

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة منتوري قسنطينة  
كلية العلوم الاقتصادية و التسيير

الموضوع

# سوق الأوراق المالية في الجزائر

مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS

تخصص مالية

إشراف الاستاذ:

د. شرابي عبد العزيز

إعداد الطالبة:

بوضياف عبير

2007

# كلمة شكر وتقدير

نحمد الله حمدا كثيرا أن وفقني وأعانني على إتمام مذكرتي آملة في غد مشرق.

أتقدم بالشكر إلى الأستاذ الدكتور : "شرايبي عبد العزيز" الذي لم يبخل علي بتوجيهاته لاتمام

هذا العمل.

دون أن أنسى الدكتور "كمال بن موسى" وحرمه على رحابه صدرهما ومتابعتهما لهذا العمل.

كما لا أنسى كل من ساهم سواء كان من قريب أو من بعيد، ومد لي يد العون في انجاز هذا

العمل المتواضع.

# الإهداء

إلى من قال في شأنهما الله عزّ وجلّ :

بسم الله الرحمن الرحيم:

"وقضي ربك إلا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا"

إلى الوالدين العزيزين اللذان لم يتّخرا جهدا لمساعدتي.

إلى الأخوات هدى، رعدة والأخ العزيز زكريا.

وإلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل.

# الفهرس العام

## الفهرس العام

أ	..... المقدمة العامة
2	..... الفصل الأول: ماهية السوق المالي و دوره في تمويل التنمية الاقتصادية ....
4	..... المبحث الأول: ماهية السوق المالي
5	..... المطلب الأول: الأسواق النقدية
5	..... الفرع الأول: تعريف و خصائص الأسواق النقدية
6	..... الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية
11	..... المطلب الثاني: سوق رأس المال
12	..... الفرع الأول: أنواع أسواق رأس المال
19	..... الفرع الثاني: أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة الضعيفة
23	..... المبحث الثاني: دور السوق المالي في تمويل التنمية:
23	..... المطلب الأول: موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي
27	..... المطلب الثاني: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي
33	..... المطلب الثالث: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية ....
38	..... الفصل الثاني: بورصة الأوراق المالية
40	..... المبحث الأول: ماهية البورصة
40	..... المطلب الأول: نشأة البورصة و مفهومها
44	..... المطلب الثاني: أهمية البورصة و وظائفها
50	..... المطلب الثالث: تصنيف البورصة
53	..... المطلب الرابع: أنواع البورصات:
61	..... المبحث الثاني: الأوراق المالية:
61	..... المطلب الأول: الأسهم: Les Actions
61	..... الفرع الأول: التعريف بالأسهم و خصائصه
64	..... الفرع الثاني: أنواع الأسهم
70	..... المطلب الثاني: السندات: Les Obligations

70	الفرع الأول: مفهوم السند و خصائصه .....
72	الفرع الثاني: أنواع السندات .....
79	الفرع الثالث: وجوه الاختلاف بين الأسهم و السندات .....
82	المبحث الثالث: التعاملات في أسواق الأوراق المالية و الأطراف المتدخلة فيها
82	المطلب الأول: التعاملات في أسواق الأوراق المالية .....
82	الفرع الأول: التعامل في سوق البورصات .....
84	الفرع الثاني: عمليات الأوامر و التنفيذ في البورصة .....
88	الفرع الثالث: تسوية الصفقات و تكاليف التنفيذ في البورصة .....
90	المطلب الثاني : الأطراف المتدخلة في البورصة: .....
	<b>الفصل الثالث: بورصة الجزائر</b>
98	النشأة، المعوقات، الشركات المساهمة في تفعيل البورصة .....
99	المبحث الأول: إنشاء بورصة الجزائر و إمكانية تفعيلها .....
99	المطلب الأول: إنشاء بورصة الجزائر و المهام المنوط بها .....
104	المطلب الثاني: إمكانية تفعيل بورصة الجزائر .....
105	المطلب الثالث: الشركات المساهمة في بورصة الجزائر .....
109	المبحث الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية مع التركيز على حالة الجزائر
110	المطلب الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية .....
118	المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر .....
128	المطلب الثالث: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر .....
136	الخاتمة العامة .....

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة:

تختلف المعاملات التجارية باختلاف العصور و الوسائل المتاحة حيث شهد العالم تطورا كبيرا في مجال التمويل و الاستثمارات، فأدى نمو التجارة العالمية وترابط اقتصاد الدول مع بعضها البعض إلى زيادة قوية انتقال رؤوس الأموال فيما بينها، هذا ما أدى إلى زيادة حجم و انتشار تجارة العملات و الأوراق المالية في أسواق المال العالمية.

إن الهدف الأساسي من وراء العملية السالفة الذكر، هو تحقيق العائد و على ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، حيث أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة و هذا ما يجعل المستثمرين في بورصة الأوراق المالية يفضلون تشكيل محفظة استثمارية متنوعة غايتها التقليل من المخاطر المحتملة.

فالمحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول و موجودات استثمارية، يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيم السوقية أو المحافظة على القيمة الإجمالية لثروته.

إن ما ميز العالم منذ سنوات و إلى وقتنا الحالي. أنه ظل و ما زال يصارع من أجل دفع عجلة التقدم في جميع الميادين. و تجلى هذا الصراع في ظهور عدة دول عظمى مهيمنة على الاقتصاد العالمي كما قابله في ذلك انهيار دول أخرى كالإتحاد السوفيتي سابقا بسبب الصراعات الإيديولوجية التي كانت قائمة بين هذه الدول. إن موضوع الأسواق المالية من المواضيع المهمة و التي تحمل تحديا أكثر من ذي قبل حيث أن التطورات السريعة و المستمرة وضعت المؤلفين أمام مسؤوليات و أبعاد جديدة في مواكبة هذه التطورات المستمرة في عالم المال و السؤال المطروح كيف نشأت هذه الأسواق و ما هو دورها ؟

لقد شهدت الآونة الأخيرة تطورات سريعة جدا في مجال التمويل و الاستثمار و ذلك باستحداث أساليب جديدة للتمويل. حيث تتجه الدول المتخلفة في عالمنا

المعاصر نحو اقتصاديات السوق المفتوحة و ذلك من خلال العديد من الأدوات والوسائل التي تكفل توفير الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية، حيث لجأت بعض الدول إلى تنشيط أسواقها المالية و تنمية الأدوات المالية بما يتماشى مع الأساليب والأدوات الجديدة كصناديق الاستثمار.

و اضطر البعض الآخر إلى إنشاء و تفعيل السوق المالي لديها، حيث قامت بسن بعض القوانين و إقامة إجراءات و قواعد تنظم العمل داخل هذه السوق، وذلك للوصول إلى درجة مقبولة تسمح لها بالانخراط في النظام المالي العالمي المعاصر.

**أهمية البحث:**

تكمن أهمية البحث في إبراز دور الأسواق المالية في مختلف دول العالم في توفيرها للموارد المالية في الاقتصاد، حيث تصرف الفائض من الموارد احتياجاتها المالية إلى جهات العجز في الاقتصاد التي تحتاج إلى موارد مالية لتغطية نشاطاتها الاقتصادية، أي تلبية احتياجاتها التي تفوق مواردها، أو توفير الموارد المالية من أجل القيام بالنشاطات الاقتصادية الجديدة.

و مما سبق نستنتج بأن هذا البحث له أهمية كبيرة في الاقتصاد حيث يرتبط ارتباطا كليا بكافة النشاطات و الفعاليات الاقتصادية عن طريق توفير التمويل اللازم لها بداية بالاستثمار ثم التبادل فالتوزيع و أخيرا الاستهلاك و ذلك لتحقيق التوسع والنمو الاقتصادي من أجل تحقيق التطور و التقدم المستمر للاقتصاد في مختلف الدول و لاسيما الدول المتخلفة منها.

#### **أهداف البحث:**

يتمحور هدف البحث في إظهار الحاجة الماسة للأسواق المالية لاسيما بورصة القيم المنقولة فيها في الدول المتخلفة نظرا لحاجتها الكبيرة إلى موارد تمويلية لتحريك العجلة الاقتصادية بها و تطوير نشاطاتها من أجل اللحاق بركب الدول الأكثر نموا.

## الإشكالية:

إن ولوج عالم الأسواق المالية يتطلب من الكفاءة و المهارة ما قد يفوق إمكانات المستثمر على إدارة محفظة الأوراق المالية بمفرده.  
فهل تعد بورصة الأوراق المالية ضرورة حتمية فرضتها التعاملات والعمليات الناشئة بين المتعاملين الاقتصاديين؟ و هل تضمن هذه الأخيرة حقوق المتعاملين وتحميهم من التيارات التي قد تعصف بمصالحهم و أموالهم التي قد تعود بالسلب على التنمية الاقتصادية؟.

## الإشكاليات الفرعية:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية نستعين في هذا البحث بإشكاليات فرعية نوجزها كما يلي:

- 1- ما مدى فعالية الأسواق المالية في تنشيط التنمية الاقتصادية؟
- 2- هل يمكن للبورصة الأوراق المالية أن تلعب الدور المنوط و المرجو لها في تفعيل العمليات المالية و زيادة حجم الاستثمار؟
- 3- أيمكن للاقتصاد الجزائري أن يواكب التطورات التي حصلت على النظام المالي العالمي من خلال إنشاء بورصة الجزائر؟

## الفرضيات:

استوجب علينا الاستعانة بالفرضيات التالية من أجل الوصول إلى إجابات على الأسئلة المطروحة في الإشكالية.

- 1- تعتبر الأسواق المالية المحرك الرئيسي و الأساسي للتنمية الاقتصادية.
- 2- تعد بورصة الأوراق المالية المكان المناسب لزيادة و توسيع حجم الاستثمارات.
- 3- إن إنشاء البورصة في الجزائر ساعد على زيادة سرعة العجلة التنموية فيها.

## أسباب اختيار الموضوع:

لقد تم اختيار هذا البحث نظرا لما له من أهمية اقتصادية قصوى في تطور الاقتصاد الوطني حيث لازالت السوق المالية في مرحلة النشأة و تحتاج إلى جهود كبيرة لكي تصبح أداة فعالة في التنمية الاقتصادية.

## المنهج المتبع:

المنهج بمفهومه الكلاسيكي يعني عملية الفصل بين الباحث و الظاهرة التي تدرس، و هذا ما يمكن دراسته و ممارسته إزاء الظاهرة الاقتصادية لكن مع التطور الاقتصادي صعبت عملية الفصل..، و تكمن صعوبة ذلك في تحقيق درجة كبيرة من الموضوعية في البحث الاقتصادي مقارنة مع البحوث العلمية إزاء تلك الظاهرة، إن الباحث يجد ألفة بينه و بين المحيط الذي يعيش فيه، هذه الألفة تجعله عند عملية البحث يصف و يحلل و يستنتج مفاهيم عامة يضيفها إلي بحثه، فيعانق ما هو علمي و ما هو غير علمي في البحث الاقتصادي .

إن هذا البحث موضوع الدراسة يحتاج إلى منهجين الوصفي التحليلي والتطبيقي [دراسة حالة] حيث يهتم المنهج الأول بالإطار النظري و التحليلي للسوق المالي من مختلف جوانبه أما المنهج الثاني فيعالج دراسة حالة لبورصة الجزائر. فبالرغم من ارتباط كل منهج بهدف محدد إلا أن محاولة الربط بين التحليل والتطبيق كان أحد أهداف هذا البحث.

## الخطة المتبعة:

لبلوغ الغاية محل الدراسة اتبعنا الخطة التالية:

فصل أول عالجنا فيه المفاهيم الأساسية المتعلقة بالسوق المالي حيث قدمنا فيه مختلف الجوانب من تعريف و خصائص و أنواع دون أن ننسى أن ننوه إلى دور السوق المالي الفعال في النشاط الاقتصادي، أما الفصل الثاني فقد خصصناه لدراسة البورصة ابتداء من النشأة و الوظائف و الأهمية، مبرزين كذلك بالشرح الموسع للأوراق المالية (أسهم و سندات) المتداولة في البورصة إضافة إلى أهم التعاملات التي تدفع بالأطراف المتدخلة إلى لعب الدور الرئيسي في سوق الأوراق المالية و

أخيرا ختمنا البحث بفصل ثالث يمثل دراسة حالة بورصة الجزائر و الذي اعتمدنا فيه على الجانب التشريعي من حيث النشأة و المهام دون تجنب الاقتراحات المفيدة لإمكانية تفعيل هذه البورصة من خلال تحليل المعوقات التي تعرقل السير الحسن للسوق السالفة الذكر.

# الفصل الأول

## الفصل الأول: ماهية السوق المالي و دوره في تمويل التنمية الاقتصادية

من بين متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خصخصة منشآت القطاع العام، أدى إلي بروز أداة لذلك وهي سوق رأس المال كأسلوب للخصوصية وكطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها وتمويل خططها التوسعية.

كلما انتقلنا من الدول ذات الدخل الضعيف إلى الدول ذات الدخل المرتفع، نلاحظ أن دور المصارف التجارية والمؤسسات المالية غير المصرفية في تزايد، بينما ينخفض دور المصرف المركزي، كما يلاحظ أن القروض الممنوحة للقطاع الخاص نسبة للنتائج المحلي الخام في الدول الغنية تكون أكبر مما هو عليه في الدول الفقيرة، فنسبة النظام المالي ككل وسوق الأوراق المالية للنتائج المحلي الخام تكون أكبر الدول الغنية، إذ تعتمد الدول في المراحل الأولى من تطورها أساسا في التمويل على المصارف التجارية، ثم بتزايد النمو تصبح تلجأ شيئا فشيئا للوسطاء الماليين المختصين، وأسواق الأسهم التي تبدأ بالنمو والازدهار، لكن قد تكون الدول في نفس المستوى من النمو لكنها تختلف في بنيتها التمويلية.

بالرغم من اعتبار أن تطور السوق المالي ميزة مشتركة للتطور المالي والاقتصادي، فإن الكثير من المحللين يرون أن هذه السوق في الدول النامية ما هو إلا ما كان تأثيره الإيجابي في النمو الاقتصادي ضعيف، بينما أثاره السلبية المكبوتة كبيرة، ويرى محللون آخرون أنه طالما أن لجوء الشركات إلى التمويل عن طريق إصدار الأسهم ضعيف، فسوق الأوراق المالية غير مهم في النمو الاقتصادي.

كما أن تحقيق معدلات نمو اقتصادية متزايدة قابلة للاستمرار يتطلب إزالة العوائق التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي.

وفي هذا السياق فإن تحديد عوامل النمو الاقتصادي وطرق تفاعل تلك العوامل يساعد واضعي السياسة الاقتصادية على تفهم عملية النمو الاقتصادي والتأثير على نتائجها، وبمعنى آخر يمكن لواضعي السياسة الاقتصادية اختيار سياسات مناسبة،

وترسيخ وتطوير عملية النمو، بعد التعرف على العوامل المؤثرة على تلك العملية، الأمر الذي يعكس أهمية بناء النماذج الاقتصادية لتوضيح عملية النمو الاقتصادي، واستمر الاقتصاديون منذ زمن بعيد في اعتبار القطاع المالي والمصرفي كأحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية، وذلك نظرا لدوره في التعرف على المشروعات الإنتاجية الناجحة وتمويلها.

ويلاحظ خلال السنوات القليلة الماضية تزايد الاهتمام بدور أسواق المال كعامل رئيسي في التنمية، وذلك من خلال النموذج الاقتصاد القياسي، النظرية التي تم اقتراحها واستخدامها في هذا السياق.

ويؤيد العديد من تلك النماذج الدور الفعال لأسواق الأوراق المالية في التأثير على النمو الاقتصادي، ويلاحظ في هذا السياق أنه قد تم اختيار آثار عدد من المؤشرات الأسواق المالية باستخدام نماذج الانحدار متعدد المتغيرات، إذ تشير إلى عدد من النتائج الأساسية منها أن أسواق الأوراق المالية تؤثر على النمو الاقتصادي، وأن لدرجة سيولة الأسواق المالية تأثيرا أكبر على النمو، مقارنة بأثر حجم تلك الأسواق، وأن لكل من الأسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي آثارا مستقلة على النمو، بمعنى أنهما يكملان، ولا يستبدلان بعضهما البعض، كما يشير بعض الباحثين إلى الآثار الإيجابية لمستوى سيولة السوق ودرجة تذبذبها على النمو الاقتصادي، في الوقت الذي يعتقد البعض الآخر أن الارتفاع الشديد في سيولة أسواق الأوراق المالية والتذبذب العالي فيها يعوقان الاستثمارات، وبالتالي يؤثران سلبا على النمو، ومنه تبرز أهمية إنشاء سوق للأوراق المالية التي تعمل على تعبئة الموارد المالية، وتنمية المدخرات ومن ثم تخصيصها للأنشطة الاستثمارية المختلفة على نحو الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وبالتالي زيادة مستوى التشغيل، وتخفيض البطالة، وزيادة الدخل القومي، ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي.

## المبحث الأول: ماهية السوق المالي

سوق رأس المال على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما أنها تشكل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة، والوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو على أي نوع آخر من الأوراق كان التطور المالي سببا في ظهورها.

هذا عن الشطر الثاني أما السوق النقدية فهو الشطر الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبعد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظرا لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزانة.

عادة ما يطلق على سوق رأس المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق رأس المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة.

وتشمل أسواق رأس المال كلا من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين، يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.

## المطلب الأول: الأسواق النقدية

إن الأسواق النقدية تعتبر ذات أهمية كبرى بالنسبة لكافة دول العالم فهي تلعب دورا اقتصاديا هاما و أساسيا في اقتصاديات أي دولة مهما كان نشاطها، و تتميز الأسواق النقدية أيضا بعدة خصائص ومميزات.

### الفرع الأول: تعريف و خصائص الأسواق النقدية

إن الأسواق النقدية هي أسواق مالية تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة و التي من أهمها:<sup>1</sup>

اذونات الخزينة و القبولات المصرفية و ودائع قابلة للمتفاوض، و أوراق ويورودولار... و تتسم هذه الأوراق بخصائص عديدة، تتميزها عن غيرها من الأسواق المالية و التي يمكن أن نذكر منها ما يلي:<sup>2</sup>

- 1- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترت تسديدها ما بين يوم واحد و في بعض الحالات سنة واحدة و ذلك بشكل عام.
- 2- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية و ذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود و هذا ما دفع الناس إلى إطلاق اسم الأسواق النقدية.
- 3- نظرا لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قصيرة الأجل و ارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر اقل للفشل.

- 4- إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة و بالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة، تتجاوز في الولايات المتحدة الأمريكية فمثلا مليون دولار و هذا ما يجعل الاستثمار مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من الأشخاص الطبيعيين أو يجرى التبادل من خلال توسط سماسرة أو متاجرين يتركز دورهم في جمع الزبائن في حالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة و ذلك لان من الصعب على الصغار المستثمرين تملك هذه الأدوات مباشرة، وهذا بلا شك يقلل من درجة المخاطرة.

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد - استثمارات في البورصة - دار الحامد - الطبعة الأولى - الأردن - 2006 ص ص 69-71.

<sup>2</sup> محمد إبراهيم الشديفات - الأسواق المالية و النقدية - دار الحامد - الطبعة الأولى - الأردن - 2006 ص ص 80.

5- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم، و ذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.

6- تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية و فضلا عن ذلك التميز تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرضية للفوائد المصرفية، و بالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة لاستثمار في فترات قصيرة.

### الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية

ولما يتميز به كل من الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية من خصوصيات استثمارية، سوف نعالج الأدوات التالية:<sup>1</sup>

- أولا: اذونات الخزينة .
- ثانيا: قبولات مصرفية .
- ثالثا: شهادات الإيداع القابلة للتداول.
- رابعا: أوراق تجارية.
- خامسا: يورو دولار .
- سادسا: اتفاقيات إعادة الشراء.

### أولا : اذونات الخزينة

تصدر من طرف الخزينة المركزية و ذلك للتداول في الأسواق المالية من اجل مدة تتراوح ما بين 3 أشهر إلى 12 شهرا على أساس الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه الاذونات، فيكون العائد التعويضي (عن الفوائد) عبارة عن الفرق بين سعر الشراء الاذونات و سعرها الاسمي، و هكذا فان الفائدة المدفوعة على الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع - إن أسلوب الخصم يعد تحفيزا على الادخار، حيث يمكن لهم الاستفادة من بعض الفوائد المالية المتاحة و عدم تعطيلها، إضافة إلى انه هناك مزايا أخرى اذكر منها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد - مرجع سبق ذكره- ص 81.  
<sup>2</sup> مرجع أعلاه - ص 79.

- 1- وجود إعفاءات من ضرائب الدخل، و هنا كلما كانت هذه الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذه الضرائب.
- 2- تتسم اذونات الخزينة بفتراتها القصيرة و بضمانها الرسمي من قبل جهة حكومة مركزية و بالتالي تكون هذه الأداة من الأكثر أدوات الأسواق النقدية أمانا.
- 3- زيادة التنافس السوقي الذي يضمن السعر العادل لكافة الأطراف و ذلك لكثرة عدد المشترين و البائعين.
- 4- تتميز اذونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها و انخفاض تكاليف هذا التداول و هذا ما يحقق سيولة عالية نسبيا.
- 5- إن إصدار الاذونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي.

### ثانيا : قبولات مصرفية

تعتبر من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري و الذي بدأ استخدامه في أوربا منذ القرن الثاني عشر، و لكنها لم تدخل أسواق الولايات المتحدة الأمريكية حتى عام 1913. ولم تصبح من الأدوات الرئيسية في الأسواق النقدية إلا في ستينات القرن الماضي، و ذلك بعد التوسع الكبير الذي شاهده التجارة الدولية، ودخول البنوك التجارية و المؤسسات المالية الأخرى كأهم الأطراف الاستثمارية المهمة بأسواق القبولات المصرفية.

فبفضل هذه الأطراف لم تعد القبولات المعنية أدوات مالية فقط قصيرة الأجل، بل صارت كذلك موارد مالية للبنوك الكبيرة التي تمول التبادلات القصيرة الأجل، و المحفز الأكبر هو الإعفاء من الضرائب.

تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل الخصم المعين، و ذلك كوثائق دفع أجله عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلعة ما من بلد لأخر، فتكون هذه القبولات ضمانا على قيمة هذه السلع التي تسلم من طرف الأجانب إلى المستوردين، و أن ذلك وفقا للشروط المتفق عليها.

- إن القبولات المصرفية أداة نقدية قصيرة الأجل فان فترة تسديدها تحددت غالبا ما بين 30 يوم و 270 يوم. و يمكن للمصدرين الأجانب الاحتفاظ بالوثائق

الضمان المصرفي حتى يحين موعد استحقاقها ليتسلموا قيمها كاملة و ذلك بشكل خاص للبنوك التجارية، البنوك المذكورة تحمل مسؤولية نهائية لتسليم المدفوعات المطلوبة.

وهنا نميز نوعين من الدفع:<sup>1</sup>

1- دفع البنك للمبلغ المتفق عليه تماما.

2- دفع البنك المبلغ المشترك في وقت لاحق على التجهيز، فينتظر المصدر حتى يتم التصدير و تدفع الرسوم و الضرائب. إن المهم في هذه الحالة هو دفع المستوردون المبلغ المستحق مسبقا، و في حالة عدم الدفع لابد للبنك الملتزم إن يدفع مكانه المبلغ المستحق.

**ثالثا: شهادات الإيداع القابلة للتداول**

وهي وثائق تصدرها المصارف التجارية تعطى بموجبها الحق في التبادل، وذلك في فترة تتراوح ما بين شهر واحد و 4 أشهر. و أحيانا اقل من 12 شهر. وتؤكد هذه الوثائق إيداع مبلغ نقدي معين. وفيما يخص معدل العوائد فإن شهادات الإيداع تحمل سعرا للفائدة يمكن أن يكون محددًا أو ثابتًا.

و تصدر الشهادات المعينة لصالح حاملها أو باسم المشتري الأول علما بأن المعدل المدفوع قابل للمساومة بين المصدر و المشتري و ذلك حسب ظروف السوق النقدية و يكمن الاختلاف بين هذه الأداة و غيرها هو أنها تحمل فائدة على المبالغ الأصلية، حيث تقابل هذه الوثائق أموال مودعة لدى المصارف و تكون قابلة للتداول لفترة زمنية معينة.

و يمكن تميز نوعين من شهادات الإيداع:

**أ- نوع عام:**

يجرى بموجبه طرح وثائق على الجمهور الاكتتاب العام، فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكنتبيها، و لكن عند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها و توثق كافة التغييرات اللاحقة

<sup>1</sup> مرجع أعلاه - ص 84

لاكتساب في سجلات الجهات المعنية علما بان شهادات الإيداع هذه تباع بأدنى قيمة.

#### ب- نوع خاص:

بموجبه يجرى التعاقد مع مستثمرين محددين بالذات و يمكن لشهادات الإيداع المعتمدة وفق هذا النوع تداولها في الأسواق المالية المحلية، غير أن من الضروري أن يسترد المشتري الذي صدرت باسمه هذه الشهادات قيمتها في نهاية فترة التسديد من البنك الذي قام بإصداره لأول مرة.

#### رابعاً: الأوراق التجارية

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل و تتراوح مدتها ما بين يوم واحد و تسعة أشهر وهي غير مضمونة ، و تصدر بقيم كبيرة تبلغ مئة ألف مليون دولار و بالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفها الائتمانية العالية (من بين البنوك التجارية و شركات التأمين و صناديق التقاعد الخ..). بإصدارها، ومع ذلك بدأت من خلال السنوات الأخيرة شركات تتسم بمراتب ائتمانية أدنى بإصدار الأوراق المذكورة.

#### خامساً : يورو دولار

هذا مصطلح يستخدم للدلالة المصرفية على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي و التي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة الأمريكية، و ذلك بدلا من الاحتفاظ بالعملات المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع.

ساهمت عدة عوامل في تعاضل دور الودائع بعد الحرب العالمية الثانية اذكر منها ما يلي:<sup>1</sup>

1- اعتماد الدولار حتى عام 1971 كعملة رئيسية لتحديد أسعار صرف العملات بالدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي حيث كانت هذه ترتبط في تثبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى ذهب.

<sup>1</sup> محمد محمود الداغر - الأسواق المالية - دار الشروق - الطبعة الأولى - الأردن - 2005 ص 90.

- 2- اعتبار الدولار عملة أساسية لحساب كثير من العملات الدولية، و خاصة لتحديد بعض المواد (السلع) الأكثر أهمية في الاقتصاد العالمي مثل البترول الخام.
- 3- دور المساعدات الأمريكية، وخلال مشروع "مارشال" في إعادة إعمار الدول الأوروبية المتضررة من الحرب العالمية الثانية و قد قدمت غالبية هذه المساعدات بالدولار الأمريكي.
- 4- إدخال بنك -انجلترا- عام 1957 رقابة شديدة على استخدام غير المقيمين -للجنيه الإسترليني- و هذا ما أدى بنوك الملكية المتحدة إلى البحث عن عملة أخرى دولية من أجل تمويل التجارة الدولية.
- 5- اشتداد الأزمات الاقتصادية بين كل من بريطانيا و فرنسا و التي أدت إلى هبوط قيمة الجنيه الإسترليني في عام (1969 بـ: 6,14%) والى هبوط الفرنك الفرنسي عام (1969 بـ 15%).
- 6- فرض الحكومة الأمريكية عام 1963 ضريبة تعادل الفائدة على المقيمين الأمريكية الذين يشترون أدوات أجنبية و ذلك بغرض تقليل التدفقات الخارجية لرأس المال.
- 7- اتجاه البنوك الأمريكية إلى سوق اليورو و الدولار.
- 8- البحث عن المقترضين الأوروبيين عن سوق دولية لإصدار سنداتهم للمستثمرين، و قد بادرت بذلك سلطة الطرق الرئيسية للحكومة الإيطالية عام 1963.
- 9- فرض الحكومة الأمريكية في عام 1965 ما عرف بقيود الاستثمار الأجنبي الطوعية وذلك لمتابعة الشركات الأمريكية العاملة في الاستثمارات الخارجية، و دفعها الاهتمام بتحسين حالة الميزان المدفوعات الأمريكي.
- 10- حساسية و ودائع اليورو دولار الشديدة لتقلبات أسعار الفائدة و أسعار الصرف، يمكن أن تسبب تدفقات كبيرة لهذه الودائع .

## سادسا: اتفاقيات إعادة الشراء

وهي اتفاقيات بعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد أو أسبوعين وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، و ذلك عن طريق شراء هذه الاذونات في وقت سدادها و ذلك بمبلغ أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها.

و تستخدم اتفاقيات إعادة الشراء من قبل متاجرين كبار الاذونات الحكومية وذلك لتمويل أعمالهم، و قد قدر حجم هذه الاتفاقيات أخيرا بحوالي تريليون دولار.

## المطلب الثاني: سوق رأس المال

يتكون أساسا من :

- أسواق الأوراق المالية

- أسواق الاقتراض الطويل الأجل

## أسواق الأوراق المالية:

تتعامل بأدوات الدين كالسندات و أدوات الملكية كالأسهم، و هي ذات مدة استحقاق تزيد عن السنة و تتصف بتقلبات كبيرة في أسعارها مقارنة بأدوات السوق النقدي لذا فهي تعتبر أكثر مخاطرة و تصدر شركات المساهمة كل من أدوات الدين [السندات] أدوات ملكية الأسهم.

## أسواق الاقتراض الطويل الأجل

تتعامل أسواق الاقتراض الطويلة الأجل بالقروض العقارية الاستهلاكية، قروض البنوك التجارية و القروض التنموية الأخرى الطويلة الأجل. أما عن المؤسسات التي تتعامل في هذه الأسواق فهي المؤسسات المالية الوسيطة و على رأسها البنوك التجارية.

## الفرع الأول: أنواع أسواق رأس المال

### سوق رأس المال:

تمثل سوق الأوراق المالية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية لعرض و لطلب الأوراق المالية، و هي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيعا و شراء، بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.

### (1) السوق الأولى:

يختص هذا السوق في التعامل مع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لتمويل مشروعات جديدة، إذن المنشأة التي هي بحاجة إلى أموال يمكنها إصدار أوراق مالية [أسهم و سندات]، ثم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص و هذا يعطي فرصة للمنشأة المختلفة و الأفراد لاستثمار مدخراتهم. و السوق الأولى أيضا وسيلة لتجميع هذه المدخرات و تقديمها للمؤسسات، نتيجة لذلك نشأت العلاقة بين المدخرين [المكتتبين أو المساهمين و بين تلك المنشآت].

يتم إصدار الأسهم و السندات بطريقتين :

**الأولى:** هي قيام الشركات المصدرة للأسهم و السندات بالاتصال بعدد من المؤسسات المالية المتخصصة لكي تتفق معها على تصريف أو شراء الأوراق المصدرة و في هذه الحالة يقع على هذه الأخيرة مسؤولية تسويق هذه الأوراق.

**الثانية:** فهي قيام بنك الاستثمار بإصدار الأوراق الملكية نيابة عن المنشأة أي يقوم بتمويل شراء الإصدار مقدما ثم يعيد بيعه في السوق الأولى.

و يدعى كذلك بسوق الإصدار، حيث يقوم بدوره من خلال<sup>1</sup>:

أ- قيام مؤسسة مالية متخصصة بإصدار لحساب منشأة الأعمال أو جهة عامة، و تدعى هذه المؤسسة المنشأة للسوق الأولية بنكير الاستثمار أو المتعهد و هي مؤسسات مالية كبيرة تقدم المشورة للمنشآت، فضلا عن المشاركة في الإصدار، محققة بذلك نمط التمويل الحديث غير المباشر، ولا بد من الإشارة إلى أن المتعهدين

<sup>1</sup> محمد محمود الداغر - الأسواق المالية - دار الشروق - الطبعة الأولى - الأردن - 2005 ص ص 239-240

قد يمارسون الوساطة في الأوراق المالية كونه مصرفاً يعبر عن التوجهات المعاصرة نحو المؤسسة المالية الوسيطة الشمولية.

و عليه فإن بنكيران الاستثمار (المتعهد) وسيط بين جهة الإصدار (خاصة أو عامة)، (طبيعية أو معنوية) و وحدات الاستثمار المحتملة.

ب- الأسلوب المباشر: حيث تقوم جهة الإصدار بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لأوراقها لتسويق إصدارها، وقد يأخذ الشكل المباشر طريقة المزايدة خاصة بالنسبة للأوراق المالية الحكومية.

يتضح بأن السوق الأولي (الإصدار) هو السوق الذي تنشأ المؤسسات المالية المتعمدة (بنكيران الاستثمار) علماً أن تسويق الإصدار يجري في إطار قواعد قانونية تعلن عنها الجهات المسؤولة عن الجانب المالي في الاقتصاد، مثل لجنة الأوراق المالية و البورصة (SEC) في الولايات المتحدة الأمريكية، للتأكد من صحة البيانات وطبيعة الإصدار و هدفه و تسعيره.

إن الأسواق الأولية غير معروفة جيداً لدى الجمهور لأن بيع هذه الأوراق يتم خلف أبواب مغلقة عكس السوق الثانوي [البورصات]<sup>1</sup>

## 2- السوق الثانوي:

و هو الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى وتعمل فيه المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول هذه الأوراق، و توفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة و شركات إدارة محافظة الأوراق المالية.

و يمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق المالي، و يعد السوق الرئيسي للأوراق المالية المرجح لنمط النشاط الاقتصادي و المالي في الاقتصاديات المعاصرة. يقسم سوق التداول إلى:<sup>2</sup>

### أ - أسواق الأوراق المالية المنظمة:

و تدعى ببورصة الأوراق المالية المختلفة بيعة و شراء، بموجب إجراءات وقواعد و وسطاء و تكاليف و توقيتات محددة بالقانون محاط بشفافية الإفصاح عن

<sup>1</sup> عبد النافع الزراري - عازي فرح - الأسواق المالية - دار وائل للنشر - الأردن - 2001 - ص 62.

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد - مرجع سبق ذكره - ص 242.

المعلومات و تسجيلها و عرضها بشكل متميز. و تحتضن معظم دول العالم سوقا للأوراق المالية المنظمة أو أكثر، مثل سوق نيويورك للأوراق المالية و السوق الأمريكية لتداول الأسهم و بورصة طوكيو و بورصة لندن و كذلك سوق عمان للأوراق المالية و سوق القاهرة و الإسكندرية للأوراق المالية و غيرها.

أ- 1- **التسجيل** : و تعد قواعد التسجيل و إجراءاتها في السوق المنظمة أساسية لقبول الورقة المالية وكنموذج لقواعد التسجيل في NYSE فإن الشروط العامة هي:<sup>1</sup>

1- مكانة مناسبة لنشأة الورقة المالية على مستوى الاقتصاد.

2- سجل أداء مستمر في الصناعة التي تنتمي إليها.

3- انتمائها إلى قطاع أو صناعة تتميز بالنمو.

و الشروط الخاصة هي:

1- تحقيق صافي ربح (قبل الضريبة) للمنشأة صاحبة الورقة لا يقل عن

(2.5) اثنين و نصف مليون دولار للعام السابق للتسجيل و لا يقل عن (2) اثنين

مليون دولار للعامين السابقين، أو أن لا يقل الربح في السنوات الثلاث الأخيرة عن

(6.5) مليون دولار و بحد أدنى (4.5) مليون دولار في السنة الأخيرة.

2- قيمة رأس المال للأصول الملموسة (18) مليون دولار أو أكثر.

3- أن لا يقل عدد الأسهم المتداولة عن (1.1) مليون سهم و بحد أدنى (18)

مليون دولار.

4- وجود (1200) مساهم على الأقل يمتلك كل منهم (100) سهم.

5- وجود (2200) مساهم على الأقل بمتوسط حجم تداول شهري 100000 سهم

على مدى السنة أشهر الأخيرة.

أ- 2- **عضوية السوق** :

يمكن التعامل مع سوق الأوراق المالية المنظمة كونها منشأة أعمال تعمل

وسيطا ماليا و تتكون هذه المنشأة من مجموعة شركات سمسرة، يجعلها تمتلك مقعدا

<sup>1</sup> مرجع أعلاه - ص 241

أو أكثر في السوق كما في (NYSE) و يجعلها قادرة على المتاجرة في الأوراق المالية.

#### ب- أسواق الأوراق المالية غير المنظمة :

و هي أسواق للأوراق المالية لا تحوز على موقع جغرافي محدد، فضلا عن تعاملاتها بالأوراق المالية غير المسجلة.

كما أن العملات لا تتحقق وفق نسب محددة بل هي عمولات ناجمة عن فرق أسعار البيع و الشراء و لا يوجد نظام محدد يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة بل يترك للتفاوض.

و تدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة (OTC) لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، و تكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانيات الاتصال و عرض و تسجيل و خزن كبيرة لهذه السوق.

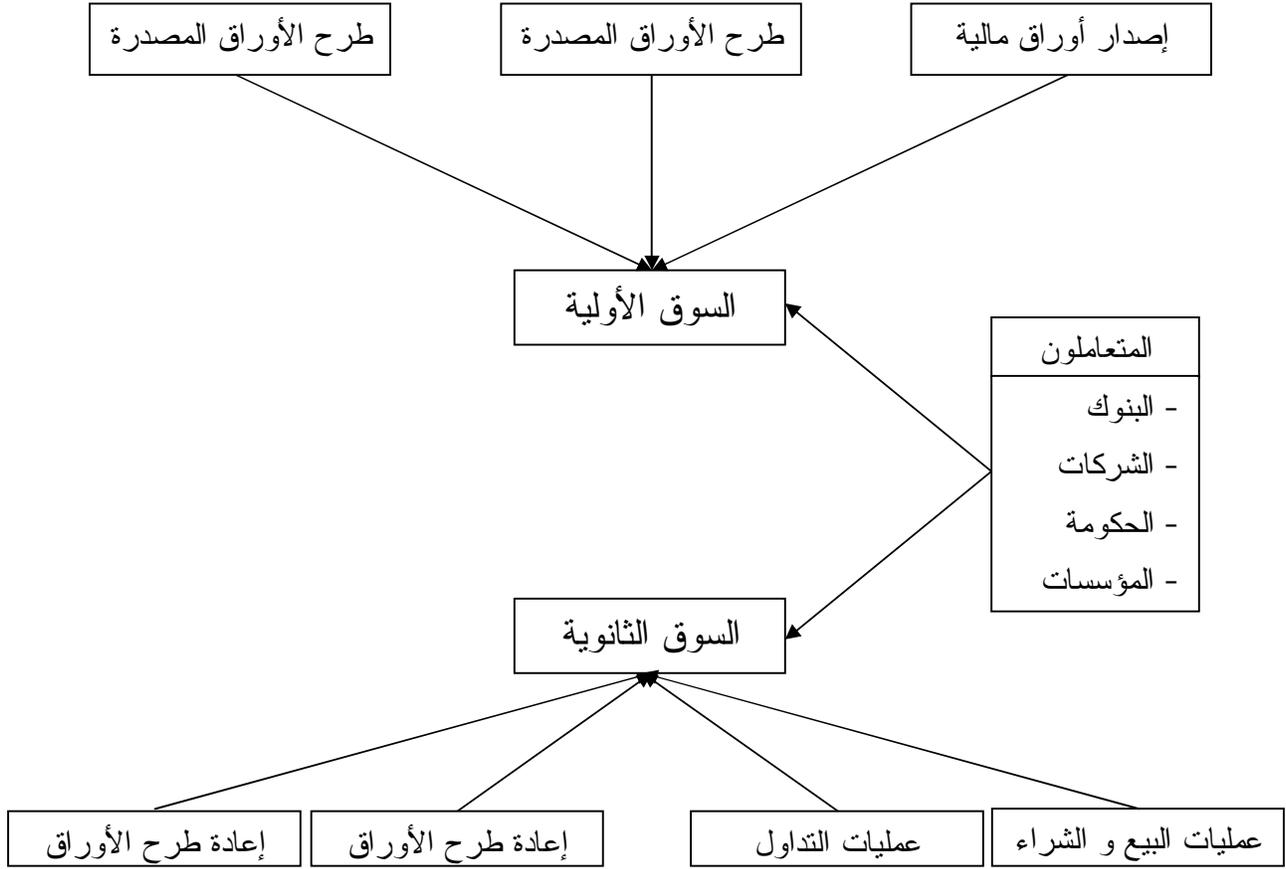
و من أبرز هذه الأسواق المالية غير المنظمة سوق ناسداك (NASDAQ) الإتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع و شراء الإلكتروني، و تتعامل NASDAQ بأسهم ما يقارب (5400) شركة ذات التقنية العالية و تمثل سوق تجار، حيث يوجد أكثر من (500) تاجر يعدون صناعات السوق يبيعون و يشترون لحسابهم الخاص و لغيرهم و هم لا يتقاضون هوامش بل يحققون فروقات، و يتعاملون إلكترونيا و بذلك فهم يحققون أرباحا جراء فرق البيع و الشراء و كذلك يحققون عائدا آخر نتيجة لتغيرات الأسعار للأوراق المالية التي لديهم.

و يجري نشر المعلومات و الأسعار بنظام عالي، و في إطار أسواق الأوراق المالية غير المنظمة التي تتعامل فوق الطاولة أو الذي يتكون من منشآت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة و هي سوق لا تتحدد بالتعاملات في أوقات عمل السوق المنظمة بل تستمر لما بعد ذلك.

والشكل الموالي يبين العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولي و السوق

الثانوي.

### الشكل رقم 1: العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولي و السوق الثانوي



المصدر : شعبان محمد إسلام البروراي: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق: دار الفكر 2001 - ص 69

### 3- السوق الثالث:

يمثل جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة الغير أعضاء في البورصة الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية وصناديق الاستثمار للمعاشات و الأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات و سرعة تنفيذها.

و مؤسسات السمسرة في السوق الثالثة هي مؤسسات كبيرة مستعدة للبيع والشراء للأوراق المالية بكميات مبالغ فيها و كميات كبيرة و بذلك فهي تنافس المتخصصين في السوق المنظمة، و تستعين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و بعض

المصارف بهذه المؤسسات في السوق الثالثة و لو عدنا للهدف وراء خلق هذه السوق فهو الرغبة من قبل السماسرة الكبار في تخفيض التكاليف و القيود التي تفرضها السوق المنظمة.

#### 4- السوق الرابع:

هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة و المصدرة للأوراق المالية و بين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة و تجار الأوراق المالية و يتم بالإضافة إلى:  
أسواق العقود المستقبلية:

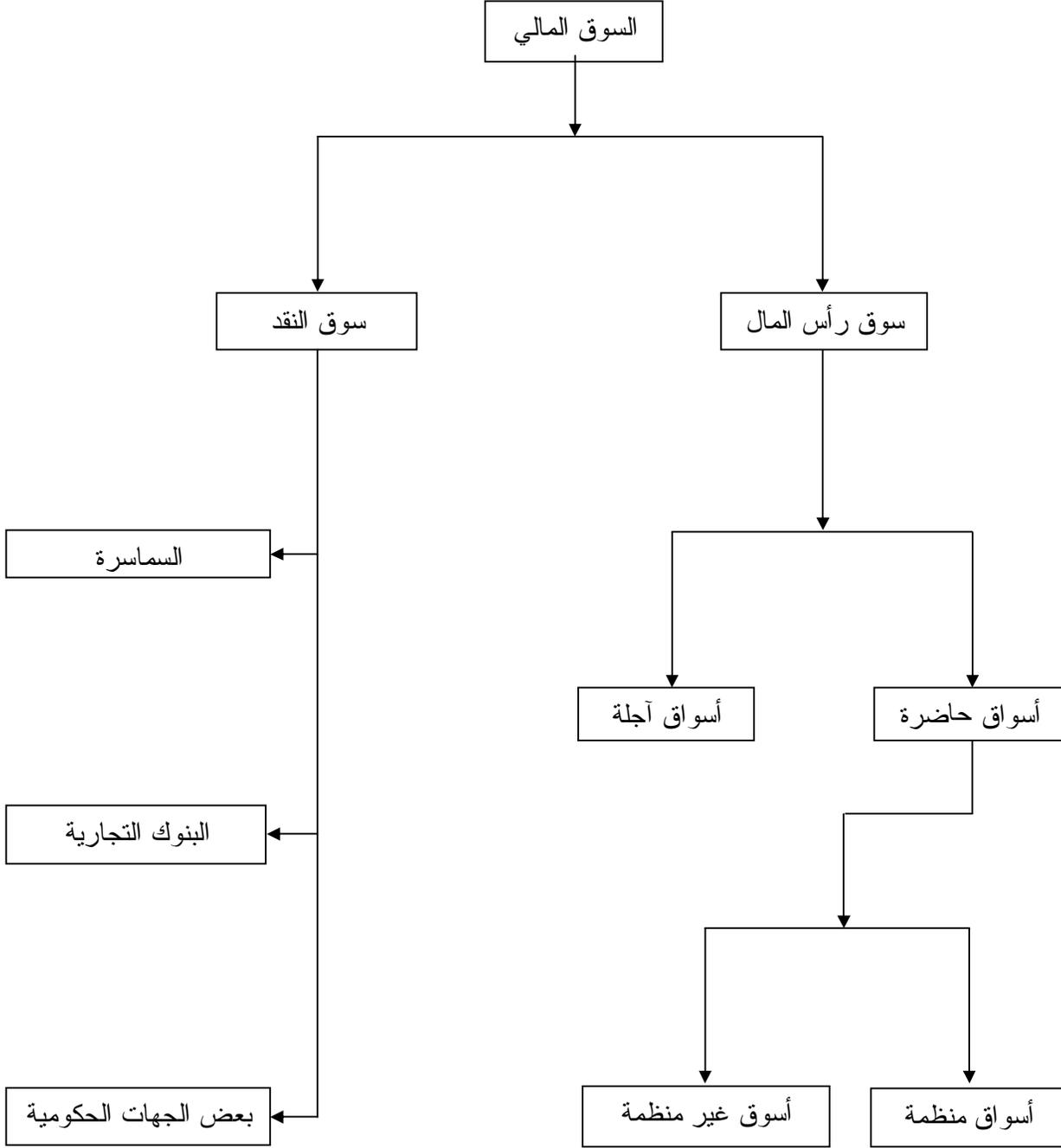
هي أسواق تتعامل أيضا بالأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

و كذلك برزت السوق الرابعة كونها سوق أوراق مالية غير منظمة إلا أنها ما يميزها هو تجاوز الوساطة لشركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر ما بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الأثرياء و التعاملات الضخمة و بذلك فهي إستراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف و عمولات التعامل بالأوراق المالية.

و على الرغم من تعدد الأسواق و تنوع عملياتها و طبيعة التنظيم إلا أنها جميعا تخضع لقواعد تتراوح ما بين تشريعات و لوائح ملزمة و ما بين أخلاقيات و أعراف المهنة، لذلك يلاحظ أن الحكومات و صناعة الأوراق المالية يهتمان بالإشراف و المتابعة للأسواق المالية و نشر المعلومات و الشفافية و تهيئة البنية التحتية (خاصة وسائل نشر المعلومات لتسهيل عملية أطراف السوق).

و الشكل الموالي يوضح أنواع أسواق رأس المال

الشكل رقم 2: أنواع الأسواق المالية



تتداول فيها الأوراق المالية القصيرة الأجل  
التي تصدرها المنشآت

تتداول فيها الأوراق المالية الطويلة

المصدر : عبد النافع الزراري، د غازي فرح - الأسواق المالية دار وائل للنشر عمان - الأردن

## الفرع الثاني: أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة الضعيفة

- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء الأجهزة والآليات المساندة المستقلة مثل مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وجمعية الوسطاء، كما أوصت به مجموعة الثلاثة للتسوية والمقايضة<sup>1</sup>
- **التوصية الأولى:** مقارنة التداول في يوم التداول زائد يوم عمل واحد بعد التداول (t+1) لأنه يجب أن تتم كل مقارنات التداول للمتعاملين المباشرين (السماسرة والوكلاء) يوم واحد بعد التداول كحد أقصى.
- **التوصية الثانية:** مقارنة التداول غير المباشر للمتعاملين.
- يجب إتمام مقارنة معاملات المتعاملين غير المباشرين أي المستثمر المؤسسي ضمن نظام مقارنة التداول في السوق.
- **التوصية الثالثة:** تواجد مراكز حفظ وإيداع مركزية، يجب أن تملك كل دولة مركزا متطورا للحفظ والإيداع.
- **التوصية الرابعة:** تصفية النفقات، يجب أن تدرس كل دولة أحجام التداول ومكوناته في سوقها المالي لتحديد مدى إمكانية تطبيق نظام معين لتصفية التداول يساعد على تعزيز الكفاءة واثقاء المخاطر، أخذا في الاعتبار انه إذا كان يمكن أن تتجح أنظمة التصفية المستمرة في الصفقات الكثيرة والمتعددة، فإنه لا يمكن تصفية كل صفقة على حدة إذا كانت الصفقات قليلة ومحدودة.
- **التوصية الخامسة:** التسليم بمقابل الدفع، يجب تطبيق مفهوم الدفع مقابل التسليم على جميع صفقات تداول الأوراق المالية وذلك لحماية المتعاملين.
- **التوصية السادسة:** تحصيل الائتمان في نفس اليوم، يجب أن تساعد طريقة الدفع باعة الأوراق المالية على تحصيل الأموال في نفس اليوم الذي تتم فيه عملية الدفع مقابل التسليم، ويرتبط ذلك بطبيعة نظام تسوية المدفوعات في كل بلد.
- **التوصية السابعة:** دورة التسليم النهائية يوم تداول زائد ثلاثة أيام عمل بعد التداول (t+3)، يجب أن تتم كافة إجراءات صفقة تداول الأوراق المالية بحد أقصى ثلاثة أيام

عمل بعد يوم التبادل، وذلك لتجنب المخاطر التي قد تنتج عن تراجع أحد طرفين عن إتمام الصفقة.

-**التوصية الثامنة:** اقتراض الأوراق المالية وإقراضها، يجب العمل على تشجيع عمليات استئانة الأوراق المالية بين المتعاملين، وتوفير الظروف والشروط اللازمة لإنجاحها.

- **التوصية التاسعة:** استخدام معايير الجودة لمنظمة الجودة العالمية، وذلك فيما يتعلق بنماذج التداول. ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية منها:<sup>1</sup>

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي قصور التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة-أسهم عادية- وسندات.

- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين. أما المعوقات الهيكلية فإنها تتمثل فيما يلي:

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط.

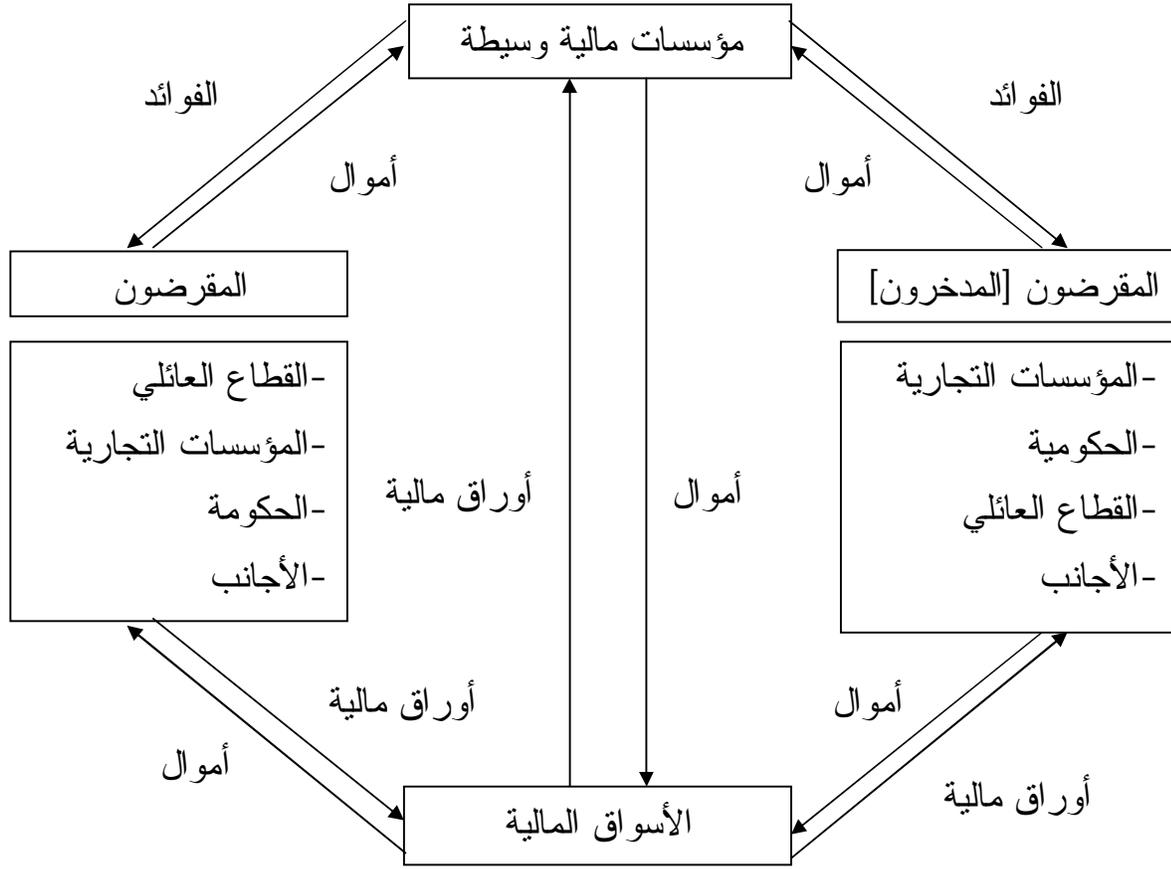
- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

- تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية.

- افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات المساعدة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم، مثل الشركات الصانعة للسوق<sup>1</sup>

<sup>1</sup> صالح الدين حسن السيسى - الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم - تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة - دار عالم الكتاب - القاهرة - الطبعة الأولى - 2003 - ص74.

### الشكل 3: وظائف السوق المالي



المصدر: احمد القهمي الإمام، الأوراق المالية في البلاد العربية، اتحاد المصارف العربية، لبنان.

يوضح الشكل وجود قطاعين رئيسيين [المقرضون و المقرضين] يحتل القطاع الأول المكان الأول ضمن قطاع المقرضون بينما تحتل المؤسسات المرتبة الأولى في قطاع المقرضين، كما نلاحظ طريقتين لتدفق الأموال إلى قطاع المقرضين هما: الأول: من خلال المؤسسات المالية الوسيطة [و هو تمويل غير مباشر]، كالبانوك التجارية و غيرها، الثاني: من خلال أسواق الأوراق المالية [تمويل مباشر]، حيث يحصل المقرضون على أموال من خلال بيع أدوات مالية إلى المقرضين، و

<sup>1</sup> إبراهيم أحمد جركس، تحرير هناء عبد الغفار السامرائي و عماد عبد اللطيف سالم، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية ودولية، الطبعة الأولى ببيت الحكمة، بغداد 2002، ص 268.

تمثل هذه الأوراق المالية حقوق على أصول للمقرضين و دخول للمؤسسات المقرضية.

يعتبر تحويل هذه الأموال من قطاع المدخرين إلى القطاعات التي لديها عجز في الأموال مهما في الاقتصاد حيث أن هذه الأهمية تكمن في تحريك الأموال من الأشخاص اللذين يملكونها و ليس لديهم قرض استثمارية إلى أولئك اللذين يملكون هذه القرض، و من خلال هذه الوظيفة تساهم الأسواق المالية في زيادة الإنتاج، و تحقيق الكفاءة الاقتصادية و بالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع. إضافة إلى هذه الوظائف يمكن ذكر الوظائف التالية:

1. يهدف إلى تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار:
- إن السوق المالي عبارة عن سوق يتم التداول فيه صكوك شركات أنشطة مختلفة و تنسم هذه السوق بالمرونة إذ ينقل المستثمر أمواله من مشروعات قائمة ليشتري أسهم و سندات في مؤسسات أخرى و من ثم فإن هذه السوق تسعى لتنمية الإدخارات و تشجيع توظيفه من أجل السمعة.
2. تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته المالية.
3. الاهتمام بوسائل الإعلام.
4. استقرار وحدة النقد و لأشك أن استقرار العملة في دولة ما و محاولة السيطرة على التضخم يعتبر من أدوات جذب رؤوس الأموال.
5. تساعد في تنمية و تطوير أساليب التمويل المختلفة [ طويلة، متوسطة، و قصيرة الأجل] للمشروعات عن طريق تحريك الأموال.
6. توفير أو زيادة كمية المصادر المالية المتاحة حيث تتيح فرص عديدة لكل من الدائنين و المدينين من خلال توفير قنوات استثمارية متعددة.
7. تقديم المعلومات المالية إلى الأفراد و المشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي.
8. تساعد في العملية التنموية و تكون في نفس الوقت مؤشرا للأحوال الاقتصادية و مرآة عاكسة لما يحدث في الاقتصاد.

## المبحث الثاني: دور السوق المالي في تمويل التنمية:

"إن خير الاستراتيجيات هي التي تتلاءم مع الظروف الاقتصادية و السياسية والاجتماعية السائدة في البلاد"<sup>1</sup>

إن خلاص الدول المتخلفة من معالم التخلف يقتضى بدهاة إزالة أسبابه، و لعل احد أسبابه الرئيسية التي ساقها كم كبير من الاقتصاديين في هذا الصدد، تكمن في عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة و تختلف طرائق الإنتاج في هذه البلاد. و إذا كان هناك شبه إجماع بين الاقتصاديين على أهمية التكوين الرأس مالي، إلا أنهم اختلفوا في درجة أهمية عنصر رأس المال، فبينما يرى بعض الاقتصاديين أن مشكلة ندرة رؤوس الأموال تعد احد العوامل المسؤولة عن استمرار أوضاع التخلف. ويرى آخرون أن هذه الندرة تحجب ما عداها من خصائص التخلف و أن رؤوس المال تعتبر محور التنمية الاقتصادية . و يرى الكل انه من الغير متصور إحداث التنمية الاقتصادية من غير التكوينات الرأسمالية. ويقول "MEIR" «إن التراكم الرأس مالي ليس كل شيء إلا انه يمثل جوهر عملية التنمية و التي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة»<sup>2</sup>

من اجل إحداث التنمية لابد من التعبير في البيان الاقتصادي و إن السبيل إلى ذلك: هو أن يتحقق من خلال جهاز إنتاجي كافا لتشغيل الموارد العاطلة، و إلى فن إنتاجي متقدم.

### المطلب الأول: موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين احدهما مادية و تتعلق بالتدفقات العينية و الخدمية في شكل انتقال و تداول للسلع و الخدمات و مستلزمات الإنتاج.

و الأخرى مالية و تتعلق بحركة انتقال و تداول الأصول المالية، وقد ترتب على هذا انقسام المعاملات التي تصدر عن أي وحدة اقتصادية إلى معاملات خاصة بالسلع و الخدمات المقترنة بالإنتاج و الاستهلاك و الاستثمار و عمليات أخرى داخلية يترتب

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان - أسواق الأوراق المالية - دار النهار - 1996 - ص 245.

<sup>2</sup> جمال الدين الشيشي - صندوق النقد العربي عن دور الأسواق المالية - دار الوفاء - ص 40.

عليها دخل أصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية، وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر. و هنا يمكن تصنيف نوعين من الأسواق:<sup>1</sup>

### السوق الحقيقية:

و تشمل سوق السلع الاستهلاكية و الاستثمارية و خدمات عناصر الإنتاج .

### السوق المالية :

و تظهر سوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية و التي لا تحتاج إليها في زمن معين، و قد ترغب في استثمار هذا الفائض بدلا من الاحتفاظ به في شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل في حين قد توجد من الناحية الأخرى وحدات اقتصادية أخرى تعاني منه عجزا في الموارد المالية و تسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة.

و لهذا تلجأ الوحدات ذات العجز إلى الفئة الأولى و هي ذات الفائض و التي تمثل جانب العرض و يتمثل عن ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع للآخر من خلال السوق المالية<sup>2</sup>.

و نعلم أن السوق المالي هو «مجموعة من التدفقات من الأفراد و الهيئات و المؤسسات و كافة قطاعات المجتمع» و ذلك في شكل تيار نقدي أو مالي و بذلك تستقطب المدخرات و يؤدي هذا إلى تحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى قطاعات ذات عجز مالي، و هي بذلك تمارس تأثيرا محسوسا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع، و على تجميعه في مرحلة التوظيف.

و يعلق الاقتصاديون أهميته دور كبيرا على دور الوساطة التي تقوم بها السوق المالية أخذا في الاعتبار أن الذي يقوم بالاستثمار في الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الأفراد و المؤسسات هم المنتجون ، بينما هناك مجموعة أخرى تقوم بمعظم

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان - مرجع سبق ذكره - ص 246.

<sup>2</sup> منى عيسى العيوطي - التدفقات المالية في اقتصاد المصردى- دار الوفاء- ص 194.

الادخار المستهلكون و يمكن أن نلخص كل هذا فيما قاله الاقتصاديين و هو رفع معدلات تكوين رؤوس الأموال و توجيه الاستثمارات إلى المجالات التي تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي يمثلان جوهر السياسة الائتمانية في أي مجتمع.<sup>1</sup>

### المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية :

إن كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، فإنه يتعين علينا أن نحدد منذ البداية أن المقصود بتمويل التنمية في هذا الصدد إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية و الطبيعية و المالية و الذي يتمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة الذي يجرى التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية.

- هناك ارتباط وثيق جدا بين السوق الأوراق المالية و شركات المساهمة و التي أوضحت ابرز علامات التقدم الاقتصادي في عالمنا المعاصر بما توفر لها من إمكانيات قد تعجز عنها بعض الحكومات.

و إذ كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليدة الثورة الصناعية و إنها وسيلة للتنمية الاقتصادية و نتائجها.

### شركات المساهمة و التطور الاقتصادي:

خلصنا مما تقدم أن شركات المساهمة تعد من أهم التنظيمات الاقتصادية التي فرضها التطور الاقتصادي، وهذه الشركات تمثل كيانا اقتصاديا يتعاطم دورها بتعاطم النشاط الاقتصادي للمجتمع و درجة نموه و تقدمه ، ولأن هذه الشركات لا تقوم على الاعتبار الشخصي للشريك فان لها وجود مستقل عن الشركاء، فلا تنتهي بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه، الأمر الذي يضمن لهذه الشركات الاستمرارية و يضاعف من أهميتها.

لقد تغيرت صورة المحل التجاري و الشركة التجارية بين مختلف الأزمنة السابقة حيث كانت الوحدات الإنتاجية و التجارية صغيرة و فردية لذلك لم تكن في

<sup>1</sup> كامل فهمي بشرى - دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي - دارا كندى - ص 140.

حاجة إلى قدرات مالية و تنظيمية. حيث قال احد الاقتصاديين "جون باتيست ساي":  
أن الغايات الخاصة بالمشرف على المحل التجاري تهيمن على أهداف الشركة<sup>1</sup>.  
- إن التنمية الاقتصادية في أي بلد تتوقف على قدرتها و جهازها الإنتاجي على  
تشغيل كافة الموارد التي يمتلكها المجتمع، فان شركات المساهمة تقوم بهذا العمل في  
زماننا المعاصر ولكن هذا الأمر يختلف في الدول النامية، فشركات المساهمة في  
هذه البلاد إنما تحسمه هويتها الاقتصادية، فمنها من ينتمي إلى النظام الرأس مالي  
الذي نشأت في حضانته هذه الشركات و تعاضم فيه دورها.  
وإن الدول النامية بحاجة إلى التوسع في هذه الشركات عن غيرها من الدول

التي قطعت شوطا بعيدا في طريق التقدم.  
-إن الاعتماد على الذات هو الإطار العام لتحقيق التنمية، والذي يمكن من خلاله  
تخلص الدول التابعة من وصاية الدول المتبوعة، ولا يتحقق هذا إلا من خلال إنشاء  
المشروعات الإنتاجية و دعم الجهاز الإنتاجي بما يمكنه من زيادة الصادرات و الحد  
من الاستيراد و موازنة ميزان المدفوعات و الحفاظ بالتالي على قيمة العملة الوطنية  
في الانهيار.

و يمكن تلخيص أهم المزايا التي تتمتع بها هذه التنظيمات الاقتصادية "شركات  
المساهمة" فيما يلي<sup>2</sup>

**1- تعتبر هذه الشركات وعاء هام تصب فيه مدخرات الأفراد و المؤسسات،  
حيث يجرى توظيفها بعد تعبئتها في استثمار مباشر.**

**2- تتمتع هذه الشركات بمقدرة مالية عالية تتمثل في ضخامة رؤوس أموالها،  
إذ يسمح نظامها القانوني للآلاف الأفراد و المؤسسات بالمساهمة فيها مما يمكنها من  
ممارسة أنشطتها بأسلوب متميز يترتب عليها مزايا أخرى، نذكر منها:**

- التمتع بمزايا الإنتاج الكبير.
- قدرة المنشآت على تخصيص جزء من استثماراتها القيام بالبحوث و  
الدراسات التي تساهم في تطوير الإنتاج.

<sup>1</sup> جمال الدين الشيشي - مرجع سبق ذكره - ص 42-43.  
<sup>2</sup> أمين لهيها ني - مجلة البورصات - الكويت- فبراير - ص 43.

- قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الاستثمار.

### المطلب الثاني: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي

يمكن تفصيل الدور الذي تقوم به بورصة الأوراق المالية في خدمة الاقتصاد

الوطني الكلي و الجزئي فيما يلي:<sup>1</sup>

#### دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي (الوطني):

يتمثل دور هذه السوق في الاقتصاد الوطني في عدة أمور يكمن إجمالاً فيما

يلي:

- إعطاء مؤشر: يوحى عن اتجاهات الأسعار و ظروف الاستثمار و معدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، و عروض البيع، و طلبات الشراء في سوق المزايمة تتحدد فيها الأثمان و الأسعار من خلال قوى العرض والطلب و يتم نشرها من قبل إدارة السوق و يعتمد الأفراد و المشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

- استثمار المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشروعات فمن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد و استثماراتهم إلى الشركات و الحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية و المالية للدولة و تمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية و النقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي و بلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة.

- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقاً لقوانين الاستثمار المحلي و للإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

- إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من المؤسسات الاستثمارية و شركات و المصارف غالباً بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة و هذا التوظيف لا يستغرق في الغالب لأموال

<sup>1</sup> محمد فتح الله النشار - التعامل بالأسهم - دار الجامعة الجديدة للطبع - البلد الاسكندرية - 2006 - ص 46

المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي و لهذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق البورصة على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول و السيولة في الوقت الذي يرغبون في التحويل النقد السائل.

- تمثل هذه السوق الحقل الذي تحمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي و ذلك ببيع و شراء الأوراق المالية لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش<sup>1</sup>  
**دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي ( الأفراد و المؤسسات )**  
تقوم بورصة الأوراق المالية بدور كبير في خدمة الأفراد و المؤسسات تتمثل في عدة وظائف تكمن إجمالاً أهمها فيما يلي:<sup>2</sup>

- 1- تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض و الطلب.
  - 2- تعمل على تسيير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فان هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته و كذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر و هذا بدوره يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد
  - 3- تعد البورصة أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين تقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فتكون البورصة انسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم و سندات مطروحة للتداول.
- دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية :**

إن السوق المالي ذا أهمية مالية و اقتصادية هامة، حيث لا يمكن إحداث تنمية في غيابها و ذلك للأسباب التالية:

- تعد السوق الأولية احد آليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.
- تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيراً محسوساً على مصادر الادخار في مرحلة التجميع، و على توزيعه في مرحلة التوظيف.

<sup>1</sup> رستمية قرياقس - الأسواق و المؤسسات المالية - جامعة الإسكندرية - الإسكندرية - 1998 - ص 46.  
<sup>2</sup> محمود أمين زويل - بورصة الأوراق المالية - دار الوفاء - الإسكندرية - 2000 - ص 26.

- تعد السوق الأولية مصدرا رئيسيا لضمان تدفق الأموال و بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.

- إن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية هي ليس نقص المدخرات ولكن مشكلة توجيه هذه المدخرات.

- إن الشركات القائمة و التي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع والتطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هيكلها التمويلية، ليس أمامها إلا الاتجاه إلى احد المصدرين إما، أولا: سوق النقد أو ثانيا: سوق رأس المال.

### أولا: سوق النقد

و يطلق عليه البعض سوق المعاملات قصيرة الأجل حيث تقوم وحدات الجهاز المصرفي بحكم تخصصها في إقراض النقود أو التجارة في الديون، بتمويل المنشآت بما تحتاجه من قروض، وعلاقتها بالعميل في هذه الحالة، هي علاقة الدائن بالمدين وتتحمل المنشآت المفترضة بثمن الاقتراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها سلعا حتى لو أسفر نشاطها عن عجز أو خسارة.

### ثانيا: السوق الأولية

تلجأ المنشآت (تحت التأسيس) إلى السوق الأولية لأول مرة عند إصدار أسهم رأس المال و طرحها للاكتتاب العام، بينما تلجأ المنشآت القائمة إلى هذه السوق إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها، وذلك بعد تقديرها لكافة احتياجاتها من الموارد المالية وسواء كان ذلك لمواجهة أية برامج توسعية، أو عمليات إحلال و تجديد تضمن بها المنشأة استمرارية التشغيل أو استجابة منها لدواعي التطوير.

وقد يدفع المنشأة إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجاري.

كما أن أسباب التي تدفع المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها في التخلص أعباء الديون و التي قد تنوء بحملها و تعجز عن سداد إقساطها أو حتى

الوفاء بأعبائها ومجمل القول أن بوسع الشركات أن تلجأ إلى احد الوسائل أو الطرائق الآتية لزيادة رأس المال:

زيادة رأس المال، لمقتضى حصص جديدة نقدية أو عينية.

- تحويل جزء الاحتياجات إلى رأس المال.

- تحويل السندات إلى أسهم.

**دور السوق الثانوية في النشاط الاقتصادي:**

هناك إجماع بين أخصائيو الاستثمار و التمويل إن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسهيل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات.

ونظرا لقيام السوق بتلك الخدمة فان المستثمرين يصبحون أكثر استعداد لشراء الأسهم التي تطرح للاكتساب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها، طالما أن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بوسعهم تسيل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة و سهولة ، وبأدنى تكلفة ممكنة ،و أعلى سعر ممكن و ذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية و الهيكلية والتشغيلية .

و عليه يمكن أن نخلص إلى:

إذا كانت البورصة نفسها لا تقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن الساحة النشاط الاقتصادي و خاصة في زماننا المعاصر يعنى إصابة الجهاز الإنتاجي بالفشل والشلل، و تراجع المستثمرين عن الاستثمار و التوقف عن إنشاء المشروعات و توقف عمليات الإنماء الاقتصادي، و من خلال هذا يمكن أن نؤكد معه انه لا وجود لشركات المساهمة في غيبة الأسواق الأوراق المالية كما انه لا قيمة لهذه الأسواق في غيبة شركات المساهمة ،فكل منهما لازم من لوازم بقاء الأخرى. إن في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل استثمار آخر فان ذلك البائع ما كان ليقدّم على البيع لو كان استثماره في تلك الفرص البديلة المتاحة.

أمل في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكي فان ذلك يعنى ببساطة أن البائع للسهم قد توصل إلى قناعة بان منفعة من استهلاك ثمن الأسهم أكثر من منفعة من الصبر عليها. و الانتقاء باستهلاك عائد سنوي. و في المنظور الوطني هذا الوضع لا يختلف عن إقدام احد المدخرين على استعمال مدخراته لتمويل استهلاكه بدل امن شراء أسهم، و هذا قرار مشروع مألوف.

### دور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي:

إن أسواق الأوراق المالية تلعب دور هام في دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجودها إلى التقليل من كلفة تحريك المدخرات و بالتالي تسهيل الاستثمار بطرق أكثر إنتاجية.

كما تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق المناظرة في الاستثمار لأنها تمكن المتعاملين من البيع و الشراء عندما يرغبون و بالتالي تنويع محافظهم الاستثمارية وكذلك الأسواق الأوراق المالية عالية السيولة تمكنها من تحسين الرقابة على إدارة الشركات، فرغبة إدارة الشركات في تعظيم القيمة السوقية لها يؤدي بلا شك إلى دفع عملية النمو الاقتصادية و يبدو مما سبق الترابط بين النمو الاقتصادي و كفاءة النظام المالي (أسواق المال، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك...) و منشأ أو أصل هذا الارتباط هو انه مع زيادة معدلات النمو يزيد كل من الادخار و الاستثمار و بالتالي هذا يؤدي إلى التحصيل الكفاء لرؤوس الأموال. و تنويع النشاط، ويرجع ذلك إلى عدة مبررات أهمها:<sup>1</sup>

1- القطاع المالي هو المسؤول عن نقل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات العجز في الاقتصاد و بالتالي فهو يعمل على زيادة إنتاجية رأس المال و ذلك عن طريق:

- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات و تخصيص المواد فالوسطاء الماليون يعملون على تجميع البيانات و تقييم المشروعات الاستثمارية. كذلك يمكن أن تساهم

<sup>1</sup> جلال إبراهيم العبد - بورصة الأوراق المالية. - الدار الجامعية - الإسكندرية - 2005 - ص 28-31.

سوق الأوراق المالية في الرقابة على الشركات و ذلك للتأكد من أن رؤوس الأموال  
توظيف بكفاءة إذن فإنها تجبر إدارات الشركات على الحرص من اجل مصالح  
المساهمين .

تحفز أسواق الأوراق المالية المستثمرين على الاستثمار بأساليب تتطوي على  
درجة معينة من المخاطرة، و بالتالي فهي تنقل الاقتصاد إلى الاستثمارات ذات عائد  
أكبر وأعلى.

2- و كذلك تؤدي أسواق الأوراق المالية دورين هامين لتمويل الشركات :

- تعمل على التقليل من درجة المخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق، ذلك  
بتوفير السوق الثانوي الذي يمكن الأفراد و المستثمرين من الحصول على أموالهم  
في أي وقت آخر و ذلك بسعر السوق.

أي أن الشركة التي يكون أداؤها جيدا تدفع بأسعار أسهمها الارتفاع، و يساعد  
ذلك في الحصول على التمويل من خلال إصدارات جديدة تباع استرشاد بأسعار  
السائدة.

وبالتالي يعمل السوق على التخصيص الكفاء للموارد.

3- يتحكم القطاع المالي في كمية الموارد التي توجه إلى التكوين الرأس مالي، و  
بذلك يكون القطاع المالي قادرا على الزيادة في معدل نمو الناتج و ذلك من خلال  
دور سوق الأوراق المالية في الاستثمار:

- يمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار الأولى الطلب على الاستثمار،  
وهو يعتمد على وجود مناخ استثماري ملائم و فرص استثمارية جيدة، و تزيد هذه  
الأخيرة من الناتج القومي.

أما الطلب على الأوراق المالية فيقرره العائد النسبي على الأدوات المالية مثل  
ودائع، بنوك، و يعكس هذا العائد سعر الفائدة إضافة إلى عامل السيولة و عامل  
المخاطرة ودور سوق الأوراق المالية كوسيط مالي يتمثل في تجميع المدخرات  
وتوجيهها لتمويل الاستثمار إما صورة إقراض (سندات) أو في صورة أو على شكل  
مشاركة في الملكية (أسهم).

إن الدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية بصفة عامة و يسمى بأثر الثروة والاستثماري، فائز الثروة هنا يتمثل في الثروة التي تنتج عن ارتفاع قيمة الأسهم، والتي يتم إنفاق جزء على الاستثمار، ويتحقق ذلك من خلال قدرة السوق الثانوية على توفير السيولة الكاملة للإصدارات الأولية، لكل من أسهم و سندات و عليه توقع من المردود النسبي للأوراق المالية مقارنة بالأدوات المالية الأخرى.

و هذا العائد يعتمد أيضا على درجة المخاطرة كذلك، كما أن بورصة الأوراق المالية تعلن أسعار الإغلاق يوميا. وبذلك توفر مؤشرا للشركات على التوسع في عملياتها عن مقدار التمويل الممكن الحصول عليه مقابل طرح أسهم و سندات جديدة و بالتالي اتخاذ قرار مناسب حول ملائمة توقيت التوسع، و يعتبر سعرا الفائدة من الأجل الطويل والقصير من أهم أدوات تحليل سياسات بورصة الأوراق المالية.

### **المطلب الثالث: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية**

إن التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية يكمن في النقاط

التالية:

#### **1- التعامل في الأوراق المالية:**

يسمح سوق البورصة للمتعاملين الاقتصاديين بالتعامل بيعا و شراء بالأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة. إذ يتحدد السعر الحقيقي للورقة المالية على أساس العرف و الطلب عليها بعد إتاحة المعلومات الخاصة عن الجهة المصدرة للأوراق المالية و هذا ما يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامتها.

#### **ب- استثمار رؤوس الأموال:**

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية سهلا مقارنة مع الاستثمار في إقامة المشاريع الكبرى، أين يحتاج المستثمر إلى خبرة و رأس مال كبير، إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية متاح للجميع المدخرين مهما كبرت أو صغرت مدخراتهم، و يستفيد المدخر من ربح المؤسسة و كذا من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة لما تحققه المؤسسة من نشاط كما يمكنه تنويع استثماراته و تقليل الخطر باقتناء أنواع مختلفة من الأوراق المالية و لمختلف الشركات.

### ج - خلق رؤوس أموال جديدة:

بمجرد أن يشتري المستثمر ورقة مالية و يدفع سعرها يرتفع رأسماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للورقة، كما قد تقوم بعض الشركات باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة و عندما تجد نفسها بحاجة إلى هذه المبالغ تقوم بتوزيع أسهم مجانية لزيادة رأس مالها، و بالتالي يرتفع رأسمال المساهم.

### د - توجيه الاستثمار:

إن ارتفاع الأسعار بسوق الأوراق المالية يؤدي إلى انخفاض معدلان الفائدة، وهذا ما يجعل المدخرين يبيعون الأوراق المالية و يضعون أموالهم في البنوك أين يكون سعر الفائدة بها مرتفع كسياسة للرفع من الودائع، و هذا ما يمكن تفسيره كون الحالة أو الوضعية التي يكون عليها السوق المالي يؤدي إلى توجيه استثمارات الأفراد نحوه أو نحو البنوك.

### هـ - تشجيع الادخار:

تعمل البورصة، و عن طريق المزايا التي توفرها للمستثمرين، على تشجيع الادخار حيث يمكن لأصحاب الفوائد المالية اقتناء سندات و الحصول على معدلات فائدة ثابتة دون مواجهة خطر عدم التسديد، كما أن إمكانية توفير السيولة في الوقت الذي يزيده يعتبر حافرا للمدخرين باستثمار أموالهم في البورصة.

إن الاقتصاديات التي تتصف أموالها بالنشاط و الحيوية تعمل على إصدار منتجات مالية مختلفة لجلب أكبر عدد من المدخرين و المدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات.

### و - الوضعية الإعلامية للبورصة:

تسمى السلطات البورصة للحصول على المعلومات الخاصة بالجهات التي تريد الدخول إلى البورصة و تقديمها للمدخرين الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في شراء الأوراق المالية، هذا لان التعامل في البورصات مبني أساسا على المعلومات التي توفرها الشركات المصدرة للأوراق المالية للمستثمرين، و الشركة التي ترفض هذا تعاقب من طرف إدارة البورصة.

## ن - البورصة مؤشر للحالة الاقتصادية:

تساعد البورصة على التنبؤ بتحديداتها للاتجاهات العامة، فهي تعكس التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد، و بالتالي تعتبر البورصة مؤشرا أو بارومتر تقيس التغيرات المحيطة بها و تتأثر بها، و يبدو هذا واضحا على مستويات مختلفة.

\* **على مستوى المؤسسة:** حيث تتأثر أسعار الأسهم بالتغيرات التي تحدث داخل المؤسسة، كارتفاع الأرباح و التوزيعات أو خلق وسائل نشاط جديدة الإعلان عن توزيع أسهم مجانية... الخ يحفز ارتفاع قيمة الورقة المالية، كما أن صعوبات تواجه الخزينة، الإعلان عن تخفيض أو إلغاء توزيعات... الخ يؤديان إلى تخفيض قيمة الورقة المالية.

\* **على مستوى المدخرين:** إن القرارات الاستثمارية التي يتخذها المدخرين لها دور كبير في تحديد اتجاه الورقة داخل السوق المالي، حيث أن قرار الاحتفاظ بورقة مالية لشركة ما يؤدي إلى الرفع من سعر الورقة المالية و العكس صحيح.

\* **على مستوى الاقتصاد الوطني:** تعكس البورصة الحالة الاقتصادية، السياسية و النقدية للوطن، حيث أن ثقل النفقات الجبائية و وضعية النقود و القرض، حركة رؤوس الأموال تمثل عناصر ضغط على اتجاهات البورصة، و بالتالي تعتبر البورصة المرآة العاكسة للقرارات التي قد يتخذها المختصون و المحللون الماليون بخصوص الوقائع الاقتصادية التي يتنبئون وقوعها .

## ز - تضمن السيولة المدخرات المستثمرين:

إن أهم ما توفره البورصة للمدخرين هو إمكانية هؤلاء التخلي عن الاستثمار والحصول على السيولة متى أرادوا، و هذا بمجرد بيع أوراقهم المالية في البورصة، وما تجدر الإشارة إليه هو انه كلما تمتعت الورقة المالية بنسبة كبيرة من السيولة كلما دل ذلك على أنها في وضعية جيدة.

## ط - البوصات جهاز رقابة على الشركات المساهمة و إدارتها:

المحيط القانوني الذي تفرضه البورصة على الشركات و كذا المعلومات التي تقوم بنشرها عنها، عامل مهم لرقابة الشركات.

ك - تكفل البورصة حرية المساهمة:

إذ يتحدد سعر الورقة على أساس العرض و الطلب عليها في سوق البورصة.

ي - ترشد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة:

و هذا عن طريق تقنياتها في نشر جدول الأسعار الخاص بالأوراق المالية وللمستثمر الحرية في اقتناؤه أو عدم اقتناؤه للورقة المالية.

ل - الاستمرارية و المرونة:

إمكانية تنفيذ الصفقة المالية بسعر مقارب لسعر الصفقة السابقة و اللاحقة لنفس الورقة، و يتحقق هذا من خلال قوى السوق و قانون القرض و الطلب، و المرونة في امتصاص الهزات و التقلبات يجد أدنى من العقبات.

# الفصل الثاني

## الفصل الثاني: بورصة الأوراق المالية

البورصة، ذلك المكان الغامض محطمة الملايين، تصعد فيها إلى أعلى و تهبط فيها إلى أسفل و ذلك لا احد يستطيع أن يتنبأ بما سيحدث غدا أما بما سيحدث فعلا خلال اللحظة بل الثانية الواحدة.

إنها لحظات حقيقية تلك التي نحقق فيها قيمة النجاح و لحظات ألم تلك التي يلحق بنا فيها الفشل و ذلك من جراء عمليات الاستثمارية في البورصات الدولية التي نقوم فيها بالمقامرة أحيانا.

لقد تطورت مقاييس الأشياء و لم تعد الصدفة العشوائية هي التي تحكم عمل البورصات، و تم استبدال الأساليب العشوائية في التعامل و عمليات المضاربة والمقامرة داخل و خارج المقصورة إلى سيناريوهات ذكية تعتمد على الحسابات الدقيقة و التفكير المنهجي السليم.

و قد اكتسبت البورصات أهمية كبيرة إذ أصبحت من شروط التقدم بل أداة من الأدوات و وسيلة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية في كافة المجالات، و مقياس للتقدم الحضاري.

سوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر. كما يمكن اعتبارها أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تنتوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل

بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيه

## المبحث الأول: ماهية البورصة

التعامل في البورصة من طرف الجمهور ضروري ومهم، لما يمثله من رافد مهم للاستثمارات في الأوراق المالية، ومن العوامل المهمة التي تسعى الدولة إلى تكريسها في ثقافة المجتمع عن طريق وسائل الإعلام المختلفة، للتعريف بالبورصة وإظهارها كمصدر مهم لتمويل التنمية الاقتصادية لجميع الأعوان الاقتصاديين من مؤسسات وأفراد، وتسعى لإيجاد مؤسسات وساطة مالية بهدف نشر المزيد من الوعي البورصي، كما تشجع الدولة التعامل في البورصة عن طريق تخفيض الضرائب المقررة على العوائد الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية، وإلغاء رسوم التعامل في البورصة وتنشيطها، وتشجيع صغار المدخرين على استثمار أموالهم فيها.

إضافة إلى العامل الديني الذي له أهمية كبيرة في توجيه المدخرات وخاصة في المجتمعات الإسلامية التي تنظر إلى أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية على أنها محرمة شرعا، وبالتالي يكون الاستثمار فيها شبه محرما، ولكن يمكن فتح المجال للبنوك وبيوت المال الإسلامية لإصدار أوراق مالية تسمى شهادات الإيداع الإسلامية وهي قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وإصدار شهادات الاستثمار الإسلامية المخصصة لتمويل مشروع معين أو نشاط معين، والسماح للقيام بعمليات التأجير التمويلي وإنشاء صناديق الاستثمار.

### المطلب الأول: نشأة البورصة و مفهومها

يمكن تقديم نشأة البورصة و مفهومها من خلال:

#### نشأة البورصة

إن أصل كلمة "بورصة" لم يقطع فيها السابقون برأي نطمئن إليه المحققون ويستوثق إليه الباحثون و الدارسون، و إن تقاربت أقوالهم و تشابهت آرائهم ونستعرض أهم ما ورد في كتب المتخصصين و أسفار العلماء و المؤرخين:

يقول أحمد زكي موسى هيكل: "اختلف المؤرخون في الأصل الذي استحدثت منه كلمة<sup>1</sup> بورصة فمنهم من يقول أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث في مدينة بروج "BRUGES" البلجيكية، حيث كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو "فان دي بورص" و كان هذا السبب لتسميتها "البورصة".  
و هناك من يرى أن بعض التجار الفلورانتين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى "Van der Bourse" بمدينة بروج "Burges"، و كان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار.  
و هناك من يقول إن هذه العائلة تمتلك فندقا خاصا اشتهر باسمها، حيث كان يجتمع فيه التجار.

و هناك من يقول: "إن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة و كان يضع كيسا في المنزل، و إن كلمة بورصة "Bourse" الفرنسية تعني بالعربية "كيس" و يبدو أنه هو المعنى الدقيق.  
"اختلف المؤرخون في أصل هذه الكلمة<sup>2</sup> لكن على حسب الأبحاث".

إنه في القرن 13 بدأت بيوت التجارة و الصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، و ما إن وطد الإيطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في أشهر المدن التجارية العالمية "Burges" البلجيكية ولكن يظل السؤال المطروح إن كان أصل كلمة "بورصة" اشتق من اسم عائلة "Van der Bourse" فإن ثمة اختلاف بين الإسم الذي أطلق عليه المكان أو الميدان الذي يلتقي فيه التجار "Bourse" و بين لقب هذه العائلة الذي اشتق منه لفظ البورصة و هو "bourse" و لكن في الحقيقة لا خلاف و لا اختلاف لأنه من الثابت أن العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تمتلئ باب الفندق الذي كانت تمتلكه قبل أن تصبح مقرا دائما لقرصنة البنديقية و كلمة "Bourse" باللغة

<sup>1</sup> أحمد زكي هيكل - عمليات البورصة - طبعة أولى - دار الوفاء - مصر - سنة 1989 . ص 97

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان - أسواق الأوراق المالية - دار النهل - مصر - 1996 ص 31 .

الجرمانية، تعني كيس النقود و هي الألمانية و بالفرنسية Bourse وبالانجليزية Purse و باللاتينية Bursa و بالاطالية Borsa.

إن انتشار الشركات المساهمة و إقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، و أدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية و كان التعامل بدء الأمر يتم في الدول الكبرى، فرنسا و إنجلترا و كذلك أمريكا على قارعة الطريق و ظهرت في فرنسا أول مرة البورصة للأوراق المالية عام 1724<sup>1</sup> و في إنجلترا استمرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19<sup>2</sup> في مبنى خاص أطلق عليه Royal Echange، أما في أمريكا فكان ذلك عام 1821<sup>3</sup>.

و هناك من قسم البورصة إلى عدة مراحل:<sup>4</sup>

فقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود به حالياً إلى خمس مراحل:

١ المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية و زراعية و عقارية ... و غيرها.

و هذا ما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية ، و مما أدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس الأموال الكبيرة، و أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ إلى البنوك من أجل الاقتراض و ما قد يترتب عليه من عواقب.

٢ المرحلة الثانية : تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي و هي خصم الأوراق التجارية و تقديم القروض وفق قواعد و أوامر البنك المركزي، لذلك

<sup>1</sup> على محمد سعود - التمويل الدولي - دار الكندي - الطبعة الأولى - طرابلس 2002 - ص 81.

<sup>2</sup> مرجع أعلاه ص 83

<sup>3</sup> رستمية قريبا قص - الأسواق المالية و النقدية - دار الكندي - قسم إدارة الأعمال - جامعة الإسكندرية - 1997 ص 33

<sup>4</sup> وليد أحمد صافي - الأسواق المالية العربية - أطروحة نكتورة في الإقتصاد - جامعة الجزائر 2003 ص 18

أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

ن المرحلة الثالثة : ظهور البنوك المتخصصة في الأقرض المتوسط و الطويل الأجل مثل البنوك الصناعية و الزراعية و العقارية و بنوك التنمية ... و غيرها. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لتسديد احتياجاتها من الأموال، و لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع الأخرى و يقوم البنك المركزي في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة.

ن المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، و في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول و هذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

ن المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، و اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة و ظهور البورصات الدولية و أصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع و شراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات.

#### تعريف البورصة:

البورصة هي مكان يلتقي فيه عرض بطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونياً<sup>1</sup>

و يكون هذا التبادل سلعة هي أسهم و سندات و تعرف بسوق المال الطويل الأجل وهي أقرب ما تكون بالسوق الكاملة إذ نجد فيها سعر واحد، صفة واحدة للسهم، أو السند مع وجود عدد كبير من البائعين أو المشترين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة و هي الأسهم و السندات مع سهولة نقلها، حيث يتساوى فيها قوى العرض بالطلب<sup>2</sup> و يتوفر فيها المنافسة الكاملة.

<sup>1</sup> محمد فتح الله الناشر - التعامل بالأسهم - دار الجامعة العربية - الأردن - 2002 ص 46  
<sup>2</sup> محمود أمين زويل - بورصة الأوراق المالية - دار الوفاء لنديا الطباعة و النشر - الإسكندرية - 2000 ص 36

## المطلب الثاني: أهمية البورصة و وظائفها

إن أهمية البورصة و وظائفها تتركز على عدة عوامل نوجزها كما يلي:

### 1- أهمية البورصة:

تتبع الأهمية الاقتصادية لهذه السوق على أنها تساعد على الادخار و الاستثمار فهي تؤدي دور هام في الاقتصاد و تتمثل هذه الأهمية في تحويل مدخرات الأفراد و استثماراتهم إلى الشركات و الحكومات، و هذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لتتمكن من المشاريع إدارة الأعمال و الحكومة من إنتاج السلع و الخدمات التي يحتاجها الأفراد كما تزود الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك فهي بالجملة تخدم الاقتصاد الجزئي و الكلي خدمة كبيرة. إن التعامل في سوق البورصة يعتمد في الأساس على حسابات دقيقة و منهجية و تحليلية سليمة و تخطيط فعال، ذلك أن حيازة و بيع و شراء أو استبدال الأوراق المالية و تحقيق الربح من وراء ذلك عملية بالغة الإتقان يشارك فيها أكثر من شخص واحد بمفرده و عليه تظهر أهمية البورصة فيما يلي:

- أداة فعالة في توجيه الاقتصاد و تحريكه و تنشيطه على أساس أنها تؤثر بمختلف جوانب الاقتصاد الوطني إن أنها تتأثر أيضا بهذا الاقتصاد.
- مكان النقاء الفاعلين المستثمرين و إطار تنظيم و امن إتمام المعاملات بالشراء و البيع.
- تجذب البورصة فائض رأس المال و الذي يستفاد منه في الاقتصاد الوطني و تحوله من مال مكسب لا دور له إلى رأس مال مشتمل له نتائج على مالكة و على الاقتصاد بشكل عام ذلك أن الأسهم و السندات المطروحة للاكتتاب تجعل كل من الأفراد و الشركات يستثمرون أموالهم المكسبة و المدخرة في الاستثمار رغبة منهم في تحقيق الأرباح.
- توفير الأموال الضرورية لانجاز الاستثمارات و مشاريع المؤسسات بطريقة مستمرة.

- تساهم بشكل واضح في الدفع من مستوى الشركات العمومية و الخاصة ذات الأسهم بتمكينها من جهة بانجاز مختلف نشاطاتها الاستثمارية و من جهة أخرى تجعل هذه الشركات تعمل إلى تحسين و الرفع من فعاليتها خوفا منها أن تهبط أسعار أسهمها أو سنداتها و تحفيزها إلى المنافسة المشروعة للجميع.
- أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما يستلزمه الاستثمارات الكبرى فيلجؤون إلى الاكتتاب بعدد أو بقدر يناسبهم في السداد و الأسهم المطروحة راغبين في تحقيق الربح المناسب و المحفز.
- تؤمن البورصة جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات و التي تكرس حرية الاقتصاد "مبدأ اقتصاد السوق".
- تطوير عمل البنوك إذ أن أسواق رأس المال تحفز البنوك عملا على تحسين الكفاءة.
- البورصة أداة فعالة لتحقيق برنامج الخصخصة و ذلك من خلال الحصول على المدخرات الخاصة و استخدامها لتمويل المنشآت المملوءة للدولة.

## 2- أهمية الربط بين مختلف البورصات :

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة من مختلف مناطق العالم فقد قامت البورصات العالمية و أسواق المال بالتنسيق من خلال تكنولوجيا الاتصال و منظومة المعلومات لخدمة القرارات وتقليل المخاطر فأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات و تنويع محفظة الاستثمار كما ترتب على ذلك زيادة عدد شركات الوساطة المالية و سمسرة الأوراق المالية في أسواق الأسهم و السندات و العملات و العقود الآجلة.... الخ.

و يمكن حصر طرق الربط و التشابكات بأساليب مختلفة نذكر منها:<sup>1</sup>

- الربط الحاسوبي
- الربط الحاسوبي
- الربط التنظيمي
- الربط المالي

<sup>1</sup> فريد النجار - البورصة في الهندسة المالية - شباب الجامعة - مصر - 1999 - ص ص 158-160

- الربط بالوسطاء الماليين
  - الربط بمحافظ الاستثمار
  - الربط بالشركات المالية و فروعها - الربط بسياسات الافتراضية و الاستثمارية
  - ربط الأوراق المالية الخاصة بالشركات المتعددة الجنسيات المشتركة
  - الربط المتكامل بأكثر من نموذج من النماذج المذكورة أو غيرها
- و من المتوقع في ظل هذه القوى الجديدة رغم زيادة حجم التداول في البورصات مع الاتجاه نحو تشابكها مع بقية البورصات الدولية كما سبق ذكرها و من المتوقع زيادة تحرير تجارة الأوراق المالية و إلغاء القيود و العوائق أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية و البورصات مستقبلا كما جاء في قرارات جولة "الاوروجواي" في اتفاقيات "لجات" وسوف يؤدي ما سبق ذكره إلى :
- أ- الاتجاه نحو عالمية البورصات.
  - ب-الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية.
  - ج- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين و الشركات المالية الدولية.
  - د- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية و التداول.
  - هـ- حتمية الإفصاح المالي والاتصالات الدولية.

### 3- وظائف البورصة:

لقد حاول العديد من الباحثين تحديد وظائف البورصة للأوراق المالية من أكثر من زاوية، و بالرغم من تعدد و تنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين و ذلك إلى جانب بعض الوظائف التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات و ما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أداء هذه البورصات وبتلخص هذه الوظائف كالتالي:

هناك وظيفتين سوف نتطرق إليهما مالية و أخرى اقتصادية:

#### V وظيفة اقتصادية: ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية<sup>1</sup>

و ذلك من أجل استرداد المستثمر لمخدراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها عند الحاجة إليها،

<sup>1</sup>علي محمد سعود - التمويل الدولي - دار النشر - دار الكندي - 2002 ص 15

فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته كما يرغب أيضا في استغلال هذه الأموال دون خسارة، إن صاحب السهم لا يستطيع الحصول على مدخراته في أي وقت يرغب لأنها تتحول إلى موجودات في المنشأة و تبقى طالما أن المنشأة باقية و من هنا يتمتع حملة هذه الأسهم بالحق في التنازل عنه لشخص آخر بالبيع، و بهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات و تلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية حاجاته، و من ناحية الطلب و التي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة و ألا تعرض الاقتصاد لعدم الاستقرار والبورصة هي الجهاز الذي يمكن أن يتحقق به سهولة لتسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على استغلالها في أي وقت.

و لكن نجاح جهاز البورصة على تحقيق هذه الوظيفة الأصلية و هي السرعة التي تساعد بها المستثمر في استثماراته، و للمساهم الحق في التنازل على أسهمه في أي وقت و ذلك يتطلب أمرين هما:

**١** إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع و الشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير، و بذلك يهيؤوا للمستثمر سوق كما يمتلكه من أوراق مالية.

**٢** وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين و درجة التعامل بمثابة دعاية للاستثمار في الأوراق المالية، فكلما كان هناك نشاط في التعامل دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها و العكس صحيح و عموما يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل بعضها داخلي خاص بالبورصة و بعضها خارجي خاص بملكية الأسهم و السندات المقيدة بالبورصة.

**٣** فكلما توسعت هذه النشاطات كلما كانت احتمالات البيع و الشراء كبيرة وبعكس ما إذا كانت هذه الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع و المشتري وقت اللزوم و عموما رغم تعدد العوامل التي قد تؤثر على

هذه الوظيفة الآن في البورصة بأجهزتها و تنظيمها فإنها تهيأ الاتجاه من أجل سرعة تسويق الأوراق المالية المقيدة بها.

## V وظيفة مالية: مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية

و هذه الوظيفة الأساسية الثانية مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى، فلا يمكن أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار و هذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية، فكلما احتاج إلى ذلك فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع بيه مناسباً لاستثماراته و البورصة لها دور هام في تحقيق عدالة الأسعار و ذلك من خلال تبيين الالتقاء الواسع والعرض والطلب معا. فهي بما لديها من أجهزة و إمكانيات الاتصالات السماسرة يبيعهم و اتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد. مما يترتب عليه سعر عادل، حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطرا بخسارة.

أيضا تساهم البورصة في تحقيق السعر المناسب و ذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة لها طبقا للوائح بعض البورصات من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة السهم و بذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المالية المتداولة على أسس معلومة. و بالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم و التي قد تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية و إلى جانب هذين الوظيفتين هناك وظائف أخرى نابعة و مكملة للوظائف الرئيسية منها:

### أ- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:

إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة انفعالات لسمع أي أخبار و ما يترتب عليه من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل.

و البورصة في هذا المجال تقوم بدور كسر هذه التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات و التي قد تكون خاطئة و يتحقق ذلك بان يقوم أعضائها المتخصصون

وخبراءها المحترفون بتلقي اثر هذه الانفعالات فيشترون ما يروه بحكم خبرتهم انه عرض زائد نتيجة للنشأوم و كذلك يوجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له و يساعد ذلك على كسر حدة الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار وبعد أن تستقر الأمور و تهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

ب- توفر فرص استثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطرة:

و ذلك من خلال كثرة و تنوع الأوراق المالية من جانب و توفير البيانات من جانب آخر فالبورصة تصدر نشرة الأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل و حركة الأسعار لها و هذا ما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق و بالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها كما سبق شرحه في الفصل.

ج- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:

حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت المقيدة بالبورصات في شكل أسهم و سندات يكون غالبا اكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مقيدة بالبورصة لان قيد هذه الأوراق في البورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة هذه المنشأة و كفاءتها مما خلق درجة معينة من الاطمئنان و الثقة في أوضاعها و يسهل هذا من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل. مما سبق يتبين لنا أهمية وجود البورصة فهي في الواقع تؤدي وظيفة اقتصادية عامة لكل المنشآت المصدرة للأوراق المالية أيضا المستثمرون في تلك الأوراق فجمعها بين البائع و المشتري في مكان واحد يساعد على سهولة تداول الأوراق المالية من ناحية و يتوفر الولائية للمستثمر عن مركز الشركة المالية و حالة الطلب و العرض على أي ورقة مالية و اتجاه الأسعار يساعد بدوره على جذب المستثمرين في توجيه مدخراتهم ووضع الخطط الاستثمارية نحو هذه المنشآت.

## المطلب الثالث: تصنيف البورصة

يمكن تصنيف البورصة إلى ما يلي:

- **من حيث طبيعة السلعة:** قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة وهي السوق المألوفة لنا لجميع أنواع السلع مثل سوق الجملة والتجزئة الخضرة والفواكه (سوق الحراش بالجزائر).

وسوق الملابس الجاهزة وسوق الجمال وما يعرف بسوق الجمعة أو الأربعماء مثل بعض القرى ومن أمثلة الأسئلة المتعددة الأغراض مثل سوبر ماركت.

- **من حيث توحيد السعر:** تنقسم الأسواق من حيث إمكانية توحيد السعر إلى نوعين هما كما يلي:

السوق الكاملة: وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة وهي توفر ما يلي:

1- وجود عدد كبير من البائعين وعدد كبير من المشترين بحيث لا يستطيع أحدهم بائع أو مشتري بمفرده أن يغير في سعر السوق.

2- سهولة وتوافر الاتصالات بين أطراف السوق مما يحقق علم كل من البائع والمشتري بما يجري في السوق مما يتبع أن البائع لا يبيع إلا بأعلى سعر، والمشتري لا يشتري إلا بأقل سعر معروض بالسوق.

3- تجانس وحدات السلعة المعروضة بالسوق بحيث لا يوجد تفاوت بين ما يعرضه أحد البائعين وبين ما يعرضه بائع آخر هذا ما يعني أنه لا توجد علامات تجارية.

4- سهولة نقل السلعة من مكان لآخر بمعنى أنه إذا كان السعر مرتفعاً في مكان ما من السوق ومنخفض في مكان آخر فإن السلعة تنتقل من المكان والسعر المنخفض إلى المكان ذو السعر المرتفع، فيزداد العرض مما يؤدي إلى توحيد السعر.

5- يكون عنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة لكل من البائع والمشتري فلا يهتم البائع لمن يبيع والمشتري ممن يشتري.

## السوق غير الكاملة:

يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر جميع الشروط السابقة فيها، إذ من غير المعقول أنه لشراء قميص لا بد أن يزور الشخص جميع المحلات التي تعرض القمصان. وفي هذه السوق غير الكاملة نجد أن للإعلان أثر كبير جدا على سلوك المستهلك فقد يدفع الشخص إلى شراء السلعة بينما يوجد في السوق بديلا كامل عنها أقل سعرا.

(مثل سوق الجملة الإعلانية للمشروبات الغازية) فالسوق غير الكاملة تسودها أسعار متفاوتة في السلعة الواحدة، وهذا ما يلاحظ عند شرائنا لاحتياجاتنا اليومية.

من حيث درجة المنافسة:

سوق المنافسة الكاملة:

يتحدد السعر في السوق المنافسة على حسب قوى الطلب ويفترض في هذا السوق وجود الشروط التالية:<sup>1</sup>

- وجود عدد كبير من الباعين والمشتريين.

- لا يوجد تواطؤ الباعين أو المشتريين.

- تجانس السلعة محل التعامل.

- حرية دخول الباعين والمشتريين من وإلى السوق في أي وقت.

- توافر سهولة الاتصالات الكاملة بين الباعين والمشتريين.

فالسعر في سوق المنافسة الكاملة من معطيات السوق ويستطيع البائع بيع أي كمية يريدتها كما أن المشتري يستطيع أن يشتري أي كمية يرغب فيها طالما أن السعر يناسب المنفعة والإشباع الذي يحصل عليه من كل وحدة من السلعة.

- سوق المنافسة غير الكاملة:

نادرا ما نجد سوق المنافسة الكاملة أو سوق الاحتكار التام في غير الأمثلة

السابقة وذلك كما يلي:

<sup>1</sup> - محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 30.

- 1- عدم التجانس التام بين السلعة المباعة والعلامة التجارية في السلع البديلة فكل منتج يحاول إضافة ميزة بإنتاجه لجلب العملاء.
- 2- يستطيع المشترون أو البائعون أن يتحدوا من أجل الكفاف من حدة التنافس.
- 3- وجود حق استغلال براءة في اختراع يمنع دخول المنافسين الجدد.
- 4- ترى الدولة احتكار خدمات الكهرباء، المياه، الاتصالات والمواصلات أو قيام شركات محتكرة بهذه الخدمات.
- 5- منع حق استغلال بعض الموارد الطبيعية لعدد محدود من الشركات مثل حق التنقيب عن الذهب.

### أنواع أسواق المنافسة غير الكاملة:

يوجد نوعان من أسواق المنافسة غير الكاملة:

#### سوق المنافسة الاحتكارية:

وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين، و لكن لكل سلعة علامة متميزة بناحية معينة مثل سوق التجزئة.

#### سوق منافسة القلة:

- حيث يقل عدد البائعين بحيث تمثل الكمية المعروضة جزء من الإنتاج الكلي في السوق، و هنا تكون المنافسة تامة، فتخفيض أي سعر لأي منتج سيؤدي بقيام حرب الأسعار.

- لذلك تقوم أغلبية منتجي السلعة (الأوبك) بالاتفاق على السعر المعين.

#### سوق الاحتكار التام:

لا تحقق هذه السوق إلا بوجود بائع وحيد يؤثر في سعر السوق و يشترط تحقيق ركنين:

- 1- وجود منتج أو بائع واحد
  - 2- لا يوجد للسلعة المعروضة للبيع بديل كامل يحل محلها.
- و مع توفر هذين الشرطين يسيطر المحتكر تماما على السوق، فمن حيث سيطرته على الكمية المعروضة يمكن أن يغرق السوق بها و تسمى سياسة الإغراق،

ويحدث هذا كثيرا في أقصى الدول الصناعية مثل (هونغ كونغ، تايوان) حيث يغرق السوق ببضائع رغم أنها لها بديل و يلاحظ أن المحتكر يستطيع أن يسيطر إما على الكمية أو السعر و لا يمكن أن يؤثر على الاثنين.

## المطلب الرابع: أنواع البورصات:

### 1- بورصة البضائع

هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بمنتجات طبيعية ذات الاستهلاك الكبير.

تلعب هذه البورصة دورا فعال في حيوية و نشاط الحياة الاقتصادية لأي بلد. و هي خاصة ببعض البضائع ذات الاستهلاك الواسع كالقمح و القطن، و التي تتوفر على بعض الشروط مثلا.

- القدرة على التخزين.

- أن تكون منتجات طبيعية.

- أن يكون الطلب عليها واسع.

### 2- بورصة العملات:

تلعب الشركات العالمية دورا مهما، لأن لهذه الشركات استثمارات واسعة في أماكن عديدة من العالم، فشركة "فولكس فاجن" الألمانية مثلا و شركة "أي بي أم" الأمريكية لهما فروع و مصانع في أوروبا وشرق آسيا و أمريكا اللاتينية، والشركات اليابانية غزت العالم، و قامت بسبب الارتفاع الشديد الذي طرأ على الين الياباني في مطلع التسعينات، بإنشاء مصانع كثيرة في مختلف دول العالم، فاستثمارات هذه الشركات تزيد من ديناميكية الأسواق.

- العوامل المؤثرة في أسعار التبادل و العملات.

هناك عدة عوامل تؤثر في أسعار تبادل العملات أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

أ- الفائض التجاري: إن الفائض التجاري لأي دولة يؤدي حتما إلى قوة عملتها مقابل العملات الأخرى، و كذلك النقص التجاري لأي دولة ينتج ضعف عملتها.

<sup>1</sup> علي إبراهيم الشديفات - الاستثمار في البورصة - دار الحامد - الطبعة الأولى - الأردن - 2006 ص 172-173

وأوضح مثال على ذلك هو اختلال الميزان التجاري في اليابان و أمريكا و الذي ساعد الين على الارتفاع بشدة مقابل الدولار في مطلع التسعينات.

ب- الفرق بالفائدة: يؤثر فرق الفائدة بشكل قوي بين عملتين في سعر تبادلهما ففي 1990 في ألمانيا رفع البنك المركزي الألماني من فائدة المارك لكبح التضخم الناتج عن الوحدة الألمانية في حين بدأ البنك الفيدرالي الأمريكي من تخفيض فوائد الدولار من اجل التخلص من الركود و هذا ما أدى إلى ازدياد فارق الفائدة بين العملتين وعندما ارتفع المارك مقابل الدولار بشكل قوي و سريع.

ج- القوة الاقتصادية: إن القوة الاقتصادية لأي دولة تؤدي إلى دعم عملتها والضعف أي دولة يؤدي إلى ركودها اقتصاديا و انخفاض عملتها، لأن الركود يؤدي إلى انخفاض الفائدة على هذه العملة.

د- الأوضاع السياسية: إن الأوضاع السياسية تلعب دور هام جدا في أي بلد، فكلما كانت الأوضاع السياسية غير مستقرة كلما هبطت أسعار التبادل.

مثال: فضيحة اغتيال الحاكم في المكسيك 1994- أدى هذا إلى هبوط شديد في سعر التبادل.

ه- أسعار المواد الأولية الأساسية: تؤثر أسعار بعض المواد الأولية الأساسية على أسعار تبادل العملات، فالنفت مثلا يباع بالدولار الأمريكي، و ارتفاع أسعاره يزيد من حاجة الدول المستهلكة لهذه المادة الأساسية لكميات أكبر من الدولار، الأمر الذي سينتج عنه ارتفاع سعر هذه العملة بالنسبة إلى بقية العملات.

و- الأزمات العسكرية و الحروب:

إن أثر الأزمات العسكرية و الحروب أثر بالغ وكبير جدا على أسعار تبادل العملات حيث تؤدي إلى ارتفاع الدولار لأن الكثيرين من المستثمرين الخائفين على مدخراتهم من دمار الحروب يلجئون للدولار كعملة حماية في أوقات الأزمات.

### 3- بورصة الذهب:

إن الذهب منذ آلاف السنين كان يخطف عقول المستثمرين لكن منذ فترة نلاحظ نقصه في الأسواق، فأصبح هذا المعدن أكثر تعقيدا في الآونة الأخيرة و أصبح من الصعب التكهن برد فعل أسواق الذهب عن أحداث العالم.

٢٠ أسعار الذهب: تأثر عوامل عديدة في أسعار الذهب في السوق العالمية وتحركها صعودا أو هبوطا و أهمها:<sup>1</sup>

٢١ التضخم: يعد الذهب كمعدن ثمين خير ضمان ضد التضخم، لذا يقبل المستثمرون على شراء الذهب خلال الفترة التي ترتفع فيها أسعار السلع بشدة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر الذهب.

٢٢ أخطار الحروب: عندما تكون هناك بوادر أزمات سياسية أو عسكرية تهدد السلام العالمي يسرع الناس في شراء الذهب من أجل حماية مدخراتهم من الضياع، الأمر الذي يؤدي إلى سرعة صعود سعر الذهب.

٢٣ العرض و الطلب: عند اختلال ميزات العرض و الطلب على الذهب تتأثر أسعار الذهب صعودا وهبوطا و هناك عدة مؤثرات في أسعار الذهب أهمها:<sup>2</sup>

٢٤ إن أكبر دولة منتجة للذهب في العالم هي جنوب إفريقيا فعندما تتوقف مناجم هذه الدولة عن الإنتاج لسبب ما، تختل أسعار الذهب في العالم.

٢٥ تحفظ بعض البنوك في العالم هي "جنوب إفريقيا" فعندما تتوقف مناجم هذه الدولة عن الإنتاج لسبب ما، يختل أسعار الذهب في العالم.

٢٦ تحفظ بعض البنوك في العالم كغطاء لعملاتها لذلك تقوم بطرح جزء من مخزونها للبيع، لنفطية حاجاتها من العملة الصعبة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الكميات المعروضة من الذهب.

٢٧ إن الطلب على الذهب نتيجة لاستخداماته المتفرقة، ويغير من المعادن الثمينة.

٢٨ تؤثر تكاليف إنتاج الذهب على حجم المعروض منه وعلاء سعره ففي حالة ارتفاع التكاليف لسبب ما، تنخفض الكميات المنتجة منه.

<sup>1</sup> الدكتور محمد عوض عبد الجواد - الإستثمار في البورصة - دار الحامد للنشر و التوزيع - الطبعة الأولى - 2006 - ص 87

<sup>2</sup> مرجع أعلاه - ص 100

إن سعر الذهب يحدد بالدولار العالمي، فإن انخفاض الدولار يؤدي إلى انخفاض سعر الذهب.

#### وسائل الاستثمار في الذهب:

يمكن أن يتبع المرء طرق عديدة للاستثمار في الذهب، منها ما يتميز بالخطورة والمجازفة ومنها ما يتميز بالمحافظة وقلّة الخطورة.

#### - طرق الاستثمار المحافظة:

شراء سبائك الذهب

شراء المسكوكات الذهبية.

الاستثمار في أهم شركات مناجم الذهب.

#### - طرق الاستثمار المجازفة:

هناك عدة طرق يستخدمها المستثمرون المضاربون للاستثمار في أسواق أهمها طريقة هي عقود الذهب الآجلة.

إن عقد التجارة الآجلة يعطي لصاحبه الحق في أن يشتري أو يبيع كمية من معينة من الذهب بسعر محددة على أن يتم التسديد في موعد المحدد.

تتميز أسواق التجارة الآجلة بروح المضاربة لأن المستثمر في هذه الأسواق يستطيع أن يعقد صفقات ضخمة قد تفوق رأس ماله لأن المستثمر في حالة شراءه لعقد معين لا يدفع قيمته مرة واحدة بل يسدد نسبة صغيرة من القيمة قد لا تتجاوز 10% من قيمة العقد.

#### 4- بورصة القيم المنقولة

بما أن بورصة القيم المنقولة موضوع هذا الفصل محل الدراسة فسوف نوجز فقط في هذا العنصر مفهومها و شروط إنشائها.

#### ن تعريف بورصة القيم المنقولة

لقد تعددت تعاريف بورصة القيم المنقولة من مفكر إلى آخر لكن مجموعها يتفق على نفس المعنى، فالبورصة هي:

- سوق منظمة تتعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع أو شراء مختلف الأوراق المالية.
- المكان الذي يجتمع فيه مجموعة من السماسرة ومدوبيهم والوسطاء حيث يجري التعامل بالبيع والشراء في ساعات محددة على سلع معينة.
- فهي سوق مستمرة ثابتة المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة ومساعدتهم، للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة.
- وبالتالي فالبورصة سوق متكامل فعال تتوفر فيه الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب لتتفاعل بيعا وشراء في ظل روح المنافسة الكاملة، وبذلك فالبورصات تكتسب قدرا كبيرا من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد حرا وتفقد كثيرا من الفاعلية عندما يكون إلا اقتصادا مقيدا.

#### **U شروط إنشائها:**

حتى يكون للبورصة القيم المنقولة دورا فعالا يتماشى والمتطلبات الاقتصادية الحديثة، هناك عدة شروط يجب توفرها في هذه السوق لازدهارها، وهي شروط عامة وأخرى خاصة:<sup>1</sup>

#### **• الشروط العامة: نذكر أهمها:**

- الاستقرار السياسي: من أهم العوامل التي تعمل على جلب رؤوس الأموال فمع توفره تزدهر الأسواق المالية وتتمو فحينها تكون الدولة بعيدة عن الحروب أو التدخل الأجنبي يتحقق السلام والأمن الاجتماعي ويطمئن المستثمرون على مصير أموالهم، كما أنه في ظل الاستقرار تحترم الحكومات مواعيد الوفاء بالتزاماتها.
- استقرار القوانين: توفر جهاز تشريعي مرن بمعنى أن الأحكام والقوانين لا بد أن تكون مسايرة للأحداث الاقتصادية يساهم في ازدهار أسواق المال ونموها حيث أن عدم استقرار القوانين وتغييرها المستثمر يؤثر على حرية تداول الاستثمارات

<sup>1</sup> مداني شوقي، آليات سير بورصة القيم المنقولة، مذكرة تخرج لنيل شهادة ليسانس في علوم التسيير فرع المالية، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص43.

وتقييدها، لذلك تحرص الدولة المتقدمة على استقرار قوانينها ونتيجة لذلك تتدفق رؤوس الأموال بسهولة وسير بدون أي خوف أو شك.

- المحيط الاقتصادي: يجب توفر محيط اقتصادي ملائم بمفهوم واسع، واتخاذ اقتصاد السوق كونه يعطي المرونة للتعاملات التجارية.

- الادخار البنكي: تهدف البنوك من خلال انضمامها إلى السوق المالي إلى تعظيم الربح حيث يعد مستثمروها، أو ما يطلق عليه بالمستثمرين المنظمين، ويعتبرون من أكبر المستثمرين لأنهم يملكون أصول أرصدة كبيرة.

- ادخار الجمهور: يجد المستثمرون صعوبة كبيرة في استقطاب هذا النوع من الادخار، إن الجمهور لا يحب المخاطرة ولهذا يجب منح الجمهور مزايا مالية منها وصولهم إلى عوائد معقولة من استثماراتهم المالية، كما يجب إعلامهم بمختلف المستجدات بصورة منتظمة.

- توافر المعلومات المالية: أي الشفافية في تقديم المعلومات ويعتبر جد ضرورية لضرورة السير الحسن للسوق المالي، كما تعتبر المادة الخام للمؤسسات الحديثة ولهذا يجب أن تكون هذه المعلومات مفصلة وحقيقية، وفي الوقت المناسب سواء عن المؤسسات أو عن السوق المالي نفسه.

- يجب توفير القيم القابلة للتسعير: ذلك بوجود المؤسسات الاقتصادية والمجتمعات الصناعية التي تكون تعرف وضعية مثالية حسنة، فمثلا في الجزائر القيم القابلة للتسعير جد محدودة بسبب الوضعية الصعبة التي تعرفها المؤسسات العمومية إلى جانب القطاع الخاص.

#### • الشروط الخاصة:

أ- هيكل السوق: ويتمثل في التنظيمات والهيئات التي تعمل على إنشاء التنظيم والقيام بالتحكيم ومراقبة العمليات المتعلقة بالبورصة.

ب- هيكل الادخار: ويتمثل في نوعين من الادخار

أ- شركات التأمين

ب- صناديق الودائع والضمانات

وتتكون هذه الهيئات بشكل عام من:

Ø شركات الاستثمار ذات رأس مال ثابت

Ø شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير

Ø الصناديق الجماعية للتوظيف ونوادي الاستثمار

كما هناك شروط أخرى تتلخص فيما يلي:

إن إنشاء البورصات في العديد من دول العالم تكتسي أهمية كبيرة نظرا لدورها الفعال والهام في إنعاش الاقتصاد وتفعيل حركة رؤوس الأموال وإشراكها في عمليات النمو الاقتصادي حتى أن انتعاش السوق المالي لأي بلد أصبح معيار يعبر وبشكل واضح عن الصحة الجيدة لاقتصاد ذلك البلد ولا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدور قرار من السلطات المختصة ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها:

ü لوجود بورصة في أي دولة يرتبط باعتماد تلك الدولة الرأسمالية نظاما اقتصاديا وهو ما يعبر عنه حاليا باقتصاد السوق وحرية التجارة فوجود المحيط الاقتصادي الملائم شرط أساسي لإنشاء بورصة قيم متداولة فعالة.

ü يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل للاجتناب رؤوس الأموال فاستقرار البلد أي أمن بصفة عامة يساهم جدا في تشجيع الاستثمار في هذا البلد حيث أن أصحاب الفوائض أي المدخرين يطمئنون على مصير رؤوس أموالهم الموظفة والمستثمرة وفي حالة وجود أزمات أو حروب يؤثر ذلك على استثمارات الأجانب .

ü وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع المتغيرات المستجدة وعلى تسهيل المعاملات مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.

ü تحقيق استقرار نقدي وذلك من خلال الحد من ارتفاع معدلات التضخم وتنظيم إصدار الكتلة النقدية.

ن تأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة وتوجيهها نحو مختلف القطاعات في ظل المنافسة الحرة على نحو الذي تتمكن معه هذه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمانا لبقائها.

ن تواجد قيم منقولة والتي أساسها تواجد شركات ذات أسهم حيث أن خصوصية المؤسسات هي الوسيلة الأنجع لادخار عدد اكبر من الشركات في البورصة.

ن وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في تعبئة المدخرات وتوليد فرص استثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة وترويج لها وتسعى لتحقيق التقاء العرض والطلب.

ن ارتفاع مستوى الدخل الحقيقي للأفراد يشجع على ادخار الذي بدوره يقوم بتوفير رؤوس أموال موازية لاحتياجات الشركة التي تطرح أسهمها وسندتها في البورصة.

ن الشفافية في تسيير المعلومات المتعلقة بالمؤسسات حيث يجب على الشركات التي تدخل في البورصة أن تقوم بتقديم تقرير واضح ودقيق حول الوضعية المالية لها.

ن طاقة استيعابية مقبولة قادرة على توظيف أو استثمار رأسمال المعروف تتمثل في توفير مشاريع ذات جذوة اقتصادية.

ن تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسيع وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين في أساليب الفنية الحديثة في إصدار صياغة للأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق المالية في متناول المستثمر الصغير أمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كبيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أي كانت مقدرتهم المالية أي انفتاح على الجمهور.

ن وجود جهاز مصرفي متكامل.

ن توفير نظام إعلامي شديد الفعالية والتأثير يعمل على تحفيز في استثمار في الأوراق المالية والمضاربة عليها.

ن العمل على توفير الثقافة الاقتصادية أي توفير بيئة ثقافية دافعة لمزيد من الاستثمار والادخار والتعامل في البورصات وباعتبارها وسائل آمنة وفعالة.

٤ إنشاء معاهد وجامعات ومدارس عليا.

٥ أوضاع اجتماعية مستقرة قائمة على الوعي الإدراكي بأهمية أن يتم التغيير بهدوء وفي إطار النظم والنسيج الاجتماعي وهيكل القيم والعادات والتقاليد.

٦ أوضاع اقتصادية قائمة على الحركة الإنتمائية و على التأكيد لاتجاه الاقتصاد واستهدفه للانتعاش والرواج وعدم الركود والانكماش.

### المبحث الثاني: الأوراق المالية:

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا و شراء في السوق المالي فهي إذا بمثابة العمود الفقري لهذا السوق فالورقة المالية تمثل حقا قانونيا لحاملها في أصل رأس ماله (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار .

تمثل الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدر من شركات حكومية مثل:السندات الحكومية طويلة الأجل، وأسهم الشركات العامة، أسهم وسندات الشركات المساهمة، الأوراق التجارية، اتفاقيات إعادة الشراء اذونات الخزينة...، فالورقة المالية إذن مستند حق الملكية أو دين يثبت حقوق المستثمر .

لا بد لنا من التمييز بين الأوراق التجارية والأوراق المالية فالأولى لها خاصية السيولة العارية واستخدامها في النشاط التجاري في فترة قصيرة و يتم تداولها في السوق النقدي بينما الأوراق المالية عادة يقصد بها تلك الأسهم و السندات المتداولة على مستوى البورصة و تكون على المستوى المتوسط و الطويل و هذا سوف يكون محور المبحث.

### المطلب الأول: الأسهم: Les Actions

تعد الأسهم من أدوات سوق رأس المال و تتميز بخصائص مختلفة و مميزات كثيرة تتباين في مصادرها و تخضع إلى معايير مختلفة و كثيرة.

### الفرع الأول: التعريف بالأسهم و خصائصه

#### 1- التعريف بالأسهم

لغة: هو جمع أسهم و هو في اللغة يطلق على معان منها:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم - دار الجامعة الجديدة للنشر - 2006 - الإسكندرية - ص 55

النصيب و جمعه السهمان بضم السين: يقال سهامه أي قاسمه و منه شركة المساهمة

**اصطلاحاً:** يطلق الاقتصاديون السهم مرة على الصك و مرة على النصيب و معنى المصطلحين واحد حيث أن الصك هو وثيقة تسلّم لشخص يمتلك حصة من رأس المال لشركة تخوله الحقوق المعطاة لكل شريك.<sup>1</sup>

كما يعرف بأنه "صكوك متساوية القيمة و قابلة للتداول بالطرق التجارية والتي تتمثل فيها حتى المساهم في الشركة التي لديها أسهم في رأس مالها و تخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة "

و عرف أيضا بأنه : "جزء من رأس المال للشركة يزيد و ينقص تبعا لرواجها"<sup>2</sup>

أما بالنسبة للمعنى الثاني الخاص بالنصيب فقد عرف بتعريفات كثيرة أهمها:<sup>3</sup> أنه "جزء من رأس مال الشركة المساهمة يعطى لصاحبه الحق في حصته من الأرباح التي حققتها الشركة" متطابق. كما عرف بالنصيب الذي يشترك به المساهم في الشركة و هو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص و الذي يتمثل في صك يعطي للمساهم.

## 2- خصائص الأسهم:

تتمتع أسهم شركات المساهمة بعدة خصائص يمكن سرد أهمها فيما يلي:<sup>4</sup>

### أ) تساوى القيمة الاسمية للسهم:

حيث تقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة فلا توجد لبعض الأسهم قيمة اسمية أعلى من قيمة الأسهم الأخرى ، و هذه القيمة للأسهم تحدد من طرف القانون في كثير من الدول حيث هنا حد أدنى و أعلى للسهم فمثلا القانون المصري حده الأدنى 5 جنيهاً، و الحد الأعلى ألف جنيه و الحكمة من اشتراط التساوي في

<sup>1</sup> محمد بشير عليّة - القاموس الاقتصادي - ص55

<sup>2</sup> هوشيار معروف - الاستثمار في الأسهم و السندات - قسم الترجمة بدار الفاروق - 2002 - ص15

<sup>3</sup> محمد بشير عليّة - مرجع سبق ذكره - ص 233

<sup>4</sup> محمد فتح الله النشار- التعامل بالأسهم- دار الجامعة الجديدة للنشر- الإسكندرية-2006-ص(55-57)

السهم هي تسهيل عملية تقسيم الأرباح على المساهمين، و تنظيم سعر السهم في البورصة. و بما أن للمساهمين نفس قيمة السهم و نفس قيمة الأرباح فلا بد من تساوى حقوقهم ما دامت الأسهم من نفس النوع، سواء من ناحية توزيع الموجودات بعد تصنيفها أو من حيث التصويت أو في تحمل الالتزامات و الديون المترتبة على الشركة أي التساوي في الحقوق و الواجبات.

#### ن عدم قابلية السهم للتجزئة :

الأصل في السهم أن تكون ملكيته لشخص واحد، و لكن هذا ليس بشرط، حيث يمكن أن يكون لشخصين لكن بالنسبة للشركة لا بد من أن يكون الممثل واحد: "لا يجب أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة إذ كان يملكه أكثر من شخص"<sup>1</sup> نتيجة لإرث أو هبة أو وصية ، فلذلك يتعين عليهم اختيار شخص واحد أمام الشركة.

#### ن قابلية السهم للتداول:

من أهم خواص السهم قابليته للتداول للطرق التجارية أي إمكانية انتقال ملكيته من شخص لآخر بأي سبب من أسباب انتقال الملكية، لأن هذه الخاصية هي الأكثر قبولا للتفرقة بين شركات الأشخاص و الأموال، حيث أن شركات الأشخاص تقوم في المقام الأول على الاعتبار الشخصي، فلا يحق فيها تنازل الشخص عن سهمه إلا بموافقة باقي الشركاء.

أما شركات الأموال (المساهمة) فأن العبرة بقيمة السهم لا بمالكة، و من ثم فإنه يكون قابلا للتداول، و الانتقال من شخص لآخر، و تعتبر هذه الخاصية من الخصائص الجوهرية في هذه الشركات، كما تعد هذه الخاصية من أهم وسائل جمع رؤوس الأموال في شركات المساهمة، و من أهم الوسائل المساعدة على حفاظ كيان الشركة، عن طريق ثبات رأس مالها، حيث أن المساهم الذي يبيع سهمه لا يحصل على قيمته من الشركة، بل من المشتري الذي حل محله.

<sup>1</sup> مرجع أعلاه - ص 60

## الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تصنف الأسهم إلى نوعين:<sup>1</sup>

هناك أسهم عادية و أسهم ممتازة .

**أولاً- الأسهم العادية:** هي وثيقة تصدر عن شركة مساهمة معينة بقيمة اسمية معينة ثابتة تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتتخفف قيمتها السوقية إلى تغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.

وعليه فإن السهم العادي هو أول أداة تصدرها الشركة، و في حالة تصفية ممتلكات الشركة إنها آخر ما يجرى تسديدها، ولحامليها حصة الملكية في الشركة، ولهم الأولوية في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب السندات المعتمدة والأسهم الممتازة، وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل.

**المرحلة الأولى:** إجراء الاكتتاب العام عليها (الأسهم) في الأسواق المالية وبالتالي فإنها تعتبر إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

**المرحلة الثانية:** يتم تداول هاته الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض و الطلب، و عليه فإن هذه المرحلة لا تمثل إلا عملية للتداول بين المشتريين والبائعين و لا تضيف أي قيمة إلى رأس مال الشركة.

وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات لشرائها في كل من أسواق

أولية و أسواق ثانوية. إذ يمكن القول أن:<sup>2</sup>

السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، و قيمة سوقية، فالقيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

<sup>1</sup> محمد عوض عيد الجواد- الاستثمار في البورصة-دار الحامد- الطبعة الأولى- عمان- 2006 ص(98).

<sup>2</sup> جلال إبراهيم العبد-بورصة الأوراق المالية-الدار الجامعية- الإسكندرية - 2005 - ص 36

أما القيمة الدفترية فتنتمل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على الأسهم العادية المصدرة و أخيرا القيمة السوقية المتمثلة في قيمة بيع السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

### أنواع الأسهم العادية:

تتأثر أسعار الأسهم بعوامل عديدة والتي من أهمها :سمعة الشركة المصدرة في تحقيق الأرباح و في توزيع حصص المساهمين من هذه الأرباح إضافة إلى ظروف الأسواق المالية في البلد المعني و العلاقات الهيكلية لاقتصاد ذلك البلد، هذا بالإضافة إلى مجموعة من التأثيرات المتولدة عن العلاقات الدولية و انعكاساتها المحلية. و من العوامل يمكن أن نستمد الأنواع الآتية من الأسهم العادية:<sup>1</sup>

#### 1/ الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة:

عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحا مرتفعة ، وتوزع هذه الأرباح بشكل منتظم والعكس صحيح حيث أنهم (المستثمرين) يبتعدون عن أسهم شركات التي تؤكد تواريخها السابقة و خاصة في فترة قريبة من القرار الاستثماري بأنها تعاني من انخفاض الأرباح الصافية وكذلك من انخفاض أو عدم انتظام حصص المساهمين من هذه الأرباح. غير أن مسألة القرار الاستثماري تخضع إلى قيد مهم جدا و الذي هو سعر السهم في السوق .

#### 2/ الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة:

عندما يقيم سهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفاوتة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة. ويطلق على هذا السهم الورقة الرابحة (والذي استمدته من أوراق البورصة في عام 1904) لوصف الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة والأكثر ربحية. ثم أصبح يذكر لتمييز أي سهم يتسم بالنمو التراكمي وبمعدلات متزايدة. ومن خلال مقارنة الأسهم المتنامية والمتباطئة

<sup>1</sup> محمد عبد الجواد - مرجع سبق ذكره - ص 94

يمكن للمستثمر انتقاء أكثر الفرص الاستثمارية ربحا مع الانتباه إلى المشاكل الإدارية و الاختناقات الاقتصادية التي يمكن أن تحدث للشركة.

### 3/ الأسهم ذات التقلبات الدورية :

إن الانفتاح المتزايد على الاقتصاد العالمي و زيادة اندماج الاقتصاديات الصناعية المتقدمة أدى إلى ربط أسواق الأسهم بين مختلف دول العالم و خاصة الدول النامية و إن ذلك مرتبط بالتقلبات الدورية التي تمر بها أسواق الرأس مالية. و بين كيف يؤثر الكساد على أسعار السلع و الموارد بما في ذلك أسعار الأسهم وذلك حتى تظهر عوامل الانتعاش المتمثلة في انتقال الأسواق و بذلك ارتفاع الأسعار. و هكذا اقتصاديات العالم المتمثلة في دورات متتالية بين ارتفاع وانخفاض وذلك بمعدلات متباينة.

### 4/ الأسهم المحايدة وأسهم المضاربة:

-فيما يخص الأسهم المحايدة فأنها تتأثر كثيرا بتقلبات السوق المالية و ذلك لأسباب عديدة أهمها:<sup>1</sup>

-احتياط الشركات لمواجهة التقلبات الدورية و التقلبات الأخرى و التزاماتها بإستراتيجية الدفاع و تجنب حالات الاندفاع و التهور.

إضافة إلى ذلك تتميز النشاطات الاقتصادية باستمرار معدلات نموها إما أسهم المضاربة فإنها بعكس الأسهم العادية تخضع من حيث الطلب و السعر إلى عدة تقلبات نظرا للقرارات السريعة للمضاربيين و ذلك بحثا عن الربح السريع في الوقت القصير.

### 5/ أسهم شبكات المعلومات الدولية :

إن شبكات المعلومات الدولية بدأت نشاطها في بداية التسعينات. و ازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم القنوات لتداول الأدوات الاستثمارية .

<sup>1</sup> محمد عبد الجواد - مرجع سبق ذكره - ص 99

إن أسهم: YAHOO و NETSCAPE و SPY LASS تعتبر أهم الشبكات حيث قد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم إلى ملياري دولار أمريكي بعد اليوم الأول من التجارة.

#### 6/ الاتجاهات الجديدة بشأن الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبقت الإشارة إليها ظهرت أسهم جديدة، في مقدمتها:<sup>1</sup>

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية و الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة والأسهم العادية المضمونة القيمة.

#### ✓ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح لكن شركة "جنرال موت ورز" خرجت عن أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت شركة موت ورز مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة "E Class" وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها، بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، و مجموعة أخرى أطلق عليها الفئة "أنتس"، « H Class » وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي حققها قسم الإنتاج. و بالرغم من المزايا لهذا النوع من الأسهم إلا أنها ضرب نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين.

#### ✓ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة و في الثمانينات صدر تشريع ضريبي في و.م.ا يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها و ذلك لمشاركتهم في ملكية المنشأة.

<sup>1</sup> مرجع أعلاه - ص (95-98)

وقد نص أيضا القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة من الفوائد على 50% تحصل عليها.

### ٧ الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في الأسهم العادية أنه ليس من صاحبها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، غير أن في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 ظهرت أول أسهم عادية تعطي الحق لحاملها بالمطالبة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم خلال فترة معينة من الإصدار.

إن: المستثمر خلال فترة التعويض يمكنه تحقيق أرباح رأس مالية مع الارتفاع في قيمته السوقية، أما مخاطر التعرض لخسائر رأس مالية فأنها تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض وحينئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء للسهم و بين الحد الأدنى للقيمة السوقية.

### ثانيا - الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ في السهم العادي)<sup>1</sup>، غير أن له القيمة الدفترية و اسمية و سوقية شأنه كشأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وعلى الرغم من أن ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق.

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حامل السهم العادي في تصفية الأموال. كما أنه لديه الحق في نسبة مئوية ثابتة توزع سنويا من القيمة الاسمية للسهم، و في حالة عدم تحقق أرباح في سنة مالية معينة أو تحققت أرباح و الإدارة قررت عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيع لحاملي الأسهم العادية في أي سنة لاحقة إلا إذا حصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم، و مع

<sup>1</sup> على إبراهيم الشريقات-الاستثمار في البورصة-دار الحامد-الأردن-الطبعة1- 2006-ص 100.

ذلك فهناك عقود تأسيس تنص على غير ذلك أي الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي حصلت فيها لأرباح.

و عليه فإن السهم الممتاز يمثل مستند ملكية، و إن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية في الأسهم العادية نظرا لتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي مثل:<sup>1</sup>

- إمكانية تحويل السهم العادي إلى أوراق مالية أخرى.
- الأولوية في الحصول على الأرباح (عوائد) قبل حملة الأسهم العادية.
- إن حق الملكية المكتتب لحامل السهم الممتاز والذي تعكسه القيمة النقدية لها، يستثنى الاحتياطات والأرباح عند الاحتساب، و تبقى على قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.<sup>2</sup>
- الحق في التوزيعات بنسب مئوية ثابتة (عند تحقيق الأرباح).<sup>3</sup>
- لا يحق لحامل السهم الممتاز بحق التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة.

- وهناك عدة حقوق والتزامات تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص أهمها:

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم. و أن هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم.

- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية و ذلك عند ما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.

<sup>1</sup> جلال إبراهيم العبد - بورصة الأوراق المالية- الدار الجامعية - الإسكندرية- 2005 - ص 40  
<sup>2</sup> - محمد محمود الداغر - الأسواق المالية- دار الشروق - للنشر و التوزيع - الطبعة الأولى - الأردن - 2005 - ص (101-102).  
<sup>3</sup> - هويشار معروف - الاستثمارات في الأسواق المالية- جامعة البلقاء التطبيقية- الطبعة الأولى - الأردن - 2003 - ص 94.

- أن هناك التزاما هاما تجاه الشركة و الذي هو قابلية الاستدعاء ، و قد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار ،وبعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك .

### النظرة الجديدة للأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم التقليدية وهناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، و الأصل في هذه الأسهم أنها ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، و للحفاظ على مستوى ملائم للطلب لتلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 5,7% من القيمة الاسمية للسهم و أن كان يشترط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 5,15% من القيمة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: السندات: Les Obligations

تعد السندات من أدوات سوق رأس المال وهي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة، و تضم أنواعا تتباين في مصدرها و فتراتها و تأثيراتها، و تخضع عوائدها لمقاييس أو معايير متعددة و تفسر تغيراتها بمعالجات تحليلية متفاوتة.<sup>2</sup>

### الفرع الأول: مفهوم السند و خصائصه

#### مفهوم السند:

هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) و التي هي فائدة، تدفع خلال عدد معين من السنوات و إضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية، و عليه فإن الفائدة هي التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص.

كما عرف السند بأنه: أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقرض) ووحدات الفائض (المقرض) فهو عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة تدعى السند.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد - الاستثمارات في البورصة - دار الحامد - طبعة أولى - الأردن - 2006 - ص 101-102

<sup>2</sup> علي ابراهيم الشديفات - الاستثمار في البورصة - دار الوفاء للنشر - طبعة الأولى الأردن - ص 106

<sup>3</sup> محمد محمود الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 197

كما عرف السند: "بأنه الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقترض و يكون قابلا للتداول"<sup>1</sup>

- عرف أيضا بأنه: "صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة و حقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض."<sup>2</sup>

و عرف كذلك: "السندات هي صكوك متساوية القيمة و قابلة للتداول تمثل قرضا طويل الأجل يعتمد عن طريق الاكتتاب العام."<sup>3</sup>

و التعريفات المتقدمة لا تغني أحدها من الأخرى إذ أن كل تعريف يكمل الآخر، ولذلك سنحاول إعطاء تعريف شامل لكل هذه التعريفات و هو أن:

"السندات صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها و تثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة و حقه في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحا كانت أم خسارة واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها و تكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية".

#### خصائص السند:

للسند عدة خصائص أهمها ما يلي:<sup>4</sup>

- أن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر و المستثمر تحدد فيها العوائد الدورية و حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، و ذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية و مهما كانت ربحية الجهات المصدرة و ظروفها المالية.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات الأسعار الفائدة.
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية. وهما أدنى عند بيعها بخصم و بقيم أعلى عند بيعها.

<sup>1</sup> سمير عبد المجيد رضوان - الأسواق المالية - دار النهار - 1996 - ص 364

<sup>2</sup> مرجع أعلاه. ص 366

<sup>3</sup> مرجع أعلاه. ص 367

<sup>4</sup> سمير عبد الحميد رضوان - مرجع سبق ذكره - ص 197

- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصصون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا فأن المعدلات الأعلى خصما تقدم أعلى سندات و هناك أيضا:
- قرض السندات قرض جماعي فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدا.
- السندات تكون إقتراضية لمدة تتراوح ما بين (10-30) سنة.
- كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، أن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما أن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.
- إن ارتفاع سعر السند عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.
- إن أجزاء كبيرة من السندات ليست كلها تتسم بعدة خصائص أخرى أذكر منها ما يلي<sup>1</sup>
- كلما كانت فترة التسديد أطول كلما كانت السندات تحمل المخاطر الأكبر.

## الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات إلى:<sup>2</sup>

### أولاً: سندات الحكومة

و هي الوثائق التي تخص دين العام طويل الأجل، تصدر عادة على البنوك المركزية والفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد و حالة العجز (الميزانية) و تلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة للإيرادات العامة التقليدية (رسوم و ضرائب....) و تفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلا من الإصدارات الجديدة لتمويل آخر لهذا العجز، و تنقسم القروض العامة بين نوعين أساسيين هما:

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي - بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية للنشر و التوزيع - الأردن - طبعة أولى - 2003 - ص 116  
<sup>2</sup> مرجع أعلاه - ص 116

## - القروض الإجبارية:

التي تفرض على شرائح داخلية معينة في ظل صعوبات مالية غير اعتيادية و هناك قروض اختيارية (محلية أو خارجية) و التي تعتمد في تصريف سنداتها على ميزان الإمداد و الاعتبارات الأخرى، الضريبة خاصة و أنها مضمونة من طرف الحكومة.

و السلطات المالية المركزية، و مدعمة بتسهيلات الإدارية المختلفة. فضلا عن دور الأسعار الفائدة في عملية التحفيز للمستثمرين.

و تعتبر البنوك التجارية من أكبر المشتريين لهذه السندات كما أن السماح بتداول هذه الأداة الاستثمارية في الأسواق المالية يوفر المجال لتحويلها إلى السيولة النقدية متى شاء المستثمر.

- السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية و هي غالبا ما تكون عقارات أو أحيانا أخرى تكون رواتب، و ذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو شراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقية.

-سندات الهيئات المحلية و المؤسسات أو الدوائر الرسمية (القطاعية أو الإقليمية...) و التي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة و خاصة في مشروعات البنية التحتية، و بالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية (المركزية) السابقة طويلة الأجل، و غالبا ما تتم لنفس الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها. و إن هناك نوعين من السندات المذكورة وهما:<sup>1</sup>

سندات إجبارية عامة والتي تضمن بالنفوذ الضريبي للإدارة المصدرة لها و سندات العوائد، و هي تضمن من خلال إمكانية الحصول على عوائدها من مشروع معين تستخدم السندات المعنية في تمويله.

## ثانيا: سندات الشركات

ذهب شارحو القانون إلى تقسيم هذه السندات إلى خمس أو ستة أنواع باعتبارها الأكثر شيوعا، و سوف نتناول هذه الأنواع و نخرج إلى غيرها من أنواع

<sup>1</sup> محمد محمود الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 234

السندات التي تتفرع عنها. و التي تعرفها وتتعامل عليها المجتمعات الغربية و يقل ويندر التعامل عليها في الدول العربية.

#### - السندات العادية:

و هي السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المقرض عند الاكتتاب ويستردها كاملة في تاريخ الاستحقاق و يحصل خلال مدة القرض على فوائد ذات معدلات ثابتة منسوبة إلى قيمتها الاسمية.

#### - سندات بخصم إصدار:

و هي تلك التي تصدر بأدنى من قيمتها الاسمية، إلا أن الشركة المصدرة تلتزم بدفع القيمة الاسمية كاملة عن الوفاء بقيمة السند و يطلق الفرق بين القيمة الاسمية، و ما تم تحصيله من صاحب السند "علاوة الوفاء" و ذلك علاوة على الفائدة الثابتة والتي تدفع بصفة دورية ، و إنما يتم دفعها جملة واحدة في نهاية مدة القرض، وغالبا ما تكون نسبتها أدنى عنها في السندات العادية.

#### - السندات ذات النصيب:

السند ذو النصيب، سند عادي يصدر القيمة الاسمية و تكون فائدة ثابتة يقل سعرها عادة عن أسعار الفائدة السائدة في أسواق النقد، و العوائد المالية المتاحة أيضا في أسواق رأس المال.

و تقوم الشركات المصدرة لهذه السندات بإجراء سحب دوري عليها حيث تمنح السندات الفائزة جوائز مالية متفاوتة و يستخدم الفرق بين سعري الفائدة "المدفوع والمتاح" في الوفاء بقيمة هذه الجوائز.

و لا تستهلك هذه السندات دفعة واحدة لما ينطوي عليه هذا الأمر من ضغط في سيولة الشركة أو تجميد لبعض وجوه الاستثمار التي قد تعترض الشركة القيام بها، لهذا تستعمل على فترات طويلة قد تصل إلى 40 عام.

## -السندات ذات الضمان الشخصي أو العيني:

و هي سندات تصدر بقيمتها الاسمية كالسندات العادية و تخول صاحبها الحق في الحصول على فوائد ثابتة و ما يميزها هو الضمان الشخصي لصالح أصحاب السندات.

## -السندات القابلة للتحويل:

و التي تصدرها الشركات، كما قد تصدرها الحكومات، و كما يستدل من عنوانها، فأنها قد تكون قابلة لتحويل الأسهم، و قد تكون قابلة للتحويل إلى سندات، و قد تجتمع بين هاتين الميزتين فتكون قابلة إلى التحويل إلى أسهم و سندات. و لذلك فليس من المستغرب أن تختلف التقسيمات. و تختلف التعريفات التي تناولها علماء التمويل و الاستثمار و التي يمكن الجمع على النحو التالي:<sup>1</sup>

## -سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

و هي تلك التي تخول لحاملها الحق في أن يستبدلوا بها عدد من الأسهم العادية التي تصدرها الشركة إذا ما رغبوا في ذلك، و غالبا ما تعطى للمساهمين في الشركة الحق في أولوية الاكتتاب في هذه السندات و يفضلها كثير من المستثمرين خاصة إن كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية، إلى أن تلقى هذه السندات القبول من جانب المستثمرين. و الذي يترتب عليهم تحويلهم دائنين إلى مساهمين و يتوقف هذا على عدد من المسائل أهمها:<sup>2</sup>

1- مدى تقبل المساهم أو المستثمر لمبدأ المناظرة و رفضه لها، و بالتالي إقباله على الاكتتاب أو إقلاعه عنه.

2- العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا متضمنا ثمن المخاطرة المالية و الاقتصادية مع مقارنته بالعوائد المالية الأخرى المتاحة في السوق المالية.

3- معدل النمو بالشركة: تعد مسألة النمو من المسائل التي يوليها المستثمرون والمحللون و المليون عناية خاصة عند تحديد القيمة الذاتية "الحقيقية" للأسهم. و ما يترتب عليه من آثار تنعكس على القيمة السوقية.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان - مرجع سبق ذكره - ص 380

<sup>2</sup> مرجع أعلاه - ص 390

## -السندات القابلة للتحويل إلى سندات أخرى:

هذه السندات التي تصدرها الحكومات و التي تخول لحاملها الحق في أن يستبدلوا بها سندات أخرى في تاريخ الاستحقاق، ما إذ رغبوا بذلك.

## -السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات:

و هذه السندات تصدرها الشركات و تتميز بكونها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو إلى صكوك سندات على الشركة. و تخول لصاحبها الحق في الحصول على فائدة ثابتة. و قد يكون أيضا إصداره مختلفا.

## ثالثا: أنواع أخرى من السندات

- فضلا عن الأنواع المتقدمة من السندات فإن ثمة أنواع أخرى لا تختلف عنها و لكن تتفرع منها في جوهرها و نذكر منها:<sup>1</sup>

### 1- من حيث الشكل:

- سندات كاملة: و هي تلك السندات التي تكون ملكا لحاملها و تعتبر من قبيل المنتجات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول لسند الملكية.

- سندات اسمية: و هي التي تحمل اسما لصاحبه أو تتشغل حيازتها من طرف الأخر من خلال عمليات التداول في أسواق الأوراق المالية و يتم إثبات اسم المتنازل إليه على الصك بمعرفة الجهة المصدرة لتلك الصكوك.

### 2- من حيث طريقة سداد الفائدة أو العائد:

لعل أكثر أنواع السندات من حيث الكم هي تلك التي تتعلق بالأسلوب الذي يتم به سداد الفائدة أو العائد لأصحاب صكوك السندات و أهم هذه الأنواع:<sup>2</sup>

- سندات عادية: و هي تلك التي تتيح لأصحابها الحصول على فائدة ثابتة خلال مدة القرض.

- سندات المشاركة في الربح: و هي تلك التي تخول لحاملها حق الحصول على حصة في الربح الذي حققه المشروع إذا تجاوز الفائض المحقق قدرا معيناً فضلا عن الفائدة الثابتة.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي - مؤسسة شباب الجامعة - الإسكندرية - طبعة أولى - 1995 - ص 98  
<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان - مرجع سبق ذكره - 389

- **سندات المقارضة الإسلامية:** و يطلق عليها أيضا " المضاربة الإسلامية"\* فهي تلك الأداة الاستثمارية التي قدمت لبدل الأدوات الربوية في أسواق رأس المال و هذه الأداة عادة يتم طرحها للاكتتاب العام.
- **السندات المتزايدة العائد:** فهذه السندات تصدر أسعار فائدة غالبا ما تكون منخفضة عن المستوى المتاح في الأسواق المالية إلا أن السعر المتصاعد تدريجيا. حتى يصل في تاريخ معين إلى معدل تم تحديده مسبقا ثم يصبح السعر ثابت.
- **سندات ذات عائد معوم:** و قد نشأت في سوق لندن، و عائدته نصف سنوي ويجرى تحديده على أساس متوسط أسعار بنوك لندن القائدة.
- **سندات ذات عائد متغير:** تختلف هذه السندات من حيث سعر الفائدة أنه لا يرتبط بسعر الليبور، و هناك إقبال المستثمرين عليها لأنها تتميز بتغير في سعر الفائدة بين صعود وهبوط مما يجعلها أكثر جاذبية.
- **سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار:** لما كانت القوة الشرائية للنفوذ ترتبط بمستوى الأسعار ارتباطا عكسيا، عكف المستثمرون عن استثمار أموالهم في الأدوات المالية ذات الفوائد الثابتة والتي قد نقل نسبتها عن نسبة التضخم، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور القيمة الشرائية للأموال المستثمرة و تأكلها، لذلك استحدث الفكر المالي أداة مالية جديدة تتغير عوائدها المتمثلة في سعر الفائدة على فترات دورية لا تقل عن عام ولا تزيد عن عامين.
- **سندات الدخل:** على الرغم من هذه السندات تحول لصاحبها الحق في الحصول على فائدة ثابتة محددة السعر، إلا أن هذا الحق مشروط بتحقيق الشركة المصدرة فائضا كافيا لتغطية الفائدة.
- 3- من حيث العملة المصدر بها للسندات:**
- السندات متعددة العملات: و هذه السندات تصدر بإحدى العملات و يتم سدادها بعملة أخرى.

\* يفضل بعض الشرعيين بمناداتها المضاربة منعاً للخلط بين المضاربة التي يقرها الشرع الإسلامي و المضاربة بمفهومها الغربي

#### 4- من حيث الاسترداد:

- سندات لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينة:

وهذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، و لهذا فإن الفائدة يجري سدادها كبدل.

- سندات لها صفة استمرارية:

ويكون لحاملها حق تقديمها للاستهلاك في تاريخ الاستحقاق أو أي تاريخ لاحق.

- سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة:

ليس لها تاريخ محدد للاستهلاك، و هنا يكون حسب رغبة المقرض فيسترد قيمة السند وقت ما يرغب.

#### 5- السندات السلعية:

و هي إحدى أشكال السندات التي تسمح للمستثمر بمشاركة الجهة المصدرة لها من مخاطر تقلب الأسعار للسلع التي تحمل السند اسمها و عادة ما تكون: سندات بترولية، سندات متعلقة بالمعادن الثمينة مثل سندات الذهب و الفضة وسندات الطاقة أو الفحم.

وهي لا تحدد بنقود بل تحدد بقدر ما تمثله من وحدات سلعة كما أو وزنا أو كيلا، وتتأثر هذه السندات بالظروف الاقتصادية و مستويات الأسعار.

#### 6- سندات الأورو دولار:

هي نفسها الايرو بوند غير أنها تصدر بالدولار الأمريكي.

#### 7- سندات الايرو بوند:

الايرو بوند هو صك يمثل دينا أو التزاما في ذمة الجهة المصدرة و قد جرت العادة على إصدار هذا النوع من السندات بفئات صغيرة كي تناسب صغار المستثمرين. وتعد هذه من الأدوات الطويلة الأجل و تتراوح مدتها ما بين (5 و 10) سنوات.

أما عن الفائدة فتدفع سنويا بمعدل ثابت و تتضمن هذه السنوات عدة أنواع أهمها:<sup>1</sup>

-سندات بخصم إصدار لا تخول لصاحبها حق الحصول على فائدة.

-سندات ذات عائد معوم.

-سندات قابلة للتحويل.

-سندات ذات ضمانات لشراء الأسهم و السندات.

## 8- سندات السامورا\*:

إن هذه السندات تصدر بالين الياباني، وقد كان لقبول الين الياباني كعملة دولية وعالمية و كذلك لمعدلات سعر الفائدة أثر كبير في انتعاش هذا النوع من السوق.

### الفرع الثالث: وجوه الاختلاف بين الأسهم و السندات

تتاولنا خلال هذا المبحث التعريف بالأسهم و السندات و خصائص و أنواع كل منهما إلا أن ذلك لا يغني عن بيان وجوه الاختلاف بين الأسهم و السندات و التي يمكن إيجازها فيما يلي:

1- السند جزء من قرض أي أنه دين في ذمة الشركة و العلاقة بين حامل السند و الشركة هي علاقة الدائن بالمدين ، بينما السهم جزء من رأس مال الشركة، و لذلك فإن حامله شريك و يمكن تصوير علاقة الشركة بحامل السند و حامل السهم، بأن حامل السند صاحب حق ضد الشركة بينما حامل السهم صاحب حق في الشركة.<sup>2</sup>

2- لحامل السند فضلا عن حقه في استرداد قيمة الصك كاملة في ميعاد استحقاقه حتى اقتضاء فوائد ثابتة من الشركة سواء حققت الشركة أرباحا أو لم تحقق، فإذا أخفقت الشركة و لم تتمكن الشركة من الوفاء بالتزاماتها و توقفت عن سداد الفوائد المستحقة عليها من الناحية الفنية.

3- ليس لحامل السند باعتباره دائنا أي حق في التدخل أو الاشتراك في إدارة الشركة و سيرها باعتباره أجنبيا عنها، أما حامل السهم فله بصفته شريكا حق

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان - مرجع سبق ذكره - ص 424.  
\* أصل هذه الكلمة هي طبقة محاربين أرسطو قراطيين في اليابان هذا لغويا، أما اصطلاحا فهو أن هذه السندات تصدر بالين الياباني في اليابان.

<sup>2</sup> فليج حسن خلف - الأسواق المالية و النقدية - عالم الكتاب الحديث - طبعة أولى - ص 243

الاشتراك في إدارة الشركة و الوقاية على هذه الإدارة من خلال الجمعيات العامة للمساهمين.

4- لحامل السند ضمانا عاما على أموال الشركة فلا يسترد أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم عند حل الشركة و تصفيتها إلا بعد الوفاء بقيمة السندات و الفوائد.

5- يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية أي بخصم إصدار بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.

6- يتم استغلال أو استهلاك السندات في نهاية المدة المحددة للقرض أو خلالها وفقا لما تقتضى به نصوص إصدار القرض، بينما لا يجري على الأسهم ما يجري على السندات فلا تستهلك و تظل قائمة بقيام الشركة.

7- ليس هناك ميعاد لتوزيع الأرباح على المساهمين، فإن ذلك رهن انعقاد الجمعية العامة للمساهمين و المصادقة على الميزانية و الحسابات الختامية للشركة. بينما تدفع الفائدة على السندات في ميعاد دوري محدد و مبين على الكوبون المتفق عليه المرفق بالسند.

الجدول رقم (1) : أوجه الاختلاف بين السهم و السند

السند	السهم
1/ دين على الشركة	1/ جزء من رأس المال الشركة
2/ يعتبر حملة السندات دائنون	2/ المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة
3/ عائد السند ثابت	3/ عائد السهم متغير
4/ حامل السند يحصل على فائدة بغض النظر على حجم الأرباح و توزيعها.	4/ حامل السهم يتحصل على عائد لا يعتمد على ربح و إنما باتخاذ القرار بتوزيعها.
5/ الفوائد على السندات لا تخضع للضريبة	5/ عائد الأسهم يخضع للضريبة
6/ حملة السندات ليس لهم أي حق في حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على معلومات بخصوص سير عمل الشركة و لهم الحق في إدارة شؤونها.	6/ للمساهمين حق الإطلاع و الحصول على معلومات بخصوص سير عمل الشركة و لهم الحق في إدارة شؤونها.
7/ حملة السندات ليس لهم الحق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين * تغيير الشكل القانوني	7/ للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب
* إدماج الشركة في أخرى	8/ حامل السهم لا يسترد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية سواء + أو -
8/ حامل السند يسترد رأس ماله في موعد الاستحقاق و بالكامل	

المصدر: رحمي سامية، مدور باية، تسيير القيم المنقولة على مستوى القرض الشعبي الجزائري، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس

علوم اقتصادية- فرع نقود مالية و بنوك، جامعة الجزائر -2004-2005، ص39.

## المبحث الثالث: التعاملات في أسواق الأوراق المالية و الأطراف المتدخلة فيها

تصنف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى مجموعات رئيسية تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق. و مجموعة أخرى تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر. بينما تهدف مجموعة أخرى إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

### المطلب الأول: التعاملات في أسواق الأوراق المالية.

إن التعامل بالأوراق المالية يتم حسب الطرق التالية:

#### الفرع الأول: التعامل في سوق البورصات

##### 1- التعامل الرسمي:

يحدد القانون كيفية التعامل في سوق البورصة وكيفية السماح به حيث تقوم لجنة خاصة بدراسة طلب الدخول إلى البورصة وأهمية الأوراق المطروحة للمصالح العام وضمن شروط القبول ما يلي:

- تقديم طلب خطي يتضمن منشورا خاصا بالشركة قبل طرح الأسهم.
- قيمة الأسهم المراد طرحها لا تقل عن نصف مليون دولار.

- رسالة من مصرف ضامن للشركة المراد طرحها" تطرح أسهمها" ويعلن هذا رسمياً.

- الإعلان عن الموافقة بطرح الأسهم في البورصة وتعلن رسمياً.

- طرح الأوراق الحكومية لا يحتاج إلى كل هذه الإجراءات.

ولا يحق التعامل بالسندات الحكومية "أذونات الخزنة العامة" في أسواق البورصة إلا بقانون، أما الأسهم والسندات الأخرى فلا يجوز التعامل بها، إلا بعد الحصول على موافقة الغرف التجارية والصناعية وإدارة البورصة، ولا يقبل الطلب إلا بعد الحصول على ضمان مصرفي، يوثق فيه المركز المالي للشركة صاحبة الأسهم والسندات وإمكانية تطورها وذلك حماية للمتعاملين، وتكون قيمة الضمان عادة أقل من قيمة الأوراق المالية المتعامل بها.

وفي كل يوم يحدد سعر السهم أو السند في الأسواق، وذلك من قبل السمسار المحلف، وينشر في الصحف في وقت افتتاح السوق فإذا تمت صفقات بحدود 50 سهم أو سند أو أكثر يطلق عليها مصطلح (تحديد السعر المؤقت) أما إذا كان العدد أقل من 50 سهم أو سند فيتم تحديد السعر بصورة موحدة.

## 2- التعامل الحر بالأوراق المالية:

في حالة التجارة الحرة لا يوجد سعر محدد، كما هو الحال في حالة التجارة الرسمية إنما يوجد سعر متوسط بين السعر النقدي والسعر المستقبلي.

كما يمكن التعامل بأسهم الشركات الصغيرة والحديثة التكوين وخاصة بعد قرار زيادة رأس المال إضافة إلى أسهم شركات أجنبية في التعامل الحر والجدير بالذكر أن التعامل الحر أصبح يشكل أهمية بالغة، خاصة بعد ظهور التعامل بحق الخيار.

## 3- التعامل غير المنظم:

يطلق على النوعين السابقين من التعامل اسم التعامل المنظم، أما التعامل غير المنظم فهو الذي يتم خارج أسواق البورصة، عبر وسائل الاتصالات الحديثة بين المصارف نفسها.

#### 4 - وسطاء التعامل:

تعتبر المصارف التجارية وما يتوفر لديها من كوادر بشرية مؤهلة ومدربة وذات خبرة عالية إضافة إلى الأموال المتاحة لديها، والإمكانيات الكبيرة على صناعة ومعرفة الفرص الاستثمارية وانتهازها والعلاقات المترابطة والمتشابكة مع العديد من المؤسسات المالية والحكومية التي تتعامل حالياً ومستقبلياً في أسواق البورصات، من أهم العاملين الأساسيين في الأسواق المالية، فهي تتعامل لحسابها الخاص أو باسم زبائنهم لشراء أو بيع أو طرح الأسهم والسندات لأول مرة وإعادة تدوير هذه الأوراق في البورصات، فضلاً عن تحويل الصفقات وإعداد الدراسات والتحليل وتوفير البيانات والمعلومات .

#### الفرع الثاني: عمليات الأوامر و التنفيذ في البورصة

تمثل البورصة سواء المنظمة أو غير المنظمة موقعا للتعامل مع وحدات العجز و الفائض و عبر آليات بيع و شراء و تحديد الأسعار و تتضمن كما لاحظنا مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملات المستثمرين . و يصعب القول أن هناك قواعد ثابتة لآلية قيام الوسطاء بإنجاز التعاملات المستثمرين في الأسواق جميعاً، إلا أن ذلك يمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي الأوامر و التنفيذ التي تقوم بها الوسطاء في السوق المالية لصالح المستثمرين .

#### 1- الأوامر:

و هي طلبات البيع أو الشراء التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة و التي تحوي تنفيذها فيما بعد ذلك و تشتمل الأوامر على ما يأتي:<sup>1</sup>

أ- **حجم الطلب:** يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر، و تأخذ صورة طلبيته دائرية و عادة تكون مئة سهم أو مضاعفاته [100،200،300،....] أو تكون طلبيته كسرية [صغيرة] وتعكس أمراً لشراء أو بيع الأوراق المالية بعدد يقل عن المائة أي [1....99].

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية دار الشروق للنشر و التوزيع- الأردن الطبعة العربية الأولى، 2005-صص 240 - 248

أما الطلبات التي يكون فيها العدد ضمن مضاعفات المائة و أجزاءه فهي مزيج و تمنع البورصات المنظمة الكبيرة الأوامر بحجوم كسرية، لصغرها فضلا عن صعوبات حساب الهوامش و لكن تطور تقنية الحاسوب ساعد على التقليل من أثر ذلك.

**ب- المدى الزمني:** و تتضمن أوامر المستثمرين على المدة الزمنية التي تمنح للسماحة لتنفيذ الأمر حيث أن المستثمرين يحددون الزمن المناسب للتنفيذ، و ذلك بما يتفق مع رؤيتهم الاستثمارية أو استشارة المحللين الماليين، لا سيما و أن تغير المعلومات خلال الزمن يعد عنصرا حاسما لصواب القرار الاستثماري و يأخذ المدى الزمني في أوامر المستثمرين ما يأتي:<sup>1</sup>

#### **V أوامر ذات زمن محدد:**

و هي طلبات مشروطة بزمن تنفيذ محدد، و قد يكون الزمن يوما أو أسبوعا أو شهرا، فمثلا: أمر الشراء المحدد بيوم يضل ساريا حتى ما تبقى من يوم التعامل في البورصة [المنظمة] أو ما تبقى من اليوم [غير المنظمة] و بالتالي فالسماحة يجب عليه التنفيذ و إلا عد لاغيا بعد ذلك.

أما الأمر لمدة أسبوع، فينهي بنهاية أسبوع العمل الذي حدد فيه الأمر.

#### **V أوامر ذات زمن مفتوح:**

و تدعى بالأمر المفتوح و كذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء و هي طلبات لا حدود زمنية فيها، حيث تكون سارية حتى يلغها المستثمر، لذلك فإن بعض البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية معينة منعا للتدخلات و المشاكل خاصة التحسب لتأثير التنفيذ في المعلومات.

#### **V هناك أوامر مرتبطة بالزمن و لكن لها مواصفات خاصة:**

**ü** أوامر التنفيذ أو الإلغاء و تعني تنفيذ الأمر [شراء أو بيع] فورا و خلاف ذلك يعد لاغيا

**ü** الأمر الذي يشير إلى تنفيذ كل الطلبية أو رفض كل الطلبية

<sup>1</sup> مرجع أعلاه، ص 250

ن الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل جزء من الطلبية حال الوصول، والجزء غير القابل للتنفيذ يعد لاغيا.

ن الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسماز في وضع المواصفات [زمن، سعر، كمية] أو حرية التصرف لواحدة منها، لذلك يطلق عليها أمر حر.

ج- أنواع الأوامر: يتحدد نوع الأمر الذي ينفذه السماسر بعوامل [الزمن، الحجم، السعر] كما تؤثر فيه آليات الإيقاف و الاستمرار للطلبية، لذلك فإن الأوامر تأخذ:

#### ٧ أوامر محددة:

و يعد السعر المحدد من قبل المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها لذلك يشار صراحة إلى التنفيذ، فعند أمر الشراء المحدد، فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساو له بينما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساويا له.

لذلك فإن القيام بالتنفيذ من قبل السماسر يرتبط بإعلان سعر يتناسب مع السعر المحدد [للشراء أو البيع] و لا يضمن وجود حدود زمنية.

#### ٧ أوامر السوق:

و تعد الأوامر الأكثر شيوعا في التعاملات، حيث يطلب من السماسر بيع أو شراء عددا من الأوراق المالية، و بأفضل سعر، و بأسرع وقت ممكن، و غالبا ما يكون المستثمر متأكدا من تنفيذ العملية، طالما توجد مرونة للتنفيذ، و حسب إعلانات السوق المستثمرة.

لذلك فإن هذا الأمر يكون أمر يوحي، و مثل هذه الأوامر قد تنفذ بسرعة إلا أن نتائجها قد لا تكون تتناسب مع رغبات المستثمر و ينخفض مثل في ظل كفاءة عالية للسوق، و توافر المعلومات التي تقلل من انحراف العائد المتوقع عن العائد السوقي الذي تحقق قرارات الشراء و البيع في البورصة.

#### ٧ أوامر الإيقاف:

و تدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، و يتطلب التنفيذ تحديد السعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك الأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف

يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه [صعودا أو هبوطا] و يختلف بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين و يأخذ أمر الإيقاف الشكلين التاليين:

#### **ن أمر إيقاف [شراء، بيع] غير محدد:**

بعد تحديد سعر الإيقاف و وصول الورقة المالية إليه لابد من التنفيذ حتى وأن تعداه، فهي حالة أمر الإيقاف الخاص بالبيع لابد للسماز تنفيذ الأمر عند وصول السعر إلى السعر المحدد للإيقاف.

بينما في حالة أمر الإيقاف الخاص بالشراء لابد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف أو أعلى منه.

#### **ن أمر إيقاف [بيع و شراء] محدد:**

و هي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو في حالة أمر الإيقاف الغير محدد، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر: سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه، و سعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

#### **2- التنفيذ:**

على الرغم من صعوبة الفصل بين الأوامر عن التنفيذ للتعاملات في سوق الأوراق المالية، إلا أن الفصل النظري بينهما يساعد في تفهم آلية شراء و بيع الورقة المالية في البورصة.

و يمكن القول أن السعر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة و تقسم إلى :

- أوامر التنفيذ بسعر السوق: يعتبر أمر التنفيذ بسعر السوق من أكثر الأوامر استخداما إذ تفوق استخداماته باقي أنواع الأوامر، و تشكل أوامر البيع وفقا لأمر السوق بنسبة 85% من حجم أوامر البيع في معظم أسواق الأوراق المالية الكبرى وبمقتضى هذا الأمر يطلب المستثمر من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، و بأفضل سعر ممكن، و هذا يعني انه لا يحدد سعر تنفيذ معين بل سعر تنفيذ الصفقة يتوقف على سعر السوق.

و المميز في هذا النوع هو سرعة تنفيذ و الضمان أما عن السلبيات فتمثل في عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ.

**الأوامر المحددة:** و في هذه الحالة يكون السعر بمثابة السعر الأدنى، فهذا يعني أن بيع الورقة المالية يكون كلما كانت السعر الأعلى في السوق.

و هنا نجد أن المستثمر يعلم مسبقا الحد الأقصى للمبلغ الذي سيدفعه في حالة أوامر الشراء، و الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة أوامر البيع.

### الفرع الثالث: تسوية الصفقات و تكاليف التنفيذ في البورصة

#### 1- تسوية الصفقات:

بالنسبة لتسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانونا في البورصات المنظمة [خلال خمسة أيام عمل] حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ، و السمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص أيضا و بذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار مع الإشارة إلى أنه يتم خلال يوم التسوية، دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة و الرسوم. و التسوية قد تكون نقدية أو قد تكون بائتمان بين المستثمر و بين السمسرة أو ما يسمى التعامل بالمكشوف.

أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر أو إبقاءها في بيت السمسرة الوكيل، و قد تبقى ملكيتها لصالح بيت السمسرة مسجلة بما يعرف باسم الشارع\* و مزايا إبقاء الأوراق المالية في شكل Street Name هو الأمان فضلا عن قيام بيت السمسرة بانجاز خدمات تحصيل توزيعات الأسهم، و فوائد السندات، فضلا عن أنها مناسبة لعمليات البيع و الشراء و البيع الهامشي و التي تعد من عمليات تنفيذ الأوامر الشائعة في أسواق الأوراق المالية.

\*مصطلح يجري التعامل به للدلالة على أن السمسار يمتلك أوراقا قابلة للتداول و التسويق من قبله.

و قد تحقق التعاملات في السوق بين بيوت السمسرة نفسها و عندها تجري التسوية بواسطة الدفع و القبض النقدي أي تبادل النقود و الأوراق المالية بين منشآت السمسرة الكبيرة التي تقوم بتصفية حسابات بيوت السمسرة الصغيرة.

## 2- تكاليف التنفيذ:

لابد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع و الشراء في البورصة بالحساب عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جزاء التنفيذ و يمكن تقسيم التكاليف إلى:

أ- **تكاليف مباشرة:** و هي تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة:

- عمولة السمسرة: و يمثل ما يدفع للسمسار غالبا ما تكون بالتفاوض.
- الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع و يتوقف على ظروف السوق و تعاملات المشتري و البائع.
- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة في حالة البورصات المنظمة و بعض رسوم نقل الملكية و التسجيل.
- الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء و البيع بضرائب صناع السوق.

و مجموع هذه الفقرات تدعى بتكاليف المعاملات و هي تكاليف مباشرة أما التكاليف المباشرة الأخرى فتشمل فرض بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ أوامر طلبه كسرية.

ب- **التكاليف غير المباشرة:** و هي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة و التي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار بالأوراق المالية [أي توجيه الأموال إلى استثمار الفرصة الأمثل]

و قد يكون حساب الأخيرة صعب نسبيا إلا أن تقديره ممكنا و لابد الوصول إلى نتائج التكلفة الحقيقية من أجل تحديد نتائج القرار الاستثماري لصفة الشراء أو البيع لسهم، و بذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة و غير المباشرة تمثل بمجمليها التكاليف الكلية للعملية.

## المطلب الثاني : الأطراف المتدخلة في البورصة:

هناك من ينظر للمتدخلين على أنهم يمثلون أطراف رئيسية وهي:

المصدر بين المستثمرين والوسطاء أو السماسرة، وفي المقابل هناك من يعتبر الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير البورصة أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين وذلك على اعتبار أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبياً، وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في عملية البورصة في الأطراف التالية:

### 1- الوسطاء:

يعتبر الوسطاء من بين المتدخلين في البورصة، فهم يكونون عمودها الفقري إذ يقومون بتنشيطها بملاقة البائعين والمشتريين وتنفيذ أوامره، وينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى نوعين أساسيين:

**الأول:** الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها مقابل عمولة محددة.

**الثاني:** و يتكون من الذين يقومون بالإنجاز في الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة فبالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصة سواء كانوا مستثمرين أو جمهور أو مؤسسات استثمارية تبحث عن التمويل وعليه فقد قاموا بإنشاء مراكز بحوث لأتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات.

### 2- الجمهور:

يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أي استعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار، ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطور هائل منذ نهاية السبعينات وخاصة خلال عشرية الثمانينات ويرجع هذا التطور إلى موجة الخصخصة وبرامج

انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى الخاص المعتمدة من طرف أوروبا آنذاك.

كما أن للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة عدد المدخرين، ومن أمثلة ذلك التشريع الخاص لحساب الادخار في الأسهم (CEA) الإعفاءات الضريبية للقيم المضافة للثروات المتنازل عليها بشرط ألا تفوت عدد معين وغيرها من الإعفاءات و التشجيعات الضريبية.

### 3- المستثمرون و المؤسساتيون:

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين في البورصة في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه المؤسسات من ادخار للبورصة. يلعب المستثمرون و المؤسساتيين دور فعال في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد مما جعلهم يمتصون مدخرات ضخمة يقومون بضخها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى .

### 4- المؤسسات الصناعية والتجارية:

تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة، والأسواق المالية بصورة عامة، فهي تلجأ إلى تلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس أموال ضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها بغرض التوسيع ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل، هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل اللازم من البورصة بالإضافة إلى ضرورة وجود شروط معينة، خصوصا فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها ونسبة رأس المال المتخلى عنه للجمهور والنتائج المسجلة في السنوات الأخيرة وغيرها من الشروط وتختلف هذه الشروط من بلد لآخر ، إضافة إلى المؤسسات الصناعية والتجارية الحديثة.

## 5- الدولة:

تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات حيث أن الإصدارات تعتبر أفضل الإصدارات من حيث المخاطرة، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.

## 6- السماسرة :

إن عضوية البورصة تتكون من ثلاث مجموعات منها الأعضاء العاملين وهم السماسرة والوسطاء، ولهذه المجموعة دور مهم في البورصة فهم يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، ولا يجوز التعامل في البورصة إلا من خلالهم.

**مفهوم السمسار:** هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية، والبضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكا له ولا تنتقل إلى عهده و لا يتصرف باسمه بل باسم عملائه في كلا الجنينين<sup>(1)</sup>

**سمسار الأوراق المالية:** هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية، ويقوم بتنفيذها نيابة عنه. وبمعاونة مساعديه مقابل سمسرة محددة باللائحة ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة.

## شروط السمسار:

وضعت إدارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم مهنة السمسار ومعاونه ونظرا للمهمة التي يقومون بها يشترط أن يتوفر فيهم الشروط الآتية:

- **الأهلية القانونية:** كحمل جنسية البلد يزاول فيه نشاطه أو سن العمل مثلا 21 سنة فما فوق في (بورصة كوالالمبور بماليزيا).

(1) - عظام بيه: معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال، مكتبة لبنان، الطبعة 2، 1989، ص74

- النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه داخليا وخارجيا وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد ما لم يرد إليه اعتباره.
- الكفاءة المالية: وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة من العملاء أو لجنة البورصة.
- الكفاءة الفنية: أي حصوله على حد أدنى من التعليم (شهادة البكالوريا) وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات.
- الشروط الإجرائية: كاجتياز اختبار تحريري وشفوي والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

### وظائف سمسار بورصة الأوراق المالية:

- من خلال تعريف السمسار تتبين وظيفته الأساسية وهي تنفيذ أوامر العملاء بيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح البورصة إضافة إلى وظيفة السمسار الأساسية فهناك وظائف أخرى يقوم بمهامها منها:
- Ø تقديم المشورة والنصيحة لعملية السوق وعن التعامل على الأوراق المالية بعينها وعن موقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل كتطور الأسعار وتقلباتها.
- Ø إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد والاتصال بالجهات المختصة لتقييم الأوراق المالية للعملاء.
- Ø الاكتتاب نيابة عن العملاء وعدم إعطاء أي معلومة عنهم لأية جهة كانت.
- Ø حفظ أسرار العملاء.
- Ø اتمام الصفقات عندما يكون العميل عن العقد لاستقرار المعاملات<sup>1</sup>
- السمسار الرسمي أو المحلف: وهو موظف ولا يحق له العمل إلا في حالة وجود مواصفات خاصة وخبرة طويلة، وبعد إجراء اختبار من قبل إدارة السوق وهو الذي يحق له تحديد السعر أو إعطاء المؤشر أو تحديد سعر الصرف ويعتبر حلقة الوصل

<sup>1</sup> - بلكل عبد الوهاب، بلحاج حسين (مرجع سبق ذكره)، ص 29.

بين المواطنين وبين السماسرة الآخرين، ولا يحق له التعامل لحسابه الخاص إلا بحدود ضيقة جداً، ويحصل بالمقابل على رسوم.

**السمسار الحر:** وهو ليس موظفاً وبإمكانه أن يعمل لحسابه الخاص أو لحساب غيره.

#### 7- شركات إدارة المحافظ:

إن شركة إدارة المحافظ هي شركات متخصصة في عمليات التنويع والانتشار وتوزيع المخاطر التابعة من التعامل بالأوراق المالية، هي تتكون منها المحافظ، وتعمل هذه الشركات لحسابها الخاص أو لصالح الزبائن ويغطي نشاطها الأسواق المحلية والدولية، والجدير بالذكر أنه كما كانت هذه الشركات عالية الكفاءة كثيرة العدد وواسعة الانتشار، كما كانت أكثر فعالية ونشاط لتحريك السوق وبالتالي إيجاد توازنات تؤدي إلى استقرار الأسواق المالية واستقرار آلياتها في العمل شكل سليم.

#### 8- صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي عبارة عن تجمع مالي يأخذ شكل السلة أو الوعاء يحتوي على تشكيلة متنوعة من الاستثمارات أوراق مالية، عملات، سلع وغيرها، تدار على شكل محفظة متكاملة، وأنواع الصناديق كثيرة ومتعددة، فمنها المغلق والمفتوح ومنها ما هو تابع للمصاريف ومنها ما هو تابع لشركات التأمين والضمان الاجتماعي.

و التعامل في سوق الأوراق المالية يعتبر من أهم النشاطات لهذه الصناديق، حيث تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق.

#### 9- وكلاء المستثمرين " أمناء الاستثمار":

يقوم أمناء الاستثمار بالاتصال بكبار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية وإقناعهم بالتعامل بأوراق معينة، بهدف صنع أسواق لها، وبصفة خاصة يتم الاتصال بهؤلاء المغامرين والمضاربيين في البورصات، من الذين يركزون نشاطاتهم على عقود الخيارات والأسواق المستقبلية كما ينشط هؤلاء الوكلاء في تغذية سوق المال بالأوراق المالية الجديدة، التي تطرح لأول مرة، أو التي تضاف

إلى السوق من خلال زيادات رؤوس الأموال الخاصة بالشركات المسجلة بالبورصة والتي تتداول أسهمها في السوق.

يمكن لسماسة البورصة لعب دور المستشار الذي يحيطك بأخر المعلومات المتاحة عن الأسهم و السندات غير أن روبرت بيكمان و هو من خبراء الاستثمار الذين حققوا شهرة واسعة في الثمانينات حذر من الاستماع لنصائح سماسة البورصة الاستشاريين. و يمكن أن نتعامل من خلال شركات السمسرة على إدخال على موقع الويب الخاص بالانترنت بشركات السمسرة باحثا عن فرق السهم الذي تريده و لكي تعثر على الفرق المناسب ربما تحتاج إلى رقم سري (Code Pic) الخاص بالسهم.<sup>1</sup>

الشكل الموالي يبين الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية

<sup>1</sup> لمزيد من المعلومات حول شركات السمسرة على الانترنت ارجع إلى ألكسندر ديفيد سون، المضاربة في البورصة، التعاملات التجارية التحليل الفني المراهنة على الفروق المالية، إعداد قسم الترجمة بدار الفروق، دار الفروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2006، ص 30-37

# الفصل الثالث

## الفصل الثالث: بورصة الجزائر

### النشأة، المعوقات، الشركات المساهمة في يل البورصة

رغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطة لإرساء سوق مالي فعال، إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب لها على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، وعليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها ولعل أبرز هذه المعوقات والتي جاءت في هذا الفصل هو عدم مسايرة القوانين والأنظمة للواقع، كما أنها تفتقر إلى الأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملها وقواعد تنظيم التعامل. كما أن المتعاملين فيها لا تتوفر لديهم الحماية الكافية بالإضافة إلى غياب التشريعات التي تفصل بين الدور الوقائي والدور التنفيذي، كما تفتقر بورصة الجزائر إلى منسوبي السوق أو ما يُعرف بصناع السوق.

إضافة إلى ضعف سيولتها وهو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، بالإضافة إلى عدم تنظيم مؤسسات الوساطة وأهم ما يعوق هذه السوق هو صغر حجمها والذي يعكس قلة الشركات المفيدة فيها وضعف التداول وهذا الأخير راجع إلى ضعف الادخار ومنه قلة أو ضعف الطلب.

وتتشارك الجزائر مع الدول العربية في هذه العقبات ويمكن إضافة عقبات خاصة بورصة الجزائر بارتفاع معدلات التضخم وضعف الحوافز الجبائية.

أمام كل هذه المعوقات التي تحول دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر والرقى بها إلى مصاف المراكز المالية الدولية المتقدمة فإنّه من الضروري تجاوز هذه العقبات والبحث في إمكانية النهوض بها وهذا ما سوف نحاول معالجته في هذا الفصل إن شاء الله.

## المبحث الأول: إنشاء بورصة الجزائر و إمكانية تفعيلها

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية أن تلعبه في مسيرة التنمية. وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الاحتياجات التمويلية تكتسب أهمية متزايدة مع اعتماد أعداد متزايدة الأعوان الاقتصاديين على آلية السوق في تخصيص الموارد، وإفساح المجال للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ولجوء السلطة إلى المصادر غير التضخمية لتمويل العجز في الموازنات المالية.

إن بورصة الجزائر سوق متركز تديره الأوامر ليس الأسعار حيث تتداول الأوراق المالية في سوق رسمي وحيد و تجري المفاوضات على تلك الأوراق في قاعدة المفاوضات مكان التقاء الوسطاء في عملية البورصة و ذلك من أجل تنفيذ أوامر البيع و الشراء.

نظرا لحدثة بورصة الجزائر و قلة المؤسسات المتعاملة بها أعطى نظرة سيئة للاقتصاد الوطني و كافة المؤسسات الجزائرية، فقد فكرت الجزائر في إنشاء هذه السوق المالية.

### المطلب الأول: إنشاء بورصة الجزائر و المهام المنوط بها.

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر يعود لشهر ديسمبر 1990 و ذلك بإنشاء شركة القيم المنقولة<sup>1</sup> SVM\* و هي شركة مساهمة متكونة من مجموعة من المساهمين و هم صناديق المساهمة الثمانية و التي بلغ رأس مالها بـ 93200000 مليون دج تتكون من ثمانية أعضاء و كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة.

و في جانفي 1992 تم رفع رأس مال الشركة إلى 93200000 مليون دج و ظهرت تحت تسمية "بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup> BVM"\*\*\* إلا أن هذه الأخيرة تراجعت لسبب رئيسي و هو ضعف رأس مالها، وكذا بفضل سياسة الدولة المنتهجة و ذلك

\*SVM = société des valeurs mobiliers

<sup>1</sup> شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993، ص 80

\*\* BVM= Bourse des valeurs mobiliers

بتبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية، و معدل التضخم المرتفع و هذا ما يتنافى و مبادئ البورصة.<sup>1</sup>

و كان الانتظار إلى غاية 23 ماي 1993 حيث أعلنه المشرع الجزائري، وذلك بمرسوم تشريعي لـ 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة وقد عرف هذا النص ببورصة القيم المنقولة كما يلي: هي إطار تنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، و الأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

و من جهة أخرى تعتبر بورصة القيم المنقولة سوق مركزية منظمة تتم فيها عمليات التفاوض على الأوراق المالية المسجلة في التسعيرة الرسمية و قد نص التشريع السابق على تأسيس هيئتين ذات طابع قانوني يسهران على السير الحسن لهذه السوق المالية و هما:<sup>2</sup>

- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة . \*COSOB"

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV .\*\*

و مهام الهيئتين تنحصر في تحقيق نفس الهدف و هو الالتزام بإنشاء سوق مالية في الجزائر.

- السهر على حماية المدخر لحقوقه من إجراء تعسفات محتملة ناتجة أساسا من عدم معرفة المدخر لحقوقه في مجال الاستثمار و هذا راجع لنقص الثقافة المالية.

- ضمان البداية الفعلية سنة 1997 و كانت أول شركة دشنت السوق المالية في الجزائر هي سوناطراك لتعلن الجزائر خلق "بورصة الجزائر" كما حدد مرسوم (23 ماي 1993) القانون الأساسي للوسطاء في عمليات البورصة و حدد وظائفهم و العمليات التي يتولون القيام بها دون غيرهم و هي عمليات التفاوض داخل البورصة.

<sup>1</sup> صليحة فدسي، البورصة (دراسة بورصة الجزائر) مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في الاقتصاد الإسلامي – كلية الآداب و العلوم الإنسانية – قسم الاقتصاد و الإدارة – جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية – قسنطينة – 2003-2004 – ص 30

<sup>2</sup> مرجع أعلاه – ص 31

\* COSOB= Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse

\*\* SGBV = Société de gestion de la bourse des valeurs

## الهيكل التنظيمية و الإطارات القانونية المنظمة لبورصة الجزائر:

توجد ثلاثة لجان تنظيمية تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة إلى غاية ظهور التشريعات التجارية الجزائرية هي كالاتي:<sup>2</sup>

### لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة: (COSOB) اليد الخفية:

أسست هذه اللجنة بمرسوم تشريعي رقم (93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993) المتعلق ببورصة القيم المنقولة و بدأت عملها بصفة رسمية في فيفري 1996. تتمتع هذه اللجنة باستقلالية الإدارة و المالية و من مهامها الأساسية تنظيم سوق القيم المنقولة و مراقبتها و السهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة و على السير الحسن لسوق القيم المنقولة و شفافيتها و تتكون الـ (COSOB) من:

- رئيس يمارس مهامه في كامل الأوقات مدعو لمهمة 4 سنوات بمرسوم تنفيذي يتم اتخاذه في مجلس الوزراء فاقترح من وزير المالية.  
- 6 (سنة) أعضاء دائمين مدعويين بقرار من وزير المالية لمدة 4 سنوات و يتوزعون كما يلي:

+ قاضى يقترحه وزير العدل.

+ عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

+ عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة .

+ عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها من المجال المالي أو المصرفي أو البورصة.

و هذه اللجنة مزودة بأمانة تشمل مصالح إدارية و تقنية تحت سلطة رئيس اللجنة من اجل تسييرها.

و قد خولت الـ ( COSOB ) مجموعة من السلطات هي:

أ. السلطة القانونية (سلطة التنظيم) "pouvoir Réglementaire"

<sup>2</sup> مرجع أعلاه ص 35

ب. سلطة الرقابة و المراقبة (سلطة التحري).

ج. سلطة إلزامية:

حيث يمكن لرئيس اللجنة في حالة وقوع عمل مخالف للإحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في الأوراق، و أن يطلب من المحكمة<sup>1</sup> إصدار أمر للمسؤولين بالامتثال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفة، حيث تفصل الجهة القضائية في الأمر باتخاذ إجراء تحفظي (mesure conservatoire) و تصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديديه تحليها إلى الخزينة العمومية.

د. الغرفة التأديبية و التحكيمية:

فمن حيث التحكيم تقوم هذه الغرفة بالتدخل لحل المشاكل و المنازعات بين الوسطاء في البورصة و شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) بين الوسطاء و الشركات المصدرة للأسهم و بين الوسطاء و زبائنهم.

و تكون الغرفة مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية و أخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء و كل مخالفة للإحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم . و تبقى المهمة الأساسية لـ (COSOB) هي حماية مصالح المستثمرين و ذلك من خلال ضمان الثقافة اللازمة لحسن سوق رؤوس الأموال.

أما الهيكل المنظم الثاني لبورصة الجزائر فيتمثل في:

**شركة إدارة بورصة القيم (SGBV)**

هي عبارة عن شركات ذات أسهم مكونة من وسطاء عمليات البورصة (IOB) لبورصة القيم المنقولة.

و الذين يتميزون باحتكار المفاوضات على القيم المنقولة في البورصة لحسابهم و لحساب زبائنهم<sup>2</sup> و هي مدعوة لتجهيز الاقتصاد الجزائري ببورصة تعكس بعدها و مكانتها على الساحة الوطنية و القارية و العالمية.

<sup>1</sup> المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 10-39 في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

<sup>2</sup> COSOB (Guide de la bourse) Edition M.L.P. Alger 1998, P29.

فمنذ إنشائها بدأت في وضع ترتيب التدابير العلمية والتقنية الضرورية للعمليات و المبادلات على القيم المنقولة.

حيث تمارس هذه الشركة مهامها طبقا للقواعد الخاصة المحددة من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة.

و نظرا لاتصال شركة إدارة القيم المنقولة الدائم و المستمر بالسوق المالية خول لها القانون القدرة على أبطال تسعير أي سهم أو سند إذا اقتضت الضرورة.

و تعتبر (COSOB) بمثابة المنظم المراقب العام (SGBV) طبقا للمرسوم التشريعي (93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993) بحيث تم تحديد مشاركة الوسيط المعتمد في عمليات البورصة في رأسمال الشركة 2 مليون دج و يتم المصادقة على القانون الأساسي للشركة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها . و فيما يلي أبين كيفية تنظيم لا انطلاق شركة إدارة البورصة (SGBV) بالشكل التالي:

#### **الوسطاء في عمليات البورصة : IOB**

الوسيط هو سمسار خبير في التداول على مستوى البورصة يتمثل في تقديم النصائح في كيفية التوظيف و تنفيذ الأوامر المتعلقة ببيع أو شراء أو تبديل القيم بأحسن شروط ، و الوسطاء عبارة عن شركات أسهم أو أشخاص طبيعيين معتمدين من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و قد خول التشريع الجزائري مهمة مفاوضة الأوراق المالية للوسطاء في عمليات البورصة، إذا لا يجوز إجراء قيم مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة إلا عن طريق الوسطاء في عملية البورصة.

حيث ينفرد الوسطاء في عمليات البورصة بمفاوضة القيم المنقولة القابلة للتفاوض في البورصة و هم مجبرون على التكفل بأوامر أي شخص تتوفر فيه الشروط القانونية و التنظيمية و تجسيد هذه الشروط في رسالة طلب القبول +رسالة التزام بالشروط المنصوص عليها.

و من جهة أخرى يكون الوسيط مسئولاً أمام زبائنه على كل ما يشتري وبيع في البورصة و يمكن للأشخاص الطبيعيين ممارسة الوساطة في عمليات البورصة وفقاً لشروط ذكرتها في الفصل الثاني من هذه الدراسة.

كما قد ميز المرسوم التشريعي (96-03 لـ 03 جويلية 1996) بين الوسيط ذو النشاط الدائم و الوسيط ذو النشاط المحدود، حيث يقتصر نشاط هذا الأخير على التفاوض على القيم المنقولة في البورصة، بينما يتمثل نشاط الوسيط في البورصة ذو النشاط الدائم على:

- تسيير حافظة القيم المنقولة La gestion porte feuilles des valeurs mobilières
- الشراء و البيع.
- التوظيف.
- توظيف القيم المنقولة.
- مفاوضة
- وسائل مالية أخرى.

### المطلب الثاني إمكانية تفعيل بورصة الجزائر

اتجهت سوق الأوراق المالية نحو تطوير و دعم استقرار الأسواق و حمايتها من التقلبات الحادة.

وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية. أما المستثمر الفرد، من ناحية أخرى، فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. حيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلباً على حركة التعامل في البورصة. وفي هذا الجانب عملت السلطة على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في هذه الأسواق.

ومن جانب آخر، تسعى البورصة إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.

وتجدر الإشارة أن صناديق الاستثمار التي قد تم تأسيسها تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد لا تسمح حجم الاستثمار الفردي المباشر تحقيقها. كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين المغتربين والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة.

تم في العشرية الأخيرة من القرن العشرين إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق. و في هذا الإطار، عملت الجزائر على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

كما قامت بإدخال تعديلات واسعة على أنظمة الضريبة المتبعة، بهدف خلق حوافز لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، من ناحية أخرى. وعملت هذه الأخيرة على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في السوق المالية المنظمة.

### المطلب الثالث: الشركات المساهمة في بورصة الجزائر

فقد أعلنت البورصة بمرسوم تشريعي من سنة 1993 و لكن بدأت الأشغال فيها فعليا في 25 ماي 1997. أما بداية التسعيرات فكانت بتاريخ 13 سبتمبر 1999 و ذلك

كل يوم اثنين من الساعة 9h30 إلى 10h30 إلى غاية 10 أبريل 2002 أين أضيف يوم الأربعاء إلى جانب الاثنين<sup>1</sup>.

إلى جانب كل هذا أقيم إطار قانوني مناسب للبورصة حتى يمكننا من ممارسة دورها كأية بورصة عادية و كذا دور السوق القيم المنقولة موفرة في ذلك للمؤسسات الإدارية الجزائرية إمكانية القيام ببناء للاذخار العام لأصحاب عناوين مختلفة بالتفاوض عنها بكل حرية عن طريق عملية البيع و الشراء.

### سوناطراك في بورصة الجزائر:

تعتبر عملية القرض النقدي لشركة سوناطراك الأولى من نوعها حيث سارت هذه العملية على النحو التالي:

### إصدار القرض السندي:

إن القيمة الاسمية للسندات تختلف عن قيمة الإصدار و كذلك عن قيمة التسديد و في حالة سوناطراك فإن ثمن الإصدار اصغر من القيمة الاسمية، إما قيمة التسديد فتكون اكبر أو مساوية للقيمة الاسمية.

إصدار القرض السندي لشركة سوناطراك في 04 جانفي 1993 :

الإجمالي: 420.000.00 دج، الفائدة 13% سنويا، المدة 05 سنوات، تسديد الفوائد: 4 جانفي من كل سنة لمدة 5 سنوات، تسديد ضمانتي: عند نهاية السنة الخامسة (04 جانفي 2003 + الفائدة).

### ممثلي القرض يضم الأعضاء التاليين:

- بنك الجزائر الخارجي BEA.
- بنك الجزائر الخارجي BEA البنك الجزائري للتنمية الريفية BADR.
- القرض الشعبي الجزائري CPA.
- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط CNEP.
- الصندوق الجزائري للتأمين و إعادة التأمين.

<sup>1</sup> مداني شوقي آليات سير بورصة القيم المنقولة - مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس - كلية علوم اقتصادية و علوم تسيير - جامعة الجزائر - 2004 - 2005 - ص 55

- الصندوق الجزائري لتأمينات النقل، الشركة الجزائرية للتأمين SAA.

- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.

### نتائج الاقتراض السندي:

إن الهدف الذي سعت إليه شركة سوناطراك من هذه العملية لم تصل إليه (ألا و هو تحريك السوق المالي عن طريق عمليات البيع و الشراء) حيث نجد طلبات الشراء مرتفعة جدا و لكن عروض البيع تكاد إن تكون منعدمة، و هذا راجع لنسبة الفائدة المرتفعة (13%) التي تمنحها سوناطراك.

و كخلاصة عن تجربة الشركة يمكن القول انه من خلال ما تطرقت إليه سوناطراك في عملية القرض فان معظم المخاطر الناجمة عن تسيير الأوراق المالية مرتبطة بمعدل الفائدة و لكن تسيير هذه المخاطر عملية تبقى ممكنة بفضل الطرق التي تستخدمها سوناطراك:

تامين للمخاطر المضارب، تغطية المخاطر بواسطة عملية SWAPS

### مركب رياض سطيف في بورصة الجزائر

إن تقييم تجربة مركب رياض سطيف يكون من خلال التعرض لتطورات خاصة برقم الأعمال و المبيعات، حيث انخفض رقم أعمال مركب رياض سطيف من 2000 مليون دينار سنة 1999 إلى 1400 مليون دينار سنة 2000 وهذا خلال شهر ديسمبر و هذا الانخفاض الكبير يعود بالدرجة الأولى إلى ارتفاع أسعار القمح الصلب و الرطب.

أما فيما يخص مبيعات مركب رياض سطيف فإنها في تراجع بسيط مقارنة بالإنتاج ، فمثلا خلال سنة 1999 كانت المبيعات الخاصة بالسميد 400000 و في سنة 2000 تراجعت إلى 360000.

يمكن القول انه رغم النتائج السلبية التي حققها المركب إلا إن أسهمه تلقت إقبالا حسنا من طرف الجمهور و هذا حسب تصريح احد المسؤولين في بورصة الجزائر.

## صيدال في بورصة الجزائر:

إن تقييم مجمع صيدال في بورصة الجزائر يكون على أساس التعرض إلى التطورات التي حدثت بالمجمع سواء في رقم الأعمال أو في النتائج. إن رقم الأعمال الذي تحصلت عليه صيدال في السنوات الأخيرة في تطور ايجابي متواصل، ففي سنة 1998 حققت صيدال أكثر من 28% مقارنة مع سنة 1997، و من جهة أخرى فقد قامت صيدال بتصدير متوجاتها سنة 1998 إلى العراق بقيمة 950000 دولار.

سجل مجمع صيدال تطورا ايجابيا في الإنتاج يمثل نسبة 10% و هذا التطور راجع إلى:

- تنظيم جديد للمجمع.
  - تحسن التسيير في فروع الإنتاج.
  - زيادة الطلب على إنتاج صيدال.
- فقد فاق إنتاج صيدال في 1999/09/30 نسبة 6.2 مليار دج لكمية 76 مليون وحدة بيع إذ الحد الأقصى للإنتاج المحقق هو 9.3 مليار دج لكمية 105 مليون وحدة بيع لسنة 1999.

يمكن القول أنها من المؤسسات الوطنية التي قامت بفرض وجودها في السوق المحلي و الخارجي و ذلك في الميدان الصيدلاني بفضل القدرات والخبرات، كما إن التطور المستمر لصيدال جعلها تحتل مرتبة هامة بين اكبر المخابر العالمية للإنتاج الصيدلاني.

## فندق الأوراسي في بورصة الجزائر:

فيما يخص عملية تقييم تجربة فندق الأوراسي فسوف تكون على أساس التطور الذي حدث به و ذلك من خلال عرض النتائج المتحصل عليها في الميادين التالية:

- رقم العمال.
- تطور النشاط و الاستثمارات.

لقد ارتفع رقم أعمال مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى 892.853 مليون دينار خلال سنة 1998 أي ارتفاع بمعدل 29.66% مقارنة بسنة 1997.

إن الاستثمارات المحققة خلال سنة 1998 تتمثل أساسا في تحديد التكييف والمصاعد، الأعمال الكبرى التي مست الوكالة و التجهيزات و هناك استثمارات أخرى بدأ العمل فيها و لكن التنفيذ لم يكن إلا ابتداء من سنة 1999.

يمكن القول إن هذه التجربة فريدة من نوعها و لاسيما في مجال السياحة إلا أن فتح سوق للأجانب يمكن إن يعرض الفندق إلى منافسة شديدة و لهذا فإنه يتعين على الفندق إن يدعم موقفه بترسيخ الصورة الخاصة به و أسلوبه وثقافته. و الجدول الموالي يلخص عملية إدخال تنفيذ أسهم الشركات المساهمة إلى بورصة الجزائر.

**الجدول رقم (2) : عملية إدخال تنفيذ أسهم الشركات المساهمة إلى بورصة الجزائر**

العنوان	عدد المساهمين	الطلب	ثمن العرض دج	نسبة رأس المال الاجتماعي	العرض	الأصول
الرياض سطيف	5.200	1	2.300	20%	1	زيادة رأس المال
مجموعة صيدال	20.000	2.8	800	20%	2	OPV
فندق الأوراسي	10.000	2.1	400	20%	1.2	OPV

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مجموعة جداول لـ: صليحة فديسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-45

**المبحث الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية مع التركيز على حالة الجزائر**

إن التغييرات التي شهدتها إصلاح التوجهات الاقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي التي تضمن التنمية الاقتصادية بشكل عام وسوق رأس المال بشكل خاص التي تؤهلها إلى مواكبة سياسات الخصخصة والتحول في الإصلاح الاقتصادي من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

ومن المؤكد انه على الرغم من حداثة نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر، ومن اختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها.

حيث تتصف هذه السوق بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأخيرة ومحدوديتها في قلة الأدوات الاستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإصلاح، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه السوق ووسائل التدويل التقليدية. كذلك قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وترتكز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران. بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات.

### المطلب الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد للسوق المالي وتتجلى فيما يلي:

- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق<sup>1</sup>

قبل توضيح هذه النقطة نطرح السؤال التالي: من هو صانع السوق؟ ولماذا صناعة الأسواق؟

بينما يعتبر الوسيط بالعمولة الأداة التي تقوم بمطالبة أوامر البيع والشراء الصادرة عن المشتريين، فإن على صانع السوق القيام بالإعلان عن أسعار البيع

<sup>1</sup> صالح الدين حسن السبيسي، تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتاب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص ص: 92-94.

والشراء للورقة المالية الواحدة في وقت واحد، ويسمى الفرق بين البيع والشراء هامشا.

وصانع السوق بهذه الوظيفة لا ينتظر أوامر البيع والشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين، ولكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها فيما يتعلق بالأسهم، كالأسعار القابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه أحد الوسطاء بالعمولة أو المستثمر ذاته.

ولما كان معظم تعامل صناع الأسواق إلكترونيا، فإن التنفيذ فيما يتعلق بالأسهم يتم أيضا بواسطة الكمبيوتر دون حاجة لاتصال مباشر، إلا إذا كانت أحجام التعامل المطلوبة تتجاوز الحجم المعروف من قبل صناع السوق الذين لا يعلنون فقط عن أسعار البيع والشراء للأوراق المالية، ولكنهم يحددون أيضا الكميات التي يكونون مستعدين لشرائها وبيعها بالأسعار المعلنة.

ومع أن صانع السوق يحتفظ بأوامر البيع والشراء صادرة عن الوسطاء أو المستثمرين بأسعار محددة سلفا حسب أنظمة الأسواق المختلفة، وأنه يمكنه بالتالي ملائمة أوامر البيع والشراء المحتفظ بها لديه إذا وصلت الأسعار إلى التطابق المطلوب، فإن حدوث هذا الأمر ليس ضروريا، وبالتالي فإن غياب أوامر الشراء أو البيع المحددة الأسعار سلفا يفرض على صانع السوق أن يشتري الورقة المالية أو يبيعهها لحسابه الخاص، وأن يتحمل لذلك مخاطر تقلبات الأسعار، وبخاصة في ظروف التقلبات العنيفة

ومع أن هامش السعر المعروف، والذي يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء، يشكل نظريا الربح الذي يتقاضاه صانع السوق، إلا أن تغير الأسعار المستمر حتى في سوق مستقر يمكن أن يضيق هامش الربح لديه، لاسيما في سوق يخضع لقوانين العرض والطلب ومؤشرات المنافسة القادمة من صناع سوق آخرين، أو من وسطاء ومتاجرين في الأسواق، ومع أن القاعدة التي تحكم صناع السوق هي واحدة في جميع الأسواق، أي الإعلان عن عروض البيع والشراء في آن واحد، إلا أن الأسواق المختلفة تميز بين وظائف صناع السوق حسب ظروف تطور كل منها، كما أن الضوابط التي تحكم معاملاتهم تختلف من سوق إلى أخرى، وإن كان القاسم

المشترك بينها هو التأكد من عدم طغيان مصلحة صناع السوق على مصلحة المستثمرين من خارج السوق.

ويمكن تلخيص نشاط صناع السوق في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- إضفاء مزيد من السيولة على الأسواق الثانوية للأوراق المالية خاصة حينما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع في الوقت المحدد، ومن المعروف انه لا تتوفر هذه الأوامر في كل وقت بينما يمكن أن يتم الشراء أو بالبيع في كل وقت.

- يعمل صناع السوق على الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار.

- يساعد صناع السوق على تدقيق المعلومات حول الأسعار واتجاهات الأسواق أمام المستثمرين.

وإذا كان الهدف الأساسي لصناع السوق هو السعي نحو تحقيق الأرباح كوسيط متاجر بين المستثمرين، فإن عليه من أجل تحقيق هذا الهدف أن يقوم:

\* باكتشاف فعلي للسعر الحقيقي لأنه هو الذي يعكس نقطة التوازن بين العرض والطلب في اللحظة المعينة.

\* التأمين الفوري، أي تمكين المستثمرين من تنفيذ أوامر البيع والشراء حسب السعر الحقيقي للسوق كما هو معروض من صناع السوق دون حاجة لانتظار طرف مقابل لأمر البيع أو الشراء من خلال نظام الوساطة التقليدية.

ولنجاح صناعة الأسواق يجب توفر شروط وآليات كثيرة منها عوامل ذاتية ترتبط بصناع السوق وتتعلق بقدرتهم على تحقيق النجاح، وعوامل موضوعية تتمثل فيما يلي:

- توافر الضوابط والتعليمات التي تحمي أطراف عملية التداول.

- تهيئة الآليات الضرورية التي تجعل صناعة السوق ممكنة.

- توفير الحد الأدنى من المكننة الإلكترونية لضرورة لتدقيق المعلومات وشفافيتها.

- إتاحة التنافس الصحي لجمهور المتعاملين.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتورة في الاقتصاد، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2006، ص 267

وأحد أسباب هذا الاتجاه في التوظيف يعود إلى ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية، علماً بأن ضعف السيولة يؤثر سلباً على الاستثمار في المشاريع الجديدة على هيئة شركات مساهمة عامة قابلة للإدراج لأغراض التداول في بورصات الأوراق المالية، وهذا ما يزيد من الحاجة إلى صناعات السوق في الأسواق المالية.

- عجز السماسرة عن إعطاء المشورة للمشتريين الراغبين في شراء الأوراق المالية، وعدم إمامهم بمهنة السمسرة ومن التعامل بالأوراق المالية.

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بزماد ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

### ضالة الطلب والعرض

وتعود أسباب ضالة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية:

#### 1- انخفاض معدلات الادخار(\*)

فالدول النفطية بسبب ارتفاع معدلات الدخل تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الادخار المالي، إلا أن الجزائر مستثناء من هذا ويعود انخفاض معدلات الادخار في الجزائر إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، إضافة ذلك انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين.

#### 2- انخفاض العائد

المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.

#### 3- ارتفاع سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضًا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعًا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

(\*) يمكن تقسيم الادخار إلى ادخار عام وادخار خاص حيث الادخار العام يتكون من ثلاثة أشكال متداخلة.

فالمستثمرون مطالبون بالاختيار بين الاقتراض (البنوك)، أو المشاركة (سوق الأوراق المالية)، وليس هذا وحسب، بل هم مطالبون باختيار الأسلوب المناسب لتجنب محاذير كل مصدر تمويلي وأثارها على المدى الطويل.

فالاقتراض من البنوك قد يكون قصيرا أو متوسط الأجل، وهو في الأغلب مرتفع التكلفة، وقد يكون طويل الأجل وبتكلفة أقل نسبيا إذا تم من خلال طرح سندات في سوق المال، حيث يمكن التعامل مباشرة مع أصحاب المدخرات دون وساطة البنوك.

أما إذا وقع الاختيار على المشاركة، فإن المفاضلة ستكون بين ضم شركاء جدد معددين ومعروفين مسبقا، وبين إصدار أسهم جديدة، وطرحها للاكتساب المفتوح في سوق المال، ليشترئها من يرغب بغض النظر عن هويته، وهنا تكون الفرصة أكبر لجمع تمويل ضخم لمشروعات كبيرة تسهم في دفع عجلة التنمية، كما أن هذا الأسلوب يفتح الباب أمام صغار المدخرين للمشاركة في جني الأرباح، وعليه، وبالرغم من تعدد مصادر التمويل، واختلاف مزاياها، فإن الكثير من الدراسات يؤكد أن رجال الأعمال في العالم العربي يفضلون الاقتراض من البنوك على مصادر التمويل الأخرى<sup>1</sup>.

4- عدم ملائمة النظام الجنائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

5- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لسببين:  
- أولهما تأثير معدل التضخم، إذ سجل في الدول العربية ارتفاعا بلغ معدله 4.5% عام 2004 لثمانية عشرة دولة، حيث كان أعلى معدل في اليمن بـ12.5%، وتليه

<sup>1</sup> إنجي توكل، من يريج السباق البنوك أم سوق المال، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، 2005 ص 14.

مصر بـ11.1%، أما أدنى نسبة فقد سجلت في السعودية 0.2%، وكذا سلطنة عمان 0.4%، أما الجزائر فقد سجلت 3.56% سنة 2004

- أما الثاني فإنه يتمثل في تحريم الإسلام للربا، حيث يتمتع المشترون المسلمون عن توظيف فوائضهم في الأوراق المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائدا ثابتا يتمثل في الفائدة، والتي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

## 6- ضآلة الانفتاح على الخارج<sup>1</sup>

من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق المالية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات. بالإضافة إلى المعوقات الاقتصادية التي سبق ذكرها يمكن إضافة المعوقات الآتية<sup>2</sup>:

## 7- ضعف الفرص المتاحة للتنويع

تتسم بورصة الجزائر شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنويع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول، كما أصبح سهل المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطاع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن، قطاع الاسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يركز التعامل على قطاعين أو ثلاثة في البورصة.

<sup>1</sup> إبراهيم حسن وآخرون، أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والتحديات، صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في اقتصاديات العربية، الكويت، 1999، ص: 7.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 59-61.

## 8- ضعف السيولة

يؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للمواد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها السوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها، وتتخفف قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفئة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به بورصة الجزائر من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين.

## 9- التقلبات الشديدة في الأسعار.

من الخصائص الأساسية التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية في الوقت الحاضر هي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية.

## 10- ارتفاع درجة تركيز التداول.

وتعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة، وتعاني بورصة الجزائر من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويرجع ذلك لسببين وهما:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعد.
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، وبخاصة أسهم شركات القطاع العام.

## 11- مشكلة هجرة الأموال إلى الخارج

تمثل قضية توطين الأموال بالخارج، والحد من هجرتها في الظروف الراهنة إحدى الأولويات الإستراتيجية وذلك لإحداث نوع من التوازن بين الموارد الاقتصادية بما فيها رأس المال وبين المردود الاقتصادي والاجتماعي لهذه الموارد في ظل

فجوة مالية كبيرة يعاني منها الاقتصاد الوطني، ويتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات الخارجية، كما تعمل في نفس الوقت جاهدة على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية بالداخل بالرغم من منافسة جميع دول العالم لها وضآلة الحجم المتوقع قدومه لها. لهذا تعد قضية الحد من هجرة الأموال العربية للخارج وإعادة توطينها في البلدان العربية من أبرز اهتمامات العرب خاصة في ظل الظروف الصعبة التي تواجهها هذه الأموال بالخارج بعد أحداث 11 سبتمبر والمتمثلة في التجميد والمصادرة في أحيان كثيرة.

وعليه وفي ظل التغيرات الدولية التي فرضتها الظروف الاقتصادية والسياسية التي يمر بها العالم العربي بشكل عام و الجزائر بشكل خاص يجب أن تحظى ظاهرة هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج بالتحليل الاقتصادي لأسباب ودوافع هجرتها وكذلك باقتراح أهم السياسات والآليات الاقتصادية للحد من هجرتها والعمل على إعادة توطينها.

ومن المعروف أن النظرية الاقتصادية تركز على انتقال رؤوس الأموال من بلدان الفائض إلى بلدان العجز، والواقع أن التطبيق العملي قد أثبت إلى جانب ذلك انتقال رؤوس الأموال في الاتجاه المضاد أي من بلدان العجز إلى بلدان الفائض، فيكفي أن نشير إلى أن حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج قد بلغت حوالي 800-2400 مليار دولار، ويلاحظ أن نسبة كبيرة من هذه الأموال لبلدان عربية تعاني من قصور في موارد التمويل وكذلك مشكلة المديونية الخارجية، وارتفاع نسبة البطالة والتضخم. ولم تقتصر هذه الظاهرة على البلدان العربية فقد أدت ظروف الحرب والفساد في روسيا إلى هروب حوالي 130-140 مليار دولار إلى الخارج، كما انتشرت هذه الظاهرة في كثير من دول العالم الثالث في إفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية بالرغم من حاجتها الماسة لهذه الأموال<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة ( الحالة العربية)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى - العربية السعودية.

## المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمُنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة.

### أولا: المعوقات الاقتصادية

يمكن حصر أهم نقاط المعوقات الاقتصادية التي تقف أمام تطور بورصة الجزائر.

#### 1- عائق الخصوصية

يضم مفهوم الخصوصية عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخصوصية<sup>1</sup>.

الخصوصية هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فان الخصوصية تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.

- وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول

<sup>1</sup> حملوي ربيعة، أساليب الخصوصية وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004 ص: 6.

في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كيفية تحويل التسيير وممارسته وشروطه<sup>1</sup>.

كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخوصصة وقد حدد المرسوم التنفيذي 01-354 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001 تشكيلتها وصلاحياتها وكيفية تنظيمها وسيرها.

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

- تتمكن من بيع عدد كبير من أسهم الشركات وتتنافس على حصص حقوق الملكية.

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

وبالرغم من اعتبار الخوصصة في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخوصصة... الخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخوصصة الفعلية، وفيما يلي عرض لهذه المعوقات<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 والمعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 19 مارس 1997

<sup>2</sup> شبايكي سعدان، معوقات الخوصصة في الجزائر، الملتقى الدولي لاقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، - الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004، ص ص: 4-6.

## 2- معدل التضخم

يمكن حصر معدل التضخم من خلال المراحل التالية<sup>1</sup>:

أوائل التسعينيات من القرن الماضي بدأ معدل التضخم في الجزائر يشهد ظهورا واضحا واشتدت حدته في منتصف التسعينيات فخلال مرحلة الاقتصاد المخطط وإلى نهاية الثمانينات لم يتعد معدل التضخم 9%، وذلك لأن استقرار الأسعار كان السمة السائدة في الاقتصاد الجزائري، حيث كانت الدولة تعالج العجز في الميزانية باللجوء إلى إجراءات السيولة النقدية، وخاصة مع نهاية عشرية الثمانينات، مما أنتج زيادة وفائضا في عرض النقود، وبطبيعة الحال حدث التضخم النقدي، فقد كانت الزيادة أكبر من الحاجة إليها- أي الطلب على النقود.

وحين أدى تخفيض العملة (حسب الاتفاق المبرم مع صندوق النقد الدولي ابتداء من 30 ماي 1989 و من بين ما جاء في اتفاق الاستعداد الائتماني وجوب تعديل سعر الصرف الذي انخفض في فترة 6 أشهر ابتداء من أكتوبر 1990 إلى حوالي 70% فبعدها كان الدولار الأمريكي يساوي 10.476 دج، انخفض الدينار مقارنة بالدولار إلى 17.8) إلى تزايد معدل التضخم المضغوط، وارتفاع تكلفة الواردات، وكذا تكلفة خدمة الديون الخارجية، ولقد دفع العجز في الميزانية إلى إصدار نقود إضافية لتغطية ذلك العجز، من جهة أخرى إن إتباع سياسة مالية نقدية والتشدد الحازم في الموقف النقدي سرعان ما أحدث هبوطا حادا ومستمرًا في معدل التضخم، فقد انخفض معدل التضخم السنوي عند نهاية 1996 إلى 15%، ثم إلى 07% مع نهاية مارس 1997، ونشير هنا إلى أن سياسة التحكم في الأجور هي التي كانت العامل الأساسي في النتائج المسجلة، فقد هبطت بالقيمة الحقيقية إلى أكثر من 30% خلال فترة البرنامج، وحسب خبراء صندوق النقد الدولي فإن هناك ثلاث متغيرات مهمة أثرت على تطورات الأسعار في الجزائر، وهي:

<sup>1</sup> عمار عماري وسعيدة بوسعدة، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر 2005، ص ص: 216-217.

- تغيير في عرض النقود.
- سعر الصرف الاسمي - الفعلي.
- تحركات أسعار النفط.

### 3- الاقتصاد الموازي

"الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى السوق السوداء لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي لا تخضع بشكل عام للضريبة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم الاقتصاد الموازي هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية، وكذا مدفوعات الضمان الاجتماعي.

### 4- ضعف الحوافز الجبائية

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

هذا ما يدفع المتعاملين الذين لحقهم الضرر من النظام الجبائي إلى تغيير سلوكياتهم الاستثمارية، الاستهلاكية، والادخارية من جهة، وتجعل من جهة أخرى النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب، مثل ضريبة IBS التي تعادل 25% من الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، ومثل زيادة الضريبة على الدخل الإجمالي حتى IRG التي تخضع مرة

أخرى إلى (ازدواجية الضريبة) عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية الجزائرية<sup>1</sup>.

## 5- ضعف الإفصاح والشفافية

يعاني المستثمرون، في العديد من أسواق الأوراق المالية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات، أما في بورصة الجزائر فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار<sup>2</sup>.

## 6- طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توافرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو أشخاصا معنويين<sup>3</sup> إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOB يؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، إلا أن المتتبع للوساطة المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط، على الرغم من أن القانون صدر في

<sup>1</sup> محمد براق وآخرون، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية حالة الجزائر، المؤتمر العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004، ص: 25

<sup>2</sup> رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم 06، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة، ص: 38.

<sup>3</sup> المواد 7.6.5 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

جويلية 1996، بمعنى أن اقتصار عدد الشركات على خمس لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية، ويمكن تلخيص أنواع الوسطاء في بورصة الجزائر كما يلي:

### جدول رقم (3) طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

الهيئات المكونة للوسيط	تاريخ الحصول على الاعتماد	رأس المال	طبيعة النشاط	الوسطاء في البورصة
- صندوق إعادة التأمين. - البنك الجزائري الخارجي. - الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.	رقم 01/99 في 1999/07/27	9000000 دج	نشاط غير محدود	الراشد المالي
- الشركة الوطنية لتأمين. - البنك الوطني الجزائري. - بنك التنمية المحلية.	رقم 02/99 في 1999/07/27	9000000 دج	نشاط غير محدود	الشركة المالية للاستشارة والتوظيف
- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين. - البنك الفلاحة والتنمية الريفية.	رقم 03/99 في 1999/07/27	9000000 دج	نشاط غير محدود	شركة التوظيف في القيم المنقولة.
- القرض الشعبي الجزائري. - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. - المؤسسة الجزائرية للتأمينات.	رقم 04/99 في 1999/07/27	9000000 دج	نشاط غير محدود	الشركة العامة المالية والاستثمار
البنك الاتحادي	رقم 2000/01 في 2000/02/15	1000.000 دج	نشاط غير محدود	وسيط البنك الاتحادي

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات و إحصائيات مقدمة من بورصة الجزائر.

إن الإطار التشريعي بطيء، حيث أن القانون المنظم للوسطاء كان قد صدر في 1996 إلا أن شركات الوساطة المالية لم تعتمد إلا في 1999/07/27. إضافة إلى أن تركيبة شركات الوساطة المالية مكونة من بنوك وشركات تأمين، وهي كلها ملك للدولة، ومعنى هذا أن القطاع الخاص مستبعد. و كل هؤلاء الوسطاء أشخاص معنويون لا يوجد فيهم شخص طبيعي كما ينص عليه القانون المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، ومعنى هذا أن الشخص الطبيعي الوسيط غائب إلى يومنا هذا.

إن اختيار أن يكون الوسطاء في عملية البورصة، في المرحلة الراهنة، ممثلين في الهيئات المالية والنقدية بنوكا وشركات تأمين عمومية (مستثمرين تأسيسيين) إضافة إلى ضعف القدرة الادخارية للعائلات يعطي الانطباع بأن هيئات الوساطة في البورصة

قد تهتم أكثر بتكوين محافظ مالية للبنوك التي تتبعها، ويخشى -في حالة عدم تعريض شركات المساهمة التي تضطلع حالياً بمهام الوسطاء في عمليات البورصة للتنافس فيما بينها بالقدر الكافي - أن تضيع مصالح المتعاملين الآخرين، وخاصة منهم الجمهور العريض.

#### 7- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر.

من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلائم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنه تتداول فيها ثلاثة أوراق مالية لثلاثة شركات، وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الأسواق الأخرى. والجدول التالي يوضح المقارنة مع الدول العربية:

جدول رقم(4): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لعامي 2003-2004

الدولة	2003	2004	الدولة	2003	2004
المغرب	52	53	الجزائر	3	3
الأردن	161	192	السعودية	70	73
البحرين	44	45	الكويت	108	125
سلطنة عمان	141	123	أبوظبي	30	35
تونس	45	44	قطر	28	30
لبنان	14	16	مصر	967	792
السودان	47	48	دبي	13	18

المصدر: مناخ الاستثمار في الدول العربية لضمان الاستثمار، 2004 ص: 169

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة في عدد الشركات المدرجة في بورصات الدولية العربية، كما أن بورصات هذه الدول تشهد تطورات من سنة إلى أخرى وخير مثال على ذلك الكويت، الأردن وسلطنة عمان. إضافة إلى عدم تنوع الأوراق المالية في بورصة الجزائر، فإن حيازة الأوراق المالية من

طرف الأعوان الاقتصاديين محددة بسقف معين، فمثلا بالنسبة لأسهم مجمع صيدال، فإن الاكتتاب حسب أصناف المستثمرين كان كما يلي<sup>1</sup>:

- الأجراء 40 سهم للعامل.

- الأفراد 200 سهم للفرد.

- المؤسسات المالية 300000 سهم لكل مؤسسة.

أشخاص معنويون آخرون 3000 سهم لكل شخص معنوي، وما يستخلص من هذا التعدد أنه يطغى عليه الطابع الاحتكاري للمؤسسات المالية، وأنه لا يشجع ادخار الأفراد والعائلات.

### ثانيا: معوقات أخرى

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات وفي مختلف المجالات منها سياسية، قانونية، ثقافية، اجتماعية، دينية، ... إلخ و سوف نتناول بعض هذه المعوقات في النقاط الآتية:

#### 1- المعوقات السياسية

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان وألمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.

<sup>1</sup> Info Bourse, Bulletin de la COSOB, N°1, 1999 p : 29.

## 2- المعوقات القانونية

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني<sup>1</sup>:

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة.
- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامية يعني فتح رأس المال أمام الخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة، مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير مباشرة.

أما استبعاد الأسهم، ولاسيما العادية منها، فإن ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات إذا ما قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تحديد تجهيزاته أو فتح الفروع المحلية أو الدولية.

من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقا للقانون المتضمن شروط القيد. إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، أضف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة.

أما فيما يخص مدة إنهاء الصفقات (عمليات البورصة) أي مدة التسوية والتسليم، فالمعيار الدولي المعتمد هو أن أقصى أجل لإنهاء الصفقات هو يوم +ثلاثة

<sup>1</sup> صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004.

أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم+30 يوم<sup>1</sup>، وهو أجل بعيد بكثير عن المعايير الدولية، الأمر الذي لا يشجع على تطوير عمل بورصة الجزائر.

- الإطار التشريعي البطيء جدا، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996.

أما الهيئة الثانية، وهي شركة إدارة بورصة القيم SGBVM والتي انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 بمقر اللجنة بالرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 1993/05/23 قد نص عليها صراحة.

أضف إلى ذلك أن القانون الذي ينظم شروط مزاوله الوسيط المالي في البورصة قد صدر بتاريخ 03 جويلية 1996 إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999.

### 3- المعوقات الثقافية

إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه، فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.

<sup>1</sup> Ali SADEMI, La bourse une affaire de volonté politique, journal, liberté Economie, N° 118 du 4 au 10Avril 2001.

### المطلب الثالث : اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع. وفيما يلي بعض الاقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر:

#### 1- اقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي

استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق<sup>1</sup>

فبالنسبة للإصلاح قانون الشركات<sup>2</sup> :

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم أقتصرت توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق. وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الأسواق الأوراق المالية<sup>3</sup>

1 - رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

2 - صالح فلاحي، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

3 - أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، العدد الخامس، 2005، ص: 38.

إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي ولا يقتصر الجانب التشريعي على قانون إنشاء سوق مالي أو تعليمات المنظمة لتعامل في السوق فحسب، ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على النص والتشجيع للاستثمارات في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي.

كما يتطلب وجود إطار مؤسسي لسوق الأوراق المالية ونعني به وجود كيان منظم وقانون له مكانة محددة يتم فيه تداول الأدوات المالية المختلفة فضلا عن وجود تعليمات التعامل والنظم التي تحكم العلاقة مع الوسطاء والمستثمرين والأسلوب التعاملى والأوقات التي يتم فيها ممارسة العمل، والأدوات المالية التي يتم إصدارها في السوق الأوراق المالية. كما يشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق أو لجنة التي تباشر هذا العمل باعتبارها اللجنة المنظمة.

توفير أعلى معايير الافتتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بالسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية، الشهرية وفي نهاية السنة المالية تم إعداد ونشر القوائم المالية الختامية وليس الانتظار مدة سنة كاملة لنشر التقارير والقوائم المالية الختامية حتى يتم قرار الاستثمار وتنشيط السوق.

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع<sup>1</sup>. الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر. إذ اتجهت العديد من الدول العربية نحو الفصل بين الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا

<sup>1</sup> - محمد براق، بورصة القيم المتداولة و تمويل التنمية ، أطروحة دكتوراة دولة كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999 ص413.

ما يقوم به القطاع الخاص. وهذه الأسواق هي: سوق عمان بالأردن، مصر، تونس، عمان، المغرب، والإمارات العربية المتحدة<sup>1</sup>.

## 2- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي:

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية وذلك من خلال:<sup>2</sup>

- تخفيض سعر الفائدة: حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية أي الودائع إلى أسهم وسندات) ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.

- تخفيض معدل التنظيم فالنظرية الاقتصادية تشير إلى أن الرشد في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التنظيم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقية) للعوائد المستقبلية لاستثماراته، إذ عندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق، فبانخفاض معدل التضخم يعني انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار، وهو أمر من شأنه أن يترك أثره الإيجابي على قيمة الاستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بالسوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب انخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول كذلك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الاقتصادي.

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام، 2000، ص: 124.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 213

المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% على 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأس مالها.

- تحفيز الادخار وذلك من خلال التربية الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد والرسميين من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وعرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها. وتحقق التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة، التلفزة والجراند كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.

- ضبط الاستهلاك: ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند المستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة وأيضاً زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الاهتمام بنوع السلع المستهلكة ونشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوماً من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئاً للادخار ومن ثمة للاستثمار اللازم لنمو الطاقات.

- الاستمرارية والتوسع في برامج الخصخصة إذ تشكل عمليات الخصخصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الاكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخصخصة لا يكون إلا عن طريق خصخصة الشركات التي تتميز

بالمراكز المالية الجيدة وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة و عوض خوصصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور البورصة.

ونوصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح كما فعلت جمهورية مصر العربية سنة 2001 م.

كما نوصي بخوصصة قطاع النقل الجوي والاتصالات حتى يعطي دفعا لتنشيط البورصة نظرا لما نحققه من نتائج حسنة وهذا ما قامت به معظم الدول العربية نذكر منها تونس، مصر، المغرب، السعودية والأردن.

وترمي الإستراتيجية الجديدة إلى خوصصة جزء من المؤسسات الوطنية الهامة المعروضة على الأجانب عبر البورصة حيث تقترح نسبة ما بين 20% إلى 30% من رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات لتداول في البورصة ومن بين المؤسسات الأولى التي اقترحت من طرف لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، القرض الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر المعروضتين للخوصصة. ويرى خبراء اقتصاديون أن هذه التجربة تماثل تلك التي قامت بها تونس والمغرب لإعطاء ضمانات للمتعاملين الأجانب بإمكانية أخذ الأغلبية في مؤسسات هامة تدريجيا مثل ما حصل مع المغربية للاتصالات التي تمثلها فيفندي الفرنسية بفضل شرائها لـ 16% من الأسهم المطروحة لبورصة، بعد أن تحصلت قبل ذلك على 35% من رأس مال المؤسسة المغربية.

ومن جانب آخر اقترحت لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة إدخال بعض الأسهم المتداولة في إطار القروض السندية والمعروضة لجمهور واسع لتداول في البورصة مثل تلك المقترحة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية وسونلغاز<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - صادمي علي، إجراءات جديدة تعرض للمناقشة في مجلس مساهمات الدولة ( طرح نسبة من رأس المال الشركات الكبرى بالبورصة ) جريدة الخبر 2006/03/22 العدد: 4658.

- تشجيع قيام شركات وساطة كفئة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث يضطلع الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط السوق الأوراق المالية وتنميته وتكون هذه المؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة ايجابية على نشاط السوق، وبالرجوع إلى قانون رقم 99-02 المؤرخ في 1999/07/27 نجد خمسة شركات وساطة (الراشد المالي، الشركة المالية للاستثمار التوظيف، شركة التوظيف في القيم المنقولة، الشركة المالية والاستثمار ووسيط البنك الاتحادي) وهي مكونة كلها من بنوك وشركات تأمين تابعة للدولة لذا يجب فسخ المجال أمام هيئات أخرى تابعة للقطاع الخاص بهدف توسع دائرة الوسطاء.

- عصرنة الجهاز المصرفي:

يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مساهمته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة. والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات جادة منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990م.

وتتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في الاستثمارات ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير. وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

وإذا كان للبنوك التجارية دورها التقليدي في استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تدرج ضمن مهام البنوك التجارية. إنها بنوك متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستثمارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل.

بعبارة أخرى أنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات.

و الملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من حروب أو التهديد بها أو حتى النزاعات التي تمس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي.

إن مثل هذه الأحداث تنعكس آثارها على أداء اقتصاديات الدول بشكل عام وعلى بورصاتها بشكل خاص، إلا أن هذه الآثار تتفاوت درجاتها بين الدول تبعا لمكانتها في الاقتصاد العالمي. ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية لوضع التقديرات حول انعكاسها على الاقتصاد الوطني أو على قطاع معين من الصناعة أو الخدمات المالية ونحوهما.

### 3- اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي<sup>1</sup>:

– الثقافة البورصية: إنه من الضروري للسعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعيّنهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسيس الجمهور وينبغي أن تتعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت، صناديق جماعية للتوظيف، نوادي للاستثمار... الخ.

<sup>1</sup> - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص ص: 421-422.

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة سألقة الذكر بنظر لما توفره من مزايا تتجلي في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الإقبال على الاستثمار المالي للقيم المتداولة النظام الجبائي المطبق.

– العامل الديني: نشير أن هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتنز بتعبئته.

# الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية في الدول المتخلفة أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، ربما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى أي المرحلة الجنينية في أغلب الدول العربية، كما أنها تكاد تكون غير موجودة في عدد آخر من الدول والسبب في ذلك يعود إلى فقر أسواق الأوراق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة، ويقف وراء كل ذلك كما رأينا في الفصل الثاني عدة عوائق منها ما يتعلق بالبيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق ومستويات الادخار المحلي وعادات الاستثمار ومنها ما هو متصل بالسياسات الاقتصادية .

أمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير سوق الأوراق المالية الجزائرية، ذلك أن تطورها سيساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية وخلق أسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية ومن ثمة تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي بشكل عام.

وبالإضافة إلى ضرورة القضاء على هذه العقبات وتجاوزها هناك أيضا الحاجة إلى تكثيف الجهود لتحقيق الربط بين هذه الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، الأمر الذي سيساهم بدوره على نموها وهذا يتطلب فهم ومواجهة العقبات التي تحول دون هذا الربط والتنسيق في هذا المجال ولما لا لغيره من المجالات الاقتصادية الأخرى.

وفي هذا الإطار تلعب المؤسسات الإقليمية كصندوق النقد العربي دور مفيد في متابعة واقتراح حلول تساهم في تطوير الأسواق المالية العربية، في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجه الاقتصاد الجزائري تلبية للاحتياجات التمويلية المتزايدة في الاقتصاد وفي ظل العقبات التي تحد من أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية الدور المطلوب منها في سد الفجوة التمويلية لذا أصبحت عملية البحث في سبل تجاوز هذه العقبات أصبحت أمرا مطروحا ومطلوب في نفس الوقت من أجل تعزيز استقرار

الاقتصاد الكلي والإسراع في وتيرة النمو الاقتصادي وتمكين سوق الأوراق المالية الجزائرية من التكيف مع الصدمات الخارجية .

ظلت بورصة الأوراق المالية رغم حداثتها تبحث عن مكان مناسب في أسواق الأوراق المالية الدولية، بل وحتى بين الأسواق الناشئة، وتعرضت البورصات العريقة منها خلال السنوات الأخيرة إلى الإصلاح والتحديث (البورصة الأردنية والبورصة المصرية)، فقد قامت هذه البورصات على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، ولكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن، وبمستوى تطور يختلف من سوق إلى آخر في كثير من الحالات، وإلى وقت قريب كانت تعاني من تذبذب السياسات الاقتصادية، وعدم استخدام مكوناتها، كغيرها من البورصات، من أن تلعب دورا في تحديث إطارها العام، ومن أن تجاوز ما آلت إليه أوضاعها الراهنة، إن التغيرات التي شاهدها حركة إصلاح البورصات في العالم تعكس التوجهات الاقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي التي تضمن تنمية أسواق رأس المال وتؤهلها إلى مواكبة سياسات الخصخصة والتحول في الإصلاح الاقتصادي من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

ومن المؤكد أنه، على الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية في بعض الدول، وعلى الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها، ومن التعاون التجاري الخاص بها، ومن اختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية القانونية لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، ومما زاد في إنها صغيرة الحجم، ضيقة النطاق، تستحوذ المصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية.

ولمعرفة معوقات سوق الأوراق المالية الجزائرية يكفي أن تقوم بإجراء مقارنة بين المقومات الفعالة لإنشاء أسواق الأوراق المالية وبين الواقع العملي، وهي مقارنة تؤكد أن هناك فروقا كبيرة ومتعددة لا تقلص من دور سوق الأوراق المالية الجزائرية. كذلك فإن بعض التشريعات لا تحدد الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات ولا التي يجب أن يلتزم بها المدقق.

كما غفلت العديد من التشريعات في توفير الحماية اللازمة لهؤلاء المدققين كي يبدو الرأي في أوضاع الشركات والبيانات المالية بكل حياد واستقلال، مما أثر سلبا على الإفصاح وأضعف مستوى التدقيق.

و من بين ما نراه واجبا لا بد استدراكه لتجنب الصعوبات و معوقات نجاح بورصة الجزائر نوجزه على النحو التالي:

- غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في سوقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، وحتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك فإن صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان يأتي متأخرا نظرا لعدم تحديد فترات إصدارها.

- تفتقر التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات الترويج و ضمان الاكتتاب، فهذه الشركات تعمل على عرض الأسهم على كافة عملائها، والترويج لها، إضافة إلى ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة، وتلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة، وبالتحديد في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

- تفتقر التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني والمؤسسات التي تتعلق بالإصدارات، وذلك لان مثل هذه الخدمات يساهم في جذب المستثمرين ممن لا تتوفر لديهم الكثير من المعلومات عن قدرة المؤسسة المصدرة على الوفاء بالالتزامات، وتعمل مثل هذه المؤسسات على مساعدة الشركات على الحصول على التداول بتكاليف أقل، وخاصة الشركات ذات الملاءة المالية العالية.

- على الرغم من قيام العديد من أسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم بأنظمة التداول لديها فان الجزائر لا تزال تستخدم أنظمة تداول يدوية، ومن المعروف أن الأنظمة اليدوية تتصف بعدم القدرة على تحقيق الكفاءة في عمليات البيع والشراء، وعلى عدم تحقيق العدالة بين المتعاملين.

- ويضاف إلى ما سبق، وجود تباين كبير في القواعد والنظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها في قيد البورصة، وكذا تباين طرق عمل هذه

السوق، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، مع ما يرافقها من قصور عملي وجمود تشريعي، وإلى جانب هذا، فإنه غالباً ما تحمل التشريعات والتنظيمات الحالية للسوق الواحدة في طياتها الكثير من التناقضات، كما أن الهياكل التنظيمية للكثير منها غير مكتملة، وهي أمور يترتب عليها سوء أداء، مما يجعل هذه السوق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

- تفتقر بورصة الجزائر للضوابط والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وتسهل المعاملات، وتوفير الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الآخر منها لا يزال حديث العهد بالتنظيم، ومن ثم فإنه يلزم انقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق.

# قائمة المراجع

## الهوامش

1. إبراهيم أحمد جركس، تحرير هناء عبد الغفار السامرائي وعماد عبد اللطيف سالم، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية ودولية، الطبعة الأولى ببيت الحكمة، بغداد 2002.
2. إبراهيم حسن وآخرون، أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والتحديات، صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في اقتصاديات العربية، الكويت، 1999.
3. احمد الفهمي الإمام، الأوراق المالية في البلاد العربية، اتحاد المصارف العربية، لبنان.
4. أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، العدد الخامس، 2005.
5. أحمد زكي هيكل، عمليات البورصة، طبعة أولى، دار الوفاء، مصر، سنة 1989.

6. ألكسندر ديفيد سون، المضاربة في البورصة، التعاملات التجارية التحليل الفني المراهنة على الفروق المالية، إعداد قسم الترجمة بدار الفروق، دار الفروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
7. الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 والمعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 19 مارس 1997.
8. أمين لهباني، مجلة البورصات، الكويت، فبراير.
9. إنجي توكل، من يربح السباق البنوك أم سوق المال، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، 2005.
10. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراة في الاقتصاد، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2006.
11. جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005.
12. جمال الدين الشيشي، صندوق النقد العربي عن دور الأسواق المالية، دار الوفاء.
13. حملاوي ربيعة، أساليب الخوصصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004.

14. محمد عوض عبد الجواد، الإستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2006.
15. رستمية قرياقص، الأسواق المالية و النقدية، دار الكندي، قسم إدارة الأعمال، جامعة الإسكندرية، 1997.
16. رستمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، 1998.
17. رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم 06، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة.
18. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، مصر، 1996.
19. شبايكي سعدان، معوقات الخصخصة في الجزائر، الملتقى الدولي لاقتصاديات الخصخصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004.
20. شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق: دار الفكر 2001.
21. شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993.

22. صادمي علي، إجراءات جديدة تعرض للمناقشة في مجلس مساهمات الدولة (طرح نسبة من رأس المال الشركات الكبرى بالبورصة) جريدة الخبر 2006/03/22 العدد: 4658.

23. مداني شوقي آليات سير بورصة القيم المنقولة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس، كلية علوم اقتصادية و علوم تسيير، جامعة الجزائر، 2004 - 2005.

24. صالح الدين حسن السيبي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، دار عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.

25. صالح الدين حسن السيبي، تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتاب، مصر، الطبعة الأولى، 2003.

26. صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004.

27. صليحة فديسي، البورصة (دراسة بورصة الجزائر) مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في الاقتصاد الإسلامي، كلية الآداب و العلوم الإنسانية، قسم الاقتصاد و الإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2003-2004.

28. صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام، 2000.
29. عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة (الحالة العربية)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، العربية السعودية.
30. عبد الغفار حنفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، طبعة أولى، 1995.
31. عبد النافع الزراري، عازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
32. عظام بيه: معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال، مكتبة لبنان، الطبعة الثانية، 1989.
33. علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
34. علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الطبعة الأولى، طرابلس 2002.
35. عمار عماري وسعيدة بوسعدة، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر 2005.
36. فريد النجار، البورصة في الهندسة المالية، شباب الجامعة، مصر، 1999.

37. فليج حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتاب الحديث، طبعة أولى.

38. كامل فهمي بشرى، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي، دار الكندي.

39. المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 10-39 في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

40. محمد إبراهيم الشديفات، الأسواق المالية و النقدية، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.

41. محمد براق وآخرون، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية حالة الجزائر، المؤتمر العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004.

42. محمد براق، بورصة القيم المتداولة و تمويل التنمية، أطروحة دكتوراة دولة كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.

43. محمد بشير عليّة، القاموس الاقتصادي.

44. محمد صالح الخناوي، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الأردن، طبعة أولى، 2003.

45. محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.

46. محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم، دار الجامعة العربية، الأردن،  
2002.

47. محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للطبع، البلد  
الاسكندرية، 2006.

48. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، للنشر و التوزيع،  
الطبعة الأولى، الأردن، 2005.

49. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة و  
النشر، الإسكندرية، 2000.

50. مداني شوقي، آليات سير بورصة القيم المنقولة، مذكرة تخرج لنيل شهادة  
ليسانس في علوم التسيير فرع المالية، جامعة الجزائر، 2004-2005.

51. رحمي سامية، مدور باية، تسيير القيم المنقولة على مستوى القرض  
الشعبي الجزائري، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس علوم اقتصادية، فرع نفود  
مالية و بنوك، جامعة الجزائر، 2004-2005.

52. منى عيسى العيوطي، التدفقات المالية في الاقتصاد المصري، دار الوفاء.

53. المواد 7.6.5 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03  
المؤرخ في 1996/07/03 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة  
وواجباتهم ومراقبتهم.

54. هويشار معروف، الاستثمار في الأسهم و السندات، قسم الترجمة بدار  
الفاروق ، 2002.

55. هويشار معروف، الاستثمارات في الأسواق المالية، جامعة البلقاء  
التطبيقية، الطبعة الأولى، الأردن، 2003.

56. وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراة في الاقتصاد،  
جامعة الجزائر، 2003.

1. Ali SADEMI, La bourse une affaire de volonté politique, journal, liberté  
Economie, N° 118 du 4 au 10Avril 2001.
2. COSOB (Guide de la bourse) Edition M.L.P. Alger 1998
3. Info Bourse, Bulletin de la COSOB, N°1, 1999

## قائمة الأشكال و الجداول

الشكل رقم 1: العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولي و السوق الثانوي

الشكل رقم 2: أنواع الأسواق المالية

الشكل رقم 3: وظائف السوق المالي

الجدول رقم (1): أوجه الاختلاف بين السهم و السند

الجدول رقم (2): عملية إدخال تنفيذ أسهم الشركات المساهمة إلى بورصة الجزائر

الجدول رقم (3): طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

الجدول رقم (4): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لعامي 2003-2004

فهرس  
الأشكال  
الجداول

## قائمة الأشكال والجداول

- الشكل رقم 1: العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولي والسوق الثانوي ..... 16
- الشكل رقم 2: أنواع الأسواق المالية ..... 18
- الشكل 3: وظائف السوق المالي ..... 21
- الجدول رقم (1): أوجه الاختلاف بين السهم والسند ..... 21
- الجدول رقم (2) : عملية إدخال تنفيذ أسهم الشركات المساهمة إلى بورصة الجزائر ..... 96
- الجدول رقم (3): طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر ..... 123
- الجدول رقم (4): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لعامي 2003- ..... 131  
2004