسيم خاص

يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم خاص إلى :

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

ثابتة COSOB وسيط: هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة تحددها

تاجر: وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء ويشترى ويبيع لحسابه الخاص، ويتلقى كمقابل فرق نسبة الأسعار عوض أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر تلك النسبة المحددة.¹

العميل: يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط.

رابعاً: المؤتمر المركزي للسندات:

المؤتمر المركزي للسندات :

أ - تسميته ووضعه القانوني: تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 04/03 المؤرخ في 17-02-2003 وهو الأساسي وتعين مسيرته COSOB. شركة ذات أسهم تحمل تسميته تجارية للجزائر للتسوية تخضع للقانون بموافقة وزير المالية بعد استطلاع

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

ج- الأوراق المالية المقبولة في عملياته :

- سندات رأس المال (الأسهم)؛

- سندات الدين القابلة للتداول (سندات).

د- وظائف المؤتمر المركزي للسندات

تتمثل في:²

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

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

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالي.

هـ- إجابيات المؤتمر المركزي للسندات :

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الأوراق المالية؛

- يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية؛

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

- يضمن تزامن عمليتي التسوية و التسلم؛

- تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها؛

- يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات.

ويتولى ماسك الحساب وحافظ السندات مجموعة من الخدمات يمكن تقديمها

- حفظ وإدارة الأوراق المالية التي يتعهد باسم أصحابها؛

¹ : حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجمعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000 ص 179.

² : السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع السابق، ص 93

- تنفيذ التعليمات التي يتسلمها؛
- يطبق العمليات على الأوراق المالية: دفع الأرباح. الفوائد. ونقل الحقوق.
- يعلم أصحاب الأوراق المالية مايلي :
- تنفيذ تعليماتهم؛
- حركة حساباتهم
- العمليات على السندات التي تتعلق بالسندات التي تمارس عليها أصحابها حقها = إشعار بالعمليات.
- يدخل تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في إطار إنشاء السوق المالي بمقتضى القانون 08/96 المؤرخ في 10-01-1996
- و التي تهدف إلى تكوين محفظة القيم المنقولة و المنتجات المالية الأخرى و تسييرها لحساب الغير، و هي مؤهلة بمجمع الادخار مهما يكن قريب لاستثماره في السوق المالية سوق النقدي و سوق راس المال حسب سياسة التوظيف محددة:
- يتمثل المدخرون في أولئك الذين لا يرغبون استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، فيتعهدون الى مسير محترف يقوم بتوظيف ادخاراتهم في السوق المالية و التي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فالنسبة لهيئات توظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات أسهم تتكون المحفظة من 60/100 أسهم و هيئات التوظيف الجماعي ذات سندات تتكون من 60 / 100
- سندات و النقدية 60/100 من أدوات السوق النقدية، أما بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي المتنوعة لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في المحفظة المالية فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للمحفظة، ويتم التمييز بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و هما:¹
- شركة استثمار ذات رأس مال متغير؛
- والصندوق المشترك للتوظيف.
- تسيير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:
- يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طور النشاط من خلال إصدار أسهمها و حصصها وتسويقها لدى الجمهور المستثمر غير أن هذه المرحلة تكون نشرت وثيقة إعلامية وتتمثل المعلومات فيما يلي:
- تسمى النشرة الإعلامية، وتؤشر عليها COSOB:
- تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة؛
- سياسة التوظيف؛
- سير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة؛
- كيفيات الاكتتاب و الشراء؛
- نفقات العمولات و التسيير؛
- المؤسسات المعنية لاستلام الإكتتاب و إعادة الشراء.

¹ : مقتضى المرسوم التشريعي. لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97

المبحث الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر، مؤسساتها وأدائها
سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب في المطلب شروط الدخول للسوق المالي الجزائري
والمطلب الثاني المؤسسات المدرجة فيه أما المطلب الثالث فخصصناه إلى أداء السوق المالي الجزائري.

المطلب الأول: شروط الدخول لبورصة الجزائر

وتكمن هذه الشروط في الخاصة والعامة وهي كالتالي:

أولاً: شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج

وهي¹:

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

ثانياً: شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج وهي:

- الحد الأدنى لرأس المال 500 مليون دينار؛
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخ يرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة ح
- تقديم جملة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛

- أن تقدم دليلاً عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

المطلب الثاني: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

سنتناول في هذا المطلب كل من المؤسسات المدرجة سابقاً والمؤسسات الحالية

أولاً: المؤسسات المدرجة سابقاً

أ- القرض السندي لسونا طراك:

في الجزائر أول سند مفاوض أنشأ مع الإصدار السندي لسونطراك هذا القرض لمدة حياة 5 سنوات حيث انتهى في 2003/01/04 يطرح بفائدة سنوية تقدر بـ 13%. ويمكن القول أن سند سونطراك وضع أقل من سعره الحقيقي.

- عملية إصدار القرض السندي:

¹ من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة المادة 02

وفقا لتأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة المحررة تحت رقم 97-001 المؤرخة يوم 18-11-1997 أعطيت الموافقة لشركة سونطراك لإصدار قرض سندي بالخصائص والشروط المتمثلة في:

- المصدر: سونطراك Sonatrach؛

- الضامن: بنك الجزائر الخارجي BEA؛

- المبلغ: 5 000 000 000 دج؛

- طبيعة الورقة: سندات؛

عد قرار إنشاء بورصة الجزائر طلبت وزارة المالية من وزارة الطاقة والمناجم الاتصال بشركة سونطراك و هذا من أجل القيام بعملية قرض سندي و هذا بهدف إعلان البورصة والإشهار بها فكانت شركة سونطراك على القبول رغم المعارضة التي صرح بها مستوولي الشركة و حددت قيمة القرض ب 5000000000 دج لتمويل المشروعات التي تبلغ قيمة تمويلها الحقيقية ما يقارب 19 مليار دولار لبرنامج استثماري لمدة 5 سنوات. و قد تم اختيار شركة سونطراك باعتبارها أكبر شركة عمومية من الناحية المالية، لا تعاني من عجز مالي ولديها السيولة الكافية لتحتمل أعباء هذه العملية و تحمل الخسارة في حالة وقوعها أي إمكانية تسديد كل مستحقاتها في الآجال المتفق عليها دون أي إشكال.

تم تحديد مبلغ و سعر الفائدة حسب إحتياجات السوق هذا يعني أن المبلغ المقترح 05 ملايين دج أختير كقيمة ابتدائية ليست أصلية لقيمة الإحتياجات الكلية، أما الفائدة فقد حددت أولا بنسبة 19 % لكنها لقيت معارضة وهنا خوفا من المنافسة البنكية و بالتالي تم افتراض نسبة 13 % كفائدة نهائية لهذا القرض و بما أن شركة سونطراك أكبر شركة على المستوى الوطني ولديها مكانة جد حساسة على المستوى الدولي. و خوفا منها على هذه المكانة و حفظا منها على سمعتها الداخلية و الخارجية فقد عملت جاهدة لنجاح هذه العملية التي تعتبر الأولى من نوعها في حياة الشركة و التي لم تفكر إطلاقا بالقيام بهذه الطريقة الخاصة في السوق الجزائرية.¹

هدف الإصدار:

يهدف هذا القرض السندي الذي يعد كأول عملية من نوعها في الجزائر إلى تغطية الإحتياجات المالية

لشركة سونطراك و التي سطرتها في برنامج استثماري يتمحور حول ثلاث نقط :

- تطوير الناتج. نقل و تمييع الغاز بغية الإستجابة للإلتزامات التعاقدية لتسليم الغاز.

- استرجاع الغازات المشتركة في حقوق البترول و الغاز.

- التنقيب على حقول جديدة و تطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام.

ثانيا: المؤسسات المدرجة حاليا

- لقد تم انشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر وبموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993

م و يوجد في البورصة حاليا أربع مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الاقتصادي ، بعد أن تحصلو على

تأشيرة القبول من لجنة البورصة ، وهذا من الدعوة العامة للإدخار أي فتح رأسمال المؤسسات وهذه

المؤسسات هي:

¹ : لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، مجموع القوانين، نوفمبر 1997

- مجمع صيدال؛

- أليانس للتأمين ؛

- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؛

- دحلي؛

- رويبة.

أ – مجمع صيدال:

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

ب – مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

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

د- شركة DAHLI:

تعتبر مؤسسة (دايوو الجزائر للفنادق والترفيه والعقارات) مؤسسة ذات أسهم برأس مال قدره

20.882.040.000

دج وقد تأسست في 09 أكتوبر 1996 بعد تعديل وضعيتها من المؤسسة الاقتصادية DAHLI التي تم

انشائها في 24 ماي 1988 ما بين ONAFEX وشركة IDAEWOO المختلطة.

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

نشاطها في ميدان العقارات والأعمال (برج مركز الأعمال الجزائر) كما أنها تنشط أيضا تمارس شركة دحلي في الميدان السياحي، خاصة الفندقية (فندق هيلتون) بالإضافة إلى نشاطاتها في الميدان الخدماتي مثل ايجار مساحات للاستغلالها كمكاتب.

هـ- أليانس للتأمين:

07 المؤرخة في - أليانس للتأمينات، شركة ذات أسهم، تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 195

25 جانفي 1995 ، والصادرة عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات.

122)، انطلق نشاط الشركة سنة 2006 ، بواسطة القيام بجميع الاجراءات بعد الحصول على موافقة

الجهات المختصة

عمليات التأمين وإعادة التأمين.

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

أليانس للتأمينات متواجدة في جميع مناطق الجزائر إذ إن التطور الذي عرفته شبكتها التجارية سمحت لها سنة 2009 بافتتاح 116 مركز إنتاج، مهيكلت تحت مظلة ثمانية وكالات رئيسية، و 35 وكالة مباشرة، و 46 وكيلًا، و 27 ملحقة، موزعة على 35 ولاية

المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2007

للتمكن من قياس وتقييم تطور وكفاءة أسواق الأوراق المالية لابد من مجموعة متكاملة من المؤشرات نوردتها وذلك بالتطبيق على بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2007 فيما يلي:

مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

- عدد الشركات المدرجة: تدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة، يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجم السوق، وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، مما يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، ويرتبط ذلك بارتفاع رأسمال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة..

- الرسملة السوقية: تقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة، ويعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار، أي قدرتها على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق والتي تستثمر مواردها. ويؤدي ارتفاع معدل الرسملة البورصية إلى آثار إيجابية على النشاط

الاقتصادي بالبورصة وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما يوضح تطور معدل الرسملة البورصة مدى سرعة وإيجابية تطور البورصة.

بناء على ما سبق، ومن خلال تقارير كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والتقارير الفصلية لشركة تسيير القيم والصندوق النقد العربي يمكننا دراسة مدى تطور عدد الشركات وتطور القيمة السوقية في بورصة الجزائر من خلال الجدول الموالي:

الجدول 01: تطور عدد الشركات المدرجة مؤشرات القيمة السوقية للسوق الرئيسي
ببورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014

السنة	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية مليار دينار جزائري	PIB مليار دج	القيمة السوقية إلى PIB %	معدل نمو القيمة السوقية %
2007	02	6,46	9 352, 8864	0.069	--
2008	02	6,5	11 043, 7035	0.059	0,61
2009	02	6,55	9 968, 0253	0.066	0,76
2010	02	7,9	11 991, 5639	0.066	20,61
2011	03	14,96	14 588, 5319	0.103	89,36
2012	03	13,03	16 208 ,6984	0.08	-11,89
2013	04	13,82	16 643, 8336	0.083	6,06
2014	04	14,79	17 205, 1063	0.086	7,01

المصدر: كفاءة أسواق الأوراق المالية المتطلبات والمعوقات - دراسة حالة السوق الرئيسي ببورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن السوق الرئيسي ببورصة الجزائر من سنة 2007-2009 ، كان يتداول فيها سهمين فقط هما سهم الأوراسي وسهم صيدال، أما في سنة 2011 فقد انضمت شركة آيونس للتأمين وبعدها تم إدراج سهم " أن سي أ- رويبة" بتاريخ 03 يونيو 2013 وعليه تعد عدد سندات رأس المال غير كافي، لذا تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة على المستوى الدولي ككل. كما نلاحظ أن بورصة الجزائر حققت معدلات نمو ضعيفة في بداية فترة الدراسة لكن هذه معدل النمو تحسن ابتداء من سنة 2010 ، فقد سجلت البورصة في سنة 2011 أعلى معدل نمو 98.36 وأعلى مليار قيمة السوقية 14,96 دينار جزائري لإدراج سهم شركة آيونس للتأمين، لتسجل انخفاض بعدها بمعدل بقيمة 11.89. كما أن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ضعيفة جدا إذ لم تتجاوز 1 بالمائة وذلك إذا ما قرنت بباقي البورصات المغاربية حيث نفس النسبة سنة 2008 بلغت 67.7 في بورصة تونس و 17 بالمائة في المملكة المغربية.

المبحث الثالث : معوقات بورصة الجزائر وسبل تطويرها

سوف نتطرق في هذا المطلب الى دراسة و تحليل اداء بورصة الجزائر من خلال هذا المبحث سنبرز أهم المعوقات التي عرقلت نمو وتطور بورصة الجزائر ثم نحاول ان نستعرض بعض الحلول والأفاق لإزالة هذه العوائق

1.3 معوقات بورصة الجزائر:

لم ترق بورصة الجزائر إلى المستوى المرجو منها بسبب حداثة نشأتها و بسبب معوقات أخرى حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي ، واجتماعي وثقافي و تنظيبي.

1.1.3 المعوقات الإقتصادية :

تتمثل المعوقات الإقتصادية في التضخم و السوق الموازية و ضعف الحوافز الجبائية و كذا نوعية الجهاز الإقتصادي في الجزائر.

أ- ظاهرة التضخم: التضخم هو المرداف المعبر عن الإنخفاض في القدرة الشرائية لدى المواطن و ما ينتج عنه من إنخفاض في الميل نحو الإدخار حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها و هذا ما ينتج عنه التقليل من الإدخار على المستوى الفردي ثم إنعكاس ذلك على المستوى الكلي أو على مستوى الإدخار الوطني .

و قد تم ملاحظة الارتفاع الكبير لمعدلات التضخم بالجزائر في فترة التسعينات ، بالرغم من الجهود المبذولة في هذا الإطار كل هذا جعل الأفراد لا يخطرون بأموالهم ، و بالتالي هروب أو تحويل نصف الكتلة النقدية إلى السوق الموازية أو خروجها إلى الخارج أين تكون هناك أكثر إستقرار في العملة، و النتيجة أن كان لذلك أثرا سلبيا على رأس المال الإجتماعي لبورصة الجزائر 1

ب- السوق غير الرسمي : تتميز السوق غير الرسمية أو السوق الموازية بالارتفاع الكبير للأرباح المحققة لذلك فإن التوجه إليها يتزايد يوما بعد يوم و وجود مثل هذه السوق يعتبر مصدرا خطيرا لسحب المدخرات إلى الجانب الذي يضر بالسوق المالي من خلال تقليل العائلات إلى توجيه إدخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

ج- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل ، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات 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 و الاستثماري.

د- تركيبة الجهاز الإقتصادي: يتميز الجهاز الإقتصادي في الجزائر في غالبته من وجود عدد كبير من المؤسسات العمومية و التي تتميز بنقص المردودية الإقتصادية و إرتفاع نسبة العمال بها أحيانا حتى أكثر من الإحتياجات اللازمة لها حيث أن التوظيف بها يكون نتيجة لقرارات سياسية أو إجتماعية أكثر

منها إقتصادية، و نفس الشيء يطبق على تعيين مسيري المؤسسات الذي غالبا ما يكون إستنادا إلى اعتبارات غير إقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

من جهة أخرى نجد أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير و الباقي من شركات المساهمة يعتبر كإستثناء لقلتها .

1.2.3 المعوقات السياسية و التشريعية:

و التي يمكن إبرازها في ما يلي :

أ- المعوقات السياسية : بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة و هذا ما ساهم في تعطيل نشاطها خاصة في إنطلاقها الأولى ، وكما هو معروف فإن السوق المالي سوق جد حساس لكل تغير في محيطها سواء في الجانب الإقتصادي أو الإجتماعي أو السياسي ، لأن المستثمر في هذا السوق يريد تعظيم ربحه و تدنية الخطر و هو ما يتوفر في وقت الأزمات و الصراعات ، و ما يلاحظ حاليا هو الإستقرار النسبي في الساحة السياسية مما ساهم في بداية تفعيل البورصة.

ب - المعوقات التشريعية: 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 مسئولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

3.1.3- المعوقات الاجتماعية و الثقافية و الدينية:

أ- العائق الاجتماعي و الثقافي: يميل الفرد الجزائري نحو حياة الموجدات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان و العائد المضمون قبل أي اعتبار و ذلك بفعل تأثير عوامل اجتماعية و ثقافية حيث أن العوامل التاريخية ترتبط أساسا بالأمية، عدم الثقة في السوق المالي و غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية و الخوف من مراقبة مصالح الجباية

ب - الجانب الديني : بحكم أن الشعب الجزائري يدين بدين الإسلام فإن التعامل في السوق المالي يسبب له الحرج و الخوف من الإبتعاد عن الكسب الحلال و ذلك بسبب نوعية الأوراق المالية خاصة السندات و التي تعتبر في الشرع قرض ربوي و حتى الوسطاء المتعاملين في السوق المالي بنوك تجارية ربوية ، كل هذا أسهم في عزوف الغالبية العظمى عن التعامل مع هذا الجهاز.

4.1.3- المعوقات التنظيمية

المعوقات التنظيمية التي تخص الشركات المدرجة و كذا الأوراق المالية و كل ما ينضم عمل البورصة أ- محدودية الأدوات المالية : يقتصر نشاط التداول في السوق المالي عندنا على السندات بكثرة دون الأسهم كصورة من صور التمويل بالدين و التي تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها إلى التمويل متوسط و طويل الأجل ، و هذا التركيز على نوع واحد من الأوراق المالية يحد من رغبة المستثمرين في اللجوء إلى السوق المالي بسبب قلة التنوع في عروض الأوراق المالية الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر و يقلل من كفاءة ذلك السوق

ب - قلة عدد المؤسسات المدرجة:

تتميز بورصة الجزائر منذ إنطلاقها بالعدد المحدود جدا من المؤسسات المدرجة فيها وذلك بسبب المناخ الإقتصادي الذي إنطلقت فيه وكذلك بسبب طبيعة المؤسسات الإقتصادية الموجودة في الجزائر والتي في معظمها ليست شركات مساهمة إضافة إلى تميز المؤسسات الإقتصادية عندنا بسوء التسيير و تدهور الوضعية المالية لها

ج- قصور أنظمة الإفصاح المالي: رغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة ، فأنظمة الإفصاح المالي عندنا ليست مدققة و تبقى في بعض الأحيان في إطار العموميات ، و تظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة ، و أن مصداقيتها متفاوتة من سوق للأخر و تقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي بنشر الميزانية الختامية و التأخر أحيانا في نشر مثل هذه البيانات و الإكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لإتخاذ قراراتهم الإستثمارية ، و تفتح المجال واسعا أمام بعض الأطراف في الحصول على سبق في المعلومات دون . غيرهم و تحقيق أرباح غير عادية على حسابهم

- آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر: ¹

يمكن تطوير البورصة الجزائرية عن طريق توفير مجموعة من العوامل منها :

- القضاء على الإقتصاد غير الرسمي : إتباع سياسات واضحة من أجل تسهيل الإجراءات الإدارية و الجبائية التي تسهل في تحويل نشاط الأفراد المتعاملين في هذه السوق إلى السوق النظامية بشكل تدريجي و منظم .

- خصوصية المؤسسات العمومية : عملية خصوصية المؤسسات هي حجر الزاوية في زيادة نشاطات البورصة لأنها السبيل الذي يضمن لها زيادة عرض الأوراق المالية من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق.

3.2.3- توسيع قاعدة المستثمرين: يمثل توسيع وتنوع قاعدة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية الحكومية واحدا من أهم محاور تطوير وتعميق هذه الأوراق كما يساعد هذا التوسيع الحكومة على زيادة فترات استحقاق سنداتهم وخفض كلفة مديونيتها ولا يعود الأمر لمجرد الزيادة في حجم الاستثمارات من جراء ذلك على أهميتها بل للتمايز الذي يمكن أن يتحقق من خلال وجود توجهات مختلفة لأنماط الاستثمار لدى المستثمرين المختلفين و تفضيلاتهم فيما يتعلق بفترات الاستحقاق ونوع المخاطر وعادات التداول و أن هذا التمايز من شأنه أن يعزز من سيولة السوق من جهة و يخفف من حدة التقلبات من جهة أخرى وكذلك أن تنوع المستثمرين في أسواق السندات الحكومية يخلق الفرص أمام إدخال ابتكارات مالية جديدة لمقابلة الاحتياجات المختلفة لهؤلاء المستثمرين مما يساهم في زيادة عمق و كفاءة هذه الأسواق

2.3 . - مقترحات تمس الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر: حيث يمكن تقسيم هذه المقترحات على عدة مستويات منها ما يتعلق بتجزئة سوق البورصة و منها ما يتعلق بتحسين شروط إدراج الأوراق المالية محاولة في رفع عدد الشركات المدرجة في البورصة و كذا تحسين أنظمة التداول كما يلي

أ- كفاءة أنظمة التداول : تلعب أنظمة التداول دورا مهما في تطوير و تنشيط السوق المالي، فهذه

¹ : من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة المادة 04

الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار ونشاط التداول، ولذلك فإنها وكلما ازدادت كفاءتها ستساهم بشكل أفضل في تحسين التعريف بالسوق وزيادة المنافسة وتعزيز السيولة حيث أن الشبكة المعلوماتية المتطورة تساهم بقدر كبير في تحسين تدفق المعلومات بكفاءة والتي تجعل الأسعار تستجيب لها بسرعة وبالتالي تخفف من أعباء المقاصة والتسوية، ويلاحظ في الجزائر أن النظام المتداول في إطار سوق غير منظم وبشكل يدوي، و من أجل تنشيط السوق المالي في الجزائر وجب العمل بنظام تداول في إطار متطور وقائم على شبكة إلكترونية للتداول بين الوسطاء.

تجزئة سوق البورصة: يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين سوق رسمية وسوق ثانية، ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية، مع العلم أن كلا السوقين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق ثانوي، وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية. والعبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة المتوسطة من تمويل نفسها.

فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء ومن هذا المنطلق قامت اللجنة المنظمة لبورصة الجزائر، في انتظار الانطلاق في المرحلة الأولى المتضمنة تقييم وتصميم مخطط عصرنة وتطوير السوق المالية التي يتعين عليها القيام بدور أكثر أهمية في عملية تمويل الاقتصاد، بالتشاور مع المتعاملين في الساحة المالية باتخاذ عدد معين من التدابير وبادرت بنشاطات من شأنها تشجيع سوق القيم المنقولة والمتمثلة في:

فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسندات الشبيهة للـخزينة² من خلال إنشاء قسمين (2) جديدين للتداول تم تخصيصهما، على التوالي، لقيم الدولة "السندات الشبيهة (للـخزينة" وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

إنشاء سوق موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستجيب لحاجات دعمها البيئة الملائمة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمثل في الشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة والعديد من المزايا التي يتيحها هذا القسم. ومن جهة أخرى، فإن إنشاء قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح هذه المؤسسات الكثير من المزايا مثل:

التمويل البنكي، التمويل المباشر الحصول على موارد ثابتة يتم تخصيصها لتمويل الأصول طويلة الأجل في الميزانية، دخول مبسط وبأقل التكاليف إلى البورصة، فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الرأسمال الاستثماري،

ضمان بقائها وديمومتها عن طريق تحويل السندات.
وتتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يدعي " المتعهد بالترقية في البورصة " والتي تعتبر الابتكار الرئيسي.
تعزيز الشفافية والإفصاح : ويتحقق هذا الهدف من خلال القيام ببعض الإجراءات مثل :
-إصدار نشرة يومية أو أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن المعلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار ، و إبرام إتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية ، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الأنترنت لمزيد من التعريف بالفرض الإستثمارية المتاحة من خلال :
-الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.
-تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
-تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بتا.
-إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.
-إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

خلاصة الفصل الثالث :

من خلال تناولنا لمحاوّر هذا الفصل و الخاص ببورصة الجزائر تعرضنا إلى ظروف نشأتها ومراحل تطورها من خلال مختلف الأطر التشريعية الذي وضعت الإطار القانوني الذي ستعمل فيه وكذلك بينت الهيئات الثلاثة التي تسيرها .

تتميز بورصة الجزائر بقلّة المتدخلين فيها سواء من ناحية الوسطاء الذين ينحصرّون في عدة مؤسسات فقط ، وكذا عدد الشركات المدرجة فيها و التي تتميز بقلتها رغم مرور أكثر من عشرة سنوات على إنشائها وهذا ما إنعكس على الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق التي تتم بقلتها ، وقلّة العرض و الطلب عليها بسبب عدم وجود عمق في هذا السوق المالي. إضافة إلى إعتبار بورصة الجزائر سوق مالي للسندات أكثر ما هي سوق مالي لتداول الأسهم وهذا ما كان يجدر بها أن تكون أي سوق أسهم بالدرجة الأولى، كل هذا يبين أن بورصة الجزائر سوق مالية هشّة تتميز بنقص الفعالية وقلّة الجاذبية للمستثمرين.

ومن خلال إبراز واقع و متطلبات تحقيق الفعالية في سوق رأس المال الجزائري تبين أن هناك العديد من الإجراءات التي ينبغي إتخاذها في العديد من المجالات الإقتصادية و الدينية و السياسية والإجتماعية لمواجهة هذا القصور الذي أدى إلى نقص الفعالية و عدم تحقيق التنمية الإقتصادية المنشودة.

الخاتمة

الخاتمة:

إن الهدف المرجو من خلال قيامنا بهذه الدراسة هو توضيح معوقات سوق الأوراق المالية و اهم الاقتراحات و الحلول قصد تطويرها مع الإشارة إلى بورصة الجزائر كعينة للدراسة. وهذا من خلال محاولة الإحاطة بكل ما يمكن أن يعزز هذا الدور في المستقبل مع الإشارة إلى حجم العراقيل التي تصادفها في إتمام الدور المنوط بها في المجال الإقتصادي، حيث تعرضنا في دراستنا إلى المحاور التالية :

عرض مفاهيم نظرية عامة حول الأسواق المالية من حيث إظهار ماهيتها، وظائفها والأهمية التي تحضى بها ، و تحديد العوامل المكملة لنجاحها إضافة إلى المتطلبات الرئيسية لقيامها ، إضافة إلى الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق من الأدوات المالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل أو الأوراق المشتقة، إضافة إلى كيفية تحقيق كفاءة السوق من خلال إبراز مفهوم وأنواع الكفاءة و مستوياتها.

بعدها تم إظهار بعض الاسواق المالية الناشئة و المتطورة و ذلك لتوضيح العوامل التي تتدخل بصفة مباشرة في تطوير هذه الاسواق او عجزها واهم مراحل تطورها.

بورصة الجزائر سوق مالي ناشئ تشرف على تنظيمه هيئات محددة من قبل المشرع الجزائري، يتم تداول أوراق مالية محددة فقط به، ويخضع نظام إدراج الشركات و الوسطاء فيه و الأدوات المالية إلى أطر و تنظيمات محددة في القانون و في النظام العام للبورصة.

● اختبار الفرضيات:

من خلال بحثنا، ودراستنا تبين لنا صحة الفرضية الأولى حيث أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ إستثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي.

كما تتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن تخلف بورصة الجزائر راجع إلى حداثة نشأته، مما يتطلب فترات زمنية متباعدة تشكل كل فترة مرحلة من مراحل نموها، بدليل أنه يعود إنشاء بعض البورصات العربية و العالمية إلى عهد قديم لكنها مازالت تعاني التخلف و الركود مقارنة ببعض البورصات حديثة النشأة.

ضآلة الانفتاح على الخارج من العوامل التي لا تزال تعيق تطور بورصة الجزائر و هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في السوق المالي الجزائري ، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين به وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات و هو ما تأكده صحة الفرضية الثالثة.

● النتائج و التوصيات:

ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع خالصنا إلى النتائج التالية :

- السوق المالي هو أحد أهم ركائز الاقتصاد ، إذ أنه يتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل الإستثمارات و المشاريع للوحدات التي تعاني من عجز التمويل.

- تنوع الأوراق المالية في السوق المالي أداة جد هامة لتحقيق التوازن و التكامل بين كل طلبات المتدخلين سواء لعارضين أو كطالبيين لها وذلك يتحقق إما باللجوء إلى سوق النقد أو سوق رأس المال.
- كلما كان السوق المالي متطورا كلما إنعكس ذلك بصورة جلية على تطور و تنمية إقتصاد ذلك البلد أي أن العلاقة طردية بينهما.
- السوق المالي الجزائري مازال بعيدا كل البعد عن تحقيق حلم تنمية الإقتصاد الوطني بسبب ما يعانيه من عراقيل و التي إنعكست بالسلب على المؤشرات العامة له ، لكن بدأ الأمل يلوح للإلتفات إليها حاليا في محاولة لتذليل هذه الصعوبات عن طريق مقترحات لتطوير هذه الأخيرة .
- إذن من خلال ما سبق نجد بأن السوق المالية الجزائرية لازالت سوقا مخيبة للأمال و لم ترق بعد لأن تتطلع إلى الدور التنموي في الإقتصاد الجزائري.
- و على ضوء هذه النتائج يمكن اقتراح ما يلي:
- تنوع الأوراق المالية بإصدارات أخرى في سوق الأوراق المالية الجزائري.
- المضي قدما في مساعدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للإنضمام إلى البورصة.
- إصلاح النظم التشريعية بما يكفل تماشيها و تطورها مع الأسواق المالية.
- الإهتمام أكثر بالنظام المصرفي و تسهيل التعامل معه لأنه الداعم الرئيسي للسوق المالي.
- رفع عدد الشركات المدرجة من أجل تنشيط السوق المالي.
- التركيز على التعامل بالأسهم بدل التعامل الكبير بالسندات .
- نشر الوعي بين أفراد المجتمع من خلال النشريات المنتظمة و الأيام الدراسية التي تبين أهمية السوق المالي ودوره في تطوير الإقتصاد.
- الإهتمام بالجانب الديني و خلق أوراق مالية تماشى مع طرق التمويل الإسلامي لرفع الحرج عن المتعاملين بها.
- مساعدة الدولة للقطاع الخاص عن طريق تشجيع قيام مؤسسات المساهمة.
- بعد تعرضنا لهذا الموضوع و دراسته و إستخلاص النتائج منه يظهر جليا أن مجال البحث فيه ما يزال مفتوحا و نذكر على سبيل المثال :
- تفعيل دور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لتنمية بورصة الجزائر.
- زيادة كفاءة السوق المالي من خلال إدراج الوسائل التمويلية الإسلامية.

المراجع

قائمة المراجع

01 - الكتب :

- أحمد بوراس: "أسواق رأس المال"، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر، طبعة 2002
- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، "إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"،
الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، مصر.
- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام ، " الإستثمار بالأوراق المالية" ، المسيرة للنشر، عمان
الأردن، طبعة . 2004
- إسماعيل عبد الرحمان و حربي عريقات ، " مفاهيم و نظم إقتصادية "،، دار وائل للنشر ،
عمان،الأردن، الطبعة الأولى...، 2004
- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية و النقدية في عام متغير"، دارالفكر للنشر، عمان
الأردن، الطبعة الأولى، . 2010
- جميل الزيدتين، " أساسيات في الجهاز المالي "، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، الطبعة
الأولى، 1999 .
- حمزة محمود الزبيدي ، " إدارة الإستثمار و التمويل" ، دار عمان للنشر، عمان ، الأردن، طبعة
2000
- حنفي عبد الغفار، " أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر مصر، طبعة
، 2005
- حسين عبد الحميد أحمد رشوان ، " التنمية " ، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر
طبعة . 2009
- حسين عمر، "الإستثمار و العولمة" ، دار الكتاب الحديث للنشر، مدينة نصر، مصر، الطبعة
الأولى، . 2005
- دوجلاس موسشيت، " مبادئ التنمية المستدامة "، ترجمة بهاء شاهر ، الدار الدولية للنشر ،
مصر، الطبعة الأولى، 2005
- زياد رمضان ، " مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي" ، دار وائل للنشر ، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة
2000
- سمير عبد الحميد رضوان ، " المشتقات المالية " ، دار النشر للجامعات، القاهرة ، مصر، الطبعة الأولى
2008 .
- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دارالفكر
المعاصر، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2001

- عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، مصر،
طبعة 01 -2000

- محمد يوسف، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان، الطبعة الأولى، 2005
- هوشيار معروف، "الإستثمارات والأسواق المالية"، الصفاء للنشر، عمان ، الأردن،
طبعة 2002

02- الرسائل الجامعية والأطروحات:

زياد فلاح الزبيدي، "دراسة إقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الإقتصادي للسوق المالي: الأكاديمية العربية
- العراقي"، رسالة ماجستير
المفتوحة في الدانمارك 2009 .

نسرين بن زواي ، "آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال – مع الإشارة إلى حالة الجزائر"،
مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص مناجمت المؤسسة، المركز
الجامعي العربي بن مهدي . 2006-2007

التقارير:

- كل التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة البورصة للفترة بين 2007-2014

- البورصة سير ومراقبتها، البورصة عمليات تنظيم لجنة - 2004

ملخص:

أصبحت الأسواق المالية تحتل مكانا بارزا في الإقتصاد العالمي المعاصر، من خلال دعمها للنمو الإقتصادي، وهذا ما تم تناوله في هذه و التي تم إثباتها في الدراسة من خلال الإشكالية المطروحة حول معوقات اسواق الاوراق المالية و سبل تفعيلها، حيث تبين الجانب النظري أن هناك علاقة وطيدة بين مدى تطور السوق المالي و مستوى تحقيق التنمية الإقتصادية. كما تم التوصل أيضا إلى أن السوق المالي الجزائري أو بورصة الجزائر تتميز إضافة إلى حداثة نشأتها بالضييق و نقص الفعالية على العموم، مما أدى إلى إنعكاس ذلك سلبيا على الوضعية الإقتصادية العامة حيث أنها لم تتمكن من تحقيق الهدف المنتظر منها و المتمثل في دعم عجلة الإقتصاد الوطني .

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، معوقات أسواق الأوراق المالية، أسواق الأوراق المالية الناشئة و المتطورة، سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية، بورصة الجزائر.

Abstract:

The financial markets have become prominent in the contemporary world economy through their support to economic growth, and this is what has been discussed in this study, which is proved by the problems raised about the obstacles of stock markets and ways to activate them. The theoretical aspect shows that there is a strong correlation between the extent of the financial market's development and the level of economic development.

The Algerian financial market or the Algerian stock exchange was also characterized by a narrow and generally inefficient modernization, which had a negative impact on the overall economic situation since it had not achieved its intended objective or to support the national economy.

Key words: Financial markets, stock market obstacles, emerging and sophisticated stock markets, ways to activate stock markets, Algeria Stock Exchange