

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة Hassiba Benbouali الشلف

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

التخصص: محاسبة، مالية وبنوك

العنوان

متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية
- دراسة حالة الجزائر -

من إعداد

سعاد الميلاوي

نوقشت يوم 2017/04/13 أمام اللجنة المكونة من:

رئيس	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ عايشور كتوش
مقرر	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ محمد زيدان
ممتحن	المدرسة العليا للتجارة	أستاذ	أ.د/ محمد القادر بريس
ممتحن	المركز الجامعي بتبليزة	أستاذ محاضر	د/ جمال الدين سحنون
ممتحن	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د/ نبيل بوقليح
ممتحن	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د/ عبد العزيز طيبة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

إلى نبع الحنان ورمز الوفاء وفيض السخاء وجود العطاء عند البلاء،

❧ والدتي الكريمة بارك الله في عمرها ❧

إلى من زرع في نفسي بذرة الأمل والإرادة، إلى نبراس العطاء المبذول ومعلمي الأول

❧ والدي الفاضل بارك الله في عمره ❧

إلى من كان لي نبعا للحب والوفاء، ومن قاسمني الأيام الصعبة، وكان لي فيها السند

❧ الغالي زوجي ❧

إلى زهرة حياتي،

❧ ابنتي نسرين ❧

إلى من جمعني بهم سقف واحد وأفتخر بوجودهم في حياتي،

❧ شقيقاي جلول وعبد الكريم، وشقيقتي آلاء ❧

إلى كل الأهل والأحباب ممن جمعني بهم صلة القرابة أو ظروف الحياة

إلى كل باحث وطالب علم، أهديه ثمرة جهدي

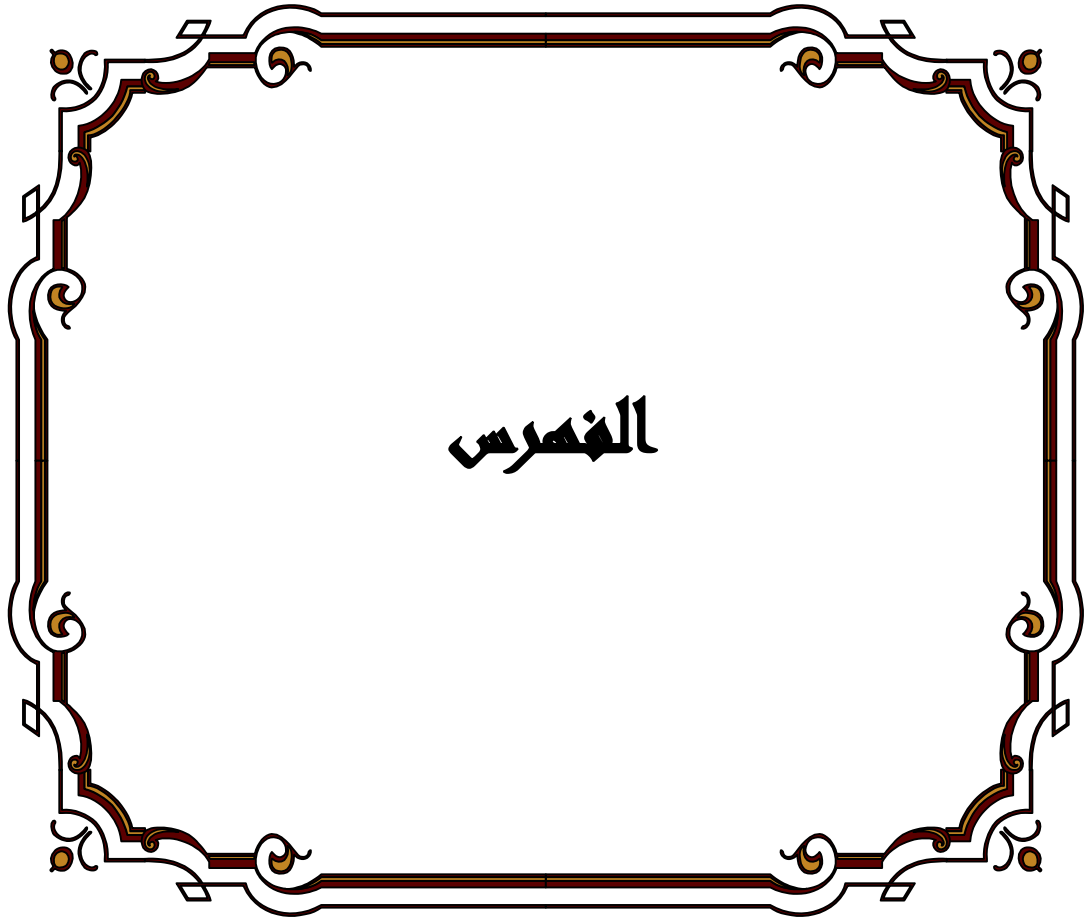
الشكر

الحمد لله الذي وفقني لإتمام هذا العمل، فالحمد لله أوله وآخره، ولا يسعني وأنا بصدد وضع اللمسات الأخيرة لهذا العمل، إلا أن أتقدم بشكري وتقديري وعرفاني وامتناني إلى الأستاذ الدكتور زيدان محمد، الذي لم يبخل على بإرشاداته ونصائحه وتوجيهاته السديدة، وكذا حرصه الدائم لإتمام العمل، كما أتقدم بجزيل الشكر وأسمى عبارات التقدير إلى الأستاذ طيبة عبد العزيز، على كل التوجيهات والمساعدات القيمة التي قدمها لي من أجل إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرة على منحهم جزء من وقتهم الثمين في قراءة ومناقشة هذه الأطروحة وإثرائها بملاحظاتهم القيمة.

كما لا يفوتني أن أرفع أسمى عبارات الشكر والتقدير والامتنان إلى كل أساتذة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ولا يفوتني شكر كل من عمال إدارة ومكتبة جامعة حسبية بن بوعلي بالشلف.

وأخيرا أسدي عبارات العرفان إلى زميلاتي وزملائي بالتكوين، وكل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.



الفخرى

فهرس البحث:	
الصفحة	العنوان
I	الإهداء
II	الشكر
III	الفهرس
VII	فهرس الجداول
VIII	فهرس الأشكال
أ-ذ	مقدمة
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للتنمية المالية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية التنمية المالية
03	المطلب الأول: آليات التمويل في النظام المالي
16	المطلب الثاني: مفهوم التنمية المالية
22	المطلب الثالث: الجوانب المعبرة عن التنمية المالية
25	المبحث الثاني: استراتيجية التحرير المالي وعلاقتها بالتنمية المالية
25	المطلب الأول: الأدبيات النظرية للتحرير المالي
31	المطلب الثاني: مفهوم التحرير المالي ومتطلباته
37	المطلب الثالث: أثر التحرير المالي على التنمية المالية
42	المبحث الثالث: محددات التنمية المالية
42	المطلب الأول: المحددات الاقتصادية
45	المطلب الثاني: المحددات المؤسسية
47	المطلب الثالث: المحددات السياسية والهيكلية
50	المبحث الرابع: قياس التنمية المالية
50	المطلب الأول: الدراسات التي اهتمت بقياس التنمية المالية
55	المطلب الثاني: مؤشرات قياس التنمية المالية
61	المطلب الثالث: مشاكل قياس التنمية المالية
63	خلاصة الفصل الأول

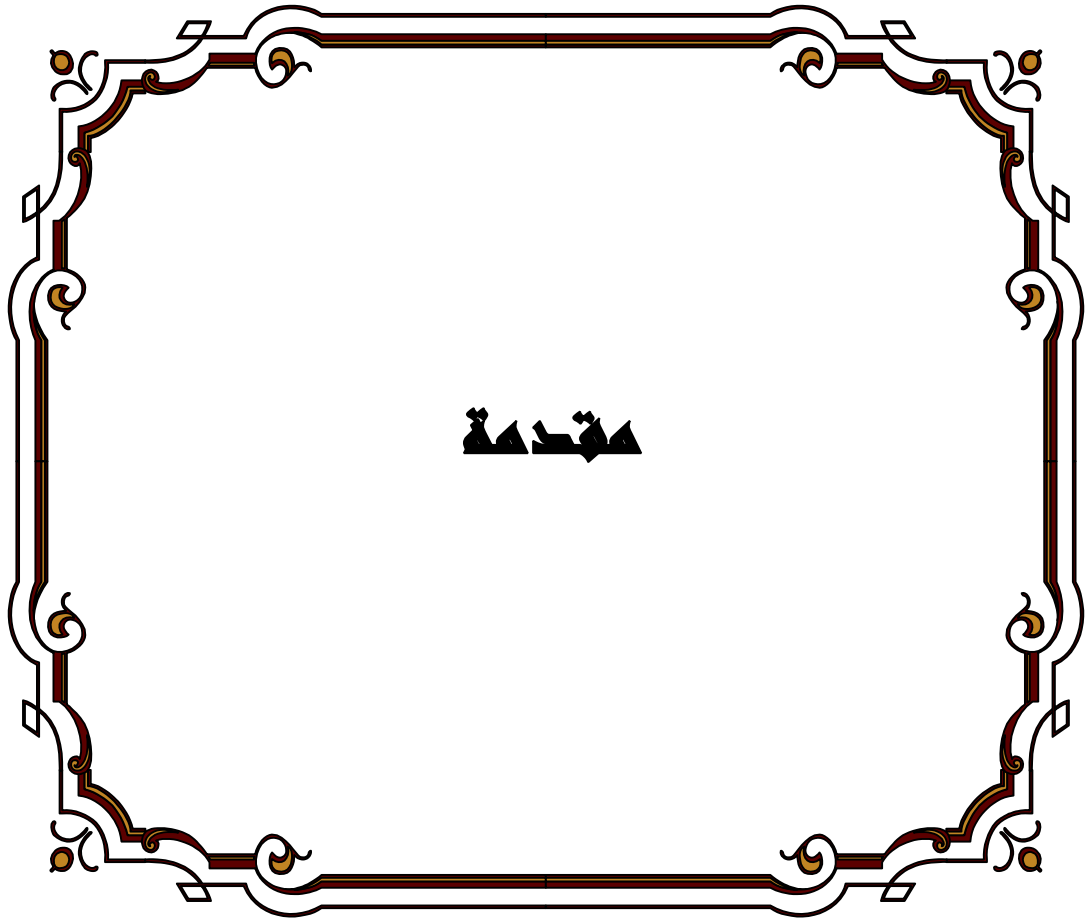
الفصل الثاني: أثر التنمية المالية على أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية	
65	تمهيد
66	المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية
66	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
70	المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
75	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
82	المبحث الثاني: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية
82	المطلب الأول: مفهوم واستخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية
86	المطلب الثاني: المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية
89	المطلب الثالث: مؤشرات البورصات العالمية
93	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
93	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
98	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
99	المطلب الثالث: أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية
101	المبحث الرابع: الآثار الاقتصادية للتنمية المالية على أسواق الأوراق المالية
101	المطلب الأول: الإطار النظري لأثر التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية
117	المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية لأثر التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية
120	المطلب الثالث: قنوات تأثير التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية
124	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: أساليب تفعيل التنمية المالية بسوق الأوراق المالية	
126	تمهيد
127	المبحث الأول: التنمية المالية مدخل لتفعيل التكامل المالي
127	المطلب الأول: مفهوم التكامل المالي ومؤشرات قياسه
137	المطلب الثاني: أثر التكامل المالي على التنمية المالية
145	المطلب الثالث: تجارب عالمية وإقليمية لتكامل أسواق الأوراق المالية
159	المطلب الرابع: الصين-تجربة رائدة في التكامل المالي-
154	المبحث الثاني: حوكمة أسواق الأوراق المالية ودورها في تفعيل التنمية المالية
154	المطلب الأول: أساسيات حول الحوكمة

160	المطلب الثاني: مؤشرات الحوكمة والتنمية المالية
164	المطلب الثالث: دور الحوكمة في الحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية
169	المبحث الثالث: تحسين دور وكالات التصنيف الائتماني وإصلاحها
169	المطلب الأول: مفهوم التصنيف الائتماني
172	المطلب الثاني: أهمية وكالات التصنيف الائتماني كأداة لإدارة المخاطر
174	المطلب الثالث: متطلبات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني
176	المبحث الرابع: إعادة هيكلة النظم الرقابية لأسواق الأوراق المالية
176	المطلب الأول: الأهمية الدولية لوجود هيئات أسواق الأوراق المالية
177	المطلب الثاني: التطورات الرقابية والبعد النظامي لها
179	المطلب الثالث: الدروس المستفادة من التجارب الدولية لإصلاح الهيكل الرقابي
181	المبحث الخامس: توعية وتعليم المستثمرين
181	المطلب الأول: طبيعة برامج توعية وتعليم المستثمرين
186	المطلب الثاني: أهداف برامج توعية وتعليم المستثمرين
189	المطلب الثالث: برامج التوعية والتعليم الأكثر نجاحا وتأثيرا على المستثمرين
191	خلاصة الفصل الثالث
الفصل الرابع: دراسة تحليلية لمؤشرات التنمية المالية في بورصة الجزائر	
193	تمهيد
194	المبحث الأول: الإصلاحات الاقتصادية وإنشاء بورصة الجزائر
194	المطلب الأول: وضعية الاقتصاد الجزائري في ظل الاقتصاد المخطط
196	المطلب الثاني: الإصلاحات الاقتصادية في ظل التوجه نحو اقتصاد السوق
206	المطلب الثالث: ظروف ودوافع إنشاء بورصة الجزائر
207	المبحث الثاني: مراحل إنشاء بورصة الجزائر، تنظيمها وآليات التعامل فيها
207	المطلب الأول: مراحل تأسيس بورصة الجزائر
210	المطلب الثاني: تنظيم بورصة الجزائر
218	المطلب الثالث: الأوامر وطرق التسعير في بورصة الجزائر
225	المبحث الثالث: تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر
225	المطلب الأول: مؤشرات أداء سوق الأسهم

231	المطلب الثاني: مؤشرات أداء السوق السندي
239	المطلب الثالث: تحليل سوق التداول لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخرينة (O.A.T)
241	المبحث الرابع: أسباب تدهور أداء وكفاءة بورصة الجزائر
241	المطلب الأول: الأسباب السياسية والتشريعية
244	المطلب الثاني: الأسباب الاقتصادية
247	المطلب الثالث: أسباب خاصة بالبورصة
249	خلاصة الفصل الرابع
الفصل الخامس: السياسات المساعدة في تفعيل التنمية المالية في بورصة الجزائر	
251	تمهيد
252	المبحث الأول: دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة وأداء بورصة الجزائر
252	المطلب الأول: بلورة فكرة الحوكمة في الجزائر
256	المطلب الثاني: المعايير الأساسية للحوكمة في المؤسسة بالجزائر
264	المطلب الثالث: تقييم واقع الحوكمة في الجزائر- تجربة شركة NC Rouiba-
271	المبحث الثاني: أهمية تطوير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB
271	المطلب الأول: أهمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB
275	المطلب الثاني: الاهتمام بالرقابة والافصاح وتبليغ المعلومات
276	المطلب الثالث: تعزيز سياسات الاجتذاب والتطوير ببورصة الجزائر
278	المبحث الثالث: التعاون التنظيمي مع البورصات الأجنبية
279	المطلب الأول: المشاركة بالأنشطة والفعاليات والمؤتمرات العربية والإقليمية والدولية
283	المطلب الثاني: تطوير المهارات ونقل المعرفة
284	المبحث الرابع: الاستفادة من تجارب تطوير بعض أسواق الأوراق المالية العربية
284	المطلب الأول: تجربة دول الخليج في تطوير أسواق أوراقها المالية
289	المطلب الثاني: تجربة بعض دول شمال افريقيا
293	خلاصة الفصل الخامس
295	خاتمة
301	قائمة المراجع
324	ملخص

الصفحة	العنوان	الرقم
15	مميزات اقتصاد المديونية واقتصاد سوق رأس المال	01-01
36	معايير تصنيف درجة التحرير المالي	02-01
40	مستويات التنمية المالية لمنطقة الشرق الأوسط ودول شمال إفريقيا (MENA)	03-01
78	أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	01-02
81	أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	03-02
103	حركة رؤوس الأموال في الأسهم والسندات 1970-1997 (% PIB)	04-02
104	متوسط حركة التداول اليومي للنقد الأجنبي 1986-1995 (مليار دولار)	05-02
151	مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اقتصاديات مختارة من الاقتصاديات النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية بحسب المنطقة 2006	01-03
215	تركيبه الوسطاء الماليين	01-04
226	تطور نسبة رأس مال السوق من 1999-2014	02-04
230	تطور نسبة التداول ومعدل الدوران من 1999-2014	03-04
237-236	تطور أداء سوق السندات من 1999-2014	04-04
242	تطور مؤشري الاستقرار السياسي ومؤشر نوعية الأطر التنظيمية 1996-2014	05-04
244	تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2014 (%)	06-04
245	أوجه الاختلاف بين الاقتصاد الرسمي والاقتصاد غير الرسمي	07-04
257	مساهمة قواعد الحوكمة للحقوق الأولية للمساهمين	01-05
258	مهام مجلس الإدارة المتعلقة بقيادة المؤسسة والحوكمة	02-05
259	مهام مجلس الإدارة المتعلقة بمراقبة المؤسسة ومبادئ الحوكمة	03-05
265	مؤشر المؤسسات والحوكمة الرشيدة في الجزائر لمتوسط الفترات 2010-2013	04-05

الصفحة	العنوان	الرقم
10	قنوات التمويل المباشر	01-01
12	قنوات التمويل غير المباشر	02-01
13	آليات التمويل في النظام المالي	03-01
21	الوظائف الأساسية للنظام المالي	04-01
22	أبعاد التنمية المالية	05-01
29	نموذج Mckinnon & Shaw	06-01
38	العلاقة بين النمو الاقتصادي والقطاع المالي المحرر	07-01
73	مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها	01-02
97	العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	02-02
100	الصيغ المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية	03-02
132	آثار زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل	04-02
133	القنوات النظرية للعلاقة بين التكامل المالي والتنمية المالية	01-03
146	المنافع الإضافية للتكامل المالي	02-03
165	تأثير حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية	03-03
172	عملية التصنيف الائتماني	04-03
223	آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر	01-04
228	تطور معدل رأس المال السوقي في أسواق مالية ناشئة مختارة	02-04
228	تطور عدد الشركات المسعرة في بورصة الجزائر	03-04
232	تطور الإصدارات في بورصة الجزائر من 1999-2014	04-04
240	تطور القيمة المتداولة لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخزينة خلال الفترة (2008-2014)	05-04
261	علاقة المؤسسة مع الأطراق الفاعلة الخارجية	01-05



مقدمة:

1- تمهيد:

تستقطب العملية التنموية اهتمام العديد من الاقتصاديين، وتشكل الاستثمارات الركيزة الأساسية لبلوغ التنمية المنشودة في شقيها الاقتصادي بشكل عام والمالي بشكل خاص، غير أن المشكل الأساسي الذي يعترض ذلك هو كيفية تمويل المشاريع التنموية.

وتمثل أسواق الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، وذلك من خلال الدور الذي تلعبه في تعبئة المدخرات بهدف الاستثمار والتكليف مع التحولات العالمية الراهنة، وبذلك تشكل البورصة آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال شراء الأفراد والشركات لما يتداول في هذه السوق من أدوات مالية، فهي حلقة الوصل بين قطاع المستثمرين وقطاع المدخرين.

ومع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي، شهدت العقود القليلة الماضية اهتماما متزايدا بالدور التنموي الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية، وقد تصاعد هذا الاهتمام في ظل تزايد الاتجاه نحو التدويل والعملة المالية وما نتج عن ذلك من ظهور ظاهرة الاندماجات وتنوع الأدوات المالية.

إن هذه العلاقة المتبادلة بين سوق الأوراق المالية ومستوى النشاط الاقتصادي، جعلت قضية إرساء أسس لتطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية تستحوذ اهتمام العديد من الاقتصاديين والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية، لذلك برزت في نهاية القرن العشرين أهمية التنمية المالية كمؤشر فعال في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية والذي يستخدم كمرجع للدول لتقييم ذاتها ومقارنة وضعها مع الدول الأخرى من أجل إعطاء الأولويات إلى العوامل التي تساهم في تحسين أداء النظام المالي وتطوير أسواق أوراقها المالية في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة حيث تعبر التنمية المالية على مجموعة العوامل والسياسات التي تؤدي إلى وجود نظام مالي فعال وكذلك أسواق مالية فعالة، بالإضافة إلى الوصول إلى خدمات مالية ورأسمالية عميقة وواسعة النطاق، بل تمتد لتشمل دعم الأنشطة المالية المتعلقة بالمؤسسات بحيث تضمن كفاءة تنوع المخاطر والتوزيع الأمثل لرأس المال إلى جانب ذلك تهتم بنتائج عمليات الوساطة المالية لتشمل توفر رأس المال وكذلك الوصول إليه.

ونتيجة لرفع القيود في عدد كبير من الاقتصاديات وانفتاحها وسيطرة الرأسمالية العالمية، يبقى وجود وتطوير أسواق الأوراق المالية ضرورة حتمية خاصة بالنسبة للدول النامية والتي تظل فيها عقبة ضعف وعدم فعالية قنوات التمويل أحد أهم معوقات التنمية.

وفي المقابل تعتبر الجزائر من الدول النامية التي سعت إلى اعتماد سوق للأوراق المالية كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية من خلال تبنيتها لإصلاحات اقتصادية ومالية، بغية توجيهها إلى تحرير اقتصادها وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج المخصصة.

بناء على ما تقدم، نجد أن أسواق الأوراق المالية تساهم بفعالية في استقطاب رؤوس الأموال محليا ودوليا، غير أن الدور الذي تلعبه هذه الأسواق يتفاوت بين الدول، وهذا يعود لمستويات التنمية المالية المرتبطة بالعديد من العوامل المؤسسية والمالية والسياسية والتي تختلف من دولة لأخرى، ومن هنا تبرز الحاجة إلى توضيح أهمية تطوير وتفعيل التنمية المالية بوصفها مطلبا أساسيا لتحقيق أسواق تتسم بالكفاءة والفعالية.

2- أهمية الدراسة:

إن التطورات والتحولت التي يعرفها الاقتصاد العالمي تفرض على الدول النامية التكيف مع هذه التحولات وإجراء الإصلاحات اللازمة لتحقيق الهدف المنشود من خلال تطوير أسواق أوراقها المالية الذي يعد ضرورة ملحة، وذلك من أجل جعل تلك الأسواق تؤدي دورها في تحقيق التنمية من خلال تشجيع التخصص وتخفيض تكلفة المعاملات ونشرها وتقليل تكلفة تعبئة السيولة اللازمة للمشروعات ذات الاحتياجات الرأسمالية الاستثمارية، لذا فقد تعددت المداخل التي يمكن من خلالها رفع أداء وكفاءة أسواق الأوراق المالية.

وبناء على هذه الأهمية تبرز الحاجة إلى ما يسمى بالتنمية المالية كمدخل حديث يساهم بأساليبه المتعددة في رفع أداء وكفاءة أسواق الأوراق المالية.

3- أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي من هذه الدراسة في التعرف على أهم المتطلبات الأساسية لتفعيل التنمية المالية في أسواق الأوراق المالية وذلك بالتطبيق على بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2014، ويتضمن هذا الهدف أهداف فرعية تتمثل في:

- إثراء وتعميق المفاهيم المتعلقة بالتنمية المالية؛
- إبراز أهم محددات التنمية المالية ومؤشرات قياسها؟
- التأكيد على الدور الهام الذي تلعبه التنمية المالية في تحقيق مستويات عليا من أداء أسواق الأوراق المالية؛
- التطرق إلى أهم العوامل التي تسمح بتفعيل أسواق الأوراق المالية؛
- تناول واقع آلية عمل سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- التركيز على نوعية السياسات الفعالة لتحقيق التنمية المالية ببورصة الجزائر.

4- إشكالية الدراسة:

تتمحور الإشكالية الرئيسية التي نود معالجتها حول السؤال الرئيسي التالي:
 " ما هي أساليب التنمية المالية لرفع أداء وكفاءة أسواق الأوراق المالية؟ وكيف يمكن تفعيلها في
 بورصة الجزائر؟ "

ولشرح هذه الإشكالية سيتم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالتنمية المالية؟ وما هي أهم محدداتها ومؤشرات قياسها؟
- ما هي قنوات تأثير التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية؟
- ما هي قدرة التنمية المالية في تعزيز أداء وكفاءة أسواق الأوراق المالية؟
- ما هو واقع أداء بورصة الجزائر؟
- ما هي أهم السياسات المساعدة في تفعيل التنمية المالية في بورصة الجزائر؟

5- فرضيات الدراسة:

انطلاقاً من الأسئلة السابقة، تقوم هذه الدراسة على الفرضيات التالية:

- إن تحديد مؤشر التنمية المالية في أي نظام مالي يتطلب فهم جميع العوامل التي تساهم فيما بينها لزيادة عمق وكفاءة الأسواق المالية؛
- تتعدد الأساليب والسياسات المتبعة لتحقيق تنمية مالية في أسواق الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف من دولة لأخرى؛
- رغم الإصلاحات المتعددة التي قامت بها الجزائر للنهوض بالبورصة الجزائرية من أجل تطويرها ورفع أدائها، إلا أنه يوجد تأثير غير فعال لمؤشرات التنمية المالية بها؛
- تمتلك بورصة الجزائر أساليب غير كافية لتفعيل التنمية المالية.

6- حدود الدراسة:

- تركزت هذه الدراسة على إبراز الجانب النظري المتعلق بتقديم تحليل عن سوق الأوراق المالية مع التطرق إلى أهم محاور التنمية المالية التي تسمح بتعزيزها ورفع كفاءتها، بينما تركز في الجانب التطبيقي فقد تم التركيز على بورصة الجزائر وذلك بتقديم عرض شامل يتعلق بتطويرها وهيكلها وواقعها وسبل رفع أدائها وكفاءتها.
- **الحدود المكانية:** نظراً لطبيعة الموضوع والذي جاء تحت عنوان "متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة حالة الجزائر-"، فإنه تم التركيز على واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر، ومن ثم محاولة عرض مؤشرات التنمية المالية ببورصة الجزائر كنموذج للدراسة التطبيقية.

وبما أن الجزائر أحد الدول النامية التي تعاني من اختلالات اقتصادية بالرغم من الإصلاحات التي قامت بها مع بداية التسعينات، فإنه تم دراسة مؤشرات التنمية المالية ببورصة الجزائر وكذا أهم المعوقات التي تحد من نشاطها، وذلك للوقوف على أهم الآليات الواجب اتباعها لتطوير بورصة الجزائر.

- **الحدود الزمانية:** شملت الدراسة المدة الزمنية الممتدة من عام 1999-2014، وهي مدة مناسبة للدراسة والتحليل إذ شهدت هذه الفترة الانطلاقة الحقيقية لبورصة الجزائر، كما شهدت هذه الفترة أحداث متباينة من شأنها تطوير وإصلاح بورصة الجزائر.

7- المنهج العلمي المتبع:

هذه الدراسة هي محاولة لرصد وتحليل أهم أساليب تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية وواقعها في الجزائر، وذلك من خلال إبراز الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية وكذا قنوات تأثير التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية، كما أنه يستهدف تقييم واقع بورصة الجزائر وأهم السياسات الواجب اتباعها لإزالة العقبات التي تحد من فعالية نشاطها، ولتحقيق هذا الهدف، فسيتم الاستعانة **بالمنهج الاستنباطي**، وأداته التوصيف والتحليل، حيث سيتم تحليل ظاهرة التنمية المالية وتتبع تطورها التاريخي، مع استعراض أثر هذه الظاهرة على أسواق الأوراق المالية، وكذا التعرف على أهم السياسات والأساليب المساعدة في تعزيز التنمية المالية لرفع أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية.

واعتمدنا على **المنهج الاستقرائي** في بعض أجزاء الدراسة بالاستعانة في ذلك بأداة الإحصاء من خلال استقراء وتحليل البيانات المتعلقة بأداء بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة 1999-2014.

8- الدراسات السابقة:

إن الدراسات المتعلقة بالتنمية المالية وأثرها على الأسواق المالية عرف تطورا ملحوظا منذ بداية التحرير المالي وانفتاح الأسواق المالية، وفيما يلي عرض مختصر لأهم الدراسات التي أشارت إلى موضوع التنمية المالية وأهم متطلبات تفعيلها لتعزيز أداء أسواق الأوراق المالية أو إلى أحد جزئياته:

- دراسة **Goldsmith**، « **Financial Structure and Economic Development** »، New Haven: Yale University Press، 1969:

قام الباحث بدراسة دور التطورات المالية في تعجيل النمو الاقتصادي من خلال إبراز أهمية هيكل النظام المالي في الاقتصاد وتتبع مسار التوسع في بنیان وهيكل النظام المالي المحلي في تنمية الاقتصاد، بالإضافة إلى ذلك سعى الاقتصادي **Goldsmith** إلى الإجابة على السؤال التالي: ما هو الأثر الذي تلعبه التطورات المالية على النمو الاقتصادي؟، أي تقييم أثر التنمية المالية من خلال نوعية وكمية الأدوات المالية، المؤسسات والأسواق المالية على

النمو الاقتصادي، وأيضاً هل الفروقات في مستويات التنمية المالية يمكن أن تفسر الاختلاف في معدلات النمو الاقتصادي، وأخيراً هدف إلى تقييم ما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على وتيرة النمو الاقتصادي. حيث أظهرت النتائج المتحصل عليها في هذه الدراسة على أهمية المؤسسات المالية في حشد المدخرات التي تحتاجها مسيرة النمو.

– دراسة **King & Levine**، «**Finance and Growth: Shumpeter Might be Right**»
:1993 vol 108، **Quarterly Journal of Economics**

تم دراسة العلاقة بين دور التنمية المالية والنمو الاقتصادي من خلال القطاع البنكي للفترة (1960-1989)، وتبين أنه يمكن للتنمية المالية إحداث تأثيرات دائمة ومتواصلة على معدل النمو المنتظم للدخل، بزيادة الإنتاجية لعوامل الإنتاج والإنتاجية الحدية لرأس المال المؤسسات المالية من خلال تشجيع الادخار لتمويل الاستثمارات المنتجة.

– دراسة **Ross Levine**، «**Financial Development and Economic Growth**»
:1997 ، **Vol 35** ، **of Economic Literature**

تم دراسة العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، مقدماً من خلال هذه الدراسة تعريفاً للتنمية المالية من خلال وظائف النظام المالي الفعال، مستنتجاً في ذلك أن التنمية المالية يمكن أن تسهم في زيادة كفاءة تعبئة وتوزيع الموارد المحلية والأجنبية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة والتي تعد أهم أسس تسارع النمو الاقتصادي ومتطلباته.

– دراسة **Levine & Zervos**، «**Stock markets, Banks, and Economic Growth**»
:1998 ، **Vol 88** ، **American Economic Review**

تم دراسة العلاقة بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي للفترة (1976-1993)، فتبين أن التطورات في البورصة والنظام المصرفي تحسن النمو على مستوى الاقتصاد الكلي، حيث يقدم كل منهما الخدمات المالية بشكل مستقل ومكمل لبعضهما.

– دراسة **Paul Holden & Vassili Prokopenko**، "التنمية المالية والحد من الفقر"، ورقة صادرة عن
صندوق النقد الدولي، **2001**:

تتناول هذه الدراسة الفكر الحالي بشأن العلاقة بين التنمية المالية والحد من الفقر—وهو موضوع زادت أهميته في توصيات السياسات الاقتصادية الصادرة عن صندوق النقد الدولي والمؤسسات المالية الدولية الأخرى خلال السنوات الأخيرة.

ورغم أن العمل في هذا الموضوع لا يزال أمامه وقت طويل قبل الانتهاء منه، إلا أنه بالإمكان الاستفادة من بعض الدروس المهمة من الشواهد الحالية حتى الآن، حيث أظهرتها هذه الدراسة مستندة في ذلك إلى بعض المدلولات المتعلقة بالسياسات الخاصة لهذه التحاليل.

– دراسة سوزان كرين وآخرون، "التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، ورقة صادرة عن صندوق النقد الدولي، 2003:

تستعرض هذه الدراسة ما ورد في الأبحاث المتخصصة بشأن التنمية المالية والنمو لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث قامت الدراسة بتقييم التنمية المالية عن طريق وضع مؤشر يغطي ستة جوانب، وهي السياسة النقدية، وتطور القطاع المصرفي، والتنظيم والرقابة، وتطور القطاع المالي غير المصرفي والانفتاح المالي والتنوع المؤسسية- كقوة حقوق الدائنين على سبيل المثال-.

وعلى وجه الإجمال، وجدت هذه الدراسة أن القوة النسبية لبلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كمجموعة تكمن في التنظيم والرقابة بالإضافة إلى الانفتاح المالي، ولكن هذه البلدان تحتاج إلى بذل مزيد من الجهود لتقوية المناخ المؤسسي وتشجيع تطور المالي غير المصرفي. واستنادا إلى ما استخدمته الدراسة من مقاييس، يعتبر أداء المنطقة أفضل من أداء معظم مناطق البلدان النامية الأخرى، لكنه أقل بكثير من البلدان الصناعية وشرق آسيا. غير أن هناك فروقا كبيرة داخل المنطقة من حيث درجة التنمية المالية، حيث تتمتع بعض البلدان بقطاعات مالية متطورة بينما لم تحقق بلدان أخرى إلا تقدما محدودا في هذا المجال.

– دراسة خالد بن حمد عبد الله القدير، "تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الرياض، العدد الأول، 2004:

يهدف البحث إلى دراسة العلاقة السببية بين التنمية المالية ومعدل النمو في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية قرينجر ونموذج تصحيح الخطأ وذلك لتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرين في الأجل الطويل والقصير. وقد دل اختبار التكامل المشترك على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين التنمية المالية بمقاييسها المختلفة ومعدل النمو. وبناء على نتيجة هذه الاختبارات، استنتجت الدراسة إلى أن التغيرات في النمو الاقتصادي تساعد في تفسير التغيرات في التنمية المالية، وكذلك تساعد التغيرات في التنمية المالية في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي في الأجلين القصير والطويل. وعليه فإنه من المتوقع أن تلعب التطورات المالية في المملكة مع افتتاح سوق المال المتوقع وعودة رؤوس الأموال الوطنية إلى الداخل وزيادة الاستثمارات الأجنبية دورا مهما في حفز معدلات النمو الاقتصادي.

– دراسة « Ben Naceur & Ghazouani 'Stock Markets, Banks, and Economic Research in Growth : Empirical evidence from the MENA region » ، Vol 21 ، International Business and Finance ، 2007 :

استخدم الباحثان نموذجا ديناميكيا مجمعا لفحص العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والبنوك والنمو في تسعة دول من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، واستنتجا من خلال دراستهما أن الأسواق في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لم ترق بعد إلى الدرجة التي تمكنها من المساهمة الفعلية في دفع التنمية الاقتصادية، بل قد تلعب دورا سلبيا بما أنها قد تؤدي إلى انحراف الموارد المالية من القطاع الحقيقي إلى المضاربة في أسواق الأسهم.

- دراسة مروان عبد المالك ذنون & رغد أسامة جار الله، "قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL(1960-2010)"، مجلة تنمية الرفادين، العدد 114، 2013:

تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير التنمية المالية على معد النمو الاقتصادي لمجموعة من الدول الآسيوية ذات مستويات الدخل المتشابهة المصنفة بحسب البنك الدولي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي ذي التباطؤ الموزع (ARDL) لتحليل التكامل المشترك، ثم اختبار العلاقة طويلة وقصيرة الأجل باستعمال طريقة تصحيح الخطأ العشوائي غير المقيدة (UECM) وإحصائية F للحدود بين مؤشرات التنمية المالية والاقتصاد الحقيقي والأسواق المالية والنمو الاقتصادي للمدة (1960-2010).

وقد دل اختبار التكامل المشترك على وجود علاقة معنوية موجبة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، ولكن هذه العلاقة تحولت إلى سالبة في المدى القصير.

- دراسة امحمد بزيرية، "دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي-دراسة تقييمية مقارنة-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2014/2013:

هدفت الدراسة إلى معرفة ما إذا كان لتطور القطاع البنكي وسوق الأوراق المالية في كل من الأردن والمملكة العربية السعودية دور إيجابي في نمو القطاع الصناعي، حيث قسم الباحث دراسته إلى خمس فصول، وذلك من خلال التعرف على البنية الهيكلية للأسواق المالية في الفصل الأول، ليتطرق إلى الأسواق المالية الناشئة بمختلف نماذجها من خلال الفصل الثاني.

أما الفصل الثالث تم دراسة تأثير هذه الأسواق على اقتصادياتها، بالإضافة إلى ذلك تم دراسة الأسواق المالية الناشئة في ظل الأزمات المالية العالمية كفصل رابع، ليهتم الفصل الخامس والأخير لهذه الدراسة بتحليل وتقييم واقع القطاع الصناعي واهم التطورات الذي شهدها هذا القطاع في دول عينة الدراسة والتطرق لدور التمويلات المصرفية في دعم هذا القطاع بالإضافة إلى التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية في الدولتين وتأثير ذلك على استثمارات القطاع الصناعي.

وتوصلت الدراسة إلى أن القطاع المالي في الأردن والسعودية نما كما وكيفا بشكل كبير وخلال فترة زمنية قصيرة، وعلى الرغم من هذا التطور فإن دور المؤسسات المالية في تمويل القطاعات الاقتصادية الحيوية وخاصة القطاع الصناعي وتوفير الدعم اللازم لا يزال دورن المستوى المطلوب مقارنة بدول أخرى تقع في نفس المجموعة.

– دراسة بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005:

هدفت الدراسة إلى البحث عن المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية عربية فعالة، وذلك من خلال تبيان أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تطويرها، حيث قسم الباحث هذه الدراسة إلى بابين، الباب الأول حول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، تحث فيها الباحث عن الملامح الأساسية للأسواق المالية وعن كفاءتها ومؤشراتها وأثر العولمة عليها ليختتم الباحث الباب بالحديث عن أهم أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة، أما الباب الثاني فخصصه الباحث لدراسة واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. وتوصلت الدراسة إلى أن أسواق الأوراق المالية العربية تفتقر لتشريعات ونصوص واضحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، وأن معظمها تعاني من عدم تجانس القوانين التشريعية والتنظيمية وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، أما بالنسبة لأثر الربط بين البورصات العربية، لاحظ الباحث أنها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على اتفاقيات التعاون.

– دراسة رفيق مزاهدية، "الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر – باتنة –، 2015/2014:

كان لتوجهات الحكومات لتبني سياسات التحفيز لأسواقها المالية بدعم كفاءتها وتعميق درجة تكاملها بالأسواق الإقليمية والدولية، أملا في تعبئة المدخرات المحلية والدولية وتمويل الاستثمارات ذات القيمة المضافة دور بالغ الأهمية في تعميق هذا الاهتمام. فنجاح تلك الأسواق في تحقيق الأهداف المنوطة بها يتوقف على سيادة التسعير الكفؤ للأصول وتكامل العمليات المالية والاتجاهات السعرية، بما يسمح بمكافأة المستثمرين بعدالة، وتفادي الآثار السلبية لعمليات المراجعة في إطار التخصيص والتنويع الديناميكي للمحافظ. لذلك هدفت الدراسة إلى البحث في الاتجاهات العشوائية والتكاملية لمؤشرات الأسعار للأسواق المالية وعلاقتها بالتنويع الدولي للمحافظ بالتطبيق على الأسواق المالية الخليجية.

وتوصلت الدراسة إلى أن البورصات الخليجية تتميز بدرجة مخاطرة عالية بالتزامن مع تمتعها بمعدلات عوائد مرتفعة ذات ديناميكيات غير خطية وتوزيعات غير طبيعية، واتضح أن جل الأسواق المدروسة تتصف عند المستوى بالكفاءة من الصيغة الضعيفة، كما بينت الاختبارات ضعف التكامل والترابط بين البورصات الخليجية، هذا ما يجعل من الإصلاحات ضرورة حتمية لرفع درجة تكاملها.

9- محتويات الدراسة:

لإنجاز هذه الدراسة تم تقسيم البحث على خمسة فصول، ومقدمة وخاتمة تتضمن نتائج وتوصيات، وقد جاءت على النحو التالي:

[الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للتنمية المالية]، سنحاول من خلاله تحديد مختلف المفاهيم والأبعاد المتعلقة بالنظام المالي والتنمية المالية، وكذا محاولة تحليل العلاقة بين التنمية المالية والتحرير المالي، مع إبراز أهم العوامل المؤثرة على التنمية المالية، والمؤشرات المستخدمة في قياسها.

[الفصل الثاني: أثر التنمية المالية على أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية]، وتم من خلاله استعراض التركيبة البنوية لأسواق الأوراق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها، وكذا التطرق إلى نظرية السوق الكفؤة ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، وكذا إبراز الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية.

[الفصل الثالث: أساليب تفعيل التنمية المالية بسوق الأوراق المالية]، حيث تم تخصيص هذا الفصل لعرض وتحليل أهم الأساليب المساعدة في تفعيل التنمية المالية التي من شأنها أن ترفع من أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية والمتمثلة في تطبيق الحوكمة على أسواق الأوراق المالية، تفعيل التكامل المالي، وكذا تحسين دور وكالات التصنيف الائتماني، وإعادة هيكلة النظم الرقابية لأسواق الأوراق المالية، فضلا عن تعليم وتوعية المستثمرين للارتقاء بأسواق الأوراق المالية.

[الفصل الرابع: دراسة تحليلية لمؤشرات التنمية المالية في بورصة الجزائر]، حيث تناول أهم الإصلاحات التي قامت بها الجزائر وفكرة إنشاء البورصة، ليتم التطرق إلى مراحل نشأة بورصة الجزائر وآلية العمل بها، كما تم تحليل أداء بورصة الجزائر للفترة الممتدة من 1999-2014، من خلال تحليل أداء سوق الأسهم وكذا السوق السندي، بالإضافة إلى تحليل سوق السندات الشبيهة بالخزينة التي اعتمدها بورصة الجزائر سنة 2008، فضلا عن ذلك التطرق إلى أهم المعوقات التي تحد من نشاط وفعالية البورصة.

[الفصل الخامس: السياسات المساعدة في تفعيل التنمية المالية في بورصة الجزائر]، الذي يستعرض تحليل أهم السياسات المقترحة لتفعيل أداء بورصة الجزائر والمتمثلة في تطبيق الحوكمة الذي من شأنه أن يعمل على رفع أداء سوق الأوراق المالية وكفاءتها، بالإضافة إلى أهمية وجود وتطوير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB لضمان السير الحسن للسوق، ضف إلى ذلك التعاون الدولي الذي بإمكانه أن يُكسب بورصة الجزائر خبرات متنوعة تضمن لها التطوير المستمر، كما يمكن لبورصة الجزائر بأن تستفيد من تجارب الدول العربية التي قامت بتطوير أسواق أوراقها المالية كالتجربة السعودية، الإماراتية، المصرية... وغيرها من الدول العربية.



**الفصل الأول: الإطار المفاهيمي
للتنمية المالية**

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للتنمية المالية

تمهيد:

تعود جذور التنمية المالية إلى اهتمامات (1912) Schumpeter حينما حاول البحث في هذه الظاهرة، وعليه تزايد الاهتمام بموضوع التنمية المالية منذ السبعينيات من القرن الماضي في سياق برامج التحرير المالي الذي نادى به (1973) Mckinon & Shaw والتي طبقتها العديد من الدول ومنها الدول النامية، والتي تؤدي إلى رفع حجم وكفاءة الادخار والاستثمار، وبالرغم من هذا الاهتمام إلا أنه كان مركزا على الجوانب المصرفية فقط، ولكن مع نهاية الثمانينات وبداية التسعينيات تأصل الاهتمام بشأن التنمية المالية على يد العديد من الاقتصاديين. وعلى الرغم مما حققته الدراسات النظرية والعملية الهامة من تقدم في فهم هذه الظاهرة، فإنها لم تسفر عن توافق واسع في الآراء، حيث يرى العديد من الاقتصاديين أن فعالية النظام المالي ترتبط ارتباطا كبيرا بدرجة تطوره، لكن هذه العلاقة قد تتفاوت من بلد لآخر نظرا للفروق في مستوى البيئة المؤسسية أو الاقتصادية أو حتى الهيكلية، لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل التعرف على الوظائف الرئيسية للنظام المالي ودورها في التنمية، ليتم تتبع تطور مفهوم التنمية المالية وأهم الجوانب المعبرة عنها، وتناول أهم محدداتها وكذا مؤشرات قياسها.

المبحث الأول: ماهية التنمية المالية

المبحث الثاني: استراتيجية التحرير المالي وعلاقتها بالتنمية المالية

المبحث الثالث: محددات التنمية المالية

المبحث الرابع: قياس التنمية المالية

المبحث الأول: ماهية التنمية المالية

يقوم النظام المالي بأداء دور محوري في الاقتصاد المعاصر إذ يمثل قناة الربط المالية ما بين الادخارات المتدفقة من العوامل والأعمال باتجاه متطلبات الانفاق الجاري لأغراض الاستثمار والاستهلاك، وبذلك فإن النظام المالي يمثل الركيزة الأساسية في النظام الاقتصادي إذ يجذب ويخصص الادخارات من خلال مجموعة معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية (سندات، أسهم،... الخ)، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم النظام المالي وأهم مكوناته، وكذا أهم الوظائف الرئيسية المنوط بها لتمويل التنمية.

المطلب الأول: آليات التمويل في النظام المالي

يتكون النظام المالي من أربعة أركان رئيسية وهم أصحاب الفائض والعجز الماليين، بالإضافة إلى الوسطاء الماليين الذين ينحصر دورهم بالتوفيق بين أصحاب الفائض والعجز الماليين عن طريق مجموعة من الأدوات والأسواق، لذلك سنتناول من خلال هذا المطلب على مفهوم هذا النظام وأهم مكوناته.

أولاً- مفهوم النظام المالي

يتكون مصطلح النظام المالي من كلمتين هما النظام والمال، فالنظام يعبر عن الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين (جانب العرض) والمشتريين (جانب الطلب) بسلعة أو خدمة أو أصل مالي أو أصل نقدي أو لعناصر الإنتاج خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة. أما كلمة المال فقد جاء معناها في القاموس بأنها تتمثل في: ما ملكته من كل شيء وطبقا لعلم الاقتصاد فإن المال هو: أي شيء يحقق منفعة ما أو يكون له ثمن أي كان نوعه أو قيمته فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق ويكون له قيمة يعتبر مال¹.

وتعددت التعاريف والتي يمكن ذكر البعض منها كالآتي:

النظام المالي هو: كل المؤسسات التي تلعب دورا أساسيا في تعبئة المدخرات من العائلات والشركات التي يوجد لديها مدخرات نقدية تفوق نفقاتها لتوجهها إلى العائلات والشركات التي تواجه عجزا في تمويل نفقاتها². ويعبر النظام المالي عن الهيئات والأعوان والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية بالحصول على مد التمويل، وللآخرين باستخدام وتوظيف مواردهم³.

كما يعرف النظام المالي على أنه مجموع المؤسسات والأعوان التي تسمح لبعض الوحدات الاقتصادية ذات العجز خلال فترة زمنية بالإنفاق أكثر مما تملك، ومن جانب آخر تسمح للوحدات ذات الفائض بتوظيف هذه الفوائض⁴.

¹ د. السيد متولي عبد القادر، " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 2010، ص 66-67.

² Stiglitz J.E & Walsh C.E, « Principes d'économie moderne », Edition de Boek , 2^{ème} Edition, 2004, p568.

³ عبد المجيد قدي، " المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية-دراسة تحليلية وتقييمية-"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 260.

⁴ Robert F & Vincent K , « Marche de capitaux et technique financiers », Edition Economica, 4^{ème} Edition, Paris, 1997, p9.

باستعراض آلية عمل القطاعات الاقتصادية وذلك بالنظر إلى الدورة الاقتصادية¹، نجد بأن النظام المالي يلعب دوراً هاماً في تحفيز وتجميع الادخارات من القطاع العائلي وهيئتها لاستغلال قطاع الأعمال لاستثمارها، ويترتب على ذلك فوائد جمة بحيث يمكن لقطاع الأعمال فتح أبواب جديدة للاستثمار أو توسيع دائرة استثماراته واستغلال عناصر إنتاج بشكل أكبر وإنتاج سلع وخدمات أكبر، بما يعود على القطاع العائلي بالفائدة والتنوع في السلع والخدمات المقدمة كما أن ذلك يعود بالفائدة على القطاع الحكومي من خلال زيادة شريحة وحصة الضرائب المحصلة من قطاع الأعمال وأيضاً ينشط حركة القطاع الخارجي من تصدير واستيراد، مما يثري الدورة الاقتصادية بنشاط أكبر يعكس في النهاية على زيادة الناتج المحلي الإجمالي مما يعني نمو اقتصادي متصاعد.

وعليه يمكن القول بأن النظام المالي يقدم العديد من الخدمات والتي لا يستطيع الاقتصاد العمل بدونها والتي تتمثل في²:

- 1- الائتمان: حيث يقدم النظام المالي الائتمان لمشتري السلع والخدمات، كما يمول الاستثمارات الرأسمالية مثل أعمال الإنشاء والبناء وشراء المعدات والآلات؛
 - 2- الدفع: يقدم النظام المالي أنظمة دفع مختلفة مثل النقدية والحسابات الجارية، كما يوفر الآلية في عمليات الإيداع والسحب، وقد أصبح الاتجاه حالياً للتحويل إلى الوسائل الإلكترونية في الدفع؛
 - 3- توفير النقود: يقوم النظام المالي من خلال وظيفة الائتمان والدفع بتوفير النقود، حيث تعتبر الأموال وسيلة للتبادل، فالنقود تمكننا من تجنب المقايضة وعيوبها، وهي مصدر للتعبير عن القيمة من خلال وحدة محاسبية واحدة، كما أنها مخزن للقيمة حيث يمكن ادخارها لحين استخدامها؛
 - 4- الادخار: يشجع النظام المالي على الادخار وتدفع الأموال إلى الاستثمارات المختلفة، فمن خلال النظام المالي بكافة أجزائه وخاصة الأسواق المالية التي تعتبر جزءاً هاماً من هذا النظام يمكن للمدخرين أن يقرضوا أموالهم إلى المقترضين ويحصلوا على دخل سواء في شكل فائدة أو توزيعات أو مكاسب رأسمالية.
- ولتحديد صفة الوحدات الاقتصادية أو موقفها في تدفق الأموال³، أظهر الاقتصاديان Shaw & Gurley قبل عدة عقود من الزمن بأن أي وحدة اقتصادية تساهم في النظام المالي سواء كانت حكومية أو من القطاع الخاص يتحدد موقفها في تدفق الأموال وفق العلاقة التالية⁴:
- $$R - E = \Delta FA - \Delta D$$
- حيث أن:

R: الإيرادات من الدخل الجاري (Receipts)

¹Partington Iam, « Applied Economics in Banking and Finance », Oxford – University Press, London, 4th Edition, 1989, p4-9

²Peter S Rose & James W.Kolari, « Financial institution : Understanding and managing financial services », 5 Edition, IRWIN, U.S.A, 1995, p7.

³David S Kidwell & Richard L. Peterson, « Financial institutions, Markets, and money », The Dryden Press, 3rd Edition, Chicago U.S.A, 1987, p22-24.

⁴ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للطباعة والنشر، عمان - الأردن -، 2005، ص 36-37.

E: الانفاق من الدخل الجاري (Expenditure)

ΔFA : التغير بالأصول المالية (Financial Assets)

ΔD : التغير في مبالغ الديون وحقوق الملكية (Debt and Equity)

فمثلا إذا كانت $E < R$ فإن الفرق بين الانفاق والايادات يجب أن يغطي إما بتخفيض الأصول المالية $(\Delta FA < 0)$ أو بزيادة الديون وبيع الأسهم $(\Delta D > 0)$ أو الاثنين معا، والعكس يحصل إذا كانت $E > R$ وعلى هذا الأساس فإن الوحدة الاقتصادية تكون:

- وحدة إنفاق عجزية (مقترضة للأموال) إذا كانت $E > R$ أي أن $\Delta D > \Delta FA$ ؛

- وحدة إنفاق ذات فائض (مقرضة للأموال) إذا كانت $E < R$ أي $\Delta FA > \Delta D$ ؛

- وحدة إنفاق متوازنة $E = R$ أي أن $\Delta FA = \Delta D$.

أي أن الوحدات المقرضة تجهز الأسواق (والتي هي جزء من النظام المالي) بالأموال إما بشراء الأصول أو تسديد الديون أو استرجاع أسهمها (حقوق الملكية) وبالعكس تقوم الوحدات المقرضة بسحب الأموال من الأسواق المالية ببيع الأصول المالية أو إصدار أدوات دين جديدة.

من هذا يتضح بأن النظام المالي يوفر الآلية الضرورية لخلق وتبادل الأصول المالية بين المدخرين والمقترضين يتحقق من خلالها تراكم الأصول الحقيقية، وبدونها ينخفض بالتأكيد حجم الاستثمارات في الاقتصاد وتضطر الوحدات الاقتصادية المنفردة للاعتماد على مدخراتها الذاتية، أي على التمويل الداخلي مما يضطرها بالتالي التنازل عن الكثير من الفرص الاستثمارية نتيجة لعدم كفاية مدخراتها الذاتية وعدم الاستفادة من مدخرات الوحدات الأخرى وهذا بطبيعة الحال له تأثيرات سلبية على مستوى الدخل والإنتاج ومستوى المعيشة واستخدام القوى العاملة.

ثانيا- مكونات النظام المالي

يشمل النظام المالي الأعوان، الأسواق، المؤسسات والبنية الأساسية اللازمة لتنفيذ المهمة الرئيسية للوساطة والتي تضمن تحقيق الأهداف العامة لهذا النظام.

1- أصحاب الفائض المالي (المقرضون): تضم هذه المجموعة الأعوان الذين لديهم قدرة على التمويل النهائي¹، أي الأعوان غير الماليين الذين يتوفرون على فوائض في الإيرادات عن النفقات وهي تشكل النواة الصلبة لأي عملية تمويل خارجي والأعوان الماليون الذين يستعملون أموالهم الخاصة مباشرة في تمويل المتعاملين ذوي الحاجة للتمويل النهائي، كما تضم الأعوان الذين لديهم قدرة على التمويل، الوسطاء وهم الأعوان الماليون الذين يستعملون الأموال المعنية لدى الأعوان ذوي الحاجة للتمويل النهائي.

2- أصحاب العجز المالي (المقترضون): تمثل هذه المجموعة الأعوان ذوي الحاجة للتمويل النهائي²، وهم الأعوان غير الماليين الذين تقل إيراداتهم عن نفقاتهم المخصصة للاستخدامات الجارية وتكوين رأس المال ويطلق

¹Jacque Bichot, « La monnaie et les systèmes financiers », Edition Ellipses, Les économiques, Paris, 1997,p30.

²Jacque Bichot,op-cit, p30.

عليهم أيضا بالمقترضين الابتدائيين أو الممولين النهائيين، كما تشمل هذه المجموعة الأعوان ذوي الحاجة للتمويل، الوسطاء وهم الأعوان الماليون الذين يقومون بتمويل الأعوان ذوي الحاجة للتمويل النهائي انطلاقا من الموارد التي يتحصلون عليها من الأعوان ذوي القدرة على التمويل النهائي فهم يحتاجون للتمويل لتلبية الحاجة للتمويل النهائي للممولين النهائيين.

3- الوسطاء الماليون: تمارس المؤسسات المالية المختلفة دور الوساطة المالية، لا بل تعد مصدرا في خلق التعاملات المالية وانتقال الأرصدة بين الأطراف المتعاملة في النظام المالي، وتأخذ هذه المؤسسات أشكالا مختلفة حسب طبيعة أدواتها ولذلك لا يوجد شكل واحد لهذه المؤسسات، بل التطورات الاقتصادية في السوق المالي انعكست على طبيعة التخصص وتقسيم العمل بين هذه المؤسسات المهمة من الاقتصاديات المعاصرة¹، ويمكن تصنيف المؤسسات المالية العاملة في ميدان الوساطة المالية إلى مؤسسات إبداع، مؤسسات تعاقدية (مؤسسات غير ودائعية)، مؤسسات الاستثمار، مؤسسات سوق الأوراق المالية².

4- الأسواق المالية وأدواتها:

من الناحية النظرية يمكن تقسيم أسواق المال إلى أسواق فرعية طبقا لثلاثة معايير: التقسيم من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، التقسيم من حيث الإصدار والتداول إلى سوق أولية وسوق ثانوية وسوق ثالثة ورابعة، والتقسيم من حيث مكان التداول إلى سوق منظمة وأخرى غير منظمة. ولكن عمليا تختفي الحدود الفاصلة بين هذه التقسيمات للأسواق، ولذا سوف يتم تقسيم النظام المالي إلى الأسواق الفرعية طبقا للمعايير الثلاثة السابقة مجتمعة وذلك على النحو التالي:

1-4/ السوق النقدية وأهميتها:

أ- تعريف السوق النقدية:

ينصرف المراد عادة بالسوق النقدية، إلى مجموعة الأسواق المنظمة للتعامل في أدوات الائتمان ذي الأجل القصير³، فهي سوق التعامل بين البنوك... الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية حيث تقوم البنوك بعرض فوائضها لدى هذه السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا على وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي⁴.

¹ عباس كاظم الدعيمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2010، ص 131.

² لمزيد من التفاصيل ينظر إلى:

- محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ص 48-49.

- ناظم محمد الشمري وآخرون، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 1999، ص 199.

- David S.Kidwell & Richard L. Peterson, op-cit, pp31-32.

³ الشافعي محمد زكي، "مقدمة في النقود والبنوك"، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 1952، ص 246.

⁴ مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية- البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 16.

والسوق النقدية بمفهومها الواسع¹ هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالباً، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية كذلك، كشركات التأمين والخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط... الخ، وعليه السوق النقدية هي تجمع موضوعي وشخصي²، تجعل المؤسسات أو الشركات التي تحتاج إلى سيولة في فترة ما قادرة على مواجهة ذلك من خلال القيام بتسييل الأوراق المالية قصيرة الأجل وتحويلها إلى سيولة بسرعة دون أية مخاطر³، تكون هذه الأوراق المالية قابلة للتداول بهذه السوق عبر البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة⁴، وسميت هذه السوق بـ سوق النقد لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود بسرعة وسهولة أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين⁵.

ب- خصائص السوق النقدية:

تتميز السوق النقدية بالخصائص التالية⁶:

- يعتبر سوق جملة، ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جداً ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماصرة؛
- أدوات الاستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة؛
- يعتبر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطرة، لأن مخاطر الدين وعدم مقدرة المدين على السداد تكون شبه معدومة لأن أدوات الدين في هذا السوق غالباً ما تكون مصدرة من قبل الحكومة؛
- يمتاز بالمرونة العالية قياساً بغيره نظراً لقصر الآجال وما يتمتع به من انخفاض المخاطرة⁷؛
- تعتبر آجال استحقاق أدوات السوق النقدي قصيرة فهي لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب بدءاً من يوم واحد مما يعطيها صفة السيولة العالية لأدوات الاستثمار في هذا السوق؛
- أن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية⁸.

¹ بن عبيد فريد، "تقييم السوق النقدية الجزائرية كأداة لإعادة التمويل"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الرابع عشر، 2013، ص 88.

² زينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 89.

³ خريوش حسني علي وآخرون، "الأسواق المالية"، المكتبة الوطنية، عمان، 1995، ص 31.

⁴ هندي منير إبراهيم، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1993، ص 5.

⁵ مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي-مذكرة تدريبية"، مركز النشر العلمي - جامعة الملك عبد العزيز - جدة، 2010، ص 07-08.

⁶ وليد صافي & أنس البكري، "الأسواق المالية الدولية"، دار المستقبل، عمان - الأردن، 2009، ص 31.

⁷ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 178.

⁸ Rose Peter, « Money and Capital Markets », IRWIN, New York, 2000, p314.

ج- الأدوات المالية المتداولة بالسوق النقدية: توجد في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين وتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية ومخاطر منخفضة بأجل قصير لا يتعدى السنة، وأهم أنواع هذه الأدوات¹ تتمثل في: حوالات الحزاة، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، اتفاقيات إعادة الشراء.

4-2/ سوق رأس المال:

تعتبر سوق الأوراق المالية مجموعة من المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام، وعلى الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل بشكل خاص²، فهي إذا ذلك الإطار الذي يضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبيها³ وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الالتقاء أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق⁴.

كما تعرف بأنها مجموع المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي إقراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض الأموال أو استثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية (طويلة الأجل)⁵.

أ- تقسيمات سوق رأس المال: ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين هما *

- أسواق حاضرة (فورية): هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين⁶، وفي هذه الصورة يقوم المشتري بدفع الثمن كاملاً أو جزءاً منها واستلام الأوراق المالية من البائع وفق الإجراءات المتبعة في البورصة وتنقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة⁷، حيث تنقسم هذه

¹ ينظر في ذلك:

- حسين علي خريوش وآخرون، "إدارة المحفظة الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1999، ص 37-45.

- ناظم الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 235-248.

- المعهد العربي للتخطيط، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة دورية، العدد 27، الكويت، 2004، ص 5.

- سيف سعيد السويدي، "النقود والبنوك"، الطبعة الثالثة، دار الكتب القطرية، قطر، 2002، ص 62-63.

- محمد عوض عبد الجواد & علي إبراهيم الشريقات، "الاستثمار في البورصة أسهم - سندات-أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2006، ص 76.

² حمزة محمود الزبيري، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2001، ص 114.

³ Daniel Goyeau & Amin Tarazi، « La bourse », 2^{ème} Edition, Paris, 2006, p 11.

⁴ وليد صافي & أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁵ محروس حسن، "الأسواق المالية والاستثمارات المالية"، جامعة عين الشمس، مصر، 1993، ص 40-41.

* سيتم التطرق لهذا العنصر بأكثر تفصيل في الفصل الثاني.

⁶ ياسر بوحسون & شادي أحمد زهرة، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني - دراسة استشرافية"، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، العدد 27، 2005، ص 23.

⁷ رسمية قرياقص، "أسواق المال: أسواق - رأس المال-المؤسسات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 11.

الأخيرة بدورها إلى سوقين هما السوق الأولي أو ما يسمى بسوق الإصدار والسوق الثانوي أو ما يسمى بسوق التداول.

- الأسواق الآجلة (المستقبلية): تسمى أيضا بأسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات وعمليات...) وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق¹.

ب- خصائص سوق رأس المال²:

- سوق الأوراق المالية هي من الأسواق المنتظمة؛
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلال الوسطاء؛
- التداول في سوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب والعرض لتحديد الأسعار؛
- تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة ويتم بها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء العالم؛
- تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق تطورا وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح؛
- يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة.

ثالثا- أساليب التمويل في النظام المالي

تمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تيسير حصول وحدات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض المالي إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة، وبذلك فإن التمويل يتم عبر آليتين هما:

1- التمويل المباشر:

يعبر التمويل المباشر عن العلاقة بين المقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي حيث تمول الوحدات الاقتصادية جزءا من احتياجاتها عن طريق ميكانيزم التمويل المباشر الذي تم تعريفه من قبل E.Shaw & J.Gurley^{*}، التمويل المباشر يمثل دائرة تمويل قصيرة أين الأسواق المالية المنظمة تلعب دور هام بفضل عدة مزايا تحملها³، وعليه يمثل التمويل المباشر قناة تمويلية يتم بواسطتها انتقال الأموال من الوحدات المقرضة (المدخرة) إلى الوحدات المقترضة (المستثمرة) بدون تدخل الوسطاء الماليين.

¹ عبد النافع الزري & غزوي فرح، " الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2001، ص ص 49-50.

² وليد صافي & أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 34.

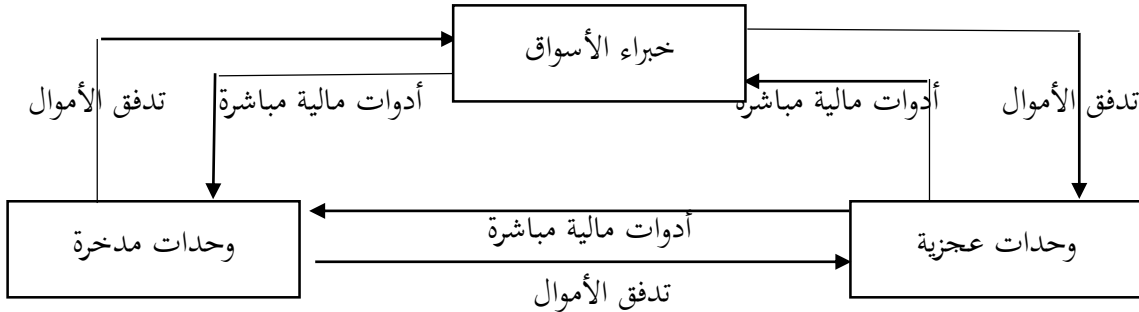
* لأكثر التفاصيل ينظر في:

- J.Gurley & E.Shaw, « Money in theory finance », Brooking institution Washington DC, 1960.

³Gilbert Koening, « analyse monétaire et financière », Edition economica, Paris, 2000, p24.

تقوم الوحدات الانفاقية العجزية (المقترضة) بإصدار الأدوات المالية وبيعها بمساعدة من خبراء الأسواق أو بدونها إلى الوحدات المدخرة مباشرة وتسمى بالأدوات أو الأوراق المالية المباشرة¹، والشكل التالي يوضح هذا النوع من التمويل²:

الشكل رقم (1-1): قنوات التمويل المباشر



المصدر: عبد المنعم السيد علي² & نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص 89.

إن أبسط أنواع التمويل المباشر يتمثل بالجزء السفلي من الشكل أعلاه، حيث يتم الاتصال مباشرة بين الوحدات العجزية ووحدات الفائض المدخرة وهذا لا يحصل إلا في حالة وجود علاقات شخصية ومعرفة سابقة بين الطرفين، إلا أن هذه القناة التمويلية البسيطة تعاني من بعض الصعوبات أهمها³:

- تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تتمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لأي شخص أن يعرف أن شخصا آخر له فائض مالي ما لم يكن يعرفه معرفة شخصية؛
 - حتى وإن لم التعارف ما بين هذين الطرفين، فليس من السهل أن يكون هناك توافق في الرغبات من حيث الزمان والمكان، لذلك وجب أن يحصل توافق بين رغبات الوحدات المدخرة والوحدات المستثمرة على شكل ومبلغ القرض حتى وبعد حصول الاتصال أو التعارف بينهم؛
 - تتمثل الصعوبة الثالثة في عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال، ويقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد؛
 - تتجسد الصعوبة الرابعة في أن التمويل المباشر يدفع إلى تجميد الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد، وهو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي خاصة؛
- لهذه الأسباب تستعين الشركات الكبرى بخبراء السوق في تسويق الأدوات المالية والحصول على المبالغ المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة من جهة وتستعين الوحدات المدخرة بهم لإبداء المشورة وإيجاد أفضل استثمار مالي لمدخراتهم، ويوضح الشكل السابق في الجزء العلوي منه هذا الأسلوب من التمويل المباشر.

¹Frederic S.Mishkin, « The Economics of Money, Banking, and financial markets », Pearson Addison Wesley, 8 Edition, Boston, 2006, p24.

² عبد المنعم السيد علي² & نزار سعد الدين العيسى، " النقود والمصارف والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2004، ص ص 89-91.

³ الطاهر لطرش، " تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص ص 5-6.

ويقصد بخبراء السوق هنا مؤسسات الخبرة المالية التي تختص بتقديم الاستشارات والمعلومات إلى الوحدات العجزية (الاستثمارية) والوحدات المدخرة بشأن فرص عقد الصفقات بينهما بالشكل الذي يحقق التوافق بين رغباتهم بأقل تكلفة ممكنة بدون إحداث أي تغيير أو استبدال في الأدوات المالية الصادرة من قبل الوحدات الاستثمارية أي الأدوات المالية المباشرة، وفي ذلك تميز وتطور واضح في هذه القناة التمويلية مقارنة بالقناة السابقة على أساس السرعة والتكلفة في تدفق الأموال من الوحدات المدخرة إلى الوحدات المقترضة.

ويمكن تصنيف مؤسسات الخبرة المالية إلى نوعين رئيسيين هما¹: مؤسسات السمسرة المالية ومؤسسات المتاجرة المالية حيث تختص الأولى بتسويق الأدوات لحسابها الخاص، أما المؤسسات الثانية فتقوم ببيع وشراء الأدوات المالية سواء كانت أدوات دين أو أدوات ملكية لحسابها الخاص بدون تغيير شكلها أو اسمها أو فئاتها التي صدرت بها، ولهذا فهي تتحمل عنصر المخاطرة في حالة تقلب أسعار هذه الأدوات، فتخسر في حالة انخفاض أسعارها وتربح في حالة ارتفاعها، وفي هذا يقع الفرق الرئيسي بين المؤسسات المالية المتاجرة ومؤسسات السمسرة، ومن أهم مؤسسات المتاجرة هي ما يسمى بشركات أو بنوك الاستثمار والتي قد تقوم بمهام المتاجرة والسمسرة معا بالإضافة إلى تقديم الاستشارات المالية لدوائر الدولة والقطاع الخاص.

وهنا لا بد من الإشارة إلى أن شراء الأدوات المالية من قبل مؤسسات المتاجرة أو بنوك الاستثمار قد يأخذ شكل تعهد تعاقدى بينها وبين المقترض تتعهد بموجبه المؤسسة أو البنك الاستثماري بضمان تسويق الأدوات المالية بسعر متفق عليه مسبقا، وتتحمل المؤسسة المالية المتاجرة بعد توقيع التعهد التعاقدى مخاطرة تغير السعر مثلما تتحمله في حالة الشراء، فقد لا تستطيع المؤسسة أو البنك الاستثماري بيع الأدوات المالية المتفق عليها إلا بسعر يقل عن السعر الذي ضمنته للشركة التي أصدرتها.

ورغم ما توفره هذه القناة التمويلية من مزايا متمثلة في سرعة توفير الأموال وتسويق الأدوات المالية بفضل ما لديها من معلومات وخبرات عن الأسواق المالية، فإن المدخر في الآخر هو الذي يتحمل مخاطر الأدوات المالية المباشرة في حالة تعثر مسيرة الجهة التي أصدرتها سواء كان ذلك في شكل تسديد قيم أدوات الدين أو توزيع الأرباح على الأسهم.

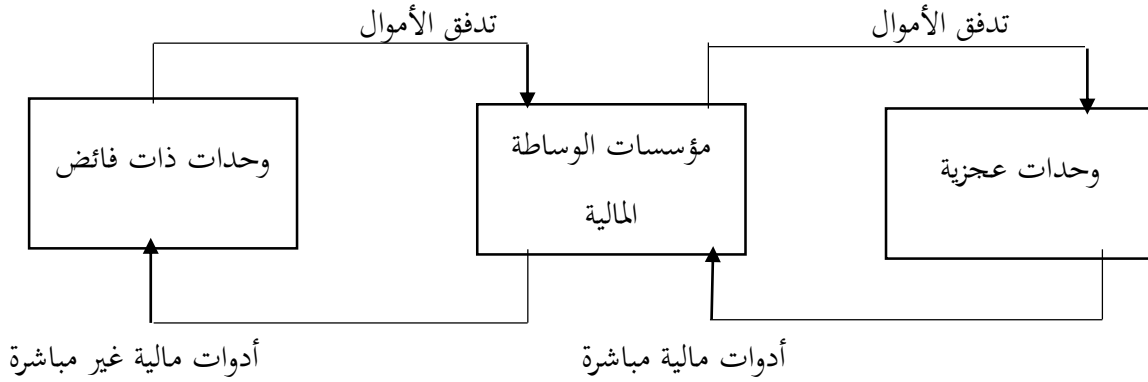
2- التمويل غير المباشر:

إن الصعوبات التي يواجهها المدخر والمقترض في التمويل المباشر هي التي أدت إلى نشوء قناة التمويل غير المباشر والتي يتم من خلالها انتقال الأموال بطريق غير مباشر من المدخر إلى الوحدات الانفاقية العجزية وذلك بتدخل الوسطاء الماليين كالبنوك التجارية وشركات التأمين وجمعيات الادخار والاقراض وصناديق التقاعد وبنوك الادخار وما شابهها من مؤسسات الوساطة²، ولتوضيح تدفق الأموال في قناة التمويل غير المباشر نستخدم الشكل أدناه:

¹David S.Kidwell & Richard Peterson, op-cit, p p 23-24.

²Raymond E.Lombra & other, «Money and the Financial system-theory, institutions, and Policy- », Edition Raymand, U.S.A, 1980, p13.

الشكل رقم (1-2): قنوات التمويل غير المباشر



المصدر: عبد المنعم السيد علي & نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص 92.

يظهر من الشكل السابق بأن مؤسسات الوساطة المالية¹ تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات المالية المدخرة إلى الوحدات العجزية فهي تقبل أو تشتري أدوات مالية مباشرة (وتسمى بالأدوات الأولية) من الوحدات العجزية لقاء منحها المبالغ التي تحتاجها، وهي العملية الموضحة في الجزء الأيمن من الشكل أعلاه. وفي نفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة بما تسمى بالأدوات المالية غير المباشرة أو الثانوية والتي تبيعها إلى الوحدات المدخرة بالمبلغ المتفق عليه في عملية أخرى والتي تظهر في الجزء الأيسر من الشكل أعلاه، وبطبيعة الحال لا يشترط تزامن العمليتين أو تساوي مبالغهما الكلية أو دفعاتهما (فثاقهما) الجزئية، فمؤسسات الوساطة عادة تمنح قروضا بمبالغ كبيرة تحتاجها الشركات المستثمرة وتقبل من المدخرين دفعات أصغر وحسب امكانياتهم المحدودة، وبما أن الأدوات المالية التي يصدرها الوسطاء وتقبلها الوحدات المدخرة لا تمثل حقا مباشرا على المقترض الأخير أو الوحدات العجزية فقد سميت هذه القناة التمويلية بالتمويل غير المباشر.

رابعاً-التصنيفات الأساسية للتمويل

ترجع التفرقة بين اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية إلى الاقتصادي J.Hicks² الذي صنف الاقتصاديات الحديثة إلى قطاعين واحد يلي حاجياته من السيولة من خلال الحصول على أصول سائلة، الآخر مدعم بالقدرة على الاقتراض الآلي يسمون بـ قطاع السوق وقطاع المديونية على التوالي. حيث أن التمويل المباشر يعتمد على العلاقات التبادلية بين الأعوان غير الماليين بناء على معطيات السوق، بينما يعتمد التمويل غير المباشر على علاقات ثنائية بين الأعوان غير الماليين بناء على معلومات خاصة تصدر عن هؤلاء الوسطاء ومن ثم يكون بإمكان مختلف الأعوان الذين يملكون القدرة والذين هم في حاجة إلى التمويل أن يلتقوا بعضهم بصفة غير مباشرة من خلال هؤلاء الوسطاء³.

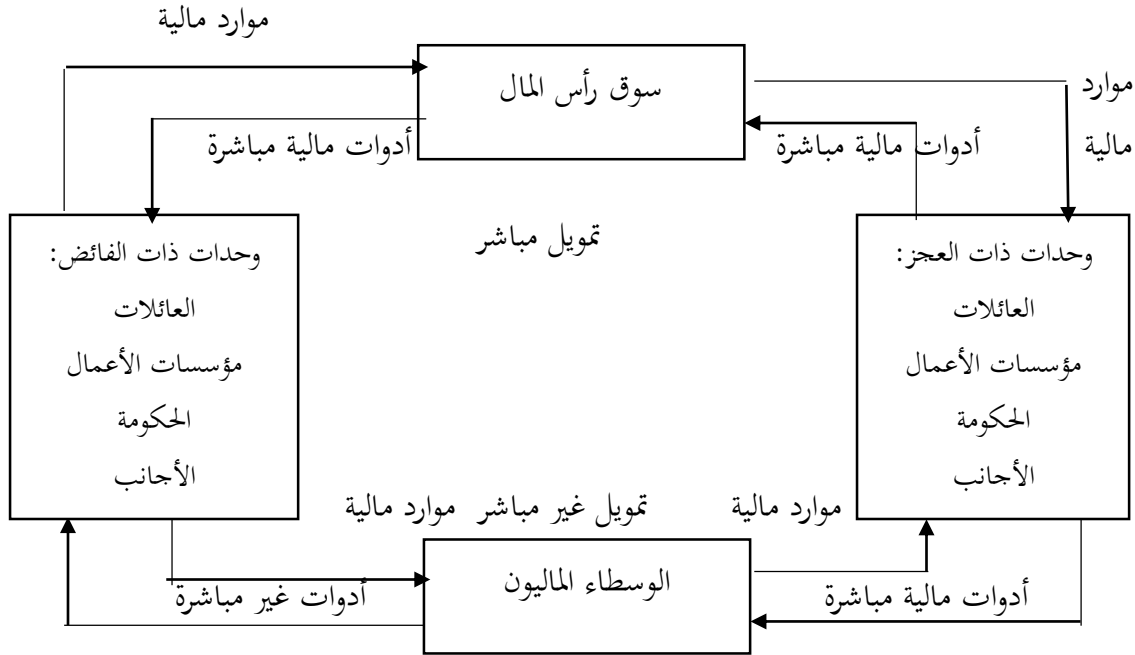
¹ عبد المنعم السيد علي & نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-93.

² Jean François Groux, « Economie monétaire et financier –theorie-institutions, politiques », Edition Economica, 3^{ème} Edition, Paris, 1998, p p 124-125.

³ بلهادية عبد الله، "أثر الوساطة المصرفية على النمو الاقتصادي المستديم - دراسة قياسية للجزائر 1970-2006"، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلب - البلدة-، 2009، ص ص 24-25.

وعليه يمكن توضيح آليات تمويل الاقتصاد كالتالي:

الشكل رقم (1-3): آليات التمويل في النظام المالي



Source : David S.Kidwell & Richard L.Peterson, op-cit, p24.

وعليه عملية تدفق الأموال داخل النظام المالي تتم عبر آليتين تتناسب مع متطلبات التمويل لهذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أو ما يسمى "الحقوق المالية" والتي تعرضها لوحدة الفائض المالي فتشترئها هذه الأخيرة مقابل تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي وهذا ما يسمى بـ اقتصاديات الأسواق المالية، أما إذا تم تحويل الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في النظام المالي "بنوك، شركات تأمين، ..." فإن عملية التمويل تسمى بـ اقتصاديات المديونية.

وبذلك يميز التحليل النقدي بين العديد من أنظمة التمويل الكلي للاقتصاد¹، وهذا يعني عدة أنواع من الاقتصاد المالي وفقا للوزن النسبي لمختلف مصادر التمويل المتاحة والمختلفة في الاقتصاد.

ومنذ أعمال (Hicks (1975) & Gurley & Shaw (1960)، نجد اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية اعتمادا على ما إذا كان مركز الثقل في تمويل الاقتصاد يعتمد على التمويل غير المباشر (التمويل بالوساطة) أو على العكس يعتمد على التمويل المباشر، حيث يوجد العديد من المعايير التي تميز بين اقتصاديات الأسواق المالية واقتصاديات المديونية نذكر منها ما يلي:

¹Christian Biales, « L'intermédiation financière », professeur de chaire supérieure en économie et gestion, Montpellier – France-, 2013, www.christian-biales.net, a consulté le 06/04/2014.

- المعيار الأول يعتمد في تمييزه على طريقة تمويل الاقتصاد، ففي اقتصاد السوق المالي فإن التعادل بين القدرة والحاجة للتمويل تتم بصفة رئيسية من خلال علاقة مباشرة عبر سوق رأس المال، أما في اقتصاد المديونية نجد ذلك التمويل الذي يقوم به الوسطاء الماليون؛
 - معيار آخر يتعلق بتثبيت معدل الفائدة، فنجد في اقتصاد الأسواق المالية المعدل مرن ويتحدد من قبل السوق، أما في اقتصاد المديونية نجد شبه ثابت فهو محدد بطريقة إدارية من طرف السلطات النقدية (البنك المركزي)؛
 - وفي الأخير، معنى السببية بين الكتلة النقدية ونقود البنك المركزي عكسية حسب نوع الاقتصاد، ففي اقتصاد المديونية الوسطاء الماليون يصلون بسهولة للنقود التي هم بحاجة إليها من طرف مؤسسة الإصدار (إعادة تمويل آلية)، أما في اقتصاد الأسواق المالية الوسطاء الماليون يقرضون إذا كان لديهم قاعدة نقدية لدى البنك المركزي (ميكانيزم المضاعف).
- ويمكن تلخيص أهم مميزات ومواصفات كل من اقتصاد أسواق الأوراق المالية واقتصاد المديونية في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): مميزات اقتصاد المديونية واقتصاد سوق رأس المال

اقتصاد سوق رأس المال	اقتصاد المديونية	
عملة متداولة (عرض النقد يبقى خارج المنشأ) (Exogène)	نقود مصرفية بشكل أساسي (داخلية المنشأ) (Endogène)	تشكيل النقود
الدخول في علاقة مباشرة من خلال أسواق رأس المال	تغطي الحاجة إلى التمويل أساسا بواسطة المؤسسات المالية الوسيطة	طريقة تمويل الاقتصاد
يحدد بقوى السوق (تفاعل العرض والطلب)	تحدد إداريا من طرف البنك المركزي	طريقة تحديد سعر الفائدة
بواسطة الأسعار عن طريق تداول الأوراق المالية في الأسواق المترابطة (مع وجود قيود على أسعار الصرف).	بواسطة الكميات (تأطير القروض) ويمكن تغير أسعار الفائدة من أجل دفع الأنشطة الاقتصادية (الفصل بين السعر والكمية)	السياسة النقدية
البنك المركزي مستقل، يعمل على إعادة التوازن في حالة وقوع اختلالات (إمكانية دخول كل الأعوان لكل السوق)	يتولى البنك المركزي مراقبة السياسة النقدية، مراقبة عمليات الصرف والأنشطة المالية.	المظهر المؤسسي
يغطي بالاقتران من السوق المالي في ظل وجود مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة	يغطي بقروض من البنك	العجز الموازي
المدخرين	البنك المركزي	تحمل خطر الإفلاس
ظهور الفقاعات والانهيارات التي تؤثر على سلوك الأعوان نتيجة استخدام الثروة	التضخم/الركود التضخمي (البنك المركزي مجبر على إعادة التمويل لتغطية الأعباء المالية)	المخاطر على الاقتصاد الكلي
يتحمل الخطر الأعوان الاقتصاديين ويتم تغطيته عن طريق معدل الفائدة الحقيقي الذي يمكن أن يزيد عن التوازن (البطالة)	التضخم	النتائج على الاقتصاد الكلي
تباطؤ (صعوبات في تمويل النمو لأن الاستثمار طويل الأجل يتميز بمخاطر كبيرة)	تنشيط النمو (لكن الخطر متسارع)	الأثر على النمو

Source : Xavier Ducreux, « Economie d'endettement et économie de marchés financiers », document téléchargé www.crdp-montpellier.fr/ressources/dda/finances/dda4_a2.html. Le 06/04/2014.

المطلب الثاني: مفهوم التنمية المالية

شهدت الأدبيات الاقتصادية اهتماما متناميا بطبيعة العلاقة بين التمويل والتنمية المالية من خلال إبراز دور النظام المالي في عملية التنمية الاقتصادية، والكيفية التي يمكن أن تؤثر بها المؤسسات والأسواق المالية في النشاط الاقتصادي وخاصة في ضوء التحولات العميقة التي يشهدها النظام الاقتصادي العالمي، إذ أن وجود نظام مالي متطور يعتبر شرط أساسي من شروط تحقيق التنمية الاقتصادية.

أولا-تعريف التنمية المالية

مصطلح التنمية المالية ليس له تعريف دقيق، ويرجع ذلك وفقا لـ Goldsmith إلى التعقيدات الكثيرة في الهيكلة المالية التي تطورت بشكل مختلف في سيرة التنمية لمختلف دول العالم، وعليه تعبر التنمية المالية عن الترجمة في تغير الهيكلة المالية*.

وبالتالي دائما وفقا لـ Goldsmith في دراسته سنة 1969 التنمية المالية تتطلب بالضرورة معلومات عن التغيرات في الهيكل المالي على مدى فترات قصيرة أو طويلة من الزمن، وعليه يمكن دراسة التنمية المالية إما عن طريق جمع المعلومات عن تدفق المعاملات المالية لفترات من الزمن المستمرة، وإما من خلال المقارنة بين الهيكل المالي في نقاط مختلفة من الزمن وهذا ما يسمى بالمنهج الفكري للتنمية المالية¹.

وفي وقت لاحق مع نشوء نظرية التحرير المالي على يد كل من (Mckinnon & Shaw (1973)، تبين أن تحرير النظام المالي مصطلح مرادف للتنمية المالية حيث تناولا دور تحرير الهيكل المالي وأثره الإيجابي على النمو الاقتصادي وذلك من خلال تخفيض الادخار والاستثمار، غير أن هذا التعريف تعرض لانتقادات على أساس أنه ليس بالضرورة أن النظام المالي المتطور هو نظام متحرر أو منفتح على المنافسة وخال من تدخل الدولة.

ثم قام العديد من المؤلفين بسلسلة من البحوث بغية تأكيد أهمية النهوض بالهيكل المالي على النمو الاقتصادي ومن أبرزهم (R.Levine (1997)، (Demirguç-kunt & R.Levine (2008) حيث اعتمد هؤلاء المؤلفين منهجا وظيفيا في تعريف التنمية المالية ودورها في التنمية، وعليه تتجه الفكرة الأساسية وفقا لهذا المنهج أنه على مستوى الاقتصاد الكلي يمكن أن يؤدي ظهور الأسواق والمؤسسات المالية إلى وجود علاقات سوقية في شكل معلومات وتكاليف معاملات، وتلعب الوساطة المالية دورا في تخفيض التكاليف المرتبطة بمدخرات القطاع العائلي والقرارات الاستثمارية في اقتصاد الدولة، ومن المتوقع أن تساهم النظم المالية في زيادة كفاءة تخصيص الموارد التي ينبغي أن تؤثر إيجابا في النمو الاقتصادي.

يعرف Levine (1997،2004)، التنمية المالية على أنها زيادة كفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي للتخفيض من قصور السوق متمثلا في خفض تكاليف المبادلات ومخاطر المعلومات، وذلك من خلال

*المقصود بالهيكل المالي هو البنية المالية التحتية والذي يتمثل في المزيج من الأدوات المالية، المؤسسات والأسواق المالية، وليس مزيج الديون وأموال الملكية كما هو الحال بالنسبة للشركات.

¹Samouel Beji, « le developpement financier pour les pays du sud de la mediterranee à l'epreuve de la mondialisation financiere », these de doctorat, universite de Paris xlll Nord, 2009,p20.

تجميعها وتداولها عبر الاقتصاد القومي بما ينتج آثار إيجابية على قرار الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي¹، وبالتالي حسب Levine تكون هناك تنمية مالية عندما يكون هناك تحسن في كمية ونوعية الخدمات المالية والتي تنعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي.

كما يمكن تعريفها على أنها عملية تتجسد في تحقيق تحسينات كمية ونوعية في تقديم الخدمات المالية بشكل كفاء²، وتم تعريفها على أنها الأدوات المالية، الأسواق والوسطاء الماليين التي تستطيع من خلالها تخفيض تكاليف المعلومات وتكاليف المعاملات، والذي يتوافق مع تحسين أداء النظم المالية لاستكمال الوظائف الخمس³ (تعبئة المدخرات، تسهيل المعاملات المالية وتنويع وإدارة المخاطر، جمع المعلومات عن الاستثمارات وتخصيص الموارد، رقابة المديرين وتعزيز إدارة الشركات، تسهيل تبادل السلع والخدمات).

وهي تحسين قدرة النظام المالي على تسهيل توزيع رأس المال بشكل كفاء بين المقرضين والمقترضين⁴، حيث يعكس هذا المفهوم التحسينات والتطورات في كفاءة النظام المالي ومؤسساته (المصرفية، أسواق رأس المال) التي يمكن أن تسهم في زيادة كفاءة تعبئة وتوزيع الموارد المحلية والأجنبية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة والتي تعد أهم أسس تسارع النمو الاقتصادي ومتطلباته.

وبالتالي تعرف التنمية المالية على أنها مفهوم يعكس التحسينات الكمية والنوعية في أداء الأنظمة المالية، والتي تتحقق عندما يتميز النظام المالي بالكفاءة، الاستقرار والقدرة التنافسية لتحسين الخدمات المالية المقدمة وتنويع المؤسسات المالية.

ثانياً- تحليل العلاقة بين التمويل والتنمية المالية

حسب الاقتصادي Levine 2004، تكون هناك تنمية مالية عندما تحدث تحسينات نوعية وكمية في الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي، مع الإشارة إلى وجود اختلاف كبير ما بين الدول في درجة ومستوى وكفاءة وفعالية تقديم الخدمات. وبالتالي يعمل النظام المالي على تسهيل تكوين رأس المال من خلال توفير مجموعة واسعة من الأدوات المالية لتلبية متطلبات مختلفة للمقرضين والمقترضين، وبالتالي النظام المالي يلعب دوراً هاماً في تعبئة الادخارات وضمنان التوزيع والتخصيص الأمثل لها نحو قطاعات إنتاجية⁵.

وتجدر الإشارة في هذا السياق أن هناك معوقات السوق يمكن أن تحد من الدور الحيوي الذي يمكن أن يلعبه النظام المالي في دفع عجلة النمو الاقتصادي، ومن كفاءة وفعالية الوساطة المالية والذي يكون سبباً في اختلاف وتفاوت كبير في كفاءة وفعالية تقديم الخدمات من طرف الأنظمة المالية ما بين الدول، لأن وجود الوسطاء الماليين

¹ - Ross Levine, « **Financial Development and Economic Growth-views and agenda-** », Journal of Economic Literature, Vol XXXV, 1997.

- Ross Levine, « **Finance and Growth : Theory and Evidence** », NBER Working paper 10766, 2004.

² ESCWA, « **Economic trend and impact banking sector lending be havior and efficiency in selected ESCWA member countries**, NEW YORK , ISSUE N 1, 2005, p22.

³ Demirguç-kunt & Levine R, op-cit, p5.

⁴ Benjamin Rosner, « **The impact of financial development on poverty in developing countries** », UCL undergraduate journal of economic, Winter 2010, Vol 1, ISSUE 2, p1.

⁵ J B Ang, « **A Survey of Recent Development In The literature of Finance and Growth** », Journal of Economics Surveys, Vol 22, N°3, 2008, p536.

يرجع أساسا إلى تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات في الاقتصاد، حيث يمكن دور الوساطة المالية في توفير المعلومات لطرفي الوساطة (أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي) وتكلفة أقل¹. وبالتالي يهدف النظام المالي المتطور إلى التقليل من تكلفة المعاملات والمعلومات التي تحد من فعالية وكفاءة الخدمات المالية، كما يسمح بتخفيف المشاكل والعراقيل التي يمكن أن تواجه المستثمرين والتي تتلخص في مشكلة عدم تماثل المعلومات* والتكاليف الباهظة للمعاملات، كما أشار Diamond² أن تكلفة الحصول على المعلومات تخلق حواجز ظهور الوسطاء الماليين.

ووفقا لـ Levine (1997، 2004) يتعين على الوسطاء الماليين توفر خمس وظائف³ ينظر إليها على أنها الأكثر أهمية للنظام المالي، وبالتالي فإنه يمكن أن يساعد في تسهيل المعاملات المالية، تغطية المخاطر وتنويع الأصول وتوزيع المخاطر، علاوة على ذلك فإنه يساعد في الحصول على المعلومات عن المشاريع وتعزيز التخصيص الأمثل للموارد وكذا يضمن الرقابة والتحكم في المؤسسات، وكذلك فإنه يسهل تعبئة المدخرات، وأخيرا فإن وجود نظام مالي متطور بالقدر الكافي يسهل تبادل السلع والخدمات.

وقد ركزت الأدبيات الحديثة على القنوات التي تستطيع النظم المالية من خلالها تطوير المعلومات وتكاليف المعاملات، حيث حدد Demirgüç-kunt & R.Levine (2008) خمس مجالات أساسية هي كالآتي⁴:

1- تعبئة المدخرات:

تضم التعبئة تكتلا رأسماليا من المدخرين وذلك بغرض تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمار، إلا أن عدم وجود مستثمرين يتسبب في اقتصاديات الحجم غير المثلى لكثير من عمليات الإنتاج. كذلك تتطلب التعبئة خلق أدوات مالية تعمل على تشجيع الأفراد ليس فقط للحصول على محفظة متنوعة للاستثمار في منشآت حجم ذات كفاءة مالية وإنما أيضا لزيادة الأصول السائلة.

كذلك تعزز تعبئة المدخرات من تنويع المخاطر والسيولة والمنشآت ذات الحجم العملي، الأمر الذي يؤدي إلى تحسن في تخصيص الموارد، وعليه فهي بذلك لا تعزز فحسب تراكم رأس المال في الاقتصاد فقط بل تهم أيضا في تطوير تخصيص الموارد حيث أنها تتيح استغلال وفورات الحجم والتغلب على العناصر غير القابلة للتقييم في مجال الاستثمار⁵، إلا أن تعبئة المدخرات تتضمن تكلفة عالية وتتطلب التغلب على تكلفة المعاملات لجمع المدخرات من مختلف الأفراد، كما تتطلب التغلب على عدم تماثل المعلومات المرتبطة بشعور المدخرين بالراحة وعدم الحاجة لمراقبة

¹J B Ang, « op-cit », p537.

*مشكل عدم تماثل المعلومات يعبر عن النقص في المعلومات لدى المؤسسات المالية، ويقصد بها التوزيع الغير متساوي للمعلومات الناجم عن عدم توافر درجة عالية من الإفصاح والشفافية للمعلومات.

² D W Diamond, « Financial Intermediaries and Delegated Monitoring », Review of Economic Studies, Vol 51, N°3, P393.

³Ross Levine, « Finance and growth – theory and evidence », NBER, Working paper 10766, Cambridge, 2004, pp 5-25.

⁴Demirgüç-kunt & Levine R, « Finance , financial sector policies, and long-Run Growth », Policy Research Working Paper N 4469, World Bank ,2008, p4.

⁵Acemoglu Daron & Fabrizio Zilibotti, « was promethens unbound bu chance ? risk diversification and growth », the journal of political economy, volume 105, Issue 4, University CHICAGO , 1997, p712.

مدخراتهم. لذلك تهدف الكثير من الترتيبات المالية إلى المشاركة كالعقود الثنائية، وخلق أدوات مالية تعمل على إيجاد محافظ متنوعة للاستثمار في منشأة ذات كفاءة عالية من أجل زيادة الأصول السائلة.

2- تسهيل المعاملات المالية وتنويع وإدارة المخاطر:

تستطيع الترتيبات المالية الفعالة خفض تكاليف المعاملات وتسهيل تعبئة المدخرات، الأمر الذي يعمل في نهاية المطاف على تشجيع التخصص والابتكار التقني، وبالتالي زيادة الإنتاجية ونحسين استخدام الموارد الذي يؤدي بدوره إلى مزيد من النمو الاقتصادي، بمعنى أن تنوع المخاطر المتكامل لعدة قطاعات من خلال النظام المالي يدفع إلى التحول نحو مجموعة من المشاريع الأعلى عائدا وبالتالي يعزز النمو الاقتصادي ويقلل النظام المالي أيضا من مخاطر السيولة حيث إنها تسمح بتحويل الأصول المالية السائلة إلى استثمارات إنتاجية طويلة الأجل، حيث تقوم البنوك بجمع المعلومات من أجل ترجيح كفة المشاريع الأوفر حظا في النجاح، مما يساعد على الحد من المخاطر وتشجيع الابتكار التقني¹. حيث أظهر كل من Bencivenga & Smith (1991) أن الوسطاء الماليين يعززوا ويحفزوا من تراكم رأس المال عبر النمو الاقتصادي من خلال تعبئة المدخرات وتخصيصها².

3- جمع المعلومات عن الاستثمارات وتخصيص الموارد:

بالمقارنة مع المدخرين، الوسطاء الماليين لديهم المزيد من الوسائل، الإمكانيات، والمؤهلات في جمع المعلومات عن الاستثمارات أكثر من المدخرين، ويترتب على ذلك تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات مما يسمح بتخصيص أفضل للموارد وبدلا من أن يقوم كل مستثمر بالبحث عن الاستثمارات الكفؤة والدفع في مقابل الحصول على المعلومات يستطيع النظام المالي أن يقوم بهذه المهمة بالنيابة عن المدخرين بكفاءة أكبر، كما يشجع النظام المالي على تسريع الابتكارات التقنية ومن ثم النمو الاقتصادي من خلال المعلومات التي توفرها حول فرص نجاح المنتجات وطرق الإنتاج الجديدة.

4- رقابة المديرين وتعزيز إدارة الشركات:

(1985) D.Gale et M.Hellwing، (1979) R.Townsend يعتبرون أنه عند إعداد عقود الدين بين المقرضين والمقترضين يقوم الوسطاء الماليون من تخفيض التباين في المعلومات³، بالإضافة إلى عقود الدين، الوساطة المالية للبنوك، وأسواق رأس المال يمكنها تحسين السيطرة والتحكم في الشركات، فعلى سبيل المثال التداول العام للأسهم في أسواق رأس المال يعكس بكفاءة المعلومات عن الشركات. علاوة على ذلك، في سوق مالي متطور إنه من السهل القيام بعمليات الاستحواذ، وبالتالي تحسين إدارة الشركات الصغيرة التي تواجه صعوبات، والنتيجة هي تخصيص أفضل للموارد.

¹Saint Paul, « Technological choice, Financial markets and Economic development » , European Economic Review, Vol 36, N 4, 1992, p 763.

²Bencivenga & Smith D, « Financial intermediation and Endogenous Growth », Review of Economic Studies, Vol 58, N 02, 1991, p 196.

³Samouel Beji, op-cit, p p 32-33.

5- تسهيل تبادل السلع والخدمات:

ضمن مهام أخرى، النظم المالية تسهل التبادل الاقتصادي (سلع وخدمات) وهي توفر وسائل الدفع اللازمة للنشاط الاقتصادي المحلي والدولي، وفي غياب وسائل الدفع يعتمد هؤلاء الأعوان الاقتصاديون على المقايضة وعليه يتطلب هذا الوضع تطابق وتوافق مزدوج لاحتياجات الشركاء الاقتصاديين¹.

حيث تكمن أهمية النظام المالي في تشجيع وزيادة التخصص من خلال دوره في تخفيض تكاليف المعاملات، إذ أن التخصص والتبادل التجاري يتطلبان معاملات اقتصادية أكثر مما تتطلبه نفس العمليات في إطار بيئة الاكتفاء الذاتي (الانغلاق).

لذلك فإن تخفيض تكاليف المبادلات وتشجيع الابتكار التكنولوجي تستند إلى تفوق النقود كوسيلة للمبادلات مقارنة بنظام المقايضة، وأن تكاليف المبادلات ربما تخفز وجود النقود، إذ أن التبادل عن طريق المقايضة ذا تكلفة عالية ترجع إلى تكلفة تقييم صفات السلع، مما يعني أن وسيطا للتبادل (كالنقود) يقود إلى تعزيز التبادل². وفي محاولة لتوضيح الربط بين التبادل والتخصص والابتكار التكنولوجي، أشار المنظرون إلى أن المزيد من التخصص يؤدي إلى المزيد من المعاملات وطالما أن لكل معاملة تكلفة ستؤدي إلى المزيد من التخصص، بهذه الطريقة فإن السوق الذي يدعم التبادل يعمل أيضا على تشجيع الكسب في الإنتاجية، كما تكون هناك تغذية راجعة من المكاسب في الإنتاجية إلى تطور السوق المالي.

ويمكن تلخيص ما ورد أعلاه من خلال الشكل الموالي:

¹Moez Oumi, « Etude Empirique de la relation entre le système monétaire et financier et la croissance économique », thèse doctorat, université de Neuchâtel – Suisse-, 2011, p12.

² المعهد العربي للتخطيط، " وظائف النظام التمويلي"، محاضرة متوفرة في الموقع التالي: www.arab-api.org ، تاريخ الاطلاع: 2014/03/15

الشكل رقم (1-4): الوظائف الأساسية للنظام المالي



Source : Ross Levine, « **Financial Development and Economic Growth- Views and agenda** », Journal of Economic Literature, vol 35, N 2, 1997, p 691.

يُظهر الشكل السابق أن تكاليف اكتساب المعلومات وتكاليف الصفقات تخلق الحوافز لظهور الأسواق المالية والوسطاء الماليين، التي بدورها تقوم بالوظائف الخمس وهذه الوظائف تعد قنوات تصب في تراكم رأس المال المادي والبشري والتقدم التقني، وهما يعدان دوال أساسية في النمو كما جاءت به نماذج النمو¹، على الرغم من أن كل النظم المالية توفر وتضمن هذه الوظائف المالية وأن كل من هذه الأخيرة يمكن أن يكون لها تأثير على النمو الاقتصادي، إلا أنه هناك فرق كبير في الطريقة التي يتم بها ضمان هذه الوظائف وتوفيرها. لذلك هناك ثلاثة خصائص رئيسية للنظم المالية تحدد أثر هذه الوظائف هي كالاتي²:

1- مستوى الوساطة المالية:

حجم النظم المالية بالنسبة لاقتصاد معين مهم لكل من الوظائف الواردة أعلاه، كما يتيح النظام المالي الفعال بتخصيص استغلال وفورات الحجم، ويمكن أيضاً أن يخفف من قيود الائتمان عن طريق تقنيته.

¹ مفيد ذنون وآخرون، "الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية"، مجلة تنمية الرفادين، جامعة الموصل، 2008، ص 285.

²Valpy Fitz Gerald, « **Financial Development and Economic Growth : A Critical View** », Background Paper For World Economic and Social Survey, Oxford University, PP 4-6.

وبالتالي النظام المالي الفعال يجب أن يكون فعالا في تخصيص الأموال التي تعتبر هامة بالنسبة لوفورات الحجم في هذه الوظيفة، وعليه بشكل عام النظام المالي يلعب دورا مهما في تحويل وإعادة توزيع المخاطر في الاقتصاد.

2- كفاءة الوساطة المالية:

إن القنوات التي تربط حجم النظام المالي بالنمو تتطلب فعلا ضرورة وجود نوعية عالية للوساطة المالية، بهدف زيادة القدرة التأثيرية للمقرضين الحقيقيين (المدخرين) على قرارات الاستثمار والمستثمرين وتخفيض تكلفة الحصول على المعلومات وتفعيل استغلال الموارد المالية المبعثرة لدى وحدات الفائض من المشروعات والأفراد، ومن ثم زيادة الإنتاجية المتوسطة للشركات الحائزة على التمويل.

3- تركيبة الوساطة المالية:

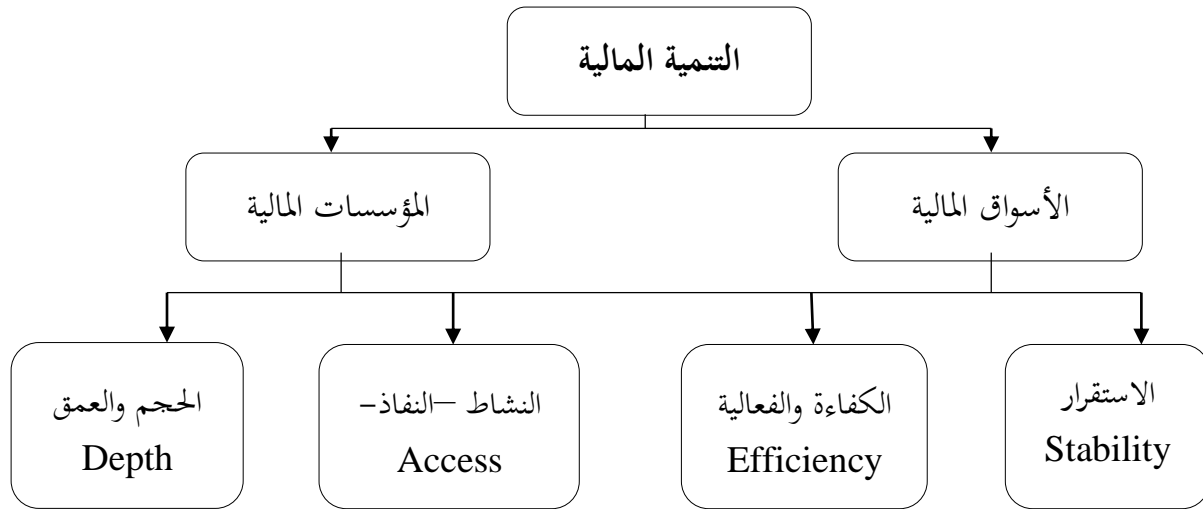
التوسع في زيادة هيكل القطاع المالي (Financial Structure) من مؤسسات مالية بأنواعها الأمر الذي ينعكس إيجابا على تحسين أداء زيادة كفاءة الخدمات المالية وهذا ما أكدته دراسة Goldmith لسنة 1969 ودراسة Gurley & Shaw (1956، 1955) على ضرورة توسيع هيكل القطاع المالي.

المطلب الثالث: الجوانب المعبرة عن التنمية المالية

نتيجة تعدد مفاهيم التنمية المالية، تعددت الأبعاد التي تعكس هذا المفهوم والتي تشمل أربعة أبعاد، موضحة

في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-5): أبعاد التنمية المالية



Source : Ratna Sahay & Others, « Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets », IMF Staff Discussion Note, SND 15/08 , May 2015, p12.

حيث قام البنك الدولي بوضع قاعدة للبيانات تغطي خصائص الأنظمة المالية (أبعاد التنمية المالية) لأكثر من 200 دولة عبر العالم، وتضم قاعدة البيانات هذه قياسات تشمل¹:

- حجم المؤسسات والأسواق المالية (بعد العمق المالي)؛
- درجة حصول الأفراد على الخدمات المالية (بعد النشاط أو النفاذ)؛
- كفاءة الوسطاء والأسواق المالية في تسيير وتسهيل المعاملات المالية (بعد الكفاءة)؛
- استقرار المؤسسات والأسواق المالية (بعد الاستقرار).

كما تنطوي التنمية المالية على العديد من الجوانب يتعلق بعضها بميكمل النظام المالي، وبعضها الآخر يتعلق بحجم وعمق هذا النظام، وينصرف جانب آخر إلى إمداد النظام المالي للاقتصاد الوطني بخدمات وأدوات ومنتجات متنوعة، كما تعلق جانب من موضوع التنمية المالية بتحرير النظام المالي وزيادة انفتاحه وتدويل نشاطه، ومن هذا المنطلق تجدر الإشارة إلى الجوانب المعبرة عن التنمية المالية كالاتي²:

أولاً- الحجم (العمق) المالي

يقصد بحجم القطاع المالي وجود كم كبير ومستمر من عمليات التداول المالي المصري والسوقي في الاقتصاد الوطني، وفي هذا الصدد يتم التمييز بين بعد الحجم النسبي، وبعد الحجم المطلق، وبعد الحجم الشامل.

1- معيار الحجم النسبي:

يهدف هذا المعيار إلى توضيح أهمية نشاط الوساطة المالية الذي يؤديه كل قطاع إلى الآخر من جهة أولى، ومدى تطور الأداء المالي من كثافة الاعتماد على الوسائل التقليدية للتمويل إلى أنظمة أخرى أكثر تطوراً من جهة ثانية.

ويكون النظام المالي لأي دولة أكثر تطوراً عندما تقل أهمية البنوك المركزية، وتزداد أهمية البنوك التجارية في تخصيص الائتمان، حيث أن البنوك التجارية تتسم بدرجة أكبر من التنافسية والكفاءة في تعبئة وتخصيص المدخرات، وتقييم ورصد فرص الاستثمار بشكل يفوق قدرة البنك المركزي على تأدية تلك الوظيفة- حيث لدرجة من الكبح المالي-، وتزداد كذلك درجة التنمية المالية عندما تزداد أهمية المؤسسات المالية الأخرى- غير المصرفية- في أداء وظائف الوساطة المالية، حيث يدل ذلك على تطوير النظام المالي لمصادر بديلة غير مصرفية لتعبئة وتجميع وتخصيص المدخرات وتقديم الخدمات المالية.

2- معيار الحجم المطلق:

يوضح هذا المعيار مدى اتساع قاعدة ونشاط الوساطة المالية بالنسبة إلى حجم الطاقة الإنتاجية القائمة للاقتصاد، ومن ثم كلما ارتفعت قيمة مؤشرات هذا البعد كلما دل ذلك على مدى عمق واتساع النظام المالي وتحقيقه لوفورات الحجم الكبير وهو ما يسمح بانخفاض النفقات المتعلقة بنشاط الوساطة المالية من جهة أولى، وكما

¹ www.worldbank.org

² نيفين محمد إبراهيم طريح، " العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي - بدائل السياسة للاقتصاد المصري)، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، العدد 486، 2007، ص ص 301-307.

يدل ذلك على قدرة النظام المالي على جذب المدخرات وتوفير التمويل وتوزيع المخاطر وإدارتها على نطاق واسع من جهة ثانية.

3- معيار الحجم الشامل:

حيث يدل ارتفاع قيمة هذا المعيار على كبر وعمق واتساع نشاط الوساطة المالية، وعلى التطوير المالي والنقدي وظهور أنواع جديدة من المشتقات والأدوات المالية والتي لم تكن موجودة من قبل، وعلى العكس من ذلك فقد يعكس انخفاض قيمة هذا البعد حدوث تطوير مالي حيث يدل ذلك على ظهور بدائل وأدوات وابتكارات مالية جديدة أقل سيولة.

ثانياً- نشاط أو سيولة النظام المالي

يشير هذا المعيار إلى مدى انتشار الخدمات المالية ووصولها إلى وحدات الاقتصاد الوطني، وبصفة خاصة القطاع الخاص، حيث ينصرف هذا البعد إلى قياس مدى كفاءة وحدات الوساطة المالية في أداء أحد أهم وظائفها ألا وهي حشد المدخرات وتحويلها إلى المستثمرين في القطاع الخاص، الذي يمثل بلا شك القطاع الأكثر إنتاجية مقارنة بالقطاع العام.

ثالثاً- الكفاءة

وفقاً لهذا المعيار يكون النظام المالي أكثر تطوراً عندما يعمل في ظل توافر مجموعة من الشروط، منها أن يعمل في بيئة أكثر تنافسية، وأن يكون قادراً على تقليل المخاطر والتكاليف الناتجة من عدم تماثل المعلومات والانتقاء العكسي، وأن يكون النظام المالي أكثر انتشاراً ويحقق درجة عالية من الربحية، وأن تعكس مؤشرات الأداء المالي كافة المعلومات وألا يكون باستطاعته أي متعامل الحصول على عوائد استثمارية غير طبيعية (عالية) بصورة مستمرة.

رابعاً- التحول الهيكلي المالي

يشير هذا المعيار إلى مدى تحول هيكل النظام المالي إلى شكل أكثر نضجاً وتمشياً مع تطور النظام المالي العالمي، وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين التحول الهيكلي الرأسي، والتحول الهيكلي الأفقي.

حيث يشير البعد الأول إلى حدوث تغييرات ديناميكية للعناصر المكونة للنظام المالي القائم مثل تحول النظام المصرفي من وسائل الدفع الجارية وتقديم أوعية ادخارية تقليدية إلى خدمات ومشتقات مالية جديدة ومتنوعة وأكثر ابتكاراً، وتدل ارتفاع قيمة هذا البعد عن الواحد الصحيح على زيادة الأهمية النسبية للمدخرات المالية مقارنة بوسائل الدفع الجارية في صدد اتساع نشاط الوساطة المالية.

أما البعد الثاني فينصرف إلى قياس مدى تحول هيكل النظام المالي (من حيث العمق أو النشاط) من أنظمة مستندة على قاعدة البنوك إلى أنظمة مستندة على قاعدة السوق وكلما زادت قيمة هذا البعد كلما دل ذلك على ارتفاع في التنمية المالية.

خامسا- الانفتاح المالي

يشير هذا المعيار إلى مدى قيام النظام المالي بأداء وظائفه في بيئة خالية من القيود الحكومية (الكمية والإدارية والتنظيمية) التي تقيد من منح وتخصيص الائتمان، وبيئة خالية من وجود قيود على المعاملات المالية الدولية وعلى سعر الفائدة، ومن وجود عوائق على دخول البنوك الأجنبية، كما يشير إلى مدى تلاشي القيود المفروضة على أسواق رأس المال والسندات.

المبحث الثاني: استراتيجية التحرير المالي وعلاقتها بالتنمية المالية

لقد اعتمدت بعض الاقتصاديات بعد الحرب العالمية الثانية على استخدام النظام المالي كقاطرة للنمو تتسم بتدخل الدولة المباشر من أجل توجيه موارد مالية لقطاعات تصنف على أنها ذات أهمية حيوية للتنمية وكانت هذه الاستراتيجية شائعة في البلدان النامية، كما كانت تستخدم إلى حد ما حتى في العديد من البلدان المتقدمة وبخلاف تحقيق نتائج النمو والتطور الاقتصاديين المتوقعة من هذه الاستراتيجية فقد كان لها آثار ضارة تشمل التخصيص دون المستوى الأمثل لرأس المال وانتشار الفساد وتثبيطها للادخار، وبدء في السبعينيات التحلي التدريجي عن هذه الاستراتيجية التي أطلق عليها اسم الكبح المالي من طرف (Mckinnon & Shaw (1973) التي أوضحت أنها تحد من التنمية، وحل محلها التحرير المالي الذي يعتبر وليد التنمية المالية التي تنعكس إيجابا على إعطاء أكثر تنافسية للنظام المالي.

المطلب الأول: الأدبيات النظرية للتحرير المالي

يرى كل من shaw & R. Mckinnon أن التحرير المالي يعتبر أفضل سياسة لتحقيق التطور الاقتصادي في الدول النامية وذلك من خلال التحلي عن سياسة توجيه الائتمان وفتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص المحلي والأجنبي، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى التعمق المالي، فترتفع كفاءة النظام المالي في جمع الادخار المحلي وتوجيهه نحو المشاريع الجيدة مما يحقق للاقتصاد نموا كبيرا.

أولاً-دوافع التحلي عن سياسة الكبح المالي

لقد طرح مفهوم الكبح المالي لأول مرة من طرف Mckinnon and Shaw حيث لاحظا أن اقتصاديات الدول النامية تعاني الكثير من العوائق والقيود وبالأخص في ما يتعلق بأنظمتها المالية، وقد لقي هذا المفهوم اهتماما كبيرا من طرف العديد من الاقتصاديين حيث يعبر الكبح المالي على الحالات التي تتدخل فيها الدولة بوسائل ضريبية أو أدوات أخرى مثل وضع سقوف على أسعار الفائدة والتدخل في توظيف الائتمان في النشاط المالي بما يشوه آليات السوق ويجيد بها عم العمل وفقا لاعتبارات العرض والطلب على الأرصدة المتاحة للإقراض والاستثمار، وينحرف بالنظام المالي بعيدا عن مقتضيات الكفاءة الاقتصادية¹.

¹ ماجدة أحمد شلبي، "الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل"، مؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية والتطبيق، جامعة اليرموك - الأردن، -22-24 ديسمبر 2002.

كما عرفه (Roubini & Sala-Martin 1992) على أنه مجموعة سياسات وقوانين وضوابط وقيود كمية ونوعية ورقابية مفروضة من طرف الحكومة، والتي لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل قدراتها المتاحة التي توفرها لها التكنولوجيا التي تمتلكها¹.

أما (King & Levine (b1993) عرفا الكبح المالي² على أنه سياسة تؤدي إلى تقليص حجم الخدمات المالية المعروضة من طرف النظام المالي على المدخرين، المقاولين، المنتجين، وبالتالي الحد من الأنشطة الاقتصادية الجديدة التي تبطن معدلات النمو الاقتصادي.

وبالتالي فإن الأدبيات الاقتصادية التي تناولت مفهوم الكبح المالي أقرت بوجود علاقة بين هذه السياسة والتراجع الكبير الذي عرفته النظم المالية في البلدان التي تبنتها، فقد استخدمت العديد من الدول وخاصة النامية منها عدة أدوات لتنفيذ سياسات الكبح المالي التي اتبعتها³، هذه الأدوات التي تطرق إليها مجموعة من الاقتصاديين أمثال (Hamson et Neal (1986)، (Morris (1990)، (Fry (1995) يمكن تلخيصها⁴:

- تحديد أسعار الفائدة إداريا عن طريق فرض سقف لا تتعداها أسعار الفائدة الدائنة والمدينة؛
- دعم الفائدة على القروض الموجهة لبعض المشروعات؛
- التدخل في توجيه الائتمان عن طريق وضع حد أقصى للائتمان الموجه لبعض القطاعات الاقتصادية وحد أدنى لقطاعات أخرى؛
- رفع نسبة الاحتياطي القانوني التي تلتزم البنوك بإيداعها لدى البنك المركزي، دون عائد في أغلب النظم بما يتعدى أغراضها الرقابية ودورها في السياسة النقدية والائتمانية لجعلها ضريبة مستترة على عملية الوساطة المالية؛
- فرض نسب سيولة عالية والمبالغة في مكوناتها من الأوراق المالية الحكومية منخفضة العائد بطريقة تقيد إدارة المحفظة المالية للبنوك وتخفيض من عائدها؛
- التدخل في إدارة المؤسسات المالية عن طريق الملكية المباشرة لرؤوس أموالها؛
- فرض قيود على حرية الدخول في النظام المالي بتقييد التراخيص الجديدة ومنع المؤسسات الأجنبية من تملك رؤوس أموال المؤسسات المالية أو وضع قيود على هذه الملكية بنسب لا تتعداها، وكثيرا ما صوّحت القيود المفروضة على حرية الدخول بقيود على عملية الخروج من السوق بمنع البنوك ووحدات الوساطة المالية من

¹ محمد بن بوزيان & عربي ناصر صلاح الدين، " أثر تحرير سعر الفائدة على حجم الادخار-حالة الجزائر"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 2009.

² Ross Levine & Robert King, « Finance, entrepreneurship, and growth :Theory and evidence », Journal of Monetary Economics, Vol 32, North-Holland 199 », p 517 .

³ ماجدة أحمد شلي، مرجع سبق ذكره.

⁴ محمود محي الدين، "من التنمية المالية وأثرها على النمو الاقتصادي"، سلسلة أوراق بحثية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، العدد 15، ماي 2001، ص 11.

التصفية وبتعقيد عمليات الدمج والاستحواذ، بما حجم من آليات السوق وما يمكن أن تفرضه من نظام تحكمه المنافسة والدافع إلى تعظيم الربح بما يرفع من كفاءة الوساطة المالية¹.
حيث أدى اتباع أدوات سياسة الكبح المالي إلى عواقب وخيمة أكدتها أدبيات التنمية المالية²، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي³:

- أدى التحكم الإداري في أسعار الفائدة بوضع سقف عليها في الدول ذات معدلات تضخم مرتفعة إلى جعل سعر الفائدة الحقيقي سالبا، وقد أدى هذا إلى دفع بعض المدخرين المحتملين إلى توجيه مدخراتهم إلى مشروعات منخفضة العائد يقومون بها بأنفسهم بدلا من توجيهها للاستثمار عن طريق ادخارها بواسطة مؤسسات النظام المالي؛
- أدى الانخفاض المفعل للتمويل المصرفي بسبب سقف أسعار الفائدة، إلى اختيار مشروعات كثيفة رأس المال في مجتمعات كان الأولى بها أن تتجه إلى مشروعات كثيفة العمل وفقا لمزاياها النسبية في هذا العنصر من حيث وفرته؛
- أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من البدائل الأخرى من الأصول الأجنبية وأدى ذلك إلى تقليص رقة النظام المالي الرسمي (مقاسا بنسبة الأصول المالية المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي) في مواجهة تزايد حجم النظام المالي غير الرسمي رغم ما يتميز به هذا الأخير من ارتفاع درجة المخاطرة؛
- إن نسب الاحتياطي المرتفعة والتي قد تصل إلى 50% تؤدي إلى تقليل كفاءة الوساطة المالية، وهي بمثابة ضريبة على البنوك حيث تحول الأموال من القروض التجارية إلى البنك المركزي الذي يستخدمها بدوره في تمويل عجز الموازنة الحكومية؛
- أسهم الكبح المالي بالإضافة إلى عوامل اقتصادية وسياسية أخرى في هروب رؤوس الأموال من الاقتصاديات النامية إلى أسواق المال الأجنبية التي توفر عائدا حقيقيا موجبا؛
- كما تسبب التدخل في توظيف الائتمان وتوجيهه إداريا واستخدام أساليب غير سريعة في اتخاذ القرارات الائتمانية، إلى تفاقم مشكلة القروض غير المنتظمة أو الراكدة وانخفاض ربحية البنوك.

وقد أدت هذه النتائج المترتبة على سياسات الكبح المالي إلى اتجاه كل من Mckinnon & Shaw وعدد من الاقتصاديين إلى التأكيد على أن هذه السياسات قد تسببت في تدن مستمر لكفاءة الوساطة المالية وفي تشويه الأسواق، بما يتطلب إصلاح الأمر عن طريق سياسات التحرير المالي والتي تستهدف إزالة كافة أدوات الكبح المالي التي دأبت الدول النامية على اتباعها، بما يؤدي إلى تحقيق التنمية المالية وزيادة المدخرات وتحسن حجم ونوعية

¹Tobin J, « On the efficiency of the financial system », Lolyds Bank Review, July 1984, p1-15.

² محمود محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص12.

³ ينظر في ذلك:

- عاطف وليم أندروس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص ص 195-197.
- ماجدة أحمد شلي، مرجع سبق ذكره.

الاستثمار ومن ثم دفع معدلات النمو الاقتصادي، وبالتالي فإن أساس التنمية المالية التي تعتبر الركيزة الأساسية للنمو الاقتصادي في الدول النامية هو التحرير المالي¹.

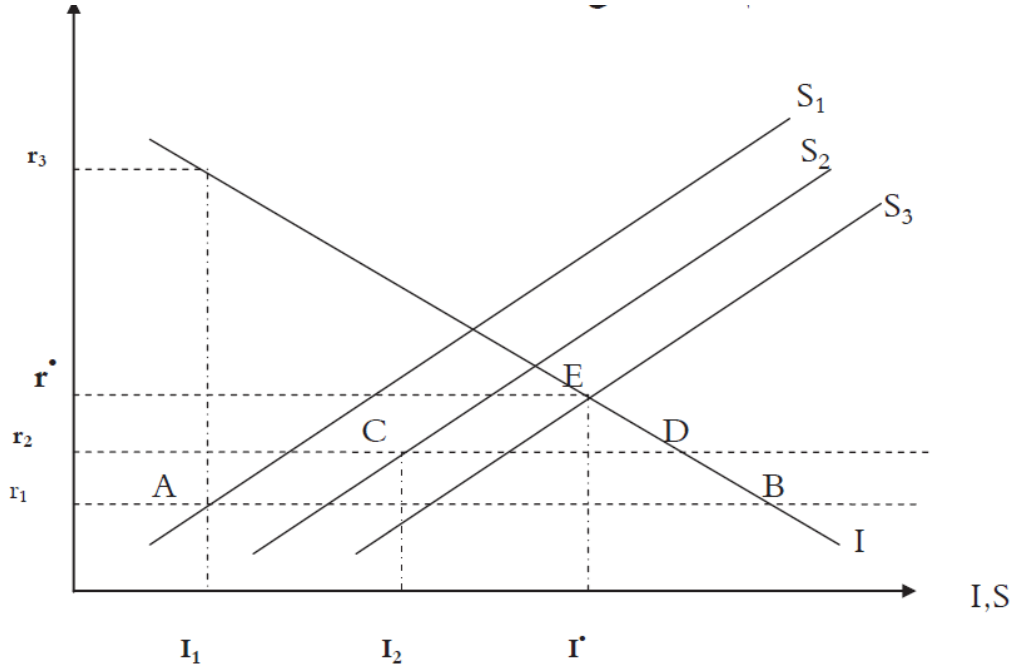
أو بعبارة أخرى تعتبر التنمية المالية شرطا أساسيا لا بد من تعزيز مستواها لنجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية، والتي اعتبرت هذه الأخيرة كحل ووسيلة فعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي من خلال تطوير أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية التي بدورها تحفز على الادخار وبالتالي توفير الأموال اللازمة لمختلف الأنشطة الاقتصادية والاستثمارات التي تنعكس إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي لهذه الدول في المدى البعيد، وعلى إثر ذلك تم تعريف التنمية المالية من طرف Mckinnon & Shaw على أنها التحرير المالي أي التخلي عن سياسات الكبح المالي المفروضة.

ثانيا- نظرية التحرير المالي

اقترح كل E.Shaw & R.Mckinnon سنة 1973 على الدول النامية في أعمالهما النظرية والتطبيقية تحرير أنظمتها المالية من جميع أشكال قيود سياسة الكبح المالي بشكل تدريجي أو كلي، وذلك من أجل التخلص من الآثار السلبية التي كانت ناتجة عن تطبيق هذه السياسة الأمر الذي من شأنه أن يدفع على المدى الطويل بعجلة النمو الاقتصادي والتنمية المالية لهذه الدول نحو الأمام، وقد أشار كل منهما إلى أن تحقيق معدلات فائدة حقيقية سالبة ونسب مرتفعة من متطلبات الاحتياطي الاجباري المفروضة على البنوك التجارية بالإضافة إلى سياسة توجيه الائتمان، تؤدي جميعها إلى قيام نظام مالي مقيد يتميز بضعف دور الوساطة المالية والمصرفية في تعبئة الادخار وعدم التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، الأمر الذي ينعكس سلبا على معدلات النمو الاقتصادي للدول النامية. ولأجل الحد من تلك التهديدات حاول كل من E.Shaw & R.Mckinnon أن يبين أن التنمية المالية تعتبر شرط أساسي لتحقيق معدلات عالية للنمو الاقتصادي، وأن التحرير المالي هو الحل الأمثل للرفع من وتيرة النمو الاقتصادي في تلك البلدان، ويمكن توضيح العناصر الأساسية لأفكار E.Shaw & R.Mckinnon من خلال الشكل التالي:

¹Parasad, Rogoff, Wei and Kose, « The effects of financial globalization on developing countries : some empirical evidence », IMF occasional paper n 220, 2003, p p 22-23.

الشكل رقم (1-6): نموذج Mckinnon & Shaw



Source : Fry Maxwell, « Money and Capital or Financial Deepening In Economic Development ? », Journal of Money Crédit and Banking, Vol 10, N°1, 1978, P465.

حيث يفترض Shaw ما يلي:

- الاستثمار دالة متناقصة في سعر الفائدة I والادخار دالة متزايدة في معدل النمو الاقتصادي ومعدل الفائدة r ؛
- وأن مستويات الادخار ترتبط بمعدلات النمو الاقتصادي، حيث أن كل دالة ادخار تمثل معدل ثابت للنمو الاقتصادي و $S_1 < S_2 < S_3$ ؛
- معدلات الفائدة r_1, r_2 توافق وضعيتين من أسعار الفائدة المحددة إدارياً وهي أدنى من المستوى التوازني، أي $r_1 < r_2 < r^* = S^* = I^*$.
- يمثل المنحنى I في الشكل أعلاه الطلب على الاستثمار، كما تمثل المنحنيات S_1, S_2, S_3 منحنيات الادخار عند كل معدل نمو، ويلاحظ من خلال الشكل ما يلي:
- في حالة ما إذا أرادت الحكومة تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات ذات الأولوية فإنها تخفض من معدل الفائدة إلى r_1 ، وبالتالي ينخفض الطلب على الاستثمار (بالنسبة للقطاعات الأخرى)، والذي يظهر في الجزء AB ؛
- وبنفس الطريقة إذا أرادت الحكومة رفع معدلات الفائدة من r_1 إلى r_2 سيزيد حجم المدخرات مما يؤدي إلى زيادة في حجم الاستثمار وكذا في كفاءته، وبالتالي فإن زيادة معدل الفائدة الحقيقي يزيد من المدخرات فتتخفف الفجوة الادخارية ليصبح الجزء CD أقل من AB ويزيد الاستثمار ليرتفع معدل النمو الاقتصادي؛

- يتحقق التوازن المطلوب بين الاستثمار والادخار عند نقطة التوازن r^* في ظل وجود حالة من التحرير المالي يتحقق معدل الفائدة التوازني عند تساوي الادخار والاستثمار وذلك عند النقطة E.
- وأكد E.Shaw & R.Mckinnon سنة 1973 على أن التحرير المالي بمختلف جوانبه (تحرير النظام البنكي الداخلي، تحرير الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال)، يؤدي إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة حيث أن¹:
- تحرير أسعار الفائدة والخدمات البنكية يسمح بتوفير موارد مالية إضافية لتمويل الاستثمارات لمختلف القطاعات الاقتصادية، كما يساهم في تشجيع المنافسة بين البنوك مما يخفض تكلفة الوساطة المالية، ويساهم كذلك في التخصيص الأمثل للموارد المالية مما يساعد على توجيه القروض البنكية إلى الاستثمارات الأكثر إنتاجية؛
- إلغاء الحواجز أمام تنقلات رؤوس الأموال فيما بين الدول يساهم في رفع حجم الموارد المالية المحلية، الأمر الذي يسمح بتوفير التمويل اللازم والسريع للاستثمارات المنتجة خاصة استثمارات القطاع الخاص، كل هذا سيقدم الدعم بدرجات كبيرة لتحقيق معدلات نمو اقتصادي عالية وموجبة.
- وقد لقي تحليل Shaw & McKinnon المتعلق بسياسة التحرير المالي مساندة وتأييدا من طرف العديد من الاقتصاديين خاصة من طرف أنصار مدرسة ستانفورد (School Stanford)، حيث أجمع هؤلاء الاقتصاديون على أن هذه السياسة تدعم إيجابيا النمو الاقتصادي في الدول النامية، وقاموا بإثراء وتطوير التحليل الذي جاء به كل من Shaw & McKinnon سنة 1973 بمجموعة من الدراسات النظرية والتطبيقية، وأهم هؤلاء الاقتصاديون (Kapur(1976)، Vogel & Buser(1976)، Galbis(1977)، Mathieson(1979)، Roubini & Sala-i-Martin(1992) وآخرون.
- كما تعرض تحليل Shaw & McKinnon في شكله الأول إلى العديد من الانتقادات خاصة من طرف الكينزيون الجدد (The post-keynesians) وأنصار مدرسة الهيكلين الجدد (The new structuralists) وذلك في ما يتعلق بالمبادئ التي يركز عليها هذا التحليل، وأهم هؤلاء الاقتصاديون: (Stiglitz & Weiss(1981)، Taylor(1983)، Van Winjbergen(1983)، Sho(1986)، Fry(1988)، Burkett & Dutt (1991)، وآخرون.

¹ بلقاسم بن علال، "دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (2011/1990)", مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، العدد الثاني، ديسمبر 2014، ص ص 280-281.

وأنحصرت بعض الانتقادات التي تعرض لها تحليل McKinnon & Shaw فيما يلي¹:

- انتقاد فرضية الأثر الإيجابي لارتفاع معدلات الفائدة على الادخار والاستثمار؛
- عدم الأخذ بعين الاعتبار مشكل عدم كفاءة الأسواق المالية وعدم تناظر المعلومات في الدول النامية؛
- إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي.

المطلب الثاني: مفهوم التحرير المالي ومتطلباته

تندرج سياسة التحرير المالي ضمن سياق التحرير الاقتصادي وتعتبر أحد مكوناته الرئيسية في برامج الإصلاح الاقتصادي، كما تندرج سياسة التحرير المالي كذلك ضمن التطورات المالية والمصرفية العالمية التي تقوم على مبدأ التحرير من القيود والعراقيل، وقد اعتبر كل من McKinnon & Shaw أن سياسة التحرير المالي ما هي إلا حل أمثل بالنسبة للدول النامية للخروج من حالة الكبح المالي.

حيث يعتبر الكبح المالي من أبرز العوامل التي تؤثر على حشد المدخرات المجمعة من قبل النظام المصرفي ولا تزال هذه الفكرة موجودة في تطبيقاتها في الدول النامية والتي تعوق التطورات في النظام المالي، نمو المدخرات والاستثمارات وبالتالي ينقل الأثر إلى التنمية والنمو الاقتصادي.

وعليه كانت الانطلاقة الأولى لهذه النظرية على يد McKinnon & Shaw حيث عرفت أدبيات هذه النظرية باسم نموذج ماكينون وشو The McKinnon – Shaw model، ومنذ ذلك التاريخ وجدت نظرية التحرير المالي صدى إيجابي من طرف صندوق النقد الدولي والبنك العالمي وكذلك من جانب بعض الدول النامية، فأصبح كل من التحرير والنمو يمثل جوهر السياسة الاقتصادية المطبقة من طرف المنظمين الدوليين اتجاه اقتصاديات الدول النامية، فقد أصبح النمو هو الهدف الاقتصادي والتحرير المالي الأداة الأساسية لتحقيقه².

وعلى إثر ذلك يمكن القول أن التحرير المالي قد سار وفق خطوتين أساسيتين هما:

- تخفيف القيود على الأسعار والكميات، وكانت أهم تدابير التحرير هي تخفيف قيود الصرف في البلدان الصناعية الرئيسية الثلاثة التي أبقت على مثل هذه الضوابط كل من فرنسا، اليابان وبريطانيا وسمح هذا التخفيف لرعايا هذه الدول بالحصول على استثمارات بالعملة الأجنبية، مما زاد إمكانية الاستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية؛
- تخفيف القيود على أنواع معينة من النشاط المالي، حيث تتم تخفيف القيود على وصول المقترضين الأجانب إلى الأسواق الوطنية وعلى قدرتهم على الاقتراض بالعملة الوطنية مما زاد من تكامل الأسواق المالية المحلية والدولية.

¹ نفس المرجع السابق، ص 281.

² Philippe Mamas, « La libération financière et croissance économique », Dissertation préparation Capes 2001-2002 – IUFM, Paris I, p1 consulter sur le site : static2.destocch.com/docs/57191610/ consulté le 5/03/2014.

وعليه تعددت تعاريف لتحرير المالي نورد أهمها:

حيث عرف كل من Mckinon & Shaw التحرير المالي على أنه الوسيلة الوحيدة الفعالة لتطوير الوساطة المالية للبدء في تراكم رأس المال وتعزيز النمو الاقتصادي في البلدان¹.

والتحرير المالي هو إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان توزيع وتخصيص الموارد المالية وتحديد أسعار العمليات المالية طبقا لقوى العرض والطلب، كذلك ينبغي إلغاء الرقابة المالية الحكومية وبيع البنوك ذات الملكية العامة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام، وعدم فرض أية قيود على حرية الدخول والخروج من صناعة الخدمات المالية².

وهو أيضا عبارة عن عملية تتمثل في مجموعة من الإجراءات التي تطبق من أجل إلغاء القيود المفروضة على القطاع المصرفي فضلا عن تحسين الإطار المؤسسي للسياسة النقدية، ونزع القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال وذلك بهدف إصلاح القطاع المالي الداخلي والخارجي للدولة³.

أولا-متطلبات التحرير المالي الناجح

يتطلب التحرير المالي توفر مجموعة من المتطلبات قبل الشروع في إجراءات إزالة القيود على النظام المالي ومن أهمها ما يلي:

1- توافر الاستقرار الاقتصادي العام:

للاستفادة من مزايا التحرير المالي وفي نفس الوقت تقليل المخاطر يتطلب تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، لأن فترة تطبيق سياسات التحرير المالي والتحول إلى قطاع مالي مفتوح تكون لها نتائج غير مرضية عندما يكون النظام المالي والمصرفي غير متطور، لذا فإن التحرير المالي يتطلب اتخاذ سياسات نقدية ومالية تدعم الاستقرار الاقتصادي، أي يجب أن تكون هذه السياسات مصاغة بعناية للسيطرة على التضخم، وتقليل العجز المالي عن طريق ترشيد الانفاق العام، وكذا تقليل إلى أدنى حد الاختلافات بين أموال الأسواق المالية الداخلية والخارجية، يعني أن تواكب أسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية المحلية أسعار الفائدة في الأسواق المالية العالمية، كما ينبغي أيضا تدعيم النظام المالي والمصرفي المحلي حتى يستطيع المنافسة⁴.

¹Hakimi Abdeleaziz & autre , « **Financial liberalization and banking profitability : A panel data analysis for tunisian banks** », International journal of economics and financial Issues, 2011, volume1, N° 2, p21.

² رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص 73.

³Murat Ucer, « **Notes on financial liberalization** », Procrée songs of the seminar – macroeconomic management : New methods and current policy issues, Turkey, 2000, p1.

⁴ ينظر في ذلك إلى:

- رونالد ماكينون، " النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد"، ترجمة صليب بطرس & سعاد الطنبولي، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، مصر، 1996، ص 16.

- عاطف أندروس، مرجع سبق ذكره، ص 188.

فالسيطرة المالية يجب أن تسبق عملية التحرير المالي، لذا يتعين على الحكومة الأخذ بأسباب التحرير بأن تُطور وبسرعة نظامها الضريبي وفرض قاعدة ضريبية عريضة حتى تتجنب التضخم¹، كما يجب تحقيق الانسجام بين الضرائب على النظام المالي والضرائب في البلدان، والعمل على تحقيقه قبل إلغاء الرقابة على رأس المال من أجل تجنب تدفقات رؤوس الأموال واسعة النطاق.

2- توافر المعلومات والتنسيق بينها:

لإنجاح التحرير المالي يتطلب توافر المعلومات تلك المتعلقة بسيولة المؤسسات المالية لصالح المودعين والمستثمرين، ومعلومات عن إدارة المؤسسات المالية التي تساعد على تحديد مخاطر الاستثمار والعائد المتوقع، والتنسيق بينها ينطوي على تحديد العلاقة بين سعر الفائدة ودرجة المخاطرة من جهة، وسعر الفائدة والأرباح المتوقعة من جهة أخرى، كما أن عدم التنسيق بينها يؤدي إلى صعوبة تمييز المقرضين بين المشروعات الفاشلة والمشروعات الناجحة ورفع تكلفة الحصول عليها².

3- التنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية:

إن إنجاح التحرير المالي يتطلب إشراف حكومي قوي من أجل منع الانحرافات والمحافظة على انضباط السوق، وتفادي وقوع الأزمات المالية والمصرفية، ويهدف الإشراف الحذر على المؤسسات المالية والمصرفية إلى الاهتمام بإدارة المخاطر والتنبيه إليها، وضمان الشفافية والاهتمام بالأوضاع المالية للبنوك والمؤسسات المالية، والاهتمام بالهيكل التنظيمي والاداري لجهات الرقابة، وتسهيل تدقيق المعلومات وإقامة هيئات رقابية وإشرافية تتمتع بالاستقلالية بهدف تحقيق استقرار النظام المالي.

4- يراعى التدرج في تطبيق برنامج التحرير المالي:

ثمة منهجان للتحرير المالي أحدهما مباشر وفيه يتم تحرير النظام المالي الداخلي والنظام المالي الخارجي في آن واحد وتتم كافة إجراءات التحرير المالي في وقت واحد، والآخر مرحلي أو التدريجي وهو التحرير الذي يتم في شكل تسلسل ومتأني في إجراءاته وتطبيقه بحیطة وحذر³.

حيث أدى النهج الأول الذي ينطوي على التطبيق الآني لكافة خطوات التحرير المالي مع تجاهل اعتبارات التسلسل والتدرج إلى حدوث مشاكل مالية واقتصادية في الدول التي سلكت ذلك النهج ونشير في هذا الصدد إلى تجارب كل من الأرجنتين والأوروغواي للتحرير الشامل، فكلا الدولتين قامتا بتحرير نظاميهما المالي الداخلي والخارجي في آن واحد، وقد أدت تلك الخطوات في البداية إلى تزايد درجة العمق المالي ومارست لحين تأثيرات إيجابية على الاستثمار الكلي والأداء الاقتصادي الكلي، إلا أن تلك السياسات أسهمت بعد ذلك في زيادة المخاطر المنتظمة وأدخلت اقتصاديات تلك الدول في دائرة من الأزمات المالية.

¹ رونالد ماكينون، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² بن طلحة صليحة & معوشي بوعلام، "دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية"، ورقة بحثية قدمت في المنتدى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية - واقع وتحديات -، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف، يومي 14-15 ديسمبر 2004.

³ عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 202.

وعلى العكس من النهج الشامل فإن النهج التدريجي لتحرير المالي، أدى إلى تلافي الآثار السابقة وربما تمثل تجربة الهند دليلاً قوياً على ذلك، اتخذت نهجاً تدريجياً في التحرير المالي 1991، وقامت بتحرير نظامها المالي الداخلي بشكل تدريجي قبل نظامها المالي الخارجي الأمر الذي مكنتها من تجنب العديد من الأزمات المالية والاقتصادية وأدى ذلك إلى زيادة مستوى العمق بها¹.

ثانياً- إجراءات التحرير المالي ومنهجه الأمثل

إن عملية التحرير المالي تتطلب جهوداً عملية لتكييف وإصلاح النظام المالي، وهذه الإصلاحات لها آثارها الإيجابية على مسار المؤسسة المالية على الأصعدة التمويلية من حيث الموارد، والإنتاجية عن طريق الوظائف، والتسويقية عن طريق المنافذ، والتأهيلية عن طريق العوامل.

وقد أصبحت التنمية المالية ركناً أساسياً في إحداث عملية التنمية الاقتصادية ومن خلال تفاعلها مع بقية المتغيرات الاقتصادية الداخلية أو الخارجية، فمن خلال وجود نظام مالي متطور يمكن تعبئة وتخصيص الموارد المالية بكفاءة وخدمة الأغراض المنتجة وتحقيق نمو قابل للاستمرار، نتيجة لتزايد الكفاءة التخصيصية، إضافة إلى كون التحرير المالي أضحى من متطلبات اللحاق بركب التطور الاقتصادي العالمي في ظل العولمة الاقتصادية²، وعموماً تأخذ تلك الاستراتيجيات ثلاث مستويات من الإصلاحات.

حيث أثبت كل من Ben Gamra & Clévenot (2008/2005) في دراستين قاما بهما³ أنه مهما اختلفت إجراءات وخطوات سياسة التحرير المالي، إلا أنها تشمل جوانب رئيسية وفق المعادلة التالية:

$$LF = 1/3 LSBI + 1/3 LMF + 1/3 LCC$$

حيث:

LF : التحرير المالي

LSBI: تحرير النظام المصرفي الداخلي (المحلي)

LMF: تحرير الأسواق المالية

LCC: تحرير حساب رأس المال

¹ Varouj A. Aivazian, « **Microeconomic Elements of Financial Liberalization: Perspectives from Finance Theory**; Financial Reform in Developing Countries » (edited by M. Fanelli and R. Medhora), MacMillan, London, 1998 p343-344.

² محمد فيش، "القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة"، وقائع الندوة المنعقدة في 23 أبريل 2000، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، ص ص 22-26.

³ Voir :

- Saoussen Ben Gamra & Mickael Clévenot, « **Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions** », Université Paris XIII, 2005, p p 10-11.
- Saoussen Ben Gamra & Mickael Clévenot, « **les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement, croissance économique ou instabilité financière ?** », Université Paris XIII, 2008, p7.

1- تحرير النظام البنكي:

يشمل تحرير النظام البنكي الداخلي ثلاثة عناصر أساسية¹:

- أ- **تحرير أسعار الفائدة الدائنة والمدينة:** ويتحقق ذلك عن طريق الحد من الرقابة على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة والتخلي عن سياسة التحديد الإداري لها، وتركها حرة تتحدد في السوق بالالتقاء بين عارضي الأموال والطلبين لها للاستثمار، مع الملائمة بين الاستهلاك والانفاق الاستثماري.
- ب- **تحرير القروض:** ويتحقق ذلك عن طريق الحد من عملية توجيه الائتمان نحو القطاعات التي تعتبرها الحكومة أولوية للتمويل على حساب قطاعات أخرى، والحد من وضع سقف ائتمانية على القروض الممنوحة لبعض القطاعات، وبالإضافة لذلك إلغاء أو خفض نسب الاحتياطات الاجبارية المفروضة على البنوك التجارية.
- ج- **تحرير المنافسة البنكية:** والذي يتحقق بإلغاء وإزالة القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك الخاصة برأس مال محلي أو أجنبي، وكذلك إلغاء القيود التي تمنع خلق بنوك ومؤسسات مالية متخصصة وشاملة.

2- تحرير الأسواق المالية:

والذي يرتبط بإلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (أسهم، سندات، ...)، وهي تشمل عمليات الشراء التي تتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع والاصدارات التي تتم في الخارج بواسطة مقيمين (تدفقات إلى الداخل) أو على مبيعات أو إصدارات يقوم بها محليا غير المقيمين أو عمليات الشراء التي يقوم بها في الخارج مقيمون (تدفقات للخارج)²، والتي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال إلغاء الحواجز أو تقليلها أمام انضمام المستثمرين والشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها، الأمر الذي يعزز تشجيع شركات المساهمة وإعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية³.

3- تحرير حساب رأس المال:

ويتضمن العمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على المعاملات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال وعدم تدخل السلطات النقدية في تحديد معدل صرف العملة المحلية، كذلك يتضمن تحرير تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الاقتصاد وحرية التعامل بمختلف أشكال رؤوس الأموال كالاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحافظ المالية كالأسهم والسندات والمعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية والمعاملات المتعلقة

¹Benallal belkacem, « Les effets de l'application de la politique de libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie 1970-2010 », Etude économétrique avec la méthode de Co intégration, Friedrich EBERT STIFTUNG, Fondation Friedrich Ebert, Bureau d'Alger, p6.

² باري أيشينجرين & مايكل موسى، " صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 4، ديسمبر 1998، ص 21.

³ مانويل غينيا، " دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي والتصحيح الهيكلي"، بحث مقدم إلى ندوة السياسات المالية وأسواق المال العربية- تحرير سعيد النجار-، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 1994، ص 14.

بالشروط الشخصية والمعاملات المتعلقة بالديون كالقروض البنكية والالتزامات والتسهيلات الائتمانية المقدمة من الدول المتقدمة إلى الدول النامية، والديون المستحقة على الديون الجديدة والتعامل بالنقد الأجنبي. وبناء على درجة تحرير كل من جانب من الجوانب الثلاثة المذكورة أعلاه، يمكن الحكم على درجة التحرير المالي في الاقتصاد ككل بالنسبة لكل دولة، والجدول التالي الذي وضع من طرف كل من Ben Gamra & Clévenot يبين المعايير المستعملة في تحديد درجة التحرير المالي تدريجي أو كلي.

الجدول رقم(1-2): معايير تصنيف درجة التحرير المالي

تحرير كلي	تحرير جزئي	قيود سياسة الكبح المالي	
-عدم وجود رقابة وتدخّل في تحديد معدلات الفائدة الدائنة والمدينة.	-عدم وجود رقابة وتدخّل في تحديد معدلات الفائدة الدائنة والمدينة.	معدلات الفائدة الدائنة والمدينة	النظام المصرفي الداخلي
-عدم وجود رقابة على القروض، الاحتياطات الاجبارية والدخول إلى القطاع البنكي؛ -نسبة الاحتياطي الإجباري لا تتجاوز 10% لمدة تقل عن سنتين.	-عدم وجود رقابة على القروض، الاحتياطات الاجبارية والدخول إلى القطاع البنكي؛ -نسبة الاحتياطي الإجباري بين 10% و50% لمدة تفوق 5سنوات.	القروض، الاحتياطات الاجبارية والدخول الخاص المحلي والأجنبي إلى قطاع البنوك	
-المستثمرين الأجانب مصرح لهم بتملك أصول مالية محلية بدون شروط.	-المستثمرين الأجانب غير مصرح لهم بتملك أكثر من 49% من الأصول المالية المحلية. -يوجد قيود على المساهمة في بعض القطاعات الاقتصادية.	الاستثمارات الأجنبية في المحافظ المالية	الأسواق المالية
- توزيع رأس مال المستثمر، وأرباح الأسهم وفوائد السندات يتم في السنتين الأوليتين من الاستثمار.	- توزيع رأس مال المستثمر، وأرباح الأسهم وفوائد السندات لا يتم قبل 5سنوات الأولى من الاستثمار.	توزيع رأس مال المستثمر، وأرباح الأسهم وفوائد السندات	
-البنوك والمؤسسات المالية المحلية تقتصر بكل حرية من الخارج، بشرط أن تعلم السلطات النقدية.	-البنوك والمؤسسات المالية المحلية مصرح لهم بالاقتراض من الخارج لكن في وجود بعض القيود.	اقتراضات البنوك المحلية من الخارج	حساب رأس المال
- عدم وجود أسعار الصرف خاصة على عمليات الحساب الجاري وتدفقات رأس المال (التحويلات المالية للعملاء)، ولا وجود للقيود فيما يخص خروج رؤوس الأموال.	-وجود أسعار الصرف خاصة على عمليات الحساب الجاري وتدفقات رأس المال (التحويلات المالية للعملاء)، ووجود قيود فيما يخص خروج رؤوس الأموال.	سعر الصرف	

Source : Saoussen Ben Gamra & Mickael Clévenot, « les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement, croissance économique ou instabilité financière ? », op-cit, p23.

المطلب الثالث: أثر التحرير المالي على التنمية المالية

يشكل التحرير المالي أحد أهم العناصر الضرورية لتحقيق التقدم الاقتصادي، فهو يمثل شرطا أساسيا لتحقيق النمو الاقتصادي على نطاق واسع، حيث أشار العديد من الاقتصاديين إلى أهمية التحرير المالي في تطوير النظام المالي الذي يُمكنه من الحصول على مجموعة واسعة من الخدمات المالية ذات جودة وكفاءة عالية ويقوي العلاقات المالية مع الاقتصاد بأكمله.

أولا- دور التحرير المالي في تنمية النظام المالي

إن وجود نظام مالي متطور في دولة ما يسمح لها بتعبئة الموارد المالية بالقدر الذي يحتاجه الاقتصاد، كما يحسن من مهمة توجيه هذه الموارد إلى المشاريع والاستثمارات الجديدة، لذلك يعتبر أغلب الاقتصاديين أن التنمية المالية تحفز النمو الاقتصادي في الدول النامية، ويستند هذا الرأي على مجموعة من النظريات الاقتصادية والأعمال التطبيقية التي قام بها العديد من الخبراء الاقتصاديين، وذلك بعكس النظريات الاقتصادية القديمة التي كانت تعتبر أن للنظام المالي دور محايد وسلبي في الاقتصاد¹.

تعتبر الأعمال المقدمة من طرف Mckinnon & Shaw سنة 1973 الأهم في هذا المجال، حيث توصلا إلى تقديم تفسير نظري للعلاقة القائمة والايجابية بين سياسة التحرير المالي والتنمية المالية والنمو الاقتصادي وأوضح كل منهما أن تطبيق سياسة الكبح المالي التي تتميز بالتدخل الحاد للسلطات العمومية في النشاطات الاقتصادية والمالية كانت وراء ضعف معدلات النمو الاقتصادي في أغلب الدول النامية.

وبالتالي فالاقترحات الأساسية لـ Mckinnon & Shaw تركز على تحرير النظام المالي الذي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال التنمية المالية²، ويعتبر ما جاء به كل من Mckinnon & Shaw كنقطة بداية لعدة دراسات نظرية وتطبيقية جاء بها خبراء اقتصاديون³، حيث اعتبر كل من (King & Levine (1993)، (2000) [Levine, Loayza & Beck, Parasad, Wel & Kose, Rogoff 2003]، وآخرين أن التنمية المالية هو شرط مسبق لنجاح تطبيق سياسة التحرير المالي، حيث أشاروا إلى أن تطبيق التحرير المالي في الدول النامية هي وسيلة فعالة لتحقيق معدلات نمو اقتصادي عالية وموجبة، وذلك بفضل تطور النظام المالي والمصرفي الذي بدوره قد يحفز الادخار وبالتالي توفير الأموال اللازمة لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، والتي قد تنعكس

¹ بن علال بلقاسم & بن بوزيان محمد، " التطور المالي أساس نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية: حالة النظام المصرفي الجزائري (2011/1990) - دراسة قياسية باستعمال طريقة التكامل المتزامن -"، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول "النظام المالي والنمو الاقتصادي"، المدرسة العليا للتجارة، يومي 06-07 ماي 2014.

² نفس المرجع السابق.

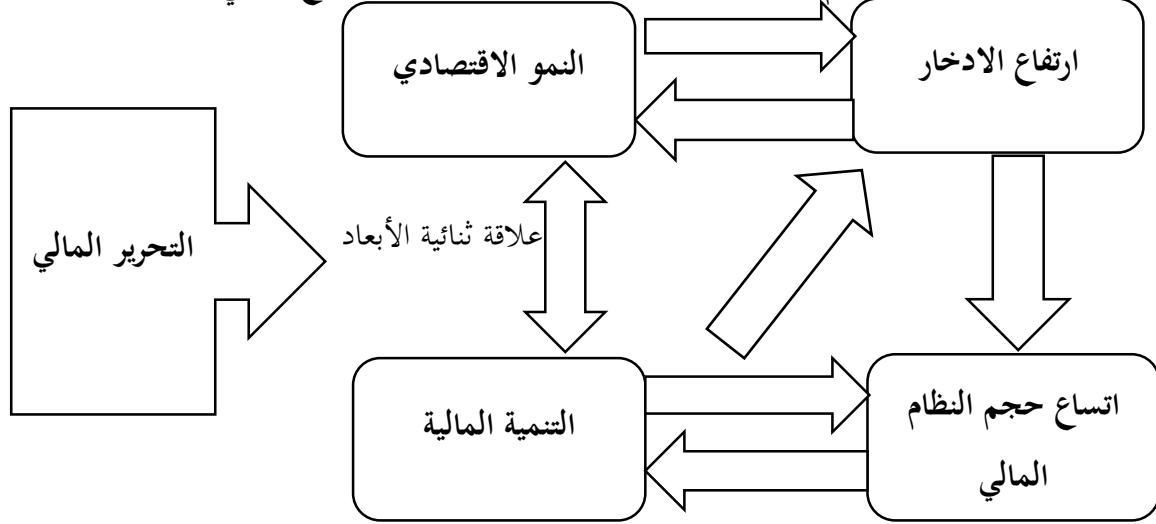
³ ينظر في ذلك:

- King & Levine, « Finance, entrepreneurship, and Growth », Journal of Monetary Economics, Vol 32, 1993, p513-542.
- Levine & Loayza & Beck, « Financial Intermediation and Growth : Causality and Causes », Journal of Monetary Economics, Vol 46, 2000, PP 31-77.

إيجابيا على معدلات النمو الاقتصادي لهذه الدول، وبالتالي فإن أساس نظرية سياسة التحرير المالي هو التنمية المالية التي تعتبر أحد الدعائم والركائز الأساسية للنمو الاقتصادي في الدول النامية.

والشكل التالي يوضح العلاقة التي تربط ما بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي بعد تطبيق سياسة التحرير المالي:

الشكل رقم (1-7): العلاقة بين النمو الاقتصادي والقطاع المالي المحرر



Source : Mona Kamel, « Financial Development and Economic Growth in Egypt : A re-investigation », Journal of Economic Literature, MPRA, Parer N°48564, July 2013, P12.

أما بالنسبة للدراسات العملية السابقة المتعلقة بدراسة أثر التحرير المالي على تطوير النظام المالي وشروط نجاحه من الدراسات التي تبنتها المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد والبنك الدوليين، وذلك بهدف مساعدة الدول خاصة الدول النامية التي تبنت نهج التحرير المالي في الاستفادة من مزايا تطبيق سياسة التحرير المالي وتجنب التحديات التي قد تفرزها هذه السياسة كالأزمات المالية والمصرفية.

لهذا سنحاول دراسة أثر التحرير الذي انتهجته العديد من الدول النامية كخطوة هامة من خطوات اصلاح وتطوير أنظمتها المالية بناء على توصيات الهيئات الدولية، ولتقييم هذا الأثر ندرج فيما يلي دراسة قام بها صندوق النقد الدولي تتضمن مجموعة من الأبحاث عن التنمية المالية والنمو الاقتصادي لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كجزء من البلدان النامية.

ثانيا- أثر التحرير المالي على تطوير النظم المالية في الدول النامية

عموما يوحى الدليل العملي الحديث بشأن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) بأن التحسينات التي طرأت على التنمية المالية في العقد الماضي لم يكن لها بعد تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي، ولتوضيح ذلك قام صندوق النقد الدولي بدراسة تضمنت مجموعة من الأبحاث عن النمو والتنمية المالية لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) كدول نامية، حيث اهتمت هذه الدراسة بستة جوانب رئيسية من خلال جمع أكثر من 100 إحصائية كمية ونوعية من 20 بلد في المنطقة لسنتي 2001-2000 و 2002-2003، وهي جوانب ضرورية لتقييم مدى نمو وتطور القطاع المالي وتحسن أداء هذه الجوانب في اقتصاد من شأنه الرفع من مستويات التنمية المالية.

حيث قامت هذه الدراسة باستحداث مؤشرات جديدة لقياس تطور النظام المالي (التنمية المالية) في المنطقة، تجمع بين ستة مؤشرات مختلفة كل منها مكون من أربعة إلى تسعة مؤشرات متنوعة مبنية على الجوانب المذكورة أعلاه، حيث يتيح هذا المؤشر الكلي لنا جميع البلدان من بينها الجزائر في ثلاث فئات: تنمية مالية عالية، تنمية مالية متوسطة، تنمية مالية منخفضة. وتبين من خلال تحليل البيانات عبر البلدان المختلفة محل هذه الدراسة بعض الاتجاهات ونقاط الضعف، بما في ذلك مجالات الإصلاح في المستقبل، وفيما يلي دراسة تحليلية للأنظمة المالية في المنطقة¹:

1- السياسة النقدية: تبين أن الدول المعنية في هذه الدراسة تستخدم في الغالب أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية، كما أن أسعار الفائدة تحدد بحرية مع وجود أوراق مالية حكومية، إلا أن النمو المحدود للأسواق الثانوية لأوراق الحكومية المالية أو عدم وجودها يعرقل استخدام البنك المركزي الواسع لعمليات السوق المفتوحة، وتفتقر قلة من البلدان لإطار شامل لتصميم وتنفيذ السياسة النقدية.

2- القطاع المصرفي: القطاع المصرفي في عدد قليل من البلدان مثل التي تنتمي إلى مجلس التعاون الخليجي متطور جدا ويحقق أرباحا وكفؤا، ولكن القطاع المصرفي في نصف المنطقة تقريبا ليس متطورا بشكل جيد ويسيطر عليه القطاع العام.

وتتميز بنوك القطاع العام بتدخل الحكومة في تخصيص الائتمان، وبالخصائز ومشاكل السيولة والفروق الكبيرة في أسعار الفائدة، والقطاع المصرفي شديد التركيز في أكثر من نصف بلدان المنطقة، إذ تمثل أصول أكبر ثلاثة بنوك لأكثر من 65% من إجمالي أصول البنوك، ودخول بنوك جديدة في القطاع أمر صعب وفي أجزاء عديدة من المنطقة تنعدم الصرافة الحديثة والمهارات المالية.

3- التنظيمات والإشراف: قامت بلدان عديدة مثل بلدان مجلس التعاون الخليجي والأردن ولبنان والمغرب، وتونس بتقوية الإشراف والتنظيم المصرفيين وقررت إجراءات حديثة لجمع المعلومات التديرية على أساس منتظم وللتفتيش على البنوك ومراجعة أعمالها، كما اتخذت خطوات للالتزام بالمعايير الدولية التي وضعتها لجنة بازل حول الإشراف على البنوك مثل زيادة نسب كفاية رأس المال وتقليل الديون المشكوك فيها، ومع ذلك مازالت القروض المعدومة تمثل في أغلب البلدان من 10 إلى 20 % من إجمالي القروض.

4- القطاع المالي غير المصرفي: القطاع المالي غير المصرفي في أغلب بلدان المنطقة والمتمثل في سوق الأوراق المالية وسوق سندات الشركات، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات وصناديق الاستثمار المشترك ليس متطورا بدرجة كافية وحتى في البلدان التي توجد فيها مثل هذه الأسواق، فإن التداول فيها محدود عادة ومما يعوق تطور هذه الأسواق بشكل خاص الافتقار إلى إطار تشريعي واضح ومستقر، بالإضافة إلى القيود القانونية على الملكية.

¹سوزان كرين وأحمد مشفق مبارك & ريشي غويال & راندا ساب، " العمل المصرفي في سبيل التنمية"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 2003، ص ص 26-27.

5- الانفتاح المالي: فتحت بلدان المنطقة بالتدرج حساباتها الجارية والرأسمالية، ولدى نصف بلدان المنطقة تقريبا قطاعات مالية مفتوحة رغم أن العديد منها يحتفظ بقيود على ملكية الأجانب للأصول وعلى تحويل المكاسب للخارج، ولدى بعض البلدان مثل إيران وباكستان والجزائر وموريتانيا عدة أسعار للعملة أو أسواق موازية للصرف.

6- المناخ المؤسسي: في كثير من بلدان المنطقة تعد نوعية أو فاعلية المؤسسات، بما في ذلك النظام القضائي والبيروقراطية والقانون والنظام، وحقوق الملكية ضعيف، فعلى سبيل المثال يتعرض النظام القضائي في بلدان عديدة للضغط السياسي ويتأخر كثيرا في إنجاز عمله، مما يترتب عليه ضعف الإنفاذ القانوني للعقود واسترداد القروض، مما يعرقل النشاط التجاري والاستثمار ومن ثم النمو.

بعد الدراسة للمحاور الستة السابقة قام خبراء الصندوق بتصنيف البلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA) حسب مؤشر يشمل المحاور الستة كافة ضمن ثلاث فئات لدرجة التنمية المالية وهي: الدرجة المرتفعة والدرجة المتوسطة والدرجة المنخفضة كما في الجدول الآتي¹:

الجدول رقم (1-3): مستويات التنمية المالية لمنطقة الشرق الأوسط ودول شمال إفريقيا (MENA)

مستوى التنمية المالية		
منخفض	متوسط	عالي
جمهورية إيران الإسلامية	الجزائر	البحرين
الجمهورية العربية السورية	جيبوتي	الأردن
السودان	مصر	الكويت
ليبيا	موريتانيا	لبنان
اليمن	المغرب	عمان
	باكستان	قطر
	تونس	المملكة العربية السعودية
		الإمارات العربية المتحدة

الدرجات من 0 إلى 10، حيث 10 هو أعلى مستويات التطور، وقد تم ترتيب البلدان في كل فئة حسب ترتيب الأبجدية الإنجليزية.

المصدر: سوزان كرين & أحمد مشفق مبارك & ريشي غويال & راندا ساب، "التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، صندوق النقد الدولي، 2003، ص 10.

¹ سوزان كرين & أحمد مشفق مبارك & ريشي غويال & راندا ساب، "التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، صندوق النقد الدولي، 2003، ص 10.

ومقارنة بالبلدان الأخرى في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) ، تبين أن البلدان الأكثر تقدماً في مراتب التنمية المالية تتسم في الغالب بالخصائص التالية:

- استخدام أكثر كثافة للأدوات غير المباشرة في السياسة النقدية؛
- حصص ملكية أقل للقطاع العام في المؤسسات المالية؛
- مقدار أقل من التمويل النقدي لعجز المالية العامة أو انعدام مثل هذا التمويل؛
- درجة أعلى من التنظيم والرقابة الاحترازيين؛
- موارد بشرية تتمتع بمؤهلات أفضل بما في ذلك المهارات الإدارية والمالية؛
- مناخ قانوني أقوى.

وتعبر هذه النقاط بشكل كبير عن التوجه نحو سياسات التحرير المالي، وتبني برامج إصلاحية شاملة فلقد أصلحت دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) أنظمتها المالية خلال السنوات القليلة الماضية ومع ذلك فقد طغى الإصلاح والنمو الأسرع في أجزاء أخرى من العالم على جهودها. وإزاء خلفية العولمة المتزايدة فالتحدي الذي يواجهه صانعي السياسة في بلدان المنطقة، في الابتعاد عن السياسات المالية الكابحة سيكون تنفيذ سياسات اقتصادية كلية حكيمة بالإضافة إلى الإصلاحات الهيكلية .

وينبغي أن ترافق تدابير الاستقرار الكلي بدورها خلق بيئة هيكلية تجعل التطور المالي ممكناً، بما في ذلك تدخل حكومي أقل في تخصيص الائتمان وجودة مؤسسية معززة لاسيما في النظام القانوني، ولكن بالرغم من أن بعض دول المنطقة حققت بعض التقدم إلا أن دول أخرى لا تزال تعاني من نقص واختلالات في أنظمتها المالية لذلك يتضح أن هناك العديد من العوائق والتحديات التي تواجه القطاع المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) ، وقد أظهرت الدراسات أن أداء القطاع المالي في المنطقة أقل من مثيله في بعض الدول النامية، وبالرغم من عدم وضوح السبب الفعلي لضعف الصلة بين التمويل والنمو في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) والبلدان المصدرة للنفط - وهو ما يتم وصفه بفجوة الجودة في الوساطة المصرفية- فإن بضعة عوامل محتملة تبدو أكثر وضوحاً هي كالاتي¹:

- أن الخدمات المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لم تتوسع بنفس الدرجة المسجلة في مناطق أخرى، وذلك وفقاً لمسح أجراه البنك الدولي مؤخراً؛
- أن هناك ضعفاً نسبياً في المنافسة بين النظم المصرفية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فقد أجرت دراسة (Anzoategui, Martinez Peria, and Rocha (2010) اختباراً لدرجة المنافسة بين النظم المصرفية في جميع أنحاء العالم، واتضح أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كانت أقل تنافسية إلى

¹ أدولفو باراهاس & رالف شامي & رضا سيد يوسف، " ثمار متباينة - التطور المالي لا يعطي نفس الدفعة لكل البلدان -"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011، ص 39.

حد كبير مقارنة بالمناطق الأخرى، وعلاوة على ذلك حددت الدراسة عاملين وراء ضعف المنافسة هما: عدم كفاية معلومات الائتمان، والعقبات الصارمة نسبياً أمام الدخول في السوق المصرفية؛

- أن نمط الملكية ربما يقوم بدور في هذا الشأن، ومرة أخرى نجد أن معظم بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا رغم التنوع الكبير في أوضاعها لديها حصة كبيرة نسبياً من البنوك المملوكة للدولة و/أو حصة قليلة نسبياً من البنوك المملوكة لجهات أجنبية، وغالباً ما ترتبط زيادة حصة الدولة في النظام المصرفي بضعف العمق المالي؛

- أن وضع الإصلاحات المالية ووتيرتها قد ترتبط بضعف الصلة بين التمويل والنمو.

المبحث الثالث: محددات التنمية المالية

كانت التنمية المالية ولا تزال تتبع أساساً في الفكر السائد خلال حقبة زمنية معينة، حيث برزت مشاركة كل من R.Goldsmith (1969) و Mckinnon & Shaw (1973) الدور البارز للتطور في النظام المالي كونه مؤشراً للنمو الاقتصادي في الدول النامية، لذلك يتطلب قياس مستوى التنمية المالية في أية نظام مالي فهم جميع العوامل التي تساهم فيما بينها في زيادة العمق والكفاءة في الخدمات المالية المقدمة، وعليه سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى تحديد أهم العوامل المؤثرة في التنمية المالية سواء المؤسساتية منها، أو السياسية والهيكلية، وحتى الاقتصادية منها.

المطلب الأول: المحددات الاقتصادية

هناك جملة من المحددات الاقتصادية التي تحكم التنمية المالية تتمثل في:

أولاً-النمو الاقتصادي

خلال أكثر من عقدين جرى التساؤل عن التنمية المالية والنمو الاقتصادي وعن أثرهما على بعضهما البعض، حيث يختلف الاقتصاديون في وجهات نظرهم حول طبيعة العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، إذ تعد الأسواق المالية جزءاً مهماً من التنمية المالية والعلاقة الظاهرة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي تتمثل في أن التنمية المالية هي شرط أساسي للنمو الاقتصادي، إلا أن بعض الاقتصاديين حاولوا إظهار الاتجاه الآخر للعلاقة وهو أن النمو الاقتصادي يمكن أن يروج للتنمية المالية، في حين يرى آخرون العلاقة المتبادلة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي¹، لذلك ظهرت تساؤلات عديدة وهي هل أن التنمية المالية تؤثر في النمو الاقتصادي؟ أم أن النمو الاقتصادي يقود إلى مزيد من التنمية المالية؟ أم أن العلاقة السببية تسير في كلا الاتجاهين، وعليه يجب التمييز بين ثلاث فرضيات لطبيعة العلاقة كالتالي:

¹ مفيد دنون يونس & مثنى عبد الرزاق الدباغ، مرجع سبق ذكره، ص 285.

1- التنمية المالية المؤدية للنمو الاقتصادي

في المرحلة الأولى من التنمية الاقتصادية تؤثر التنمية المالية على النمو الاقتصادي (فرضية قيادة العرض Supply-Leading)، وهي تعني أن المؤسسات المالية وخدمات الوساطة المالية المرتبطة بها تقود الطلب عليها وخاصة الطلب الناتج من القطاعات الأعلى نمواً، حيث تقوم المؤسسات المالية بتحويل الموارد من القطاعات التقليدية إلى القطاعات الحديثة وبهذا يحفز نمو وتطور القطاع المالي النمو الاقتصادي وهو ما يتضح من وضع الدول النامية¹. وقد أيد الكثير من الاقتصاديين هذه الفرضية أمثال (Schumpeter (1911)، Gurly & shaw (1955)، Goldsmith (1969)، Mckinnon (1973)، Shaw (1973)، Fry (1997) حيث يروا أن النظام المالي دوراً حيوياً، التأثير من خلال تقليل التكاليف الناتجة عن التعامل في السوق متمثلة في تكاليف المعاملات والمعلومات والتي قد تعوق توجيه المدخرات إلى الاستثمار - على معدل الادخار وقرارات الاستثمار - والتطور التكنولوجي وبالتالي معدل النمو في الأجل الطويل، ويتأتى هذا التأثير عن طريق ثلاث قنوات رئيسية يتم من خلالها نقل التأثير الإيجابي للتنمية المالية على النمو الاقتصادي وهي الادخار، حجم وكفاءة الاستثمار، كفاءة الوساطة المالية.

2- النمو الاقتصادي يقود التنمية المالية

ترى نظريات وبحوث أخرى ذات وجهات نظر مختلفة بأن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التنمية المالية، وتظهر هذه الفرضية بأن النظام المالي هو الذي يتأثر بالنمو الاقتصادي وليس هو المؤثر، وأن التنمية المالية هي نتيجة للتنمية الاقتصادية، وأن التوسع الاقتصادي المستمر يتطلب خدمات مالية جديدة، فعلى سبيل المثال يمكن أن يؤدي تحسن تكنولوجيا الاتصالات إلى رفع كفاءة النظام المالي وقد ينمو النظام المالي بسبب حدوث تنمية اقتصادية ونمو اقتصادي حقيقي، وأول من أظهر هذه الفكرة هي (Robinson (1952 حيث ذكرت أن " القيادة للمشروع أولاً ثم تبعه المالية" وأن النمو الاقتصادي من شأنه أن يخلق طلباً على الأنواع المختلفة من الخدمات المالية التي يستجيب لها النظام المالي²، وقد وجد عدد من الباحثين مثل (Gurley & Shaw (1955 أن النمو الاقتصادي يسبب تطوراً في النظام المالي.

3- العلاقة المتبادلة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي

هناك أطروحات أخرى أظهرت العلاقة المتبادلة بين المتغيرين وأن كل من التنمية المالية والنمو يسبب أحدهما الآخر، فالنمو الاقتصادي عندهم يعمل على تطوير نظام الوساطة المالية المربح، كما أن تأسيس نظام مالي كفؤ

¹ميرفت عبد السلام عبد المجيد، "النمو الاقتصادي والنمو الاقتصادي - دراسة تطبيقية-"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، مصر، العدد 2، 2010، ص 286.

² صالح إبراهيم الحيساني، "سوق الأسهم والنمو الاقتصادي"، ورقة عمل مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجامعة الاقتصاد السعودية والخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، الرياض، جوان 2007.

يستجيب لنمو اقتصادي أسرع، من خلال التخصيص في تجميع المدخرات وتنويع المخاطر وإدارة السيولة وتقييم المشاريع ومراقبتها، فالوساطة المالية تحسن كفاءة توزيع الموارد ومن ثم تنويع الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، وفي الوقت نفسه أن الكفاءة التقنية ستزيد حجم القطاع المالي لأن اقتصاديات الحجم موجودة في نشاطات القطاع المالي وكنتيجة فإن القطاع الحقيقي قد يمارس تأثير إيجابي خارجي على النظام المالي من خلال حجم الادخار، لذلك فإن التنمية المالية والنمو الاقتصادي يؤثران إيجابيا في بعضهما البعض، إذ أن العلاقة في المراحل الأولى للتنمية تكون أحادية الاتجاه بين التنمية والنمو، وهكذا في المراحل اللاحقة من التنمية تكون العلاقة سببية ثنائية¹.

وهذا ما افترضه (Patrick (1966) في دراسته إذ وجد أن هناك علاقة سببية مزدوجة بين المؤشرات المالية والنمو الاقتصادي، ويفترض أن السببية تذهب من المؤشرات المالية إلى النمو الاقتصادي في المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية بينما يحدث الاتجاه العكسي في المراحل المتقدمة والأخيرة من التنمية². نخلص مما سبق إلى أن هناك عددا من وجهات النظر تتعلق باتجاه العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي³، فيرى (Bagehot (1873) و (Schumbeter, Mckinnon, Shaw(1973) و (Spellman (1982) أن التنمية في الوسائط يمكن أن يسرع من معدل التراكم الرأسمالي وبالتالي يعزز فرص النمو الاقتصادي، في حين ترى (Robinson (1952) أن النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية مما يؤدي إلى نمو الأصول المالية، وظلت هذه الوجهة من النظر مهيمنة حتى أكد (Hicks (1969) على أن الوساطة المالية هي محرك التقدم الصناعي والنمو.

وقد تجسدت العلاقة السببية بين التنمية المالية والنمو بشكل واضح حينما قام (Patrick (1966) بإيجاد علاقة سببية ذات اتجاهين تتجه من النظام المالي إلى النمو الاقتصادي خلال المراحل الأولى من التنمية، في حين تتجه من النمو الاقتصادي إلى النظام المالية خلال المراحل المتأخرة من التنمية، وتساعد الاهتمام بالنظام المالي منذ السبعينيات من القرن الماضي في سياق برامج التحرير المالي، وذلك عندما أوضحت دراستا (1973) (Mckinnon & Shaw) على أهمية التحرير المالي في رفع حجم وكفاءة الادخار والاستثمار، وبالرغم من هذا الاهتمام إلا أنه كان مركزا على الجوانب المصرفية فقط.

ولكن مع نهاية الثمانينات وبداية التسعينيات تأصل الاهتمام بشأن التنمية المالية على يد رواد نماذج النمو الذاتي وبصفة خاصة (Lucas (1988) حيث أكد على دور الأداء الجيد للنظام المالي على النمو من خلال

¹Liu,L & Garcia,R, « Macro Economic Determinant of stock market development », journal of applied economic,1999, vol 2, n1, p36

²Boulila & Trabelsi, « Financial Development and long – Run growth », Granger Causality inabivariate, VAR standare 1962-1998, evidence from Tunis 2002, p 4-6.

³ ينظر في ذلك إلى:

- خالد بن حمد عبد الله القدير، " تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد الأول، الرياض، 2004، ص7.

- نفين محمد إبراهيم طريح، مرجع سبق ذكره، ص ص 294-295.

الهياكل والمؤسسات المختلفة للوساطة، وفي هذا الصدد توالت العديد من الدراسات التي تنصرف إلى بحث العلاقة السببية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي.

ثانياً- التضخم

يعتبر التضخم من أكثر ظواهر الاقتصاد الكلي ضرراً الناتجة عن السياسة غير الحكيمة للأسواق المالية، ويبدو أكبر تأثير مباشر للتضخم على دخل الأسر المعيشية من خلال الأجور الحقيقية، ونظراً لأن الأجور غالباً ما يتم التعبير عنها في إطار إسمي ومن النادر أن تزداد بنفس معدل زيادة الأسعار، لذلك فإن قيمتها الحقيقية قد تنخفض وعلى نفس الغرار، فإن التضخم يقلل من القيمة الحقيقية لكافة الدخول من غير الأجور والتي يتم تحديدها في إطار إسمي (المعاشات، المنح...)¹.

كما للتضخم أثر سلبي على النظام المالي، حيث أن المعدل العالي للتضخم يعد عموماً مؤشراً على عدم الاستقرار الاقتصادي وعدم التأكد بشأن مردودية المشاريع الاستثمارية مما يؤثر على النظام المالي وبالأخص في إحدى وظائفه الأساسية والمتمثلة في منح القروض بفعالية حيث أن معدل التضخم العالي يسبب تخفيض معدل المردودية الحقيقي للنقود²، بل يتعدى أيضاً إلى تخفيض معدل المردودية الحقيقية للأصول بصفة عامة.

المطلب الثاني: المحددات المؤسسية

إن فرضية السببية المزدوجة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي كانت قد تناولتها عدة دراسات نظرية سابقة، والتي أفادت بأن تطور النظام المالي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي وهذا الأخير يساعد على توسع نشاط الوسطاء الماليين، وفي هذا السياق نجد أن للنمو الاقتصادي تأثير على تطور النظام المالي³. في الآونة الأخيرة، أصبح دور المؤسسات في تأثيرها على النمو والتنمية الاقتصادية أحد أكثر المجالات حيوية في الأعمال التجارية في الاقتصاد⁴، ووفقاً (Douglas North 1990) المؤسسات هي قواعد اللعبة في مجتمع ما، أو القيود التي وضعت إنسانياً والمحددة لشكل التفاعل البشري.

وحسب North أيضاً يقصد بالمؤسسات القيود الرسمية (القوانين، الدساتير)، غير الرسمية (العادات والتقاليد)، السياسات الحكومية (التنفيذ والعقاب) والتي تحدد التفاعلات بين المتعاملين الاقتصاديين، وفي هذا الجانب يرى Thomas & North أن المؤسسات تؤثر على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على حقوق الملكية، هياكل الحوافز وتكاليف المعاملات، فالمجتمعات التي يشعر فيها المستثمرون بالأمان فيما يتعلق بحقوق الملكية،

¹ Paul Holden, Vassili Prokopenko، مرجع سبق ذكره، ص 16.

² Kangni Kpodar, « Développement financier, instabilité financière et croissance économique-implications pour la réduction de la pauvreté- », thèse de doctorat en science économique, université d'auvergne Clermont, 2006, p13.

³ Kangni Kpodar, op-cit, p51.

⁴ أمين حواس & فاطمة الزهراء زرويط، " المؤسسات والنمو الاقتصادي"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 13، 2015، ص 143-142.

محدودية المخاطر القانونية والاقتصادية، تكون العقوبات البيروقراطية فيها محدودة الوصول إلى أسواق العمل فيها يكون مأمنا، وبالتالي من المرجح ان تزدهر فيها الاعمال وتزيد الانتاجية وترتفع فيها مستويات دخل الفرد. أما المجتمعات التي يواجه فيها المستثمرون مخاطر عالية فيما يتعلق بمصادرة الملكية، محدودية اللجوء الى القانون، الفساد الشديد أو المطالب البيروقراطية الخائفة، تجعلها أقل جذبا لاستثمارات أصحاب المشاريع بسبب عدم اليقين وتعطيل نشاط السوق. وتشمل هذه التأثيرات أيضا انخفاضاً في مستويات رأس المال البشري والمادي، نمو العمالة، وانخفاضاً في حجم التجارة والاستثمار الأجنبي¹.

وعليه نخلص بأن البيئة المؤسسية تشمل الأنظمة والقوانين التي تسمح بعملية التنمية من أجل زيادة عمق وكفاءة الوسطاء الماليين والأسواق والخدمات فضلا عن الرقابة المالية، حيث تتضمن البيئة المؤسسية العديد من المحددات التي تتضمن الأنظمة والقوانين الخاصة بالإشراف على النظام المالي ومنها مؤشر تحرير النظام المالي الذي يقاس بحرية حساب رأس المال والالتزام لاتفاقيات منظمة التجارة الدولية وتحرير النظام المالي المحلي.

ويعد مؤشر حوكمة الشركات الذي يعبر عن النظم المطبقة في إدارة الشركات من مؤشرات البيئة المؤسسية ويقاس هذا المحدد عن طريق نظام التعويضات القائم على الحوافز، وكفاءة مجلي إدارة الشركات والاعتماد على الكفاءات في النظم الإدارية بالإضافة إلى القوة في التدقيق والتقارير.

بما أن البيئة المؤسسية تعنى بالأنظمة والقوانين، كان لا بد من وجود مؤشر يقيس القضايا التنظيمية والقانونية ويعنى بدور الحكومة في سن القوانين والتشريعات وذلك من خلال قياس عبء الأنظمة الحكومية، المركزية في اتخاذ السياسات الاقتصادية وتنظيم الأسواق المالية وحقوق الملكية وحماية الملكية الفكرية إضافة إلى قياس تحويل الأموال العامة وثقة المواطنين بالحكومة إلى جانب قياس كلا من مؤشر الفساد وقوة مؤشر الحقوق القانونية، بالإضافة إلى المؤشرات السابقة المستخدمة في قياس البيئة المؤسسية، تم أخذ مؤشر يقيس إجراءات تنفيذ العقود من خلال قياس كفاءة الهيئات المشرفة للقانون، واستقلالية القضاء، والوقت اللازم لإنفاذ العقود وعدد الإجراءات والتكلفة اللازمة لتنفيذ العقود، إضافة إلى قياس مؤشر حماية المستثمرين.

¹أمين حواس & فاطمة الزهراء زرويط، مرجع سبق ذكره، ص ص 142-143.

المطلب الثالث: المحددات السياسية والهيكلية

سنتناول من خلال هذا المطلب المحددات السياسية والهيكلية وتأثيراتها على التنمية المالية.

أولاً-المحددات السياسية

يتعلق مستوى تطور النظام المالي بسياسة الحكومة¹ إذ أبرز كل من 1992 Robini وSalai –Martin أنه بالإمكان استعمال القطاع المالي كمصدر للتأثير على مستوى الدخل والنمو الاقتصادي، حيث أنه في اقتصاد دولة ما متميز بالتهرب الضريبي فيمكن الحكومة أن تقوم بكبح نظامها المالي من خلال فرض معدل ضريبي عال من أجل رفع إيراداتها، – وبالتالي فإن هذه السياسة تحد من تطور النظام المالي، ومن جهة أخرى فإن السياسة العمومية من شأنها أن تؤثر على نشاط الوسطاء الماليين، نذكر على سبيل المثال أنه هناك بعض الدول تحد من منح القروض المتعلقة بالرهن العقاري حسب Jappeliet Pagano 1994، والهدف من فرض هذه السياسة هو إجبار العوائل على الادخار وتوجيه القروض نحو الاستثمار في قطاع الصناعة أكثر من الاستثمار في العقار (Pagano 1993).

ثانياً-المحددات الهيكلية

إن العلاقة بين هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي² تقيم الجدل حول الأنظمة المالية المعتمدة على الأسواق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا) وغيرها من الدول التي تعتمد أنظمتها المالية على البنوك (ألمانيا، اليابان) ويبقى من الصعب الربط بين هيكل النظام المالي وفعالية الاقتصاد، ويشير Levine 1997 إلى المشاكل التالية :

- غياب مقياس كمي لهيكل ونشاط النظام المالي يجعل من المقارنة صعبة.
- بما أن النمو الاقتصادي يتأثر بمتغيرات أخرى يجب إعطاء الأولوية لهذه المتغيرات في الدراسة قبل دراسة العلاقة بين هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي
- بما أن البنوك والبورصة يقدمان خدمات مختلفة، فيجدر اعتبارهما معا في الدراسة بغية فهم العلاقة بين هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي.

بالرغم من الاتجاه إلى التنمية المالية بوجه عام، فإن بعض الآراء فاضلت فيما بين النظام البنكي والنظام السوقي كبديلين منافسين في القيام بالوظائف المالية³ فالآراء المؤيدة للنظام المصرفي فسرت موقفها من خلال ما يختص به ذلك النظام من مميزات مقارنة بالنظام السوقي. فالنظام البنكي (القاعدة البنكية) يعتمد على تركُّز الإدارة في القيام بالوساطة المالية، وبذلك يقتصر تداول المعلومات الخاصة بالاستثمار على فريق الإدارة من دون الالتزام

¹ أشواق بن قدور، "تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي –دراسة قياسية لعينة من الدول خلال الفترة 1965–2005"، الطبعة الأولى، دار الرابطة، عمان-الأردن، 2013، ص ص35-36.

² نفس المرجع، ص 38.

³ من مؤيدي النظام البنكي : Gerschenkron (1962); Bhide (1993); Stiglitz (1985), and Diamond 1984 :

من مؤيدي النظام السوقي : Boyd and Smith (1998); Boot and Thakor (1997); Jansen and Murphy (1990), and Wenger and Kaserer (1998).

بإتاحة تلك المعلومات للمودعين، وهذا من شأنه خفض تكلفة تداول المعلومات، بالإضافة إلى تخطي مشكلة عدم تماثل المعلومات¹.

علاوة على ذلك، تعتبر سياسة النظام المصرفي في تمويل المشروعات الاستراتيجية وطويلة الأجل، وما يصاحبها من الاستفادة من اقتصادات الحجم، دافعا إلى الحصول على معلومات خاصة بالمشروعات وتحليلها بشكل واسع. وذلك على نقيض النظام السوقي الذي يتحمل فيه المتعامل تكلفة مرتفعة للحصول على المعلومات. ما يدفع الكثيرين إلى الإحجام عن السعي إلى الحصول على المعلومات والاكتفاء بملاحظة المتعاملين الآخرين في الشراء والاقتداء بسلوكهم من دون التعرف على أداء الشركة.

ومن ناحية أخرى يلعب النظام البنكي دورا جوهريا في توجيه ومتابعة الإدارة من خلال حوكمة الإدارة المنوط بها استثمار القروض ما ينعكس إيجابيا على أداء المنشأة. وهذا يميز النظام البنكي عن النظام السوقي الذي يوفر بدوره السيولة للمشروعات ذات قاعدة الملكية الواسعة على حساب متابعة وتقييم الإدارة فالسيولة المرتفعة للنظام السوقي تسهل خروج حاملي الأسهم من المنشأة ما يجد من حافز متابعة الإدارة، ومن ناحية أخرى يتميز النظام البنكي بقدرته على العمل في ظل الافتقار إلى بيئة قانونية فاعلة نظرا إلى الاعتماد على عقود بين أطراف محددة دائمة التعامل مع النظام البنكي ما يساعده على تحصيل القروض التي أبرمتها.

في حين يحتاج النظام السوقي، إلى بنية قانونية فعالة منظمة للعمل السوقي تحافظ على حقوق المتعاملين، وبالرغم من أهمية سيادة البيئة القانونية فإن الكثير من الدول النامية تفتقر إليها، لذلك أكد مؤيدو النظام البنكي ملاءمة هذا النظام للدول النامية وأنه أكثر كفاءة من النظام السوقي في تمويل المشروعات في تلك الدول.

وعلى الجانب المقابل، توجد آراء مؤيدة للنظام السوقي لتمتعه بمميزات مقارنة بالنظام البنكي، فالنظام السوقي (القاعدة السوقية) يقوم على أساس تنويع الاستثمارات بين المشروعات ذات عوائد مختلفة ما يؤدي إلى توزيع المخاطر خاصة في فترات عدم التأكد، علاوة على ذلك، يتصف النظام السوقي المتطور بالمرونة، والشفافية، وبكثرة المتعاملين فيه ما يؤدي إلى اتساع قاعدة الملكية في المشروعات وسهولة تمويل المشروعات الجديدة ما يزيد من المنافسة. وذلك يميز النظام السوقي عن النظام البنكي الذي يتصف في بعض الأحيان بالتركز وإتاحة التمويل لمشروعات معينة احتكارية ما يجد من المنافسة، وإن كان ذلك لا يعيق نمو المشروعات لأن تركيز النظام البنكي يساهم في تمويل المشروعات بسعر فائدة منخفض في الأجل القصير إذا كانت تواجهها بعض المشاكل في مقابل رفع سعر الفائدة في الأجل الطويل عند تعافيتها، وهذا من شأنه المساهمة في استمرار نشاط الكثير من المشروعات، بالرغم من تعارضه مع كفاءة تخصيص الموارد.

وعلى الجانب الآخر، تضطر المشروعات التي تعتمد على التمويل من النظام السوقي إلى الخروج من السوق في حالة مواجهة مشاكل وتكبد الخسائر في الأجل القصير. وهذا يعني وجود كفاءة في تخصيص الموارد بشكل أفضل

¹ عزة محمد حجازي، " أثر التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية في الدول النامية (حالة مصر)"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 28-27، 2014، ص38.

في النظام السوقي¹. فالنظام السوقي المتطور يتميز بتوفير السيولة الكافية لتمويل أو تسهيل الأصول المالية بتكلفة تداول منخفضة، وإن كان ذلك يضيف على نشاط النظام السوقي طابع المضاربة أكثر من الطابع الاستثماري الإنتاجي الذي يتميز به النظام البنكي. بالإضافة إلى ما سبق، يتميز النظام السوقي بأنه يعطي مؤشرا لسعر أسهم المشروعات المطروحة في سوق الأوراق المالية يعكس كفاءة وجودة أداء المنشأة. في حين يفتقر النظام البنكي إلى مؤشر السعر ما يؤدي إلى الاستمرار في تمويل المشروعات ذات العائد السلبي.

إن البنوك وأسواق الأوراق المالية يؤديان مهام مالية مختلفة في أي اقتصاد، ولكن ينبغي النظر إليهما باعتبارهما مؤسسات مالية تكمل بعضها البعض، وبغض النظر عن مساوئ وإيجابيات النظامين فالمهم بالنسبة للتنمية المالية هو وصول الأعوان الاقتصاديين إلى نظام مالي يعمل بيسر سواء كان قائم على البنوك أو على الأسواق المالية، وما أكدته البحوث الحديثة أن الاختيار بين الهيكل المالي القائم على السوق المالي أو الهيكل المالي القائم على البنوك ليس حيويًا بالنسبة للتنمية المالية، والمهم هو العوامل المؤسسية وراء الهيكل المالي خصوصا الوضع القانوني ودرجة كفاءة الهيكل المختار، وأكثر حالات التنمية المالية نجاحا هي التي تضم مزيجا متوازنا إلى حد ما من أسواق رأس المال والتمويل البنكي والتي تعتبر مكملات وليست بدائل، وعليه فالنظام المالي بغض النظر عن اتجاهه سواء نحو أسواق رأس المال أو البنوك يستطيع النهوض بالتنمية أو دفعها للوراء.

¹ نفس المرجع السابق، ص 38-39.

المبحث الرابع: قياس التنمية المالية

اقترن التحليل النظري المفصل والمطرد حول التنمية المالية بالدراسات العملية، فعدد كبير من هذه الدراسات تم القيام بها على كافة المستويات بما في ذلك التحليل المقارن بين البلدان، والتحليلات التي تجري على مستوى البلدان والصناعات والمؤسسات وما يتعلق بذلك من وثائق- الفترات الممتدة التي تؤثر من خلالها التنمية المالية - أو نقص هذه التنمية- بشكل حاسم على سرعة ونمط التنمية الاقتصادية، لذلك سنعالج من خلال هذا المبحث بداية باستعراض مرجعي لأهم الدراسات التي تناولت قياس التنمية المالية، ليتم بعدها تحديد مؤشرات قياسها وكذا المشاكل التي يمكن مواجهتها في قياس التنمية المالية.

المطلب الأول: الدراسات التي اهتمت بقياس التنمية المالية

من بين أهم الدراسات السابقة التي تناولت التنمية المالية ما يلي:

أولاً-الدليل العلمي على المستوى العالمي

من بين أولى الدراسات العملية التي عالجت التنمية المالية، الدراسة التي قام بها (Goldsmith 1969)¹، حيث قام بتقييم ما إذا كان للنظام المالي تأثير على النمو الاقتصادي في 35 دولة على مدى 103 سنة (1860-1963) باستخدام:

- نسبة الأصول المالية لدى كافة مؤسسات الوساطة المالية إلى إجمالي الناتج المحلي كمقياس للتنمية المالية؛ وقد تبين أن حجم الوساطة المالية يزداد كلما كبر حجم الاقتصاد، دون التعرض لتفسير أدق للعلاقة السببية بينهما، أو بمعنى آخر مقياس Goldsmith لم يأخذ بعين الاعتبار إلا نطاق الأنظمة المالية في البلدان وتجاهل كفاءة الخدمات المالية.

وقد قام كل من King & Levine سنة 1993² بتوسيع نطاق دراسة Goldsmith التحليلية من خلال دراسة قام بها شملت 77 دولة خلال الفترة الممتدة من 1960-1989 وقد تم اعتماد مؤشرات جديدة مرتبطة بالنمو طويل المدى بالإضافة إلى اعتمادهم على ثلاثة مؤشرات لمدى تطور النظام المالي في محاولة لتقييم تأثيره على النمو الاقتصادي هي كالآتي:

- المؤشر الأول: الخصوم السائلة وهي عبارة عن النقد السائل + الحسابات الجارية + حسابات التوفير لدى البنوك ومؤسسات الوساطة المالية كنسبة من الناتج الإجمالي؛
- المؤشر الثاني: أصول البنوك التجارية كنسبة من إجمالي أصول القطاع المصرفي، وهو مؤشر لمقدرة البنوك التجارية في تخصيص الادخار مقارنة بالبنك المركزي؛
- المؤشر الثالث: الائتمان الخاص، ويساوي الائتمان الذي يوفره القطاع التمويلي الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

¹R.W.Goldsmith, « **Financial Structure and Development** », New Haven, YALE University Press, 1969.

² King R & Levine R, « **Financial Intermediation and Economic Development** », 1993a.

وبناء على هذه التحسينات، أكدنا على الصلات العملية القوية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، بالإضافة إلى ذلك وجد King & Levine أيضا أن هناك ارتباطا وثيقا بين مستوى التنمية المالية في العينة المدروسة مع معدل متوسط لاحق للنمو الاقتصادي خلال السنوات التسع والعشرين التالية في تلك البلدان.

كما قام كل من Levine & Zervos¹ في دراسة أخرى ركزت على مؤشرين للسيولة لعينة مقطعية تضم 49 دولة في الفترة الممتدة من 1976-1993، وذلك بهدف تقييم العلاقة بين سيولة أسواق الأوراق المالية، والقطاع البنكي، ومعدلات النمو الاقتصادي عن طريق المؤشرات التالية:

- المؤشر الأول: معدل قيمة التداول، ويساوي القيمة الإجمالية للأسهم المتاجر بها في سوق الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي؛
- المؤشر الثاني: هو معدل دوران السهم، ويقاس قيمة التداول بالنسبة لحجم السوق، الذي يساوي إجمالي قيمة الأسهم المدرجة مقسوما على رصمة السوق (أي قيمة الأسهم المسجلة في سوق الأوراق المالية).

وقد أوضحت هذه الدراسة هناك علاقة ارتباط موجبة بين مؤشرات التنمية المالية ومؤشر النمو الاقتصادي المتمثل في حصة الفرد الحقيقية في الناتج الإجمالي.

أما دراسة Zingales & Rajan (1998)² أكدنا على استنتاج أن التنمية المالية والنمو الاقتصادي لا يتحركان معا فحسب ولكن الأولى قد تنبأ بالآخر، وقد افترض هذان المؤلفان أنه إذا كان التمويل مسببا للنمو، يتحتم على التنمية المالية - وبشكل غير متجانس - مساعدة المشروعات أو الصناعات التي تعتمد بشكل أكبر على التمويل الخارجي للاستثمار، وذلك على العكس من الأرباح المحتجزة، ولكن على الجانب الآخر في حالة تطور النمو والتمويل معا لا يتعين أن يكون هناك تباين بين قطاعات الاقتصاد التي تتطلب كميات مختلفة من التمويل، وقد قدمت استنتاجاتها العملية شواهد قاطعة على أن التنمية المالية تنبأ بالنمو الاقتصادي.

قامت دراسة Favara (2003)³ باختبار العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي مستخدمة مقياسين للتنمية المالية هما: الخصوم السائمة لدى الجهاز المصرفي، والائتمان الممنوح للقطاع الخاص من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى إلى الناتج الإجمالي الحقيقي ممثلا عن النمو الاقتصادي بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الحاكمة للنمو الاقتصادي. وذلك بالتطبيق على 85 دولة خلال الفترة (1960-1998)، باستخدام عينتين: الأولى بيانات مقطعية (Cross section data) والثانية بيانات مجمعة (Panel Data)، وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي في حالة البيانات المقطعية ضعيفة أما في حالة البيانات المجمعة فكانت العلاقة بين التطور والنمو سالبة في الأجل الطويل.

¹ Levine R & Zervos S, « **Stock Markets, Banks, and Economic Growth** », American Economic Review, Vol 88, 1998a.

² Rajan R G & Zingales L, « **Financial Dependence and Growth** », American Economic Review, Vol 88, 1998.

³ Giovanni Favara, « **An Empirical Reassessment of The Relationship Between Finance and Growth** », Internationl Monetary Fund Working Papers, WP/03/123, June 2003.

وتشكل دراستي¹ Levine and Back و Rousean & Wachtel سنة 2004 امتدادا لدراسة (Levine & Zervos 1998) مع استخدام طريقة العزوم المعممة، حيث تؤيد الدراستان دور كل من القطاع البنكي وأسواق الأسهم في إحداث التنمية، في حين خلصت دراستي (a&b) Roja & Valev² استنادا على تصنيف الدول من حيث دخل الفرد ومدى التطور المالي إلى نتائج متضاربة بين الدول الأكثر نموا وتلك الأقل نموا، أن للقطاع المالي تأثير سلبي بشكل عام في الدول ذات القطاعات التمويلية الضعيفة متفاوتة، وتختلف باختلاف المؤشر المستخدم وتتراوح من سلبية إلى ايجابية.

اختبرت دراسة Christopoulos & Tsionas³ العلاقة الموجودة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل في 10 دول متقدمة خلال الفترة الزمنية (1970-2000) وذلك باستخدام اختبار التكامل المشترك، وطريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كليا FMOLS، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بالنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي، والتنمية المالية بنسبة إجمالي الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة إلى متغيرات أخرى مؤثرة في النمو والمتمثلة في: نسبة الاستثمار الثابت إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم. وقد أكدت نتائج اختبار التكامل المشترك وجود علاقة موجبة قوية على المدى الطويل بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، كما كشفت نتائج الدراسة عن وجود اتجاه أحادي السببية أي أن التنمية المالية هو الذي يسبب النمو الاقتصادي وليس العكس.

ثانيا-الدليل العلمي على مستوى منطقة الشرق الأوسط ودول شمال إفريقيا

على الرغم من أن البحث النظري والعملي - بشأن العلاقة بين المال والتنمية- قد توسع بسرعة على امتداد العقد الماضي، كان العمل الذي تم القيام به قليلا نسبيا فيما يتعلق بالتنمية المالية وتأثيراتها في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا⁴، وأحد الأسباب الرئيسية انقص البحث الشامل في هذا الشأن هو أن معظم الدول العربية لم تضطلع بإصلاحات في القطاع المالي حتى التسعينات، أي في وقت متأخر كثيرا عن دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، وحتى ذلك الحين كانت النظم المالية في معظم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مكبلة بشدة اللوائح وخاضعة لهيمنة القطاع العام مما أعاق بحدة تخصيص كفو للموارد، ومع ذلك فإن غالبية الدول العربية تحركت في العقد الماضي

¹ Rousseau & Wachtel, « Equity Markets and Groxth-Cross Country Evidence on Timing and Outcomes », Journal Bank , Finance, Vol 24, 2000.

² ينظر في ذلك:

- Rioja & Valev, « Does one size fit all ? A re-examination of Finance and Growth relationship », Journal of Development Economic, Vol 74, 2004a.
- Rioja & Valev, « Finance and the sources of growth at various stages of economic development », Economic Inquiry, Vol 42, 2004b.

³ Christopoulos, D. K., and Tsionas, E. G., "Financial Development and Economic Growth", Journal of Development Economics, N° 73, 2004.

⁴ نبيل حشاد، "دور القطاع المالي في التنمية العربية"، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية-أعمال المؤتمر التاسع-، مجلة المستقبل العربي، بيروت، ص73.

تدرجيا نحو إنشاء نظم مالية أكثر تحررا، وحفز ذلك الاهتمام بالتأثير الاقتصادي الكلي لعملية التحرر، وتولي العديد من المؤلفين مؤخرا دراسة تنمية القطاع المالي في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

وعلى الرغم من أن الدليل العملي ما زال نادرا، فإن نتائج هذه الدراسات تبرز بعض الملامح الهامة لتنمية القطاع المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وحسبما بين (Nashashibi & al 2001, Eltony 2003)، شهدت المنطقة عموما تحسينات كبيرة في مختلف جوانب عملية الوساطة المالية على مدى العقدين الماضيين، ومع استخدام مجموعة واسعة من المؤشرات لقياس التنمية المالية، بينت هذه الدراسات أن معظم دول العالم العربي حققت تقدما كبيرا في إصلاح قطاعها المالية، غير أنه نظرا لأن جميع الدراسات قد اعتمدت على تحليلات وصفية للبيانات المالية المتاحة فإنها لم تنشئ علاقة سببية بين إصلاحات التحرر المالي في التسعينيات والتحسينات الملحوظة في مقاييس التنمية المالية، وركز (Nashashibi & al 2001, Eltony 2003) على مقاييس نمطية للتنمية المالية شملت هوامش أسعار الفائدة والمجمعات النقدية والائتمانية ورسملة السوق، وقد وسعت Crean & al 2004 نطاق مفهوم التنمية المالية بالأخذ في الاعتبار القدرة المؤسسية والانفتاح المالية والتنظيم والإشراف ودرجة التنافس في القطاع المالي.

واستنادا إلى مقارنة مع المناطق الأخرى في العالم، بينت الدراسات الحديثة أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تعاني من أوجه قصور رئيسية فيما يتعلق بالجودة المؤسسية والتنمية غير المصرفية، في حين أنها تؤدي جيدا بينيا في مجالات الانفتاح المالي والتنظيم والإشراف، وأكدت جميع الدراسات الثلاث المذكورة أعلاه على الطابع غير المتوازن للتنمية المالية داخل المنطقة، وفي حين أن بعض منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ودول مجلس التعاون الخليجي متقدمة تماما، فإن أخرى كالجزار و تونس وسوريا لا تزال في المراحل الأولى للتنمية المالية².

وهناك عدد من الدراسات الحديثة من بينها تلك التي أجراها،³ Darrat 1999،⁴ Achy 2003،⁵ Boulila & Trabelsi 2004 قد فحت عمليا تأثيرات التنمية المالية لعينات مختلفة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ويمكن القول عموما: إن هذه الدراسات لم تجد دليلا واضحا للفرضية القائلة بأن التنمية المالية ظلت محمدا هاما للنمو في المنطقة.

¹ سوزان كرين & أحمد مشفق مبارك & ريشي غويال & راندا ساب، مرجع سبق ذكره، ص ص 26-27.

² سوزان كرين & أحمد مشفق مبارك & ريشي غويال & راندا ساب، " التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، صندوق النقد الدولي، 2003.

³ Darrat A, « Are financial deepening and economic growth causally related ? Another look at the evidence », International Economic Journal, Vol 13, N°3 ? 1999.

⁴ Achy L, « Financial liberalization, Saving investment, and growth in MENA countries », Institut National de Statistique et d'Economie Appliquée Morocco, 2003.

⁵ Boulila & Trabelsi, « The causality issue in the finance and growth nexus ; empirical evidence from MENA countries », Faculté des sciences Economiques et de gestion de Tunis, Institut des Hautes Etudes Commerciales de Carthage, 2004

كما استخدم Ben Naceur & Ghazouani 2007¹ نموذجاً ديناميكياً مجمعا لفحص العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والبنوك والنمو في تسعة دول من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث استخدمنا ثلاثة مؤشرات مختلفة لتقدير تنمية أسواق الأوراق المالية، رسملة السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية الوطنية مقسوما على رسملة السوق ثم قيمة المتداول من الأسهم في البورصات المحلية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي وعموما لم يجدا في عينتهما أية علاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، وفي حالة أسواق الأوراق المالية فإنهما أرجعا هذه النتيجة إلى الحقيقة القائلة بأن أسواق رأس المال في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لا تزال ناقصة النمو ولم تبلغ بعد حداً يتيح لها تنشيط النمو الاقتصادي، أما عن القطاع البنكي فقد شرح المؤلفان استنتاجاتهما في ضوء هيمنة القطاع العام على تخصيص الائتمان.

قد ترجع هذه النتائج إلى ارتفاع درجة الكبح المالي وتدخل القطاع العام في تخصيص القروض، لذا فإن هذه الدول تحتاج إلى إعادة تنظيم الائتمان من خلال خصخصة القطاع البنكي ورفع المنافسة فيه، كما تلعب حداثة وصغر أسواق الأسهم في هذه الدول بصفة عامة دوراً مهماً في عجزها على دعم التنمية الاقتصادية المستدامة في المنطقة، أي أن هذه الأسواق لم ترق بعد إلى الدرجة التي تمكنها من المساهمة الفعلية في دفع التنمية الاقتصادية²، بل قد تلعب دوراً سلبياً بما أنها قد تؤدي إلى انحراف الموارد المالية من القطاع الحقيقي إلى المضاربة في أسواق الأسهم، علاوة على ذلك فإن تقلب الأسعار المفرط في هذه الأسواق يعوق التنمية الاقتصادية، ويعود ذلك بالأساس إلى ضعف البنية التنظيمية لهذه الأسواق وتعاضم مشكلة المعلومات غير المتناسقة.

أما دراسة (Mohamed Goaid & Seifallah Sassi (2010)³ على 16 دولة من دول MENA خلال الفترة الزمنية (1962-2006)، باستعمال المتغيرات التالية M3/PIB، وهو معدل السيولة في القطاع المالي، القروض الموجية إلى القطاع الخاص، الناتج المحلي الإجمالي، الانفتاح التجاري، التضخم، نسبة الاستهلاك الحكومي إلى PIB، فبينت النتائج عدم وجود تأثير للقطاع المالي على النمو الاقتصادي في دول MENA، وهذا يبين أن هذه الدول لا تملك قطاع مصرفي قوي، وذلك يرجع إلى عدم الاستقرار المالي وإلى الدرجة العالية من سياسة الكبح المالي حيث تصنف سياسات الانفتاح التجاري المتبعة من قبل هذه الدول من أكثر الاقتصاديات انغلاقاً في العالم.

انطلاقاً مما سبق، نستنتج عدم وجود توافق في نتائج الدراسات التي قامت بقياس التنمية المالية، وهذا راجع إلى الاختلاف في فترات الدراسة وكذا الاختلاف في العينة المدروسة، حيث لجأ بعض الاقتصاديين إلى دراسة التنمية المالية على مستوى الدول المتقدمة ومنهم من لجأ إلى دراستها على مستوى الدول النامية، في حين لجأ البعض الآخر

¹Ben Naceur S. and Ghazouani S, « Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region », Research In International Business and Finance, 21, 2007, p p 297- 315.

² وليد عبده مولا، " دور القطاع التمويلي في التنمية"، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 85، 2009، ص ص 8-9.

³ Sassi, S., &Goaid, M. (2011), "Financial development, islamic banking and economic growth evidence from MENA region", International Journal of Business and Management Science, N° 4(2).

إلى المزج بين الدول المتقدمة والدول النامية، الأمر الذي يؤدي إلى عدم دقة النتائج لاختلاف ظروف تلك الدول ومراحل نموها.

المطلب الثاني: مؤشرات قياس التنمية المالية

لقد وردت العديد من المؤشرات التي استعملت في قياس وتحديد مستوى التنمية المالية يمكن تصنيفها إلى فئتين، حيث أن الفئة الأولى تتناول المؤشرات ذات الصلة بحجم وكفاءة أنشطة الوساطة المالية، أما الفئة الثانية تتناول مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية. وعليه تعتبر الفئة الأولى من المؤشرات الأكثر صلة بالنسبة للاقتصاديات النامية (اقتصاديات المديونية بشكل عام) أين تعتمد على البنوك التجارية بكثرة في التمويل الخارجي، كما تعتبر مؤشرات الحجم هي الأكثر شعبية في الدراسات العملية كونها متاحة لعينة كبيرة من البلدان وعلى مدى فترة طويلة على عكس مؤشرات الكفاءة.

1- مؤشرات قياس تطور النظام البنكي:

البنوك التجارية بشكل خاص تقوم بوظائف أساسية في الاقتصاد والتي تتمثل في تعبئة المدخرات ومنح الائتمان ومراقبة المديرين وإدارة المخاطر وتسهيل عملية التبادل، لهذا فإن درجة تطور النظام البنكي في أي دولة يمكن قياسه بواسطة قدرة البنوك على تقديم الوظائف أعلاه بشكل جيد وأن دراسة وتحديد درجة التنمية البنكية مهمة جدا لغرض تحديد المساهمة النوعية والكمية للبنوك في عملية التنمية الاقتصادية¹.

أ- نسبة أصول البنوك التجارية إلى الناتج المحلي الإجمالي²، يشير هذا المؤشر على الحصة النسبية للبنوك في تخصيص الموارد، كذلك من شأنه أن يرصد لنا مدى فعالية البنوك التجارية مقارنة بالبنك المركزي؛

ب- الأصول السائلة للنظام المالي M_3 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي³، يدل هذا المؤشر على الحجم الإجمالي للنظام المالي (يعكس درجة النقدية في الاقتصاد)، وبالرغم من أن هذا المؤشر لديه ميزة كونه متاح على نطاق واسع في كثير من البلدان، إلا أنه لديه عيوب تتمثل في عدم القدرة أو التمكن من إدخال تخصيص رأس المال في الاقتصاد، أو للتمييز بين القطاع الخاص من القطاع العام؛

ج- القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، يقيس هذا المؤشر مستوى الوساطة المالية في الاقتصاد، هذا المؤشر يستخدم بشكل واسع أيضا في الأدبيات لقياس كفاءة البنوك التجارية من خلال منح القروض إلى الاستثمارات التي تحقق عوائد عالية، أي بمعنى أن هذا المؤشر يعبر عن مدى تطور النظام البنكي ومدى توسع الخدمات المالية كانعكاس لتطور الوساطة المالية في الاقتصاد⁴.

¹ عماد حمد خلف، "قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في العراق"، جامعة بغداد، بحث مستل من أطروحة بعنوان

(Past and Present Study of Commercial Banking in Iraq) منشورة في جامعة بونا، الهند، ص 183.

² R.Goldsmith, « in financial structure and development », The economic Journal, Vol 80, N 318, 1970, p p 365-367.

³ King & R.Levine, « Finance and growth : schumpeter might be right », Quarterly Journal of Economics, Vol108, 1993, p717-737.

⁴ عيد عبد الله الكشي الجهني، "تطور النظم المصرفية في دول مجلس التعاون الخليجي وأثره على النمو الاقتصادي"، مجلة افاق اقتصادية، المجلد

22، العدد 86، 2001، ص 86.

وباختصار، هناك ثلاثة مؤشرات لقياس حجم نشاط الوساطة المالية البنكية:

- المؤشر الأول: الأصول السائلة (M_3) / الناتج المحلي الإجمالي (PIB)؛
- المؤشر الثاني: أصول البنوك التجارية / الناتج المحلي الإجمالي (PIB)
- المؤشر الثالث: القروض الممنوحة للقطاع الخاص / الناتج المحلي الإجمالي (PIB)

وهناك طريقة أخرى لتحديد مستوى تطور النظام البنكي تركز على قياس الأهمية النسبية للبنوك نسبة إلى البنك المركزي* كالتالي¹:

- المؤشر الأول: إجمالي أصول البنوك التجارية/إجمالي أصول البنك المركزي + إجمالي أصول البنوك التجارية؛
- المؤشر الثاني: القروض البنكية/ (القروض البنكية + أصول البنك المركزي)؛

2- مؤشرات تطور أسواق رأس المال:

عموما تستخدم ثلاثة مؤشرات لرصد تطورات أسواق رأس المال وتعتبر على مدى التنمية المالية بدقة هي²: حجم، نشاط وكفاءة سوق رأس المال سيتم التطرق إليهم أكثر تفصيلا كالتالي:

أ- مؤشر حجم السوق:

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، إذ كلما اتسع حجم السوق كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها، ويمكن قياس حجم سوق الأوراق المالية بنسبة رأس مال السوق (الرسملة السوقية) وعدد الشركات المدرجة³.

أ-1/ معدل رأس مال السوق (الرسملة السوقية):

يساوي هذا المعدل قيمة الأوراق المالية المدرجة مقسومة على قيمة الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يساهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي. وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) وبالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي.

*تطور وتتقدم التنمية المالية عندما ينخفض الوزن النسبي للبنك المركزي.

¹Jézabel Couppey-Soubeyran, « les principaux indicateurs de développement financier », document téléchargé : www.puf.com/puf_wiki/images/1/19/Encadré_2_MBF.pdf.

² Noree Adnan, « Measurement of financial development : afresh approach », 8th international conference on Islamic economics and finance, , Qatar foundation, p 14.

³Ross Levine & Sara Zervos, « capital control liberalisation and stock market development », POLICY RESEARCH WORKING PAPER 1622, World Bank, Washington,1996, p 4-5.

أ-2/ عدد الشركات المدرجة:

يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، ومن شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة¹. ويساهم التنوع في الشركات المدرجة في التقليل من حدة مخاطر الاستثمار، نظرا لما يوفره التنوع في الشركات المدرجة من فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة.

وحتى يكون لهذا المؤشر معنى في عملية تحديد حجم السوق، فإنه لابد من الأخذ بعين الاعتبار أيضا درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المتداولة في السوق الثانوية، ومن حيث الإصدارات الجديدة في السوق الأولية. ويقصد بالشركات المدرجة في هذا الصدد جميع الشركات التي لها أسهم مسجلة في بورصة ما، سواء كانت بورصة محلية أو أجنبية، كما تتضمن الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة².

ب- مؤشر سيولة السوق

يستعمل المحللون الماليون بوجه عام مصطلح السيولة للدلالة على القدرة على شراء وبيع الأصول المالية بسهولة في أسواق الأوراق المالية. إذا كانت السيولة تمكن المستثمرين من التخلص من محافظهم بسرعة وبتكلفة أقل، فإنها تجعل الاستثمار أقل مخاطرة وتسهل القيام باستثمارات إضافية ذات مردودية عالية وعلى المدى الطويل. ويعتبر المحللون السيولة مؤشرا مهما لتنمية أسواق الأوراق المالية لأنها من الناحية النظرية تساهم في تحسين توزيع الموارد ودفع عجلة النمو الاقتصادي على المدى الطويل³، وتقاس سيولة البورصة بمؤشرين هما:

ب-1/ معدل التداول:

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس هذا الأخير القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية⁴.

¹ هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة- مسح مرجعي"-، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، الكويت، 1999، ص26.

² رفیق مزاهدية، "الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر بباتنة، 2014/2015، ص 23.

³ Dermirguc-Kunt & Levine Ross , « Stock market development and financial intermediation : Stylized Facts », The World Bank Economic Review, WPS 1462, 1996 , p5-6.

⁴ Ross Levine & Sara Zervos, « Capital control Liberalization », op-cit, p4.

ب-2/ معدل الدوران:

يقاس معدل الدوران بنسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى إجمالي الرسملة السوقية للبورصة للفترة ذاتها¹، فإذا كان هذا المعدل مساو للواحد الصحيح فهذا يعني أن الورقة المالية قد تم تداولها مرة واحدة في السنة، وتدل القيمة المرتفعة لمعدل الدوران على انخفاض تكاليف المعاملات، كما تدل على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها من قبل الأسعار².

ويكتمل معدل الدوران كلا من معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول اللذان يستخدمان لتحديد درجة نشاط السوق، إذ قد تكون السوق كبيرة الحجم ولكنها قد تكون مع ذلك متمسمة بالركود إذا كان معدل الدوران بها منخفضاً، وإلى جانب ذلك يمكن أن تكون البورصة محدودة قياساً بمؤشر الحجم ومعدل التداول إلا أنها قد تكون ذات سيولة عالية إذا كان معدل الدوران بها مرتفعاً³.

ج- مؤشّر كفاءة السوق:

ج-1/ مؤشّر درجة التمركز:

يقصد بدرجة تركيز التداول ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التمركز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول، وكلما انخفضت درجة التمركز كلما كان ذلك مؤشراً إيجابياً على تطور أداء السوق⁴. وبالمقابل فإن تزايد سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة لا يشكل ميزة إيجابية على الإطلاق، بل إن من شأن ذلك التأثير سلباً على السيولة والأداء المستقبلي للسوق، وهذا ما يفسر سلسلة الاضطرابات في حركة التداول في الأسواق الناشئة، والتي تتميز أغلبيتها بارتفاع درجة التمركز، إذ عادة ما تتغير مؤشرات أسعارها بقيم مثيرة للاهتمام لمجرد أن تحسناً أو تدهوراً ما قد طرأ على أداء إحدى الشركات القيادية في السوق⁵. ويولي أصحاب المحافظ المالية الدولية أهمية كبيرة لانخفاض درجة التمركز نظراً لما يمكن أن يوفره ذلك من فرص لتنويع المخاطر وإحلال الأصول على غرار البورصات المتطورة حيث درجة تمركزها محدودة وهامشية⁶.

¹Dermirguc-Kunt & Levine Ross , « Stock market development and financial intermediation : Stylized Facts »,op-cit, p6.

² رفيق مزاهيدية، مرجع سبق ذكره، ص 24.

³ هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 27.

⁴ الدسوقي إيهاب، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة -مصر-، 2000، ص 168.

⁵ رفيق مزاهيدية، مرجع سبق ذكره، ص 24.

⁶ المرجع نفسه.

ج-2/ مؤشر درجة التذبذب:

يعتبر التقلب أو التذبذب في عوائد الأوراق المالية أحد أهم المؤشرات التي لقيت اهتماما كبيرا في الدراسات النظرية لكفاءة السوق¹، ويعرف التذبذب على أنه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، وقد تطلب هذا المؤشر حسابات اعتمدت على تقدير الانحراف المعياري للمردودات الشهرية في أسواق الأوراق المالية وحسابات أكثر تعقيدا للارتباطات الذاتية المتعلقة بالمردودات البورصية السنوية بالاعتماد على سلاسل متوسط المردودات الشهرية²، وتتمثل الميزة الأساسية لهذا المقياس في أنه يستخدم على مستوى مجموعة من الأسواق لا لكشف الاتجاهات المحتملة في تقلبات العوائد في هذه الأسواق فحسب بل لتحديد أيضا مستوى هذه التقلبات بالنسبة للتقلبات في مجموعة الأسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء³.

والسؤال الأهم يتعلق في الواقع، بما إذا كان عدم استقرار الأوراق المالية مؤشرا بالضرورة لتنمية سوق الأوراق المالية، ومن المرجح أن يكون عدم الاستقرار إشارة إلى تنمية سوق الأوراق المالية ما دام التداول الفعال للمعلومات يؤدي حتما إلى نوع من عدم الاستقرار في أسواق الأوراق المالية، فضلا عن هذا يمكن اعتبار تذبذب الأسعار والمردود عاملا مهما لسيولة السوق وخاصة في أسواق الأوراق المالية الناهضة. فكما أوضح Duke من المهم جلب المضاربين إلى أسواق الأوراق المالية الناهضة⁴ وذلك لغرض تزويدها بالسيولة المطلوبة على المدى القصير، فالمضاربون يتخذون قراراتهم في أجل أقصر مما يفعله المستثمرون المؤسساتيون، إنهم يفضلون الأسواق المتذبذبة التي تتميز بسيولتها الدائمة.

وتعتبر الأسواق الناشئة في مجموعها من أكثر الأسواق تقلبا مقارنة بالأسواق المتقدمة، ويمكن أن يعزى ذلك إلى عدة عوامل تتمثل في الافتقار إلى الأطر المؤسسية الكفيلة بالحد من أنشطة المضاربات العشوائية وشيوع عمليات التداول الداخلية التي يقوم بها بعض المتعاملين في البورصات، والتأخر في وصول واستيعاب المعلومات الجديدة من قبل الأسعار، يضاف إلى ذلك اعتماد اقتصاديات الأسواق الناشئة على مجموعة محدودة من القطاعات الصناعية، مما يعمق من حدة التقلبات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في أسواقها المالية لمجرد انخفاض الطلب على صادراتها في الأسواق العالمية. كما يمكن أن يكون التقلب بسبب محدودية الأوراق المالية المتاحة للتداول وعدم استمرارية عمليات التداول من جهة، وللضآلة النسبية في التعاملات من جهة ثانية⁵.

¹Geert Bekaert & Campbell Harvey , « **Time- Varying World Market integration** », Journal of Finance, Vol N°2, 1995, p p 403-444.

² ينظر إلى:

- Dermirguc-Kunt & Levine Ross , « **Stock market development and financial intermediation : Stylized Facts** », The World Bank Economic Review, WPS 1462, 1996 .
- William Schwert, « **why does stock market volatility change over time ?** », The journal of finance, Vol N° 5, 1989.

³ Riad Dahel, « **Volatility in Arab Stock Markets** », Paper presented at the workshop on “Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance”, organized at the Arab Planning Institute, Kuwait, March 15-16, 1999, p23.

⁴Lawrence K. Duke and Michael G. Papaioannou, « **Accessing Emerging Stock Markets Prerequisites for International Investor** », The Journal of Investing, Vol2,N° 2, 1993, p p 18-25.

⁵ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

ج-3/ التنمية المؤسسية:

حسب Pagano يمكن للعوامل التنظيمية والمؤسسية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية، ولكن كيف يمكن قياس التنمية المؤسسية التي تتسم بطابعها الكيفي¹، Demirguc-kunt & Levine الإجابة عن هذا السؤال فجمعوا معلومات من مؤسسة التمويل الدولية تتعلق بأسواق الأوراق المالية الناهضة، فنوا ثلاثة مؤشرات مؤسسية:

- يبين المؤشر الأول ما إذا كانت الشركات المدرجة في البورصة تنشر المعلومات المتعلقة بتكاليفها وأرباحها (تعطى قيمة صفر أو واحد، حيث قيمة واحد تشير إلى أن المعلومات دقيقة ومنشورة دولياً)؛
 - يقيس المؤشر الثاني قواعد المحاسبة المعمول بها (تعطى قيمة صفر، واحد أو اثنين للبلدان التي تتبنى على التوالي قواعد محاسبية ضعيفة أو كافية أو حسنة)، ونوعية القوانين المتعلقة بحماية المستثمر كما تبث فيها مؤسسة التمويل الدولية (تعطى قيمة صفر أو واحد أو اثنين للإشارة إلى أن القوانين المعمول بها ضعيفة أو كافية أو حسنة على التوالي)؛
 - مؤشر مدى توفر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال. ويعمل هذا المؤشر على دراسة التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال، والسماح للأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية. وتصنف الدول حسب هذا المؤشر إلى دول ذات الحرية التامة في دخول وخروج رؤوس الأموال، ودول مقيدة لحركة رؤوس الأموال، ودول مقبولة في حالة تقييدها الجزئي للتدفقات الرأسمالية من وإليها.
- حيث يتأثر أداء أسواق الأوراق المالية بدرجة كبيرة بالعوامل التشريعية والمؤسسية السائدة في السوق، فوجود القوانين والتشريعات التي تلزم الشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات اللازمة للاستثمار في الأوراق المالية من شأنه أن يدعم ثقة المتعاملين في السوق. وإلى جانب ذلك تؤثر إجراءات التسوية والمقاصة والإدراج وهيكل الضرائب وتكاليف الصفقات على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالإيجاب أو السلب حسبما تكون عليه جودة تلك الإجراءات، فالتباطؤ في تنفيذ وتسوية الصفقات قد لا يشجع المستثمر على المضي قدماً نحو التوسع في الاستثمارات الخاصة. وفي المقابل فإن وجود القوانين الكفيلة بحماية المستثمرين من تلاعبات بعض الأطراف المشاركة في السوق (كقوانين حضر ومعاقبة كل من يسيء استغلال المعلومات المتاحة للأغراض الخاصة)، إضافة إلى وجود هيئة منظمة تسهر على تطبيق القوانين من شأنه أن يحفز على الاستثمار في السوق بدل المضاربة العشوائية المعرّقة لنظام التداول والتسعير الكفؤ².

¹ إبراهيم منصور، " تنمية أسواق الأوراق المالية: بورصة الدار البيضاء نموذجا"، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلد 27، عدد 2، 1999، ص 93.

² رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 26.

ج-4/ تقييم الأصول والاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية:

تشير النظرية المالية إلى أن القدرة على تنويع المخاطرة عن طريق الاستثمار في محفظة تتسم بالتنوع دولياً، يمكنها أن تؤثر على قرارات الاستثمار وبالتالي على نسب النمو الطويل الأجل. ويعتقد عدد من الباحثين أن الحواجز أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحول دون تنويع المخاطرة وتقص من اندماج أسواق رؤوس الأموال، كما أنها تحرم المتعاملين من معادلة ثمن المخاطرة على الصعيد الدولي. ومن أجل قياس قدرة المتعاملين على تنويع المخاطرة على الصعيد الدولي، يكون من المفيد استغلال تقديرات (Korajczyk)¹ لدرجة الاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية، حيث يعتقد هذا الأخير أن نموذج تقييم الأصول المالية الدولية يبين أن فائض المردود المرتقب لكل أصل مالي على المردود الناجم عن أصل مالي معفى من المخاطرة risk-free asset يكون مرتبطاً خطياً بمحفظة تمثيلية يمكن قياسها بتقدير العوامل المشتركة اعتماداً على محفظة دولية من الأوراق المالية²، وباستعمال مناهج المكونات الرئيسية المائلة التي تبناها (Korajczyk and Connor (1986)).

وحسب Korajczyk في الأسواق التي تتميز باندماجها المالي على الصعيد الدولي، يضطر رأس المال إلى التدفق عبر الحدود حتى يضمن لثمن المخاطرة (أي المقاصة التي يستفيد منها المستثمرون نظراً لتحملهم المخاطرة) أن يتعادل بالنسبة لجميع الأصول المالية، ولكن يبدو أن الاندماج الدولي لا يكفي لاعتبار سوق الأوراق المالية نامياً ومتقدماً.

المطلب الثالث: مشاكل قياس التنمية المالية

تعتبر التنمية المالية أحد الركائز الأساسية في تحقيق النمو الاقتصادي، لذلك اختبر العديد من الاقتصاديين هذه العلاقة باستخدام طرق مختلفة للقياس وعلى اقتصاديات متباينة، هذا ما أدى إلى تباين النتائج المتوصل إليها وعدم دقتها، مما أثار العديد من المشاكل نذكرها كالاتي:

أولاً- لا يوجد مؤشر موحد لقياس التنمية المالية بشكل شامل

إن تطور النظام المالي هو مفهوم متعدد الجوانب لا يقتصر على المجمعات النقدية وأسعار الفائدة (أو معدلات العائد) وإنما يتضمن أيضاً الانفتاح المالي، التنظيم والرقابة، وأوجه التقدم التكنولوجي، ودرجة المنافسة، والقدرة المؤسسية مثل قوة حقوق الدائنين³.

لذلك لا يوجد مؤشر واحد للتنمية المالية يقيس بشكل شامل الدرجة التي تقوم بموجها أسواق الائتمان بتمويل النمو الاقتصادي، وذلك نظراً لإمكانية تقديم الأسواق المالية العديد من الخدمات، ووجود قنوات متعددة يمكن من خلالها تشجيع النمو، كما يمكن لإحصائيات المؤشرات التقليدية لنطاق التنمية المالية مثل نسبة المجمع النقدية المختلفة إلى إجمالي الناتج المحلي - أن تقدم مؤشرات مضللة بخصوص وضع النظام المالي وآثاره على النشاط

¹ Robert A.Korajczyk, « A measure of stock market integration for developed and emerging markets », The world Bank Economic Review, Vol 10, N° 2, 1996, p 267.

² إبراهيم منصور، مرجع سابق ذكره، ص 95.

³ سوزان كرين وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 4.

الاقتصادي. فعلى سبيل المثال إذا كانت نسبة الكتلة النقدية - بمعناها الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي مرتفعة نسبياً وكان هناك تمويل كبير للقطاع العام من جانب النظام المالي، مع تمويل مصري قليل فقط موجه إلى القطاع الخاص، يصعب عندئذ وصف هذا الوضع بأنه معزز للنمو الاقتصادي.

ومن ناحية أخرى يمكن أن يكون ارتفاع نسب الكتلة النقدية بمعناها الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي معزلاً للنمو الاقتصادي إذا اقتربت بوضع متوازن للمالية العامة وعدد كبير من الحسابات المصرفية وخاصة في المناطق الريفية وعدد القروض الأصغر الممنوحة من البنوك ومؤسسات التمويل هي المؤشرات الرئيسية المستخدمة في قياس درجة الوصول إلى النظام المصرفي¹.

ثانياً- صعوبة القياس الكمي لبعض المؤشرات

ليس من السهل أو حتى من الممكن قياس بعض المؤشرات المهمة للتنمية المالية قياساً كمياً، فهي بشكل رئيسي مؤشرات تدل على كفاءة النظام المالي لتخفيض تكاليف المعلومات والمعاملات على العملاء. ويعتبر تقييم هذه الكفاءة ممارسة نوعية بشكل رئيسي، كما أنه ينطوي في العادة على التقييم للالتزام بمعايير وقوانين النظام المالي ذات الصلة وممارساته الجيدة وتنفيذها وتحليل البيئة الائتمانية ونوعية مديري ومشرفي البنوك ونظام الإدارة المؤسسية، الخ. وبدون تحليل شامل للبيئة المؤسسية وهيكل الحوافز الذي يعمل مديرو ومشرفو البنوك والمراجعون والمودعون في ظلّه، يصعب وضع استنتاجات بخصوص مستوى التنمية المالية في البلد المعني. وفي النهاية، فإن البيانات الخاصة بالمؤشرات القابلة للقياس قياساً كمياً قد لا تتوفر بسهولة عبر البلدان، وقد يصعب أحياناً تجميع المعلومات المتوفرة بأسلوب متناسق وقابل للمقارنة بين البلدان (مثل المعلومات الخاصة بمستوى القروض غير العاملة (المتعثرة) والتي قد لا تكون قابلة للمقارنة بين البلدان بسبب مختلف المنهجيات المستخدمة في حساب عدم الوفاء بالالتزامات².

¹ Paul Holden وVassili Prokopenko ، " التنمية المالية والحد من الفقر"، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2001، ص06.


² نفس المرجع، ص06.

خلاصة الفصل الأول:

اتضح من خلال دراسة هذا الفصل والمتعلق بالإطار المفاهيمي للتنمية المالية، أن مفهوم التنمية المالية حظي اهتمام العديد من المفكرين محاولين تقويم وتحليل هذه الظاهرة في أبعادها النظرية وكذا العملية، وعلى إثر ذلك توسع مفهوم تطور أداء النظام المالي أو ما يسمى بالتنمية المالية ليتعدى مفهوم العمق المالي ويشمل التحسينات والتطورات في كفاءة النظام المالي ومؤسساته المالية التي تساعد على تعبئة المدخرات وتخصيص رأس المال على نحو أكثر إنتاجية. وعليه، إن وجود نظام مالي متطور وفعال هو أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق استقرار في النشاط الاقتصادي، فمن خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وبين المقرضين والمقترضين تتم عملية تحويل وتوجيه الموارد بشكل أمثل نحو القطاعات الإنتاجية المناسبة، فضلا عن هذا فإنه يقدم مجموعة من الخدمات المالية المتطورة مثل تحويل الأموال والضمانات وإدارة المخاطر والتخطيط المالي وإدارة الاستثمار والخدمات الاستشارية التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها في العصر الحالي.

فالتنمية المالية مفهوم متعدد الأوجه لا يقتصر فقط على الجاميع النقدية، وإنما يتعداه ليشمل التنظيم والرقابة ودرجة التنافس والانفتاح والمؤسسية، وهناك عدد من المؤشرات المستخدمة في قياس التنمية المالية منها ما هو متعلق بالجانب البنكي، ومنها ما هو متعلق بجانب أسواق الأوراق المالية.

ويرى العديد من المحللين ومتخذي القرارات إن ذلك يتحقق من خلال النهوض بالنظام المالي بكافة جوانبه البنكية والأسواق المالية والوساطة، لما للتمويل ومدى توافره ودرجة كفاءته من أثر في ترشيد الموارد وتوزيعها بكفاءة للنهوض بالاقتصاد، وهذا ما سنحاول إبرازه من خلال دراسة الفصل الثاني الذي يتناول أثر التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية.



**الفصل الثاني: أثر التنمية
المالية على أداء وكفاءة سوق
الأوراق المالية**

الفصل الثاني: أثر التنمية المالية على أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تمثل سوق الأوراق المالية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي بذلك تعبر عن سوق متكامل فعال تتوفر فيه الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب لتتفاعل بيعا وشراء في ظل روح من المنافسة الكاملة، فالبورصات تكتسب قدرا كبيرا من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد حرا وتفقد كثيرا من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد مقيدا.

وعليه تمثل أسواق الأوراق المالية إحدى الركائز الهامة في النظم المالية الحديثة التي تعد حجر الزاوية في عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية، حيث أثارت هذه القضية اهتمام الأكاديمين والممارسين في هذا الحقل بدرجة أثرت معها الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية التي تناولت هذا الموضوع.

وتشهد أسواق الأوراق المالية تطورا وتقدما هائلا ملحوظا يمس عدة جوانب متعلقة بها، فهي تشهد توسعا كبيرا من حيث عدد وحجم ونوع الأدوات المتداولة، وتقدما من ناحية استخدام التقنيات العالية الجودة من أجل رفع كفاءة وأداء هذه الأسواق لتصل إلى أهدافها الاقتصادية والتي تتمثل في تشجيع تخصيص، وكذلك على حياة المعلومات ونشرها، وإلى أنها تقلل من تكلفة تعبئة المدخرات، فتسهل بذلك الاستثمار، فضلا عن ذلك يمكن لأسواق الأوراق المالية أن تعزز مراقبة الشركات من أجل تعزيز النمو الاقتصادي.

وتأسيسا على ما تقدم يتناول هذا الفصل ما يلي:

المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

المبحث الثاني: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

المبحث الرابع: الآثار الاقتصادية للتنمية المالية على أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الاقتصادية، الصناعية والاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات وذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل. وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، وبذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول وحظيت باهتمام كبير وخاصة من طرف الحكومات والمستثمرين.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعمل سوق الأوراق المالية على تعبئة مدخرات الأشخاص الطبيعية والمعنوية، بواسطة أدوات مالية متعددة، بغية اجتذاب أكبر عدد ممكن من المدخرين وتوجيهها فيما بعد نحو الأعوان الاقتصادية ذات العجز لتمويل المشاريع الإنتاجية.

أولا- نشأة سوق الأوراق المالية

تعتبر بورصات الأوراق المالية من مشتقات بورصات البضائع التي بدأت كسوق يجتمع فيه الناس لإجراء عمليات البيع والشراء، والسوق قديما كان عبارة عن المكان الذي يتجه إليه الناس سواء ببضائعهم أو حاجاتهم ليتم تبادلها، حيث بدأت عمليات التداول بنظام المقايضة وتطورت إلى إدخال عنصر النقود في المبادلات التجارية. ويمثل مصطلح سوق الأوراق المالية المصطلح المعرب لكلمة "بورصة" التي هي من أصل لاتيني ولاحقا فرنسي كيس النقود¹، أو بمعنى آخر تعني الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها، والكلمة تشير أيضا إلى المكان الدوري الذي يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في قصر المصرفي Van de Bursen في منتصف القرن السادس عشر².

ويرجع بعض الكتاب كلمة بورصة إلى معنيين الأول، هو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه فان دي بورص ولذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء. أما الثاني فيتمثل في فندق بمدينة بروج كانت تزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال³.

ورغم هذا الاختلاف في مصدر التسمية، يعتبر المؤرخون الاقتصاديون أن مدينة "بروج" هي أول سوق

¹ د. محمد أحمد حلمي الطواي، "البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2001، ص 10.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 161-162.

³ Anthony Saunders & Marcia Cornett, « Financial Markets and Institutions : A modern perspective », MC Graw-Hill, New York, 2004, p218.

نقدي بأوروبا، وعرفت بما فكرة الخصم والحسم بين التجار، واتجه لها البرتغاليون باعتبارها مركزا رئيسيا لكافة أنواع السلع المتداولة دوليا.

وقد كان لظهور الشركات المساهمة وانتشارها ولجوء الحكومات والمؤسسات للاقتراض وخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، الأثر الأهم في ظهور بورصات الأوراق المالية بعد أن كانت معظم التعاملات تتم في بادئ الأمر على قاعة الطريق كما في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، إلى أن استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة تسمى الآن بورصات الأوراق المالية¹.

وقد ذكرت كلمة بورصة Bourse لأول مرة في القرن السادس عشر عندما استخدمها الأمير الملكي الفرنسي في جويلية 1549 والذي أنشأ بورصة تولوز La bourse de Toulouse².

وعُرفت بورصة باريس عام 1595م وأخذت في التطور والازدهار حتى عام 1639م، حيث ظهرت مهنة عملاء الصرف المتخصصين في عمليات الخصم وصدر عام 1774م مرسوم ملكي فرنسي بتنظيم البورصة. إلا أنه عقب الثورة الفرنسية عام 1789م حدث اختلال في النظام الاقتصادي أفقلت البورصة وعادت للظهور ثانية عام 1830م وساعدها في ذلك تحافت طبقة الأغنياء على شراء أسهم الشركات الضخمة والتي تحتاج إلى تمويل ضخم وبالمقابل تعطى عوائد وفوائد مرتفعة. وقد احتلت بورصة باريس الترتيب الثاني في الصدارة بعد بورصة لندن والتي ظهرت خلال القرن السابع عشر، وارتبط ظهورها بظهور الرأسمالية في بريطانيا.

ففي فرنسا مثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر والقرن العشرين في مبنى خاص أطلق عليها (Royal Exchange)، في حين تم انشاء أول بورصة في أمريكا عام 1892 وذلك في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه المعاملات والتي أطلق عليها وول ستريت³، ومع بداية ظهور الأوراق المالية وازدياد اصدار وتداول تلك الأوراق كان لابد من قيام سوق لتأمين التعامل في بورصة الأوراق المالية (stock exchange) ظهرت سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات، وتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب، إذ ينم فيها التداول بصورتين هما⁴:

- عمليات عاجلة حيث تتم تصفية العملية مباشرة وتسليم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري؛
 - عمليات آجلة ويتم عقدها مباشرة إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.
- وإذا رجعنا إلى تاريخ إنشاء البورصات في العالم، نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في بلجيكا عام 1536 ثم في أمستردام عام 1608 ثم في لندن عام 1666 ثم باريس 1808، وفي الوقت الراهن فإن أهم البورصات تأتي بورصة نيويورك (وول ستريت) وبورصة لندن، طوكيو، استراليا، سنغافورة، وبورصة سيدني وغيرها، وفي العالم العربي

¹ محمد آدم، "أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية"، مجلة النبأ، العدد 59، بيروت، 2001، ص 106.

² عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010، ص 117.

³ محمد صالح جبر، "الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مطبعة الخليج، الكويت، 1982، ص 67-68.

⁴ صلاح الدين حسن السيسي، "قضايا اقتصادية معاصرة - دراسات نظرية وتطبيقية-"، دار الآداب للنشر والتوزيع، الامارات، 1998، ص 120.

والشرق الأوسط أنشئت أول بورصة بالإسكندرية عام 1883، وبعدها أنشئت بورصة القاهرة في 1898م كان التداول بين المستثمرين غير رسمياً حتى استصدار التنظيمات والترتيبات اللازمة عام 1909¹.

ثانياً-تعريف سوق الأوراق المالية

يطلق على سوق الأوراق المالية عدّة أسماء، فالبعض يسميها "سوق الأسهم والسندات" أو "سوق القيم المنقولة" وهذا الإسم وإن كان يعبر عن واقع سوق الأوراق المالية القائمة اليوم، إلا أنه لا يسمح باستحداث أدوات تعامل جديدة في هذه السوق، ويسميها البعض "سوق رأس المال" باعتبار أنها مصدر الأموال لتمويل مختلف المشروعات، كما يطلق عليها آخرون اسم "سوق الأموال متوسطة وطويلة الأجل" تمييزاً لها عن السوق النقدية وهي سوق الأموال قصيرة الأجل، وعلى هذا الأساس فقد تمّ تقديم عدّة تعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها: سوق الأوراق المالية هي مكان اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسارة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع².

وتعرف سوق الأوراق المالية على أنها السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، و قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية³.

كما تعرف على أنها تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب بأي وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في الأوراق المالية التي تتوفر فيها شروط محددة وفقاً لقواعد ونظم معينة، وهي سوق مالية منظمة ومتخصصة، حيث يتم تلاقي عروض البيع وطلبات الشراء بأموال أو قيم أو خدمات مختلفة⁴.

وهي أيضاً سوق منظمة تجرى فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل، ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الاشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح⁵.

¹ فريد راغب النجار، "أسواق المال والمؤسسات المالية، محاور التمويل الاستراتيجي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009 ص 205.

² محمد سويلم، "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة-مصر-، 1992، ص 272.

³ ضياء مجيد موسوي، "البورصات (أسواق المال و أدواتها)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص ص: 6-7.

⁴ Guy Caudamine & Jean Montier, « Banque et les marchés financiers », Edition economica, Paris, 1998, p312.

⁵ عبد الله بن محمد الرزين، " الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي والمعرفة والتنمية الاقتصادية"، جامعة الزيتونة، عمان -الأردن-، خلال 16-18 مارس 2005.

ومن ذلك يتضح بأن للأوراق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تبادل تلك الأدوات أو الأوراق شأنها في ذلك شأن أي سلعة أو أي خدمة أخرى، بفارق وحيد يتمثل في أنها تعد أسواقاً أكثر كفاءة وتنظيماً من الأسواق العادية الأخرى، وبالتالي فهي تشكل القناة التي يتم من خلالها تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين والعكس صحيح¹، وعليه تعتبر البورصة من أهم الأسواق المنظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية المختلفة وتحقق صلة بين المدخرين والمستثمرين بواسطة سماسرة محترفين، مؤهلين ومتخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين الذين يعملون على تدفق الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.

ولا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدر قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها²:

- وجود حجم كاف من المدخرات المعروفة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، يقابله وجود طلب كاف عليها؛
- طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توفر مشاريع ذات جدوى اقتصادية ورجحية مجزية؛
- وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد رأس المال ودوره؛
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي من قادر على التطور باستمرار للتكيف مع المستجدات، وعلى تسهيل المعاملات مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين؛
- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات، وخلق الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة والترويج لها والتوسط لتحقيق التقاء العرض والطلب؛
- تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسعاً وفعالية، وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين، فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المستثمر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كبيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت مقدرتهم المالية.

¹ فيصل محمد الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعملية-"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص45.

² زينب حسين عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية - مصر-، 2007، ص ص 269-270.

ثانياً- خصائص أسواق الأوراق المالية

إن الأسواق المالية هي أسواق بيع وشراء الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق النقدي وسوق رأس المال على أساس كون الموجودات التي يتم تداولها في كل منها طويلة أو قصيرة الأجل¹، ومعظم المؤلفات تشير إلى سوق الأوراق المالية على أنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل كما أن هناك عدة خصائص لأسواق الأوراق المالية هي²:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية؛
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية

إن نظام العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم من خلال طرح مصدري الأوراق المالية أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، وهو ما يطلق عليه بالسوق الأولي أو سوق الإصدار، بعد ذلك تأتي المرحلة الثانية تتمثل في قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيع أوراقهم المالية لتحقيق هدف معين يكون ذلك من خلال ما يعرف بالسوق الثانوية أو سوق التداول.

أولاً- الأسواق العاجلة

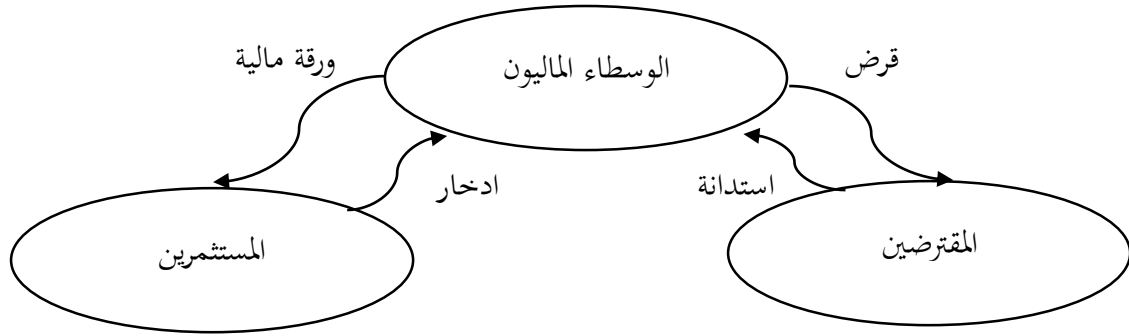
1- السوق الأولية:

وهي سوق الإصدارات الجديدة حيث تسمح هذه السوق للأعوان الاقتصاديين بالتزود بالأموال الضرورية لتمويل مشروعاتهم الاستثمارية، فهذا السوق يؤدي دور الوساطة بين المستثمرين والمقترضين³.

¹ عبد النافع الزري & غازي فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان -الأردن-، 2002، ص34.

² جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان -الأردن-، 2002، ص56.

³ Pierre Ramage, « Le marché financier », Edition d'organisation, Paris, 2002, p26.



Source : Pierre Ramage, « op-cit », p26.

وتعرف على أنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية¹، وتتم هذه العملية عادة عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك الاستثمار²، ونشير هنا إلى أن عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار يمثل في نفس الوقت الطلب عليها³.

ويتم في نطاقها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتمال سواء تتعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى تمويل طويل الأجل، والاكتمال في الأسهم قد يكون خاصاً مغلقاً أي مقصوراً على المؤسسين وحدهم وقد يكون عاماً وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتمال فيها بحسب نوع الشركة المساهمة، أما الاكتمال في السندات فغالبا ما يكون عاماً، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتمال في السندات⁴.

2- السوق الثانوية:

السوق الثانوية والتي يطلق عليها بسوق التداول عرفت على أنها تلك السوق التي يتم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتمال فيها، أي القيم المنقولة المتمثلة في الأوراق المالية الموجودة بالفعل⁵.

كما تعرف على أنها السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، بعبارة أخرى فإن هذه السوق هي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولية تستمد فاعليتها

¹ رسمية أحمد أبو موسى، " الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2005، ص 22.

² جمال جويدان الجمل، "دراسات في الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002، ص 30.

³ محمد صالح الحناوي & جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 36.

⁴ عبد الغفار حنفي & رسمية قرياقص، "أسواق المال-بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية"، شركات التأمين وشركات الاستثمار-"، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 275.

⁵ نادية أبو فخره مكايي & محمود صبح، "إدارة المنشآت المالية"، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة-مصر، 1991، ص 20.

من السوق الثانوية¹، ويكون بيع الأوراق المالية فيها بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية²، ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق مالية عند الحاجة لقيمتها نقداً³. من هنا تظهر العلاقة القائمة بين السوق الأولية والسوق الثانوية وتأثير إحداهما على الأخرى، فوجود سوق ثانوية نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بيسر يشجع المستثمرين على التعامل في السوق الأولية لاطمئنانهم على إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل لما اكتتبوا فيه من أوراق مالية، وفي الجانب المقابل فإن الإقبال على تأسيس شركات المساهمة والاكتتاب فيها (على مستوى السوق الأولية) من شأنه أن يزيد عدد الأوراق المالية المتداولة فينشط سوق التداول، ونتيجة لهذه العلاقة فلا يتصور أن تقوم سوق أولية ما لم تكن هناك سوق ثانوية نشطة، ولا يتصور أن تكون هناك سوق ثانوية ما لم تكن هناك سوق أولية⁴.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين أساسيين هما:

أ- الأسواق المنظمة:

تمثل الأسواق المنظمة فيما يطلق عليه بمصطلح البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق شروط تختلف من دولة لأخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام⁵.

ب- الأسواق غير المنظمة:

يستعمل هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، وتختص بيوت السمسرة بالتعامل في هذه السوق من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والمستثمرين ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار⁶، ويمكن أن تحتوي السوق الغير المنظمة قسمين من الأسواق هما:

ب-1/ السوق الثالث: ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك السوق، ويطلق عليها أيضا السوق الموازية، وتجري عمليات التداول في هذا النوع من السوق

¹ حسين بن هاني، "الأسواق المالية-طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002، ص16.

² صلاح الدين حسين السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 2003، ص16.

³ محمد صلاح الحناوي & جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص26.

⁴ عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة-مصر، 1998، ص46.

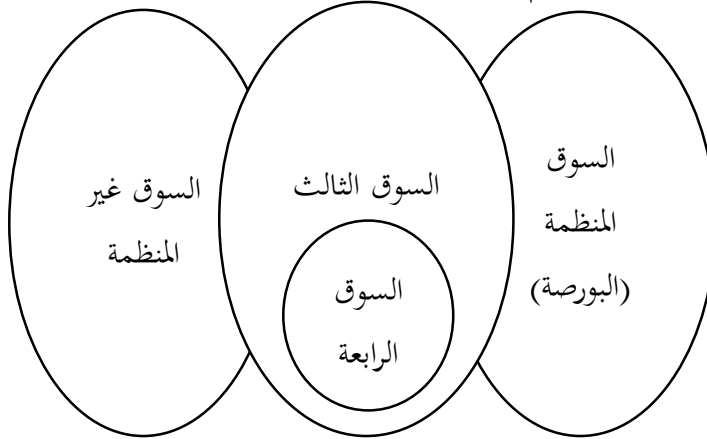
⁵ أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص07.

⁶ مناضل عباس حسين الجوارى & خيضر مهدي صالح، "واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي"، مجلة جامعة بابل، العدد 17، 2009، ص72.

الثانوية من دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها، فتتم عمليات التداول بواسطة الهاتف أو الحاسوب أو الانترنت، ويكون تجار هذه السوق على استعداد تام لإجراء بعض هذه العمليات لحساب محافظهم الخاصة، وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعلى هذا فإن السوق غير المنظمة تعد أسلوباً لإجراء تلك المعاملات والأوراق المتعامل بها في هذه السوق تكون عادة أوراق الشركات التي تستطيع الوفاء بمتطلبات الانضمام إلى السوق المنظمة¹.

ب-2/ السوق الرابع: هي السوق التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى وتسمى السوق الاحتكارية². ويوضح الشكل رقم (2-1) العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، وبين كل من السوق الثالثة والسوق الرابعة، والتي تمثل في مجموعها مكونات السوق الثانوية ويشير هذا التداخل إلى أن السوقيين الثالثة والرابعة هما جزء من السوق الثانوية وفي نفس الوقت هما أسواق غير منظمة ويمكنهما التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة كالتالي:

الشكل رقم (2-1): مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها



المصدر: عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص56.

ثانياً- الأسواق الآجلة

يقصد بأسواق الأوراق المالية الآجلة تلك الأسواق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية على أن يتم تنفيذ عقودها في وقت لاحق لتاريخ عقدها، بمعنى أن ما يتم عقده من العمليات في هذه السوق تؤجل تصفيته لوقت لاحق، حيث لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية مباشرة لدى عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة معينة حسب

¹Eatwell John & Taylor Lance, « Internantional Capital Markets and the future of economic policy », CEPA Working Paper Series III, Working Paper No. 9, New York, August 1998.

² دينا أحمد عمر، "أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي"، مجلة تنمية الرفادين، جامعة الموصل، العدد96، مجلد 31، 2009، ص60.

الاتفاق المبرم بين الطرفين، على أن يدفع المتعاملون بالسوق الآجلة تأميناً مالياً (تغطية) حتى يتم تنفيذ العملية نهائياً بحسب نوع كل عملية¹، وعليه تنقسم أسواق الأوراق المالية الآجلة إلى:

1- أسواق العقود المستقبلية:

تعود نشأة وتطور أسواق المستقبلية إلى عقد السبعينات من القرن الماضي تحديداً في عام 1971 عندما بدأت بورصة شيكاغو (التي تأسست عام 1848) بتنفيذ عقود مستقبلية على العملات الأجنبية²، وفي عام 1975 نفذ أول عقد مستقبلي على أسعار الفائدة للشهادات التي تصدرها الجمعية الوطنية الحكومية للرهن GNMA في سوق شيكاغو للتجارة، وفي عام 1976 سمح السوق النقدي الدولي IMM (الذي أنشئ عام 1972) ونفذ به أول عقد على العملات الأجنبية) بتنفيذ مستقبلية على الأوراق المالية الحكومية وعلى الأوراق المالية القصيرة الأجل (أذونات الخزانة الأمريكية)، ومن ثم في عام 1977 بدأت سوق شيكاغو بالتعامل بمستقبلية سندات الخزانة الأمريكية والتي أصبحت لاحقاً من أنشط أدوات سوق المستقبلية تداولاً، وشهد عام 1980 اهتمام المستثمرين بمستقبلية مؤشر الأسهم والتي لاقت قبولا عاماً، علماً أن أول عقد نفذ في سوق شيكاغو المنتظمة على مؤشر الأسهم كان عام 1982، ومنذ عام 2001 بدأ المستثمرون يتعاملون بمؤشر داوجونز الصناعي.

وتعرف أسواق المستقبلية على أنها أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة، وبأسعار محددة وقت التعاقد، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق محدد، ويقع التعامل فيها بشرطين هما³:

- أن يتم من خلال أحد بيوت التسوية الذي يقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري، وبدور المشتري بالنسبة للبائع ضماناً لتنفيذ الصفقة إذا تعذر على أحد طرفيها الأصليين الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر؛
- إيداع هامش مبدئي من جانب المستثمر لدى بيت التسوية (السمسرة) لضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم.

2- أسواق عقود الخيارات:

يعرف عقد الاختيار بأنه العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري قدراً من الأوراق المالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين أو خلال فترة محددة على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء⁴، فمحل عقد الاختيار هو مجرد الحق في تنفيذ العقد بالشراء أو البيع أو عدم تنفيذه دون التزام قاطع مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض، وعلى هذا فإن محل العقد هنا هو ليس الأوراق المالية وإنما هو اختيار الشراء أو البيع.

¹ محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، بحث مقدم للمؤتمر الخامس عشر حول الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص 11.

² أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 388-389.

³ محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 1997، ص 404.

⁴ حسني خريوش وآخرون، "الأسواق المالية - مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 155.

وتهدف عقود الاختيار إلى إعطاء المستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها عند تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يريد شراءها في المستقبل¹، وعليه الخيارات عقود ثانوية مشتقة من عقود أساسية تمنح لحاملها حق شراء أو بيع عدد من الأسهم بسعر محدد وخلال مدة نفاذ معينة مقابل مبلغ محدد يسمى بـ علاوة الخيار. يتضح من مفهوم الخيارات أنه يمكن تصنيفها وفق الحق الممنوح للمستثمر من قبل محرر الخيار على أنها خيارات شراء وخيارات بيع²، ولذلك طبيعة عقود الخيارات تتضمن منح حق وليس التزام لحملتها حرية التنفيذ من عدمه اعتماداً على توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية للأسهم محل العقد، كما أن التمتع بهذا الحق مشروط بطريقة تنفيذه فإذا كان ممارسة الحق في تاريخ النفاذ فقط تسمى الطريقة الأوروبية، أو إذا كان التنفيذ عند أية نقطة زمنية معينة خلال مدة النفاذ تسمى الطريقة الأمريكية.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

الأدوات المالية هي أصول مالية وغالباً ما تسمى الصكوك أو الأدوات المالية (الأصول غير الملموسة)، والتي من المتوقع أن توفر استحقاقات نقدية للمطالبة به مستقبلاً، وتسمى أيضاً الأوراق المالية وهي تشمل الأسهم والسندات عموماً، فالمعاملات المتصلة بالصك المالي يشمل طرفين على الأقل³:

- الجهة التي وافقت على دفع المبالغ النقدية في المستقبل يسمى بالمصدر؛
- الطرف الذي يملك الورقة المالية وبالتالي الحق في تلقي المدفوعات التي قدمها إلى المصدر وهو يسمى المستثمر.

وبصورة أخرى هي عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة⁴، وعليه يمكن توضيح أبرزها كالاتي:

أولاً- الأسهم العادية

تمثل أداة الملكية في الشركة المساهمة العامة، وهي عبارة عم صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في رأس المال في إحدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت حصة نقدية أم حصة عينية⁵.

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص37.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص350.

³ VALDONÉ DARŠKUVIENĖ, « Financial Markets », LEONARDO DA VINCI Transfer of Innovation, European Commission, 2010, p p 11-12.

⁴ مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009، ص 147.

⁵ مصطفى رشدي شيخة & زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، القاهرة-مصر-، 1993، ص169.

وتمثل السهم العادي مستند ملكية لها قيمة اسمية وقيمة دفترية فضلا عن القيمة السوقية، وملك حاملها حقوق يحددها القانون عادة¹.

التغيرات التكنولوجية وتغير الإجراءات التنظيمية وحالة الركود والانتعاش ومستويات المنافسة العالية حفزت ظهور أشكال مختلفة وعديدة للأسهم العادية، كما أن لها خصائص يمكن أن تتميز بها ويمكن إجمالها بالتالي²:

- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة؛
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة اقتراض؛
- مسؤولية المساهم تكون بقدره عدد الأسهم التي يحملها؛
- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة العامة؛
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم؛
- تعد مخزنا للقيمة لكون قيمتها تتزايد بنجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك مرجحا وبأسرع وقت؛
- لا يوجد للسهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة؛
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

ثانيا- الأسهم الممتازة

يطلق عليها الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات³، حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى بالتوزيعات، وتشبه الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة وكذلك في عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق الأرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز حيث يحصل عليها في السنوات القادمة إذ أن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة⁴.

¹ إبراهيم الكراسنة، "إرشادات في تقييم الأسهم والسندات"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الامارات العربية المتحدة-، 2005، ص4.

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص ص 152-153.

³ Donald E Fisher & Ronald J Jordan, « Security analysis and portfolio management », Printice – hall international, INC, New York, 1991, p13.

⁴ محمد محمود عبد ربه محمد، "طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص8.

لذلك تتميز الأسهم الممتازة كورقة مالية دون باقي الأوراق المالية الأخرى التي تصدرها الشركات بعدد من الخصائص الفريدة من أهمها¹:

- يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح وفي ناتج التصفية، لضمان حد أدنى من الأمان والدخل لهم؛
 - يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في جميع الأرباح المقررة، وتقرر ذلك إذا كانت النسبة المقررة للأرباح عالية والأرباح التي تقرر توزيعها لا تفي بهذه النسبة؛
 - يحق لحملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية لأنه بموجب القيمة الاسمية للسهم الممتاز يمكن الحصول على عدد أكثر من الأسهم العادية ويتم ذلك كلما كان المركز المالي للشركة قويا؛
 - يرتبط بالأسهم الممتازة كورقة مالية عدة اعتبارات تحقق الحماية لحملة هذه الأسهم وتتمثل في:
 - الحق في التصويت داخل الجمعية العمومية للمساهمين على قرارات مجلس الإدارة وعند انتخابهم ويتقرر هذا الحق لحملة الأسهم الممتازة التي لا يرتبط بمدة سداد محددة تلزم الشركة على الوفاء بالقيمة الاسمية خلال هذه المدة؛
 - الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في اقتسام الأرباح التي توزع عليهم يعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المقررة لهم كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، معنى ذلك أنه يتم دفع الأرباح المقررة لحملة الأسهم الممتازة أولاً، ثم توزيع الأرباح المتبقية على حملة الأسهم العادية بنفس القيمة التي حصل عليها السهم الممتاز وما تبقى من أرباح بعد ذلك يقتسمها حملة الأسهم العادية والممتازة معا تسمى هذه الأخيرة بالأسهم المشاركة.
- ويمكن توضيح أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في الجدول الآتي:

¹ محمد عثمان إسماعيل، " أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، 1993، ص 155-156.

الجدول رقم (1-2): أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة عن القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	قائمة، أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح السهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة ولانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقا لقانون الشركات

المصدر: أرشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 180.

ثالثا-السندات

يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله عند تاريخ الاستحقاق مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ محدد¹. وتعرف السندات أيضا بأنها عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، حيث يحدد في نص الاتفاق الفائدة والمبلغ وزمن الوفاء ومعلومات أخرى إضافية وعادة ما تكون السندات التي تصدرها المؤسسات ذات فائدة أكبر من الفائدة السائدة في السوق وذلك بهدف بيعها بسرعة وتلبية احتياجات المؤسسة التي تحتاج إلى أموال²، ولهذا السندات خصائص يمكن إجمالها بالتالي³:

1- القيمة الاسمية: تحدد القيمة الاسمية للسندات حجم النقود التي تقترضها المنشآت ومواعيد استحقاقها مما

يعكس حجم الالتزامات على هذه الشركات؛

¹ Bernard Laget, « Les nouveaux outils financiers », Top Edition, Paris, 1990, p18.

² علي كنعان، " الأسواق المالية"، مطبعة الروضة، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص51.

³ أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، دار قباء للنشر والتوزيع، القاهرة - مصر، 2007، ص49.

2- تاريخ الاستحقاق: يحدد في السند تاريخ الاستحقاق في القيمة الاسمية وتاريخ الاستحقاق يعطي مؤشرا على حجم السيولة الكلية والتي يجب توفيرها من هذه التواريخ؛

3- معدل العائد على السند: بعض الشركات تحدد معدلا ثابتا كل سنة أو خلال ستة أشهر حيث يستحق كوبون السند الدفع ويعكس معدل الاستثمار أو العائد في السند وكذلك تاريخ الاستحقاق مدى وحجم الالتزامات على الشركات ومدى قدرتها على الوفاء بالدفع طبقا لهذه المعدلات وطبقا للتواريخ المحددة في الكوبون؛

4- يحصل حامله على ضمان خاص على بعض موجودات الشركة وقد يكون الضمان عاما على أموالها، ولذلك يحصل على حقه في حالات التصفية قبل أن يحصل حامل السهم العادي على أي شيء؛

5- القابلية للتداول: يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم، وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي¹؛

6- الاستدعاء: إن استدعاء السندات يعطي للشركة المصدرة للسندات الحق في استردادها ويشير الاستدعاء عموما إلى أن الشركة يجب أن تدفع لحامل السند مبلغا أكبر من قيمته الاسمية وهذا المبلغ الإضافي الزائد عن القيمة الاسمية للسند يعرف على أنه علاوة استرداد وتكون علاوة الاسترداد مساوية تماما للفائدة المستحقة للسند عند استرداده خلال السنة الأولى وتنخفض هذه العلاوة بمعدل ثابت لكل سنة تالية؛

7- السند أداة استثمار ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنويا ثابتة، بينما يعتبر الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، وتبعا لتغير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز².

رابعا- المشتقات المالية

تمثل المشتقات المالية أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات)، وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال³. وقد بدأ التعامل فيها مع أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية، وثمة أنواع من أدوات المشتقات:

¹ رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 109.

² نفس المرجع، ص 109.

³ عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 79.

1- عقود الخيار:

الخيار عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك إلزاماً بأن يشتري أو يبيع أصلاً بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه¹، أي يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق وليس الإلزام في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر. أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني²، ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع أو شراء الأصل محل الاختيار بـ سعر التنفيذ أو الممارسة³. ويسمى الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في الشراء بخيار الشراء، في حين يطلق على الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في بيع الأصل محل الخيار خيار البيع، ويمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي فالاختيار الأمريكي يعطي الحق لحامله في تنفيذه خلال فترة معينة بينما لا ينفذ الخيار الأوروبي إلا في تاريخ محدد.

2- المستقبلات:

يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه التزام قانوني بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد، زمان محدد وبموجب سعر محدد⁴. وقد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية ويتم التعامل في العقود المستقبلية التالية⁵:

- العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة؛
- العقود المستقبلية لأسعار الصرف؛
- العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم.

ويمكن أن نلاحظ الميزات التالية للعقود المستقبلية⁶:

- إن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها.
- لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك فهي تتم فقط في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم؛
- الالتزام يتم مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر؛

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية الإسلامية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص 154.

² رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 160.

³ عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 80.

⁴ محمد مطر، "إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية-"، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 306.

⁵ بن رحم محمد خميسي، " المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟"، ورقة بحثية في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس بسطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

⁶ المشتقات المالية، إضاءات مالية ومصرفية " نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية"، العدد الثاني، الكويت، جانفي 2010، ص 3.

3- العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول (مثل العملات، أسعار الفائدة، السلع) في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بأن يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق وبسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد (ويسمى هذا بسعر التنفيذ). وتعرف العقود الآجلة على أنها اتفاقية بين طرفين من أجل تبادل أصل مالي مقابل نقد في تاريخ مستقبلي محدد، على أن تتم التسوية النقدية بعد انتهاء فترة العقد المتفق عليها أو في تاريخ الاستحقاق¹.

ويمكن توضيح أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (2-3): أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

وجه الاختلاف	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
نوع العقد	- عقود غير شخصية؛ - عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم.	- عقود شخصية؛ - عقود غير نمطية تحدد شروطها باتفاق وتراض الطرفين.
وجود سوق	- تتيح وجود سوق ثانوي لها.	- عدم وجود سوق ثانوي لها، حيث يتم تداولها في السوق غير المنظمة.
تحقق الأرباح	- تتيح للمضاربين فرصة تحقيق الأرباح؛ - يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار؛ - يتحقق الربح أو الخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.	- لا تتيح الفرصة للمضاربين في تحقيق الربح؛ - يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد. - يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم.
تسوية العقد	- تتم تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق	- تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق.

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، " الهندسة الإسلامية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان -الأردن-، 2008، ص83.

4- عقود المبادلة:

عقد المبادلة SWAP هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية²، وعلى خلاف العقود المستقبلية فإن المبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية لا يجري التعامل عليها في البورصات وإنما يجري التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية، لذا فإنها عقود أو اتفاقيات غير متجانسة تماماً أو أنها أدنى نمطية،

¹ Perry H Beaumont , « Financial Engineering Principles : A unified theory financial product analysis and valuation, » John Wiley and Sons, INC, Canada, 2003, p p 32-33.

² أشرف محمد دوابة، " المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، ص 11 متوفر على الموقع التالي: slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/28.swf

حيث أنها محصلة نهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف ويتم تحديد شروطها في ضوء الاختيارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف¹، ويوجد نوعين أساسيين من المبادلات النمطية التي يجري التعامل عليها يوميا من خلال أغلب صناعات السوق وهما مبادلات سعر الفائدة ومبادلات العملة.

ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة²، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير "عائم"، بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت، بينما في عقود مبادلة العملات فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار "مثلا" بمعدل عائم بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى بمعدل ثابت. لذلك فالتغيرات في أسعار الفائدة تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة أسعار الفائدة، بينما تغيرات سعر الصرف تحدد الربح والخاسر في عقود مبادلة العملات. يدعى الطرف الدافع للفائدة الثابتة مقابل الحصول على المتغيرة بالدافع الثابت، بينما يدعى الطرف الدافع للفائدة المتغيرة مقابل الحصول على الثابتة بالدافع المتغير، والأصل الرأسمالي هو فقط لحساب معدل الفائدة ولا يجري مبادله.

المبحث الثاني: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

وطالما أن نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم فضلا عن ذلك أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية. لذلك سنعالج من خلال هذا المبحث مفهوم واستخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية، وكذا أهم المتغيرات الأساسية المرتبطة بها، مع الإشارة لبعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.

المطلب الأول: مفهوم واستخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية

مؤشر سوق الأوراق المالية يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم أسواق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار، لذلك سنتناول في هذا المطلب تعريف مؤشر السوق وكذا مزاياه، بالإضافة إلى استخدامات هذا الأخير.

¹ نفس المرجع السابق، ص11.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص138.

أولاً- مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية

يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مقياساً شاملاً لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، أي قياس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر ستاندر بور 500 (S & P500)، وبالتالي فإن هذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالية، كما يمثل أيضاً مقياساً لمجموعة معينة من الأسهم وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين أي ما يطلق عليها بالمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، ومنها مؤشر داو جونز لصناعة النقل أو مؤشر ستاندر بور لصناعة الخدمات العامة، وعليه تعددت تعاريف مؤشر سوق الأوراق المالية يمكن توضيحها كالاتي:

يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال وبشكل رئيسي سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة¹.

وهو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء بالأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم².

كما يعرف على أنه تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس الوقت أو الأسواق المالية الأخرى³. وتنقسم المؤشرات من حيث وظيفتها إلى⁴:

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

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص298.

² محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 521.

³ بوكساني رشيد، "معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 112.

⁴ حسين قبلان، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية-"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد11، جامعة فرحات عباس بسطيف، 2011، ص94.

ب- مؤشرات قطاعية: وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر ستاندرز اندبوزز للخدمات العامة.

أما من حيث إمكانية التداول تنقسم المؤشرات إلى¹:

أ- مؤشرات متداولة: هي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية.

ب- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات.

ثانيا- مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق والتي منها²:

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي/ إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛
- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمرجحين في السوق تحديد إشكالات والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛
- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين؛
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الصاعدة.

وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فإن هناك شروط وأسس يجب توافرها في المؤشرات ولعل أهم هذه الشروط³:

- يجب أن يكون المؤشر عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية؛
- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي؛
- يجب أن يتضمن حجما كبيرا من الأسهم؛
- يجب أن يحدد الوزن والأهمية النسبية لكل سهم وأن يكون الوزن معروفا.

¹ واثق حمد أبو عمر، " النظرية المعاصرة لمحافظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية"، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، 2003، ص31.

² عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص175.

³ نفس المرجع، ص 176.

ثالثاً- الاستخدامات الأساسية لمؤشرات بورصات الأوراق المالية

- لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وفي طبيعة تلك الاستخدامات¹:
- تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ومتابعة إنجازات الشركات المكونة بأدواتها للمؤشرات المعنية، وتحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق؛
 - تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر وفي هذا الشأن يمكن استخدام المؤشرات المعنية لا لتشخيص الوقائع الجارية لمختلف الشركات والأسواق بل وللتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية أيضاً؛
 - تقدير مخاطر المحفظة، فيمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة؛
 - استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات؛
 - يمكن الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصادات الوطنية المختلفة وهذا ما يمكن بيانه من خلال اشتقاق معاملات الارتباط وتحديد المؤشرات؛
 - التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق؛
 - الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في عام 2002 من خلال مؤشرات الربحية في الأسواق المالية.

¹ ينظر في ذلك إلى:

- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 194-195.
- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2003، ص ص 198-199.
- مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص ص 245-246.

المطلب الثاني: المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الطرق والأساليب لاحتساب مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل من الضروري فهم كيفية تكوين أسلوب احتساب المؤشر قبل استخدامه لقياس الأداء أو لتكوين تصور عن السوق أو بناء استراتيجية استثمارية معينة والذي سنحاول دراسته على النحو التالي:

أولاً-أسس بناء المؤشر

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنه يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية¹:

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلاً للتسعير.

وعليه هناك عدة شروط لبناء المؤشرات أهمها ملائمة العينة، حيث تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، ومن ثم تمثل هذه العينة أساساً ملائماً يجب توفر الشروط التالية²:

- حجم العينة، القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما زاد حجم العينة كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق؛

- اتساع العينة، وتعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، وما تجدر الإشارة إليه أنه إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تمييز لنوع معين من الشركات الصناعية؛

- مصدر العينة، يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر حيث ينبغي أن تكون مصادر السوق الأساسية هي تداول الأوراق المالية.

أما الشرط الثاني هو الأوزان النسبية لمفردات العينة، حيث تعرف على أنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة³، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم الواحد داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهذه المداخل هي:

- مدخل الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر؛

- مدخل الأوزان المتساوية، وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر؛

¹ حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص 95.

² أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1198، ص 235.

³ عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2008، ص 42.

- مدخل الأوزان حسب القيمة، أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممتثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي¹.

ثانياً- أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المجال إلى الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات وهي كالآتي:

1- المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر):

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة واحداً من مؤشرات حالة السوق التي تستخدم أسلوب الترجيح بالسعر، وهو من أكثر المؤشرات استخداماً وشيوعاً، ونشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 1884/07/3 على يد Charles Dow، حيث قام المؤشر على عينة من 9 أسهم لشركات صناعية، ثم ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 1889 ثم إلى 20 سهم عام 1916 ليصل إلى 30 سهم عام 1928 وهو ما عليه الحال لغاية الآن². وعليه يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الآتية³:

جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر للمراد حسابه؛

قسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه.

المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية):

يمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية⁴:

إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية = عدد الأسهم × سعر السهم)؛

إيجاد الوزن لكل سهم (وزن السهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية الكلية للأسهم)؛

احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة =

أسعار الأسهم × أوزانها (في اليوم المعلن)

أسعار الأسهم × أوزانها (في اليوم الأساس)

ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة مؤشر كولس Cowles Index، مؤشر ستاند اندبورز S&P

500 INDEX، المؤشر المركب للبورصة الأمريكية ASEC INDEX، مؤشر NASDAQ، مؤشر الفايانشيال

تايمز FTSE 100، مؤشر البورصة المصرية CASE 50، مؤشر صندوق النقد العربي AMF INDEX.

ويعد مؤشر S&P 500 INDEX أكثر شيوعاً وهو أحد أهم المؤشرات المتداولة لحالة السوق، تتضمن عينة

المؤشر الرئيسي 500 مؤسسة كل منها يمثل بسهم (400 مؤسسة صناعية + 40 مؤسسة خدمات عامة + 20

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 194.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 307.

³ محمد صالح الحناوي & جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 260.

⁴ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 181.

مؤسسة نقل + 40 مؤسسة مالية¹، وهي مؤسسات كبيرة الحجم يجري تداول أسهمها في البورصات العالمية الرئيسية، أشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات قطاعية:

- مؤشر الصناعة S & PI 40؛

- مؤشر الخدمات العامة S & P PS 40؛

- مؤشر النقل S & PT 20؛

- مؤشر المالية S & PF 40.

2- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

يقوم هذا الأسلوب على افتراض إمكانية الاستثمار المتساوي في الأسهم المكونة للمؤشر في فترة الأساس، رغبة في إلغاء التحيز السعري الذي سبقت الإشارة إليه في مؤشرات الترجيح السعري، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق من خلال تأثيرها في المؤشر².

ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالاتي³:

- تحديد وزن نسبي يساوي واحدا للسهم (أو الأسهم صاحبة أقل سعر)؛

- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{الوزن النسبي} = \frac{\text{قيمة السهم صاحب أقل سعر}}{\text{سعر السهم}}$$

- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، أن الأوزان النسبية التي يتكون منها هذا المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام إحدى المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها (زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر وتكون تلك نتيجة اندماج بعض الشركات).

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 309.

² نفس المرجع، ص 311.

³ ينظر في ذلك:

- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2001، ص ص 98-100.

- حسان خضر، "تحليل الأوراق المالية"، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004، ص 08.

3- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي:

تقوم فكرة هذا الأسلوب في الترجيح في إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغيير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس، ثم حساب الوسط الهندسي وليس الوسط الحسابي، وأخيراً تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر لمعرفة التغيير في حالة السوق¹.

المطلب الثالث: مؤشرات البورصات العالمية

هناك العديد من المؤشرات التي يتم نشرها بانتظام في الجرائد والمجلات المتخصصة مثل جريدة الـ وول ستريت والفينانشيال تايمز والمجلات المتخصصة مثل فوربز Forbs والبارونز Barron's وتوتال Total هذا بالإضافة إلى النشرات اليومية لأسعار الأسهم والمؤشرات التي تقوم بإصدارها البورصات المنظمة، يمكن توضيحها كالتالي:

أولاً- المؤشرات شائعة الاستخدام في البورصات الأمريكية

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة هو أكثر المؤشرات شائعة الاستخدام المرجحة على أساس السعر السوقي للسهم، كذلك يعد مؤشر ستاندر د اند بور 500 من أكثر المؤشرات المرجحة بالقيمة استخداماً في الولايات المتحدة الأمريكية وفيما يلي عرض لكلا المؤشرين:

1- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة:

يعتبر مؤشر داو جونز أحد أقدم المؤشرات²، قام Charles Dow والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت بإصداره مؤشره الذي عرف بمؤشر داوجونز حيث بدأ العمل بتسعة أسهم لشركات صناعية، ثم ارتفع حجم العينة ليصبح إلى حد الآن إلى 30 سهم. ويعتبر مؤشر داوجونز البارومتر الذي تقاس بواسطته أداء الأسواق المالية العالمية الأخرى، إذ يساهم هذا المؤشر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات³.

2- مؤشر ستاندر د اند بور:

يختلف مؤشر ستاندر د اند بور 500 عن مؤشر داو جونز في عدة جوانب وهي أن ترجيح أسهم المؤشر يتم على أساس القيمة⁴ (أي أن المؤشر يأخذ في اعتباره عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى سعر السهم) كذلك لا يعتبر مؤشر ستاندر د اند بور 500 متوسطاً بل رقماً قياسيماً، ترجع فترة الأساس له إلى الأعوام 1941-1943، وقد تم إعطاء قيمة حكومية للمؤشر قدرها 10.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 312.

² ينظر في ذلك:

- محمد صالح الحناوي & جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 256.

- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 261.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 192.

⁴ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 260.

ويعد مؤشر ستاندر داند بور 500 من المؤشرات الملائمة لإدارة محافظ الاستثمارات التي تقوم بإنشائها المؤسسات المالية وقد تم تقديم هذا المؤشر ليشمل 500 سهم، حيث يضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، وتجدر الإشارة إلى أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الاجمالية لأسهم المؤشر.

ثانياً- بعض المؤشرات الأخرى لأسواق الأوراق المالية الأمريكية

هناك عدد من المؤشرات الأخرى والتي يتم حسابها ونشرها دورياً وبانتظام في الصحف والمجلات الأمريكية منها:

1- مؤشر بورصة نيويورك NYSY INDEX:

يعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على ترجيح المتوسط العام بالقيمة السوقية المجمع للأسهم التي يضمها هذا المؤشر، ويشمل هذا المؤشر كافة الأسهم المسجلة ببورصة نيويورك ويتغير عدد الأسهم التي يحويها المؤشر بمرور الوقت، إلا أن عدد الأسهم التي يشملها المؤشر حوالي 1700 سهم.

2- سلسلة مؤشرات NASDAQ:

تتكون من ستة مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة، وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى وشركات النقل وشركات الخدمات العامة بالإضافة إلى مؤشر مركب من تلك المؤشرات الست، ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت Wall street.

3- مؤشر كولس COWLES INDEX:

في عام 1949 قدم ألفريد كولس مؤشر كولس والذي استخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على معدل الرسلة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي¹.

ثالثاً- المؤشرات شائعة الاستخدام في الدول الأوروبية والآسيوية²

1- مؤشر فاينانشل تايمز (FT-SE 100):

أنشئ هذا المؤشر عام 1983 للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، وقررت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة³.

لقد أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية الذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تايمز بكافة الأسهم الذي نشر

¹ احمد بزيرية، "دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي -دراسة تقييمية مقارنة-"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص 31.

² مناضل عباس حسين الجوارى & خضير مهدي صالح، " واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي"، مجلة جامعة بابل، المجلد 17، العدد 1، 2009، ص 70-71.

³ حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص 105-106.

حوالي 704 سهم في عام 1989، فلقد أعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983/12/30) وأصبح بعد ذلك يتداول في مل من سوق العقود المستقبلية.

2- مؤشر آيبكس الاسباني (IBEX):

يضم هذا المؤشر 35 شركة وهي من أكثر الشركات سيولة في السوق الاسبانية، ووضع بقيمة أساس 3000 نقطة سنة 1989.

3- مؤشر داكس الألماني (DAX):

هو مؤشر لأسهم الشركات ذات التوزيعات الكبيرة والإدارة والخبرة، ويحتوي على الأوراق المالية لـ 30 شركة الأكثر تميزا في بورصة فرانكفورت بقيمة أساس 1000 نقطة ووضع سنة 1987، ويستخدم المؤشر كأساس للمتاجرة في سوق المشتقات المالية¹.

4- مؤشر كاك الفرنسي (CAC 40):

يمثل سوق الأوراق المالية الفرنسية ويضم أكبر وأهم 40 شركة في سوق باريس وبأساس 1000 نقطة وضعت سنة 1987.

5- مؤشر نيكبي الياباني (NIKKEI):

يعد من أهم المؤشرات الآسيوية على الاطلاق، ويتكون من أكبر وأهم 200 شركة مدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية، ويتم حسابه يوميا في جريدة نايهن كازاي شيمون منذ سنة 1971 وهو متوسط مرجح لسعر السهم بالين الياباني، ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنويا.

6- مؤشر HANG SANG لهونغ كونغ:

يضم 33 شركة تمثل نحو 70% من القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية في هونغ كونغ ومكونات هذا المؤشر تضم أربعة قطاعات فقط هي التجارة والصناعة والمرافق والعقارات، وقد بدأت بقيمة أساس 1000 نقطة سنة 1964.

رابعا- أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية

تشهد الأسواق المالية العربية تطورات إيجابية في مجال الإفصاح وتقنية المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية، بما يعزز دور هذه الأسواق في استقطاب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية معا، إذ تلعب هذه الأسواق دورا مهما في الحياة الاقتصادية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلدان العربية من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي تحققها والمتمثلة في تعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمار وترشيد استخدام الموارد وخلق السيولة للأدوات المالية، بالإضافة إلى إمكانية توفير وسائل تمويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة².

¹ نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية"، الأهرام الاقتصادي، عدد 72، فيفري 1994، ص 61،

² عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 196.

والجدير بالذكر أن هناك عددا كبيرا من المؤشرات الخاصة بالأسواق العربية، والذي جاء نتيجة طبيعية لحدثة الأسواق في تلك البلدان من جهة، ومحاوله كل سوق أو شركة أو بنك استثماري بناء مؤشر خاص به من جهة أخرى، ولذا سوف تتم الإشارة إلى أهم المؤشرات الشائعة الاستخدام¹:

- مؤشر سوق عمان المالي-الأردن- (ASE) : وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة سنة 1994 و 70 شركة سنة 2001؛
- مؤشر بنك أبو ظلي الوطني (الإمارات العربية المتحدة): وهو مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق وتضم 38 شركة مدرجة في سوق أبو ظلي ودبي للأوراق المالية؛
- مؤشر سوق البحرين المالي (BSE): وهو يحتسب بطريقة رسملة السوق ومرجح ب 24 شركة.
- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (KWSE): وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية ل 35 شركة؛
- المؤشر العام للأوراق المالية SAMA (المملكة العربية السعودية): وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعود ساما SAMA وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي، وسنة 2001 كان عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة؛
- مؤشر مازي MAZI (المغرب): وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية، لكونه مؤشر شامل للرسملة، وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء؛
- مؤشر مسقط للأوراق المالية MSM (عمان): وهو مؤشر عام للسوق في عمان ويتكون من 33 شركة؛
- مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر): وهو يحتسب على أساس المعادلة: تشر سوق الدوحة = إجمالي القيمة السوقية للتداول ل 20 شركة المدرجة في مؤشر الأسعار ليوم الأساس / إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس ل 20 شركة المدرجة في المؤشر، وتم إطلاق هذا المؤشر ب 100 نقطة في 1986؛
- مؤشر كاس CASE مصر: وضع هذا المؤشر من قبل بنك مصر سنة 1998 وهو يضم سوقي القاهرة والإسكندرية، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة وتضم 30 شركة؛

¹ حسين قبلاان، مرجع سبق ذكره، ص 107.

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

أكدت العديد من الدراسات وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم، وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال، حيث يقصد بسوق الأوراق المالية الكفاءة أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تناول مفهوم الكفاءة وشروطها، أنواعها، ومستوياتها.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

مفهوم كفاءة السوق يتجلى في كونه تلك السوق التي تتساوى فيها القيمة السوقية للأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، وتتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية عموماً على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها، وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، وهذا ما سنحاول التعرف عليه من خلال هذا المطلب.

أولاً-تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يقصد بالكفاءة عموماً: القدرة على الأداء الجيد لمهنة معينة، وعلى هذا يكون السوق المالي كفؤاً إذا كان يؤدي دوره على أتم وجه أي: يسمح بتمويل المؤسسات (من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية)، ويضمن إعادة تخصيص الموارد (من خلال شراء وبيع الأوراق المالية في السوق الثانوية)¹.
يتم عادة تعريف الكفاءة في الأدبيات المالية بكونها محصلة لثلاثة أشكال من الكفاءة:

- الكفاءة التخصيضية؛

- الكفاءة التشغيلية أو العملية أو التنظيمية؛

- الكفاءة المعلوماتية أو الإعلامية.

تتعلق الكفاءة التخصيضية بالقدرة على إعادة توزيع رأس المال، وعليه يكون السوق كفؤاً من الناحية التخصيضية إذا توفرت لديه القدرة على إعادة توجيه المدخرات نحو أفضل المشاريع الاستثمارية وبالتالي المساهمة في التطور الاقتصادي².

أما الكفاءة التشغيلية فهي تتعلق بقدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة، وهذه التكلفة تعرف بـ "تكلفة المعاملات" وتشمل هذه التكلفة على تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية، لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة إلى أدنى

¹Clotilde Wester , « la finance comportementale ; d'une meilleure compréhension a une nouvelle régulation des marchés financiers », thèse de master, université paris, panthéon Assas,2008,p10.

²Clotilde Wester ,op-cit, p10.

مستوى ممكن¹. أيضا تعني الكفاءة التشغيلية أن يكون السوق قادرا على خلق توازن بين العرض والطلب، وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشرا على الكفاءة الداخلية للسوق المالي.

في حين أن الكفاءة المعلوماتية تعني سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبير، وإلا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، أي يكون سوق المال كفوًا من الناحية المعلوماتية إذا وفقط إذا عكس سعر الأصل المالي المتداول فيه جميع المعلومات المتعلقة به وبشكل فوري².

ولا سيما وأن السوق الكفء هو ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل³، والمقصود بأن الأسعار تعكس ويشكل كامل كل المعلومات المتاحة والمتوفرة (أن أسعار الأسهم تتقلب عشوائيا حول قيمتها الحقيقية)، وأي انحراف عن حالة التوازن في السعر يصحح فورا بسبب توفر المعلومات لدى جميع المستثمرين بدون كلفة⁴، أي أن الأسعار تعكس كل المعلومات أولا بأول مما يجعل الأسعار في حالة توازن مستمرة للوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، وعليه فإن المتعامل في السوق الكفء لا يحقق أرباحا غير عادية نتيجة معرفته بأي معلومات ذات علاقة، وبالتالي فإن التنافس بين المستثمرين والمتعاملين بالأسهم في سوق مالي كفء سهل على تجميع الادخارات لتذهب إلى أكثر الاستثمارات إنتاجية وسيوزع رأس المال بطريقة مثالية⁵.

أو هو السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر وتكون أسعار الاستثمارات فيه مساوية لقيمتها الحقيقية⁶، أو هو السوق الذي يكون فيه أفضل توقع لقيمة السهم ممثلا في السعر الحالي⁷، فالسوق الكفء إذن هو السوق العادل الذي تعكس أسعار البيع فيه كافة المعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة⁸.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-103.

²Clotide Wester ,op-cit, p11.

³Eugene Fama, « **Efficient capital markets : A review of theory and empirical work** », Journal of finance, Vol 25, May 1970, p384.

⁴Ainul Islam & Mohamed Khaled, « **tests of weak-form efficiency of the dhaka stock exchange** », Journal of Business Finance & Accounting, Vol 32, N°8, 2005, p p 1614-1615.

⁵Bizhan Abedini, « **Weak-form efficiency : Stock Market in the Gulf Co-operation Council Countries** », SCMS Journal of Indian Management , Vol 6,2009, p15.

⁶Belkeoui .A, « **Accounting theory** », Harcourt Brace Jovanovich , INC, New York, 1987, p50.

⁷Haim Levy and Marshall Sarnat, « **Portfolio and Investment Selections : theory and practice** », prentice-hall, London, 1984, p60.

⁸ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، ويكون السوق كفء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق¹.

ثانياً- المقومات الأساسية لكفاءة سوق الأوراق المالية

لقد أثارت كفاءة السوق اهتمام الكثير من المهتمين في مجال الاستثمار على المستوى النظري، وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات تحدد الشروط الواجب توافرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة وهذا مرهون بتوفر مجموعة من الشروط من أهمها²:

- أن تسود سوق الأوراق المالية حالة المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين وتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛
- أن توفر سوق الأوراق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية، بالكلفة المناسبة والوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛
- أن تتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل؛
- توفر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛
- توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفر النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛
- كما يشترط أن تكون لسوق الأوراق المالية والمتعاملين فيها هيئة مشرفة تعرف بمهنية إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً.

¹ مفتاح صالح & معارفي فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد7، 2009، ص182.

² ينظر في ذلك:

- حمزة محمود الزبيدي، " الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2001، ص ص 120-121.
- مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

ثالثاً- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

هناك نوعان من الكفاءة لأسواق الأوراق المالية وهما¹:

1- الكفاءة الكاملة:

في ظل الكفاءة الكاملة بين المستثمرين لن يتمكن أحد منهم من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية، وهناك شروط أساسية يجب توافرها في سوق الأوراق المالية الكفؤة حتى تتسم هذه السوق بالكفاءة الكاملة وهذه الشروط هي كالآتي:

- تماثل المعلومات، بأن تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه ودون تكاليف وإلا تحولت إلى سوق احتكار؛
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها، بما في ذلك حق المستثمر في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة؛
- حرية الدخول والخروج من وإلى السوق الاستثماري بمعنى حرية إقامة المشروعات الجديدة وعدم وجود تكاليف إفلاس قانونية أو محاسبية تنتج عن تصفية الاستثمارات؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم؛
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم. ولكن في الواقع قد لا تتحقق بعض الشروط فمثلاً، قد لا تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه بدون تكاليف كما قد يوجد قيود على التعامل، ولكن في ظل إمكانية توافر شرط اتصاف عدد كبير من المستثمرين بالرشد الاقتصادي وسعيهم إلى تعظيم مكاسبهم قد يكون من المناسب أن نشير إلى معنى آخر من الكفاءة وهي الكفاءة الاقتصادية.

2- الكفاءة الاقتصادية:

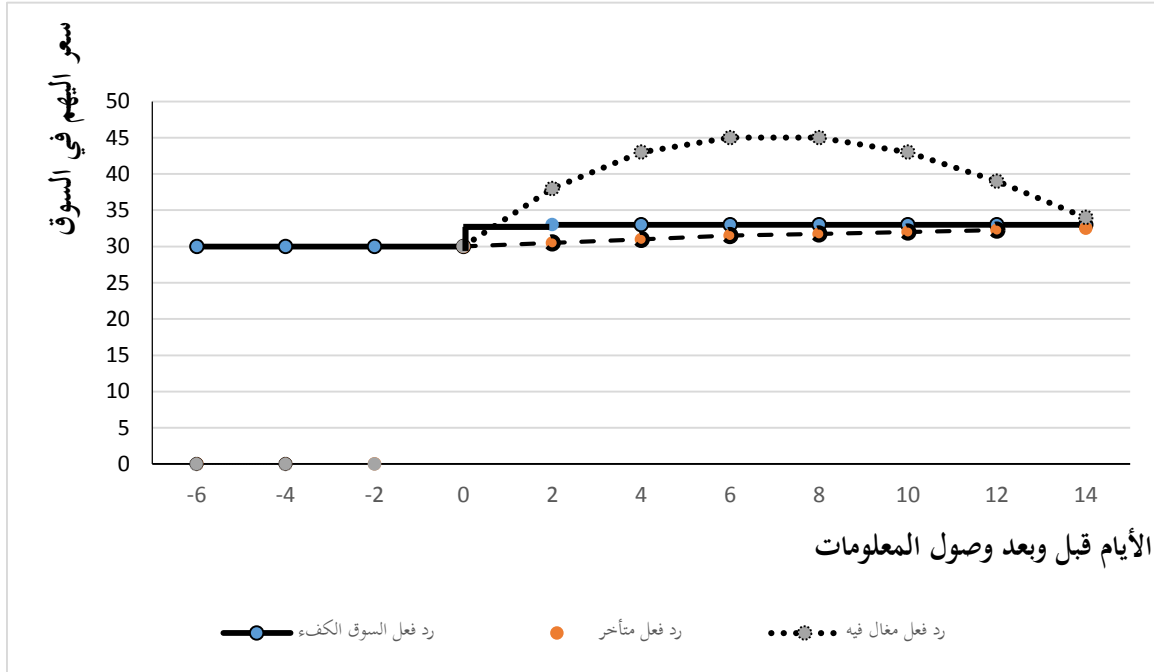
في ظل السوق ذات الكفاءة الاقتصادية يتوقع أن يكون هناك فاصل زمني ما بين توفر المعلومات ووصولها إلى السوق واستجابة السهم للتغيير في قيمته السوقية في ضوء تلك المعلومات وإن حصل ذلك يقال أن السوق ذات كفاءة اقتصادية، وهذا يعني أن القيمة السوقية لأي سهم ممكن أن تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الزمن، فقد لا يكون الفرق بين القيمة السوقية الحقيقية كبيراً إلى درجة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية خاصة في المدى البعيد.

¹ ينظر في ذلك إلى:

- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 104-106.
- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 130-134.
- حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص 9.

ومن أجل توضيح العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق وحركة التغير التي تحصل في الأسعار يعرض Haugen في كتابه نظرية الاستثمار الجديدة Modern Investment Theory الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



Source : Haugen R, « Modern Investment Theory », 3rd Edition, Prentice Hall, INC, 1993, p p 642

ويوضح الشكل السابق ثلاثة سيناريوهات يمكن أن تحصل لتصور طريقة استجابة سعر السهم في السوق إلى المعلومة التي ترد إلى السوق يوميا، ومن الشكل يظهر وصول معلومات سارة إلى السوق في اليوم 0 وإن أثر هذه المعلومات السارة هو زيادة القيمة السوقية للسهم من 30 وحدة نقدية إلى 33 وحدة نقدية حيث يستجيب السهم للزيادة بسبب هذه المعلومات السارة وفي ضوء هذه الاستجابة تحدث السيناريوهات وكما يلي:

أ- السيناريو الأول: يصور الخط الداكن حين يظهر الطريقة التي يستجيب فيها السهم للمعلومات في السوق ذات الكفاءة، وفي هذه الحالة هناك زيادة مباشرة في سعر السهم لتصل إلى 33 وحدة نقدية في اليوم الذي وردت فيه المعلومات السارة إلى السوق والسبب في ذلك هو افتراض عدم وجود معلومات إضافية جديدة ترد إلى السوق لاحقا.

ب- السيناريو الثاني: يعرضه الخط المتقطع، حيث يظهر طريقة استجابة سعر السهم في ظل السوق غير الكفاء، فعند وصول معلومات سارة إلى السوق في اليوم 0 سيمر بعض الوقت حتى تسعى مكاتب السمسة لتحليل المعلومات التي وصلت إلى السوق حول الأسهم والمنشآت المصدرة لها، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع طفيف في سعر السهم استجابة لهذه المعلومات السارة وبعد يوم أو أكثر فإن المحللين يصلون إلى استنتاجات تشير إلى أن القيمة السوقية للسهم هي أقل من قيمته الحقيقية، وبسبب هذه

الحالة فإن جملة من قرارات الشراء للأسهم سوف تحصل مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم في السوق فترتفع أسعاره حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والمحددة بـ 33 وحدة نقدية كما يظهر من الشكل.

ج- السيناريو الثالث: يعبر عنه المنحنى المنقط وفيه يظهر أن المستثمرين حصلوا على معلومات مغال فيها حيث وصل سعر السهم إلى أعلى من قيمته الحقيقية أي أكثر من 33 وحدة نقدية، وعندما تحصل هذه الحالة في السوق فإن المستثمرين يستغلون هذه الحالة حيث تتم عمليات بيع كبيرة للأسهم وبسبب زيادة العرض سوف تنخفض القيمة السوقية للسهم حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والبالغة 33 وحدة نقدية.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفؤ هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفؤاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر كالتالي¹:

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية وهذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال؛

- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه ميزتان أساسيتان هما:

أولاً- كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة وأن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، وهذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات. وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ويصعب على أي منهم تحقيق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

¹ عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2008، ص33.

ثانياً- كفاءة التشغيل

تعرف أيضا بالكفاءة الداخلية، فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل¹.

ولهذا تزايدت أهمية صناع السوق كونها تشكل أحد الأركان الرئيسية لمفهوم كفاءة التشغيل، هذا بجانب آثارها الايجابية في تحقيق التوازن واستقرار السوق والتخصيص الكفء للموارد، ويمكن تلخيص كيف تتم عملية صناعة السوق من خلال حزمة الخدمات التي يقدمها صناع السوق والتي يمكن إيجازها بالآتي:

- توفير المعلومات عن أفضل الأسعار إلى المشاركين في السوق؛
- العمل كمنظم مزاد يؤمن استمرار السوق وعدالته؛
- الاحتفاظ بمخزون خاص من الأصول المالية لأغراض تحقيق التوازن بين أوامر البيع والشراء ولتخفيف الصدمة التي تحصل في حالة عدم التوازن المؤقت في السوق؛
- توفير قواعد الحماية للأسعار في حالة عدم التوازن المؤقت في السوق؛
- السيطرة على حركة المعلومات والحد من عمليات المضاربة، لضمان استمرارية السعر وإضفاء صفة السيولة والمرونة للأصول المالية.

المطلب الثالث: أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاثة مستويات لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية هي كالاتي²:

أولاً- مستوى الكفاءة الضعيفة

تعني عدم إمكانية التنبؤ بعوائد الاستثمار في السوق من خلال استخدام معلومات تاريخية سابقة عن اتجاهات أسعار الأسهم، حيث ينفي هذا المفهوم من الكفاءة وجود تقلبات نمطية لحركة أسعار الأسهم معلومة لدى البعض من المتعاملين من السوق، الأمر الذي يقلل من فرص حيازة البعض لمعلومات غير متوفرة للآخرين واستخدامها للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم.

ثانياً- مستوى الكفاءة المتوسطة

يعني عدم إمكانية التنبؤ بمعدل تغير السهم باستخدام بيانات أسعار السهم من الماضي، والمعلومات الأخرى المنشورة عن السهم. وفقا لهذا المفهوم فإن المعلومات المطلوبة لتحديد مسار حركة سعر السهم ليست كما هو الحال في مفهوم الكفاءة الضعيفة، بل تشمل بقية المعلومات بما فيها تصريحات مسؤولي السوق ومعلومات عن أداء

¹عبد الله بن محمد الرزين، "الكفاءة الاقتصادية-ية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة -الأردن-، 23-25 أبريل 2005.

² إبراهيم أونور، " فعالية أسواق الأسهم العربية"، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد التاسع والثمانون، جانفي 2010، ص80.

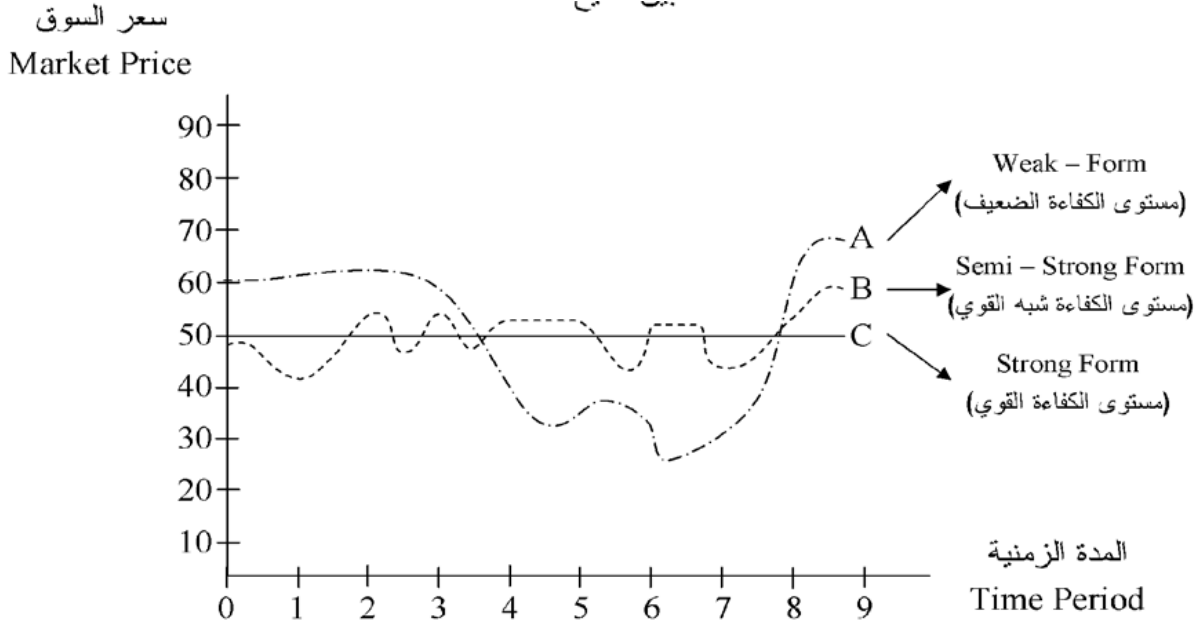
الاقتصاد الوطني أو القطاع الذي تعمل فيه الشركة المصدرة للأسهم، أو أي معلومات أخرى ذات صلة بالسهم شريطة أن تكون متاحة للجميع.

ثالثاً- مستوى الكفاءة القوية

يدل على عدم قدرة أحد من التنبؤ بعائد السهم (أو معدل تغير عائد السهم) باستخدام كل البيانات المتاحة بما فيها البيانات الخاصة التي قد لا تتوفر لكل المتعاملين في السوق، يحرص هذا المفهوم من الكفاءة على عدم إمكانية أي جهة الاستفادة من أي نوع من المعلومات المتوفرة لديها لتحديد حركة أسعار الأسهم في السوق. تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن مستوى الكفاءة القوية يمثل صورة مثالية لأداء الأسهم، لكن في الواقع لا تتوفر حتى في الأسواق المتطورة، لأن حدوث التقلبات المفاجئة وانحياز الأسواق المالية وبعض الأسهم فيها لا يتسق مع مفهوم هذا النوع من الكفاءة.

والشكل الموالي يوضح مختلف الصيغ لكفاءة أسواق الأوراق المالية:

الشكل رقم (2-3): الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية



Source: Francis-Clarch", Management Of Investment, "McGraw·Hill·inc·JAPAN·1983·P465

المبحث الرابع: الآثار الاقتصادية للتنمية المالية على أسواق الأوراق المالية

استمدت بورصة الأوراق المالية أهميتها بشكل أساسي من خلال دورها الهام في توفير الموارد المالية للاقتصاد من خلال ربط جهات الفائض المالي بجهات العجز المالي، غير أن هذا الدور ما لبث أن تطور بشكل كبير في الوقت الحاضر وأصبحت البورصة تمارس أدواراً متعددة الأوجه لتشمل جميع جوانب الاقتصاد وبتأثيرها يؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي ويتأثر بها في نفس الوقت، لهذا سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى عولمة أسواق الأوراق المالية وعلاقتها بتحرير حساب رأس المال، بالإضافة إلى التعرف على قنوات تأثير التنمية المالية على سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الإطار النظري لأثر التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية

تمثل الوظيفة الأساسية لأسواق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض من الأموال (المدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، وكانت الغاية الأساسية لأسواق الأوراق المالية هو لإشباع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، فهي تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية وتستمد أسواق الأوراق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب الاقتصاد ومجالاته وفي الوقت نفسه تتأثر به مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة¹ تتمثل في:

أولاً-عولمة أسواق الأوراق المالية

يشير مصطلح العولمة إلى عملية تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي، بحيث تزداد نسبة المشاركة في التبادل الدولي والعلاقات الاقتصادية الدولية لهؤلاء من حيث المستوى والحجم والوزن في مجالات متعددة أهمها السلع والخدمات، وعناصر الإنتاج، مما يترتب عليه زيادة عمليات التبادل التجاري الدولي لتشكيل نسبة هامة من النشاط الاقتصادي الكلي ولتكون أشكال جديدة للعلاقات الاقتصادية الدولية في الاقتصاد العالمي². وعليه تعد العولمة المالية الشق الثاني من العولمة الاقتصادية بحيث يتمثل شقها الأول في عولمة الإنتاج، لذلك قبل التطرق إلى المفاهيم المفسرة للعولمة المالية سنتطرق بداية إلى مفهوم العولمة الاقتصادية والتي عرفها صندوق النقد الدولي على أنها: تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية وكذا من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا³، حيث تقوم

¹ مناضل عباس حسين الجواري، مرجع سبق ذكره، ص ص 286-287.

² Thomas D.Lairson & Devid Skidmore, « **Internantional political** », Economy Harcourt Brace Publishers, New York ,1997, p96

³ هازيو هوانج وس & كال واجيد، " الاستقرار المالي في إطار التمويل العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 2002، ص14.

أربع مؤسسات بارزة على إدارة العوامة من خلال مجموعة من السياسات النقدية والمالية والتجارية المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم دول العالم وهذه المؤسسات هي¹:

- صندوق النقد الدولي المسؤول عن إدارة النظام النقدي للعوامة؛
 - البنك الدولي ومجموعة المؤسسات التابعة له المسؤول عن إدارة النظام المالي للعوامة؛
 - منظمة التجارة العالمية والمسؤولة عن إدارة النظام التجاري للعوامة
 - الشركات المتعددة الجنسيات ذلك لاعتبارها أداة للعوامة حيث بواسطتها يتم تدويل وعوامة رؤوس الأموال والإنتاج، وتصريف المنتجات ومجمل العمليات التجارية وانتقال المعلومات وغير ذلك.
- وعليه تتحدد العوامة الاقتصادية في نوعين رئيسيين هما العوامة الإنتاجية والعوامة المالية وفيما يلي إيضاح لكل نوع منهما:

- **عوامة الإنتاج:** تتحقق عوامة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات وتبلور من خلال اتجاهين²، الاتجاه الأول خاص بعوامة التجارة الدولية الذي بلغ معدل نموها ضعفي الناتج المحلي الإجمالي العالمي خلال عقد التسعينات، أما الاتجاه الثاني خاص بالاستثمار الأجنبي المباشر الذي زاد بمعدل أسرع وأكبر من معدل نمو التجارة العالمية خلال نفس العقد.

- **العوامة المالية:** إن العوامة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق المالية ويمكن الاستدلال على العوامة المالية بمؤشرين³:

✓ المؤشر الأول:

يقصد به تطور حجم المعاملات عبر الحدود من الأسهم والسندات في الدول المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى المعاملات الخارجية من الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وما يزيد من 200% في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العالم كما هو مبين في الجدول التالي:

¹ عمر صقر، " العوامة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 05.

² عبد المجيد عبد المطلب، "العوامة واقتصاديات البنوك"، - الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 03.

³ صالح مفتاح، " العوامة المالية"، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثاني، جوان 2002، ص 205.

الجدول رقم (2-4): حركة رؤوس الأموال في الأسهم والسندات 1970-1997 (% PIB)

البلدان السنوات	70	7	80	85	89	90	91	92	93	94	95	96	97
الو.م.أ	2.8	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	160	213
اليابان	-	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	79	96
ألمانيا	3.3	5	7	33	66	574	55	85	170	158	172	199	253
فرنسا	-	-	5	21	52	54	79	122	187	197	187	258	313
إيطاليا	-	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	470	672
كندا	5.7	3	9	27	55	65	83	114	153	208	189	251	358
بريطانيا	-	-	-	367.5	-	690.5	-	-	-	-	-	-	-

Source : Philippe D alvisement Jean & Piette petit, « Economie internationale », La place des Banques, Paris, Dunod, 1999, p95.

✓ المؤشر الثاني:

ويخص تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، حيث تشير الإحصائيات إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار عام 1995، وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس السنة¹.

¹ عبد المجيد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 34.

الجدول رقم (2-5): متوسط حركة التداول اليومي للنقد الأجنبي 1986-1995 مليار دولار

بيان العملية	1986	1989	1992	1995
رقم التداول العالمي المقدر	188	590	820	1190
نسبة الزيادة السنوية للفترة	-	%5.4	%1.6	%3.2
نسبة التداول العالمي المقدر من:				
-الصادرات العالمية من السلع والخدمات	7.4	15.8	17.4	19.1
-إجمالي الاحتياطات الدولية ماعدا الذهب	36.7	75.9	86.0	84.3

المصدر: أحمد منير النجار، "عولمة الأسواق المالية وآثارها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالية الكويتي"، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، "إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة جامعة فيلادلفيا " 5-6 مارس 2005.

1- تعريف العولمة المالية:

مع اتساع نطاق الإدراك لأهمية الأسواق المالية أصبحت صياغة تعريف محدد لتعبير العولمة المالية محور العديد من الدراسات، إلا أن محاولات الاقتصاديين لم تختلف وكلها تصب في معنى واحد، ومن أهم تعاريف العولمة المالية ما يلي:

العولمة المالية هي الارتباط أو الاتصال المتبادل بين مختلف الأسواق المالية بفضل تكنولوجيا الإعلام والاتصال التي سمحت بظهور أسواق المشتقات والأسواق المالية الناشئة¹.

ومصطلح العولمة المالية يستعمل للإشارة للتحويلات التي حدثت في الأسواق المالية من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والاتجاه نحو الانفتاح على الأسواق الدولية، وتزايد تكامل وارتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود وعلى حركة رؤوس الأموال². فهي ظاهرة تسمح للمستثمرين الخاصين بتغيير محافظهم المالية والولوج إلى فرص جديدة للربح المربوط بالمضاربة، وهي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي، مما يؤدي إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم تصبح هذه الأموال تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية. كما أنها النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي والتي تقود نحو توجيه أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية.

وعلى ضوء التعاريف السابقة يمكن تعريف العولمة المالية على أنها عملية تحرير وإعادة لصياغة التشريعات التي تحكم المعاملات المالية في النظام المالي الدولي مع إنشاء سوق مالية موحدة عالمية وذلك بفضل تكنولوجيا المعلومات والاتصال.

¹ Dourille feer Evelyne, « la finance et la monnaie a l'âge de la mondialisation », Edition L'harmattan, Paris, 2004, p42.

² Jean pierre Paulet, « mondialisation », 4eme Edition, Edition Armand Colin, Paris, 2007, p48.

2- مراحل تطور العولمة المالية

بالرغم من أن العولمة المالية لها جذور تمتد على نهاية القرن التاسع عشر، إلا أن الكثير من الاقتصاديين يعتبرونها حديثة النشأة نسبياً، فهم يقدرون أن عمرها لا يتجاوز الأربعين سنة على أكثر، وبممكننا تلخيص أهم مراحل العولمة المالية فيما يلي:

أ- مرحلة تدويل التمويل غير المباشر (1960-1979):

أهم ما ميز هذه المرحلة ما يلي¹:

- إدماج البترو دولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول حيث عرفت دول الخليج فائضا ماليا قدر بـ: 360 مليار دولار خلال الفترة (1974-1981) مما زاد في نسبة الادخار العالمي وظهر القروض البنكية المشتركة؛
- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة مثل المستقبلات، المبادلات والخيارات، حيث ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة سنة 1972 في بريطانيا سنة 1982 وفي فرنسا سنة 1986 وكذا ظهور أسواق الأوراق المدينة مثل سندات الخزينة؛
- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية أي التمويل غير المباشر، وتعايش الأنظمة المالية والنقدية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة؛
- انحيار نظام الصرف الثابت، مع نهاية عشرية الستينات لسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك وتطبيق نظام أسعار الصرف العائمة، مما أدى إلى ظهور وتوسع أسواق الصرف (أسواق الأورو دولار)؛
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانية للدول المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية، وبداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث؛
- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية.

ب- مرحلة التحرير المالي (1980-1985):

تزامنت هذه المرحلة مع وصول السيدة (MARGARET THATCHER) الحكيم في بريطانيا وتولى (PAUL VOLKER) رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهما معروفاً بتشجيعهما للحياة الاقتصادية والمالية على مستوى الوطني والعالمي.

¹ جبار محفوظ، "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد 07، ديسمبر 2002 ص

وقد تميزت بما يلي¹:

- المرور إلى اقتصاد السوق المالية؛ وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي؛
- رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، وبذلك رفعت كافة الحواجز في -وجهها دخولا وخروجاً؛ واعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي؛
- التوسع الكبير في أسواق السندات (30٪ من مجموع الأصول عالمياً) وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجز في الميزانيات عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية لاسيما سندات الخزينة وإنها مرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية؛
- توسيع وتعميق الإيداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة؛
- توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار، وهي صناديق تتوفر على رؤوس أموال ضخمة وهدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق المالية.

ج- مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة:

امتدت هذه المرحلة من 1986 حتى الآن وتتميزت بما يلي²:

- تحرير أسواق الأسهم والسندات بعد سلسلة من الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم (BIG BANG)، التي كانت بدايتها من بورصة لندن 1986 ثم تبعتها بقية بورصات العالم، حيث زادت قيمة الأسهم المتداولة في البورصات العالمية من 1400 مليار دولار سنة 1975 إلى 17000 مليار دولار سنة 1995، أي بمتوسط زيادة سنوية قدرها 13.25%، وفيما يخص سوق السندات فإن حجمها قد قدر سنة 1995 بـ: 15300 مليار دولار، وكان نصيب الولايات المتحدة من هذه السوق حوالي 2758 مليار دولار معظمها سندات حكومية بنسبة 88%؛
- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية مما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية، إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة، وذلك باستعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية، مما زاد نصيب هذه الأسواق من الرأسمال المتداول في الأسواق العالمية من 4% سنة 1986 مقابل 14% في الوقت الحالي؛

¹ نجابة عبد الله & بوقرة رابح، الوقائع الاقتصادية: العولمة الاقتصادية- التنمية المستدامة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص 249.

² جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 190.

- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها، زيادة حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة وأسواق الصرف؛

- الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية، من جراء الأزمات المالية التي عرفتتها الأسواق المالية الناشئة، بداية من أزمة المكسيك 1994، أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997...؛

- توسيع التمويل المباشر (اللجوء إلى الأسواق المالية) وتغطية الدين العام بواسطة الأدوات المالية حتى من طرف دول ومناطق خارج دول منظمة التعاون والتنمية (OCDE).

ومهما تكن مراحل العولمة المالية فإن هذه الظاهرة قد انتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم ومست معظم الدول من بعيد أو قريب، وبذلك أصبح العالم فعلا قرية صغيرة يتم فيه نقل ملايير من الدولارات في بضعة ثوان ومهما كانت المسافات، وهكذا سيطرة الدائرة المالية على الاقتصاد العالمي في وقت قصير نسبيا.

3- أسس العولمة المالية

إن الوضعية التي أفرزتها التطورات السابقة مهدت في بداية الثمانينات لبروز ظواهر مالية وقانونية غير مسبوقة عاشتها الأسواق المالية عرفت بقاعدة (3D)، ساهمت بشكل كبير في ترسيخ التحولات المالية، ومن ثم إحداث تطور كبير في نشاط المؤسسات والأسواق المالية ويمكن إيضاح ذلك فيما يلي¹:

أ- إزالة القيود التنظيمية:

وهو أن تقوم البلدان بإلغاء أو تجديد كل القوانين والتنظيمات التي كانت تقيد عمل المؤسسات والأسواق المالية، وإدخال سلسلة كاملة من الأدوات المالية لإدارة مختلف التذبذبات الحاصلة في معدلات الفائدة ومعدلات الصرف، والمتمثلة في المشتقات المالية (الاختيارات، العقود المستقبلية،...)، إلى جانب تحرير مختلف المعاملات في أسواق الصرف.

وقد سجلت هذه الحركة في إطار سلسلة من عمليات تحرير حركية رؤوس الأموال التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية السبعينات ثم توسعت فيما بعد إلى باقي دول العالم، حيث يمثل انفتاح النظام المالي الياباني خلال الفترة (1983-1984)، ثم انخيار الأنظمة المحلية للرقابة في أوروبا، مع خلق سوق موحدة لرؤوس الأموال سنة 1990، أهم العوامل التي أدت إلى تسارع الانتقال الجغرافي لرؤوس الأموال².

ب- تقلص دور الوساطة في التمويل:

وهو ما يسمح للمتعاملين الاقتصاديين الذين هم بحاجة إلى التمويل إلى اللجوء مباشرة إلى الأسواق المالية بدلا من اللجوء إلى القروض المصرفية، بمعنى الانتقال من التمويل غير المباشر من خلال الوساطة المالية والمصرفية، إلى

¹ Serge D'agostino, « la mondialisation », Edition Bréal, Paris, 2002, p104

² Dominique Plihon, « les enjeux de la globalisation financière – mondialisation au de la des mythes- », Edition Casbah, Alger, 1997, p 71.

التمويل المباشر من خلال الأسواق المالية لإجراء مختلف عمليات التوظيف والاقتراض¹، غير أن ذلك لم يفقد البنوك مكانتها ضمن المؤسسات المالية وأهميتها في تمويل الاقتصاد.

ج- عدم الفصل بين مختلف أقسام أسواق رأس المال:

وهو ما يعني رفع وإلغاء الحواجز القانونية والإدارية داخليا، من خلال فتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (الأسواق النقدية، أسواق رأس المال)، وأسواق الصرف (تبادل العملات فيما بينها)، وخارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة النشاط المالي وكذلك تمكين المؤسسات المالية المحلية من ممارسة النشاط المالي خارج حدود الدولة الواحدة، فالعولمة المالية لا تعني فقط انفتاح الأسواق القطرية على بعضها البعض، ولكن أيضا انفتاح الأقسام الموجودة داخل هذه الأسواق وتوسعها.

4- عوامل تنامي العولمة المالية

تعتبر الأحداث الاقتصادية التي سبقت نشوء العولمة المالية وتشكلت زمنيا قبلها، هي التي مهدت لصعودها ودعمت تواجدها، لذلك سنتطرق إلى عوامل تطور العولمة المالية:

أ- تنامي الرأسمالية المالية:

نعني به الأهمية المتزايدة لرأس المال التي تتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية، وتوجه رأس المال إلى التوظيف على حساب الاستثمار، أو ما يسمى بالريع الذي تحققه الأوراق المالية زيادة على ما يقدمه من قروض واستثمارات مالية بشروطه الخاصة، فقد ارتبط هذا الصعود بظهور ما يسمى بالاقتصاد الرمزي الذي أصبحت تحركه الأسهم والسندات ومختلف الأوراق المالية².

ب- عجز الأسواق الوطنية من استيعاب بالفوائض المالية:

إن تدفق رؤوس الأموال كانت موجودة وبمستويات متفاوتة مرتبطة في ذلك بتطور الرأسمالية عبر مراحلها المختلفة، إلا أن تزايد حجم المدخرات والفوائض المالية وعجز الأسواق المالية المحلية عن استيعابها اتجهت تلك الفوائض إلى البحث عن عائد بسبب اتجاه الربح نحو التدهور في قطاعات الإنتاج المادي التي تخرج منها الأموال. كما أن التغييرات التي طرأت على الظروف الخارجية لعبت دورا في زيادة تدفقات رأس المال الذي حدثت في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات، فقد أدى الانخفاض الذي طرأ على أسعار الفائدة وتباطؤ النمو في البلدان إلى خروج رأس المال من البلدان المناسبة بحثا عن معدلات عائد أعلى في البلدان الأخرى³.

¹ Dominique Plihon, op-cit, p70.

² عمر صقر، مرجع سبق ذكره، ص 14.

³ رمزي زكي، " العولمة المالية والاقتصاد السياسي لرأس المال الدولي"، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999، ص 88.

ج- الوتيرة العالية للمبتكرات المالية:

ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين¹، فألى جانب الأدوات التقليدية المتداولة في الأسواق المالية (وهي الأسهم والسندات) أصبح هناك العديد من الأدوات الاستثمارية منها المشتقات المالية بمختلف أنواعها حيث شكلت هذه الأخيرة أغلبية المبتكرات المالية نظرا للتطور الكبير الذي شهدته في السنوات القليلة الماضية، ويزيد من سرعة انتشارها تزايد وتنوع المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون واستفحال ظاهرة المضاربة فقد أدى زوال نظام الصرف الثابت والتقلب المستمر لأسعار صرف العملات وأسعار الفائدة إلى زيادة تعرض المتعاملين خاصة في الأسواق المالية للأخطار وبالأخص مخاطر الصرف وأسعار الفائدة، ولمواجهة هذا الوضع استحدثت العديد من الأدوات التي مكنت المتدخلين في الأسواق المالية من إدارة هذه الأخطار، وتجسد ذلك جليا في التطور السريع الذي عرفته المشتقات المالية والأسواق الخاصة بها منذ عام 1970².

د- التقدم التكنولوجي:

ما ساعد على نمو العولمة المالية وظهور الابتكارات المالية الحديثة وسرعة انتشارها هو التقدم التكنولوجي خاصة في مجال الاتصالات والمعلومات، حيث تم تجاوز عقبة حواجز الزمان والمكان بين الأسواق الوطنية المالية المختلفة، وانخفضت تكلفة الاتصالات بأنواعها مما كان له انعكاسا إيجابيا على زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لأخرى³.

هـ- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

لقد ازدادت المنافسة بين مقدمي خدمات الوساطة نتيجة التقدم التكنولوجي والتحرير المالي وقامت السلطات التنظيمية في كثير من البلدان بتغيير القواعد التي تحكم الوساطة المالية لكي نتيح لعدد أكبر من المؤسسات بتقديم خدمات مالية، وظهرت فئات جديدة من المؤسسات تقوم بتقديم خدمات مالية، كما ظهرت فئات جديدة من المؤسسات المالية غير المصرفية تقوم بتقديم خدمات تماثل تلك التي تقدمها البنوك عادة⁴.

و- التحرير المالي المحلي والدولي:

لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي والتحرير المالي الدولي وقد زاد معدل نمو هذه التدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي مع السماح للمقيمين وغير

¹ شذا جمال خطيب & صغفق الركبي، " العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص22.

² بن نعمون حمادو، " طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 5-7.

³ أحمد منير النجار، " عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية"، مداخلة قدمت في إطار المؤتمر العلمي الرابع حول استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، الأردن، يومي 15-16 مارس 2005، ص12.

⁴ Gerd Haussier, « la mondialisation de la finance », revue finance et développement, volume 39, N° 01, Mars 2002.

المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية¹.

ثانيا- العولمة المالية وتحرير حساب رأس المال

إن جوهر عملية التحرير المالي والتي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال، والمقصود بذلك هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية.

1- مفهوم حساب رأس المال:

قبل التطرق إلى تعريف تحرير حساب رأس المال لا بد من الإشارة إلى مفهوم قابلية التحويل²، حيث يقال عن عملة بلد ما أنها قابلة للتحويل إذا كان مسموحا للمقيمين وغير المقيمين فيه بإبدالها بالأسعار الجارية مقابل مبالغ من العملات الأجنبية، والتي يستطيعون استعمالها لاحقا بكل حرية في إطار معاملاتهم الدولية، وعادة ما يتم التمييز بين نوعين من قابلية التحويل وهما³:

- قابلية تحويل الحساب الجاري: وتخص فقط المعاملات الجارية بمعنى الترخيص بتبادل العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية لتمويل عمليات الصادرات والواردات من السلع والخدمات، والتحويلات الجارية ومداخيل العمل والاستثمارات.

- قابلية تحويل حساب رأس المال: وهي نفسها حركة رؤوس الأموال بمعنى الترخيص لرأس المال بالتدفق بكل حرية داخل وخارج البلد.

وعليه تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات معناه تخفيف القيود المفروضة على مختلف تدفقات رؤوس الأموال العابرة لحدود بلد معين⁴، ويقصد بالقيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال كل الإجراءات الرقابية المتخذة من طرف بلد ما لتقييد دخول و/أو خروج رؤوس الأموال منه وإليه، ومن أهم مبررات الرقابة على رأس المال ما يلي⁵:

¹ شذا جمال خطيب & صغفق الزكيبي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² الشريف بقعة & عبد الحميد مرغيت، " تجربة الهند في تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات والدروس المستفادة للاقتصاد الجزائري"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات الانفتاح الاقتصادي والنمو بدول جنوب المتوسط"، جامعة الحاج لخضر باتنة، يومي 11-12 نوفمبر 2013.

³ صالح نصولي & منير راشد، " تحرير تدفقات رؤوس الأموال في جنوب المتوسط"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد4، ديسمبر 1998، ص 24.

⁴M.Ayhan Kose & Eswar Parasad, « La libéralisation du compte de capital », Finance & developpement, L'ABC DE L'ÉCONOMIE, Septembre 2004, page 50-51.

⁵ شعون شعون، "بورصة الجزائر"، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 1999، ص ص 144-145.

- اعتبار الرقابة وسيلة تساعد في إدارة أزمات موازين المدفوعات وإعادة الاستقرار لأسعار الصرف التي تتولد عن تدفقات الأموال قصيرة الأجل التي تتسم بشدة التقلبات؛
- توجيه المدخرات المحلية في البلدان النامية لاستخدامها في تمويل الاستثمارات وليس في تمويل الاستثمارات وليس في تملك الأصول العينية؛
- الحد من ملكية الأجانب من تملك عناصر الإنتاج؛
- تدعيم وتقوية قدرة السلطات على جباية الضرائب على الأعمال المالية وعلى الدخل والثروة؛
- منع تدفق رؤوس الأموال من زعزعة الجهود المبذولة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والحفاظ على برامج الإصلاح الهيكلي.

حيث تنقسم هذه الإجراءات الرقابية إلى إجراءات رقابة مباشرة وغير مباشرة كما يلي¹:

- أ- الرقابة المباشرة: هي إجراءات إدارية تمنع أو تحد المعاملات وما يتعلق بها من تسوية أو تحويل.
- ب- الرقابة غير المباشرة: هي إجراءات السوق التي تثبط حركة رؤوس الأموال حيث تجعلها أكثر كلفة، وأهم هذه الإجراءات شيوعاً فرض الضرائب على التدفقات أو الدخول الناجمة عن حيازة المقيمين (أو غير المقيمين) لأصول مالية أجنبية (أو محلية)، أو فرض معدل احتياطي إجباري بدون فائدة.

2- مكونات حساب رأس المال:

يتكون حساب رأس المال من التدفقات الرسمية والخاصة* التي تشمل حركة رأس المال من وإلى البلد، حركة رؤوس الأموال من وإلى القطاع الخاص، إلا أن عملية تحرير حساب رأس المال تتعلق بجزئية القطاع الخاص المقيم والأجنبي في تحريك رؤوس الأموال خارج البلد وداخلها. وإن كان هذا لا يعني انعدام الضوابط على هذه الحركة، فيمكن أن تكون على نطاق واسع وتشمل كافة المعاملات المرتبطة بحساب رأس المال والاحتفاظ بقيود على بعضها الآخر²، وتتلخص أهم المعاملات في حساب رأس المال في:

أ- إلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر:

وتشمل التحرير من القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي المباشر للداخل، أو المتجه للخارج، أو على تصفية الاستثمارات وتحويلات الأرباح عبر الحدود³.

ولقد نجحت مجموعة الدول العربية في تحقيق إنجازات قياسية على صعيد جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وجاء ذلك بفضل عوامل جاذبة وأخرى دافعة، تركزت الجاذبة منها محلياً في الإصلاحات التي انتهجتها الحكومات العربية وخاصة في الآونة الأخيرة في البنية التحتية والجوانب التشريعية والمؤسسية والاجرائية بما أضفى مزيداً من المرونة على بيئة ممارسة الأعمال مع تحسن تصنيفها السيادي ووضعها وترتيبها في المؤشرات الدولية، إضافة إلى ارتفاع

¹ الشريف بقعة & عبد الحميد مرغيت، مرجع سبق ذكره.

* عادة ما تتدفق رؤوس الأموال الأجنبية وفق الأشكال التالية: الاستثمار الأجنبي المباشر، استثمار المحافظ المالية، القروض الخارجية، المساعدات والهبات.

² شذا جمال الخطيب & صغفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

³ نفس المرجع السابق، ص 31.

معدلات العائد على الاستثمار في المنطقة مقارنة بنظيرتها بالخارج، أما بالنسبة للعوامل الدافعة بعضها يرتبط بأداء الاقتصاد العالمي وتحركات الشركات متعددة الجنسيات، والآخر يرتبط بردود الفعل على المستوى الإقليمي.

ب- إلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية:

وتشمل عمليات الشراء التي تتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع أو الإصدارات التي تتم بواسطة مقيمين (تدفقات إلى الداخل)، أو على المبيعات أو إصدارات يقوم بها محليا غير مقيمين، أو عمليات الشراء التي يقوم بها في الخارج مقيمون (تدفقات إلى الخارج)¹. ومن أمثلة ذلك نجد أن المغرب لم تضع أية قيود على الحضور التجاري للشركات الأجنبية، سواء بهدف اقتناء الأوراق المالية وتداولها أو المشاركة في إصدارها أو تقديم الخدمات والاستشارات المالية أو نقل المعلومات المالية وأساليب معالجتها.

وكذلك جعلت مصر الباب مفتوحا أمام الشركات الأجنبية للعمل في السوق المالي المصري بكامل الحرية وفي كافة أنشطة البورصة من خدمات الاكتتاب والوساطة والسمسرة والتداول والتسوية والمقاصة وإدارة المحافظ المالية وكذلك إنشاء صناديق الاستثمار بأنواعها. أما فيما يتعلق بالسماح للأجانب بتملك وتداول الأوراق المالية فقد تركت سوق الامارات للأوراق المالية والسلع أمرا اختياريا لرؤساء مجالس إدارات الشركات المساهمة وفقا لما يرونه مناسباً للأداء ونشاط شركائهم، أي أن تعاملات الأجانب وجذب الاستثمار الأجنبي لبورصة الامارات مرهون بموافقة رؤساء مجالس الإدارات للشركات المساهمة على ذلك، كما تم إصدار نظام خاص بإدراج الشركات الأجنبية في سوق أبو ظبي والذي حدد شروط وإجراءات قبول إدراج الأوراق المالية الصادرة عن الشركات الأجنبية للتداول في الأسواق الرسمية².

ج- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية:

أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محليا بواسطة غير مقيمين، أو شراء العقارات في الخارج بواسطة مقيمين.

د- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل (الائتمان الممنوح من المقيمين لغير المقيمين)، أو على التدفقات للخارج (الائتمان الممنوح من المقيمين لغير المقيمين).

هـ- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية وهي تشمل الودائع غير المقيمة، واقتراض البنوك من الخارج (تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج).

و- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع أو القروض أو الهدايا أو المنح، الميراث، التركات أو تسوية الديون.

¹ نفس المرجع السابق، ص 32.

² ياسر محمد جاد الله & سيد إبراهيم عبد الفيصل، " الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الخامس عشر حول، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، ص 35-36.

3- مزايا ودوافع تحرير حساب رأس المال:

يعد التحدي الذي يواجهه الدول النامية والعربية هو تعظيم المكاسب من عملية تحرير حساب رأس المال عبر الزمن، وأن المكاسب التي تجنيها تعتمد على استعداد الدولة لتبنيها وتوفير الظروف الملائمة لذلك، وهناك جدل واسع حول العائد الاقتصادي لتحرير رأس المال والذي يلاحظ بأنه غير موزع بالتساوي فيما بين الدول حيث تتباين هذه المكاسب من دولة إلى أخرى وفيما يلي إيجاز لهذه المزايا¹:

- يساعد تحرير حساب رأس المال على جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن الدول التي تتميز بتحرير حساب رأس المال لها القدرة على جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي وارتفاع الاستثمارات أكثر من الدول المغلقة، وبنموها تساهم في تنمية التنمية الاقتصادية وزيادة النمو عن طريق زيادة الاستثمار الكلي، تداخل التكنولوجيا المتقدمة مع رأس المال البشري للدول المضيفة والتعجيل بالتحول الاقتصادي، كما تعتبر مصدر لتمويل الخارجي الخاص للدول النامية والاستثمار في مدخلات الإنتاج ونقل التكنولوجيا والمعرفة الإنتاجية، وتحديد وزيادة الطاقة الاستيعابية الاقتصادية والممارسات المؤسسية والإدارية بين المواقع الإنتاجية، والمساعدة على زيادة الصادرات المحلية والموارد المحلية باستعمال المهارات التسويقية والإشرافية التكنولوجية والدخول إلى السوق العالمية، بالإضافة إلى ذلك تحسين النمو الكلي بترقيه المنافسة لمنتجات السوق المحلي وزيادة مهارات العمالة عن طريق التدريب على الوظيفة والتعليم الرسمي؛

- تقوم التدفقات الرأسمالية بدور كبير ومتزايد الأهمية في ميزان المدفوعات، حيث تساعد على تمويل حجم كبير من عجز الحساب الجاري المرتبطة بزيادة الواردات، كما تساعد التدفقات على تراكم الاحتياطات الأجنبية؛

- توفير فرص الاستثمار للقطاع الخاص وفرص العمل ورفع المستوى المعيشي في الدول النامية؛

- زيادة فاعلية استخدام رأس المال العالمي، وتخفيض وتقارب أسعار الفائدة وتكلفة رأس المال وبالتالي تؤدي إلى زيادة الاستثمار وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات النمو الاقتصادي؛

- يعتبر تحرير رأس المال مؤشر لالتزام البلد بسياسات اقتصادية جيدة، ففي حالة بلد حساب رأس المال فيه محرز يستطيع المستثمرون المحليون والأجانب أن يحدثوا أزمة في حالة شعورهم بتدهور المناخ السياسي فيقومون بتحويل رؤوس الأموال إلى الخارج فجأة، ويوفر ذلك حافزا على صانعي السياسة بالأخذ بسياسة سليمة والحفاظ عليها مما ينجم عنها نمو طويل الأجل؛

- كما يعد تحرير حساب رأس المال من شأنه أن يسهل تدفق رأس المال وهذا ما يؤدي إلى سد الفجوة بين الادخار المحلي وحجم الاستثمار المطلوب لتحقيق معدلات النمو والتنمية الاقتصادية المرجوة، وهو الأمر الذي يترتب عليه خفض معدلات الاستدانة الخارجية حيث يتم الاستعانة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة عن القروض المصرفية والقروض الحكومية من قبل الدولة، وبالتالي الحد من نمو حجم المديونية الخارجية وأعبائها.

¹ يوسف عثمان إدريس، " تحرير حساب رأس المال: المزايا والمخاطر، تجربة الدول النامية"، مجلة المصرفي، بنك السودان المركزي، العدد 35، مارس 2005، ص ص 3-5.

وفي السنوات الماضية نما حجم تدفقات رأس المال الدولية نموا مطردا فاق نمو الكثير من المتغيرات الاقتصادية الحقيقية بشكل واضح، وكان تحرير أسواق المال وتراجع التضخيم الحكومي وكذلك التطورات التكنولوجية المتسارعة في نظم المعلومات والاتصالات، وما أفرزته من خفض كبير في كلفة المعاملات بميزانية القوى المحركة لهذا النمو المطرد¹.

وتختلف درجات تحرير حساب رأس المال من بلد لآخر، فمثلا اتبعت كل من الهند والصين منهجا متدرجا وحذرا في عملية التحرير، في حين أن دولا أخرى كأمریکا اللاتينية قد تسابقت على الإسراع في انفتاحها المالي في بداية سنوات السبعينيات حيث سرعت العديد من الضغوط المؤسسية ذلك، فقد ألزمت البلدان المرشحة لعضوية منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي مثل: المكسيك- كوريا الجنوبية- بلدان أوروبا الوسطى بالاكتتاب في قانون تحرير حركة رؤوس الأموال. كما أن الاتفاقيات الثنائية المبرمة خاصة مع الولايات المتحدة أو في إطار المنظمة العالمية للتجارة تلزم بالحد من الإجراءات الرقابية على حركة رؤوس الأموال، مما جعل الكثير منها عرضة لأزمات مالية عاصفة (كالمكسيك- الأرجنتين- البرازيل)، مما دفع بالعديد من البلدان النامية إلى إعادة فرض وبشكل مؤقت للقيود على تدفقات رؤوس الأموال الداخلة والخارجة².

ثالثا- آثار العولمة المالية

تعرض العولمة المالية وهي ظاهرة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود للوم عادة بسبب المخاطر الناجمة عنها والتي تتمثل في:

1- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال:

لقد تعاضم انسياب رأس المال الخاص نحو الدول النامية في العقد التاسع من القرن العشرين، وتحليل حركة هذا الانسياب نجد أن الاستثمار في المحفظة المالية يتم بسرعة كبيرة، حيث ينتقل رأس المال من سوق لآخر وبصورة فجائية وفي مدة زمنية قصيرة.

إن ارتفاع درجة تقلب الاستثمار في المحفظة المالية مقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر يرجع إلى أن النوع الأول يعتمد على عوامل قصيرة الأجل والسعي لتحقيق الربح السريع، على عكس النوع الثاني الذي يهتم بالأرباح على المدى الطويل وتقوم به الشركات المتعددة الجنسيات، كما يهتم بتغييرات كلية مثل نمو الأسواق والدخل القومي والتغيرات الهيكلية في اقتصاد الدولة المضيفة، إضافة إلى سعي الاستثمار المباشر لإيجاد طاقات إنتاجية جديدة، أو امتلاك طاقات موجودة أصلا وبذلك يكون من الصعب نسبيا تصفية هذه الطاقات في المدى القصير، بينما التخلص من الاستثمار في المحفظة المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية³.

¹ عدنان عباس علي، "مخاطر التكامل المالي الدولي في البلدان النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية، الكويت، المجلد 32، العدد 2، 2004، ص 330-341.

² الشريف بقعة & عبد الحميد مرغيت، مرجع سبق ذكره.

³ أحمد منير النجار، "عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية"، المؤتمر العلمي الرابع حول استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الكويت، 15-16 مارس 2005، ص ص 25-26.

إن الحركة الواسعة والسريعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي تتسبب في العديد من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني نوجزها فيما يلي:

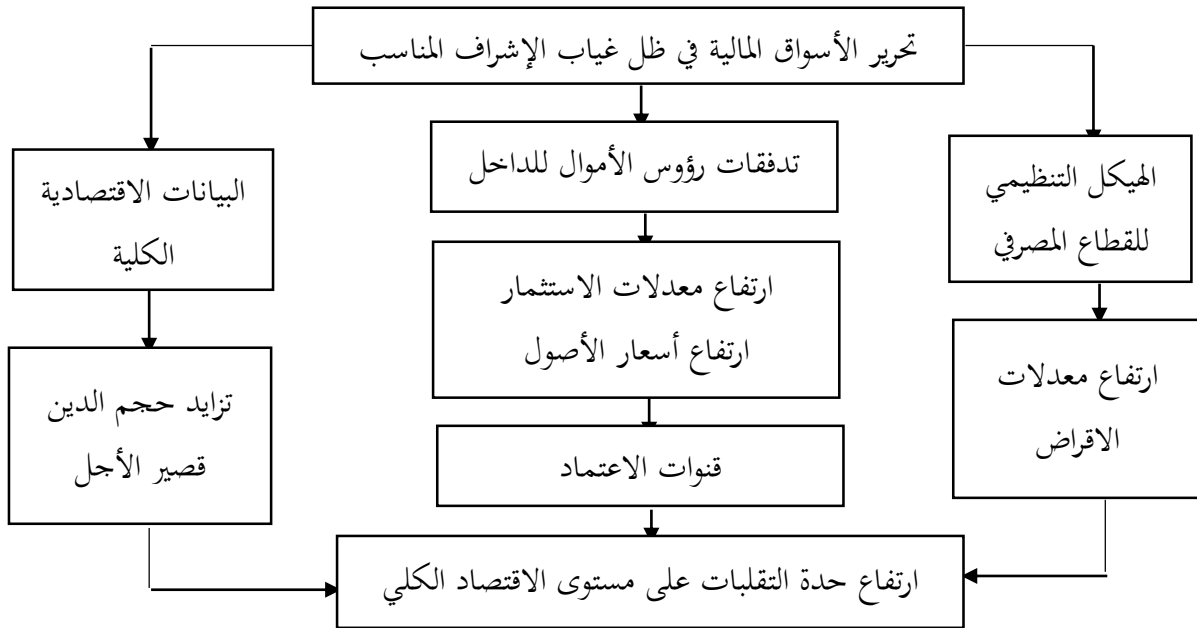
أ- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل:

عندما تتدفق الاستثمارات قصيرة الأجل للداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تزيد من عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي إذ غالباً ما يحدث¹:

- ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية الأمر الذي يخفض الصادرات ويزيد من الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري؛
- ارتفاع أسعار الأصول وبالتحديد الأراضي والعقارات والأصول المالية بسرعة؛
- زيادة معدل التضخم؛
- زيادة الاستهلاك المحلي.

والشكل الموالي يلخص ميكانيزم حدوث تلك التقلبات:

الشكل رقم (2-04): آثار زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل



المصدر: شذا جمال الخطيب & صغفق الركبي، مرجع سابق الذكر، ص 37.

أما حينما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ إما لكونها من نوع الأموال الساخنة أو نتيجة لصدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع، انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، ارتفاع في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية فإنها تؤدي إلى:

- انخفاض سعر صرف العملة الوطنية؛
- تدهور أسعار الأصول العقارية والمالية؛

¹ شذا جمال الخطيب & صغفق الركبي، مرجع سابق الذكر، ص 37.

- هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح؛
- تزايد العجز في ميزان المدفوعات؛
- فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي؛
- استنزاف الاحتياطيات الدولية للبلد وخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة.

2- مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج¹:

إن من الآثار السلبية لعملة الأسواق المالية للدول النامية هو تدويل مدخراتها حيث أصبحت هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية، ففي الوقت الذي تشجع فيه هذه الدول الاستثمار الأجنبي وتقدم له كل عوامل الجذب من مزايا وإعفاءات وإزالة العقبات والحواجز فقد سمحت هذه الدول استنادا للعملة المالية، لمدخراتها المحلية بالخروج للاستثمار في الخارج، لذلك فإن الحساب الصحيح لصافي أثر العملة المالية على مقدرة دولة ما في جذب استثمار رؤوس أموال خارجية لا يكون دقيقا إلا بعد طرح المدخرات الوطنية التي انسابت للخارج من الإجمالي.

وبالرغم من أن ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج تعتبر ظاهرة قديمة في الدول النامية وتعدد أسبابها وتنوع أشكالها، إلا أن إجراءات التحرير المالي التي انتشرت في هذه الدول في التسعينيات من القرن العشرين قد أعطى لعمليات الهروب هذه مشروعية وحرية مما أدى بالضرورة لظهور آثارها السلبية سواء على ميزان المدفوعات أو على قدرة الدولة على التراكم الرأسمالي والاستثمار وخدمة الدين الخارجي، وصافي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

3- مخاطر ظاهرة غسيل الأموال:

لقد تعرضت العديد من الدول النامية عبر آليات التحرير المالي المحلي والدولي، إلى موجات من دخول أموال غير مشروعة فمن خلال إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية، وانفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب، انفتحت قنوات إضافية لغسيل الأموال غير المشروعة وتتأتى هذه الأخيرة من أنشطة مختلفة كالاتجار بالمخدرات، وتهريب السلاح وسرقة البنوك... الخ، فبعبارة أخرى هذه الأنشطة تتكون ثروات خيالية يحاول أصحابها غسلها لإخفاء مصدرها الإجرامي بمحاولة إدخالها للنظام المصرفي والسوق المالي من خلال استثمارها مؤقتا في بعض الأدوات المالية كالأسهم والسندات².

ونجد أن غسيل الأموال يؤثر تأثيرا سلبيا على الاقتصاد الكلي يكفي في هذا الخصوص أن نذكر الآثار التالية³:

- انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي؛
- إضعاف هيبة الدولة وتشجيع التهرب من الخضوع للقوانين؛

¹ John T. Cuddington, « capital Flights ; Estimates, Issues, and Explanations », Princeton Studies in International Finance, INTERNATIONAL FINANCE SECTION, N° 58, 1986, p p 13-14.

² كويرك بيتر، " غسيل الأموال: يشير التشويش في الاقتصاد الكلي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 1، مارس 1997، ص 08.

³ أحمد منير النجار، مرجع سبق ذكره، ص 29.

- تشجيع انتشار الجريمة؛

- إضعاف الثقة في السوق المالي المحلي؛

- خسارة الدولة ماديا لأن هناك ضرائب لن تدفع عن تلك الأموال المغسولة.

المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية لأثر التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية

تشكل أسواق الأوراق المالية حلقة اتصال بين الادخار والاستثمار، ويمكن أن تؤثر فاعلية أسواق الأوراق المالية وكفاءتها تأثيرا إيجابيا على حجم الاستثمار ونوعيته ويعد ذلك محددًا هامًا للنمو الاقتصادي¹.

وتشير دراسات حديثة عن العلاقة بين أسواق الأوراق المالية (البورصات) والتنمية الاقتصادية، إلى أن تنمية أسواق الأوراق المالية تسير يدا بيد مع الجوانب الأخرى من التنمية المالية، ويشار إلى أن البورصات يمكن أن تشجع على التخصيص، وكذلك على حياة المعلومات ونشرها، وإلى أنها تقلل من تكلفة تعبئة المدخرات، فتسهل بذلك الاستثمار²، فضلا عن ذلك يمكن لأسواق الأوراق المالية أن تعزز مراقبة الشركات بالتخفيف من مشاكل صاحب المال - الوكيل - من خلال تحقيق التسابق بين مصالح المديرين والملاك، وفي هذه الحالة يجاهد المديرون لتعظيم قيمة الشركة فيعززون بذلك النمو الاقتصادي.

وتقلل البورصات ذات السيولة الكافية من مخاطر حيازة الأوراق المالية عن طريق السماح للمدخرين بالشراء والبيع بسرعة وبتكلفة زهيدة عندما يرغبون في تغيير حوافظهم، وفي نفس الوقت فإنها تتيح للشركات إمكانية الحصول على رؤوس الأموال من خلال إصدار الأسهم، ولذلك فإن البورصات المتطورة وذات سيولة يمكن أن تحسن تخصيص الأموال وتعزز آفاق النمو الاقتصادي، بيد أن زيادة سيولة البورصات يمكن أن تعوق النمو. وهناك ثلاث طرق يمكن بواسطتها أن يحدث ذلك³:

- أن وجود قدر أكبر من السيولة في البورصات يمكن أن يقلل معدلات المدخرات أو تزيد عوائد الاستثمار؛

- أنه نظرا إلى ما للارتياب من تأثير مبهم على المدخرات، فإن زيادة السيولة في البورصات يمكن في الواقع

أن تقلل معدلات المدخرات من خلال تأثيرها السلبي على الارتياح، وقلة الارتياح تقلل من الطلب على المدخرات الوقائية؛

- أنه من خلال ما قد تشجع عليه سيولة البورصات من الحركية وقلة التبصر، يجد المشتركون المتبرمون سهولة

في البيع بسرعة، ويمكن أن تقضي هذه الميزة الظاهرية للمستثمرين إلى تشييط لممارسة رقابة على الشركات، مما يؤثر بشكل سلبي على نظم إدارة الشركات ويضر بذلك بالنمو الاقتصادي.

ولهذه الأسباب الثلاثة فإن زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية قد لا تؤدي مع كل ذلك إلى تعزيز النمو الاقتصادي.

¹Demetriades and Hussein, « Does Financial Development Cause Economic Growth ?-Time Series Evidence from 16 countries », Journal of Development Economics, Vol 51, December 1996, p p 387-411.

²Greenwood J & B. Jovanovic, « Financial Development Growth and the distribution of Income », Journal of Political Economy », Vol 95, 1990 , p p 1076-1107.

³ Dermirguc-kunt & R.Levine, op-cit, p 227.

وتدل الشواهد العملية التي توصل إليها Levine & Zervos (1996)¹ باستخدام البيانات المجمعة لـ 41 بلد في الفترة من 1976-1993، على أن شتى مقاييس نشاط سوق الأسهم تتوافق بشكل إيجابي مع مقاييس النشاط الحقيقي، وإن الترابط قوي على وجه الخصوص بالنسبة للبلدان النامية، وتقتضي هذه الحجة إلى استنتاج أن تنمية البورصة تفسر النمو الاقتصادي المستقبلي.

كذلك يجد Atje & Jovanovic (1993) باستخدام نهج مماثل، ترابطاً مهماً بين النمو الاقتصادي وقيمة التعامل في البورصة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لـ 40 بلداً في الفترة من 1980-1991.²

وتوضح دراسة حديثة قام بها Dermirguc-Kunt & Makshmovic (1996) لبحث تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على الخيارات التمويلية للشركات في 30 دولة صناعية ونامية خلال الفترة من 1980-1991³، ووجدوا أن تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على نسب المديونية / حقوق الملكية (نسب الرفع المالي) تعتمد على المستوى المبدئي لتنمية سوق الأوراق المالية، فالشركات في الدول التي يتوافر لديها أسواق غير متطورة للأوراق المالية، تزيد في بداية الأمر نسبة ديونها إلى حقوق الملكية عندما تبدأ أسواقها في التطور وذلك بالنسبة للشركات الكبيرة فقط، أما بالنسبة للشركات الصغيرة فلم تثبت معنوية العلاقة.

وفيما يتعلق بالشركات المتواجدة في الدول التي لديها أسواق مالية متطورة، فإن المزيد من التنمية في تلك الأسواق يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون، ومن ثم تنخفض نسبة الديون إلى حقوق الملكية مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

وتتسق تلك النتائج مع وجهة النظر القائلة بأنه في المراحل المبكرة لتنمية السوق، فإن التحسن في أداء سوق الأوراق المالية يرفع من جودة ونوعية المعلومات ويحسن من مراقبة ومتابعة الشركات، ويرفع من ثم من أدائها الأمر الذي يريد من رغبة الدائنين لإقراض المزيد من الأموال لتلك الشركات.

وقد قام Boyd & Smith (1996)⁴ بدراسة أسهمت في تفسير الجوانب الهامة للدراسة التي قام بها كل من Demirguc & Maksimovic بخصوص العلاقة بين تنمية سوق الأوراق المالية والاختيارات التمويلية للشركات. حيث قاما بتكوين نموذج تقوم من خلاله الشركات بتمويل التراكم الرأسمالي من موارد خارجية تعتمد على توليفة من الديون والأسهم. وقد أدمج ذلك النموذج كل من مستوى تنمية سوقي الأسهم والسندات مع قرارات الاستثمار في رأس المال المادي. وقد تنبأ النموذج بأنه عندما يتحرك الاقتصاد عبر مسار النمو فإن استخدام المزيد من التكنولوجيا المتخصصة والمعقدة يكون أكثر شيوعاً، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى ارتفاع التكلفة النسبية لمراقبة الشركات الأمر الذي قد يدفع الشركات إلى خفض الاستثمارات في المشروعات التي تتمتع بعوائد مرتفعة

¹ Levine R & Zervos , « Stock market development and long –run growth », World Bank Economic », Vol 10, 1996, p p 323-339.

² روس لفين، "أسواق الأوراق المالية: دفعة للنمو الاقتصادي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 1996، ص ص 9-10.

³ Asli Demirguc-Kunt & Vojislav Maksimovic, « Stock Market Development and Financing Choices of Firms », The world Bank Economic Review, Vol 10, N° 2, p366.

⁴ Boyd J & Smith B , « The Co-Evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process », World Bank Economic Review, Vol10, N°2,1996.

ولكن يصاحبها تكاليف مراقبة مرتفعة. ولأن تلك الاستثمارات غالباً ما ترتبط بارتفاع نسبة الدين، فإن الدراسة تتنبأ بأن الدول الأغنى سوف تتجه لزيادة مصادر التمويل عن طريق الأسهم وخفض الاعتماد على التمويل عن طريق الدين¹.

وتقترح الدراسة أنه عند المستويات المتدنية للتنمية لا تستخدم العناصر للاقتصادية مصادر التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وحينما تبدأ عملية التنمية ويصل متوسط الدخل الحقيقي لمستوى معين، تبدأ الشركات في إصدار أسهم ويشجع المدخرون في شراء الأسهم.

وعن دور البورصات في النمو ومدى عولمة البورصات وتحريرها في الدول النامية عموماً يوضح (2005) La Torre & Schmukler ، أن تحرير البورصات في الدول النامية وتنشيطها من خلال الإصلاحات الكلية إنما لا زالت متواضعة ولم تساند النمو كما حدث في الدول المتقدمة.

كما أوضح لاتوري وشمو كلر 2005 تعرض النظام المالي العالمي وبصفة خاصة البورصات لتغيرات كبيرة خلال العقود الثلاث الأخيرة مع زيادة حادة في العمق المالي والتنوع والعولمة، وبينما حدثت غالبية هذا التغيير في مراكز مالية ودول متقدمة، فقد حدثت أيضاً في دول نامية إلى حد كبير (منها بعض الدول العربية مثل مصر وقطر، تونس والأردن... وغيرها)²، فقد حاولت دول نامية كثيرة تعميق أسواق الأوراق المالية (البورصات) فيها بإجراء إصلاحات كبرى خاصة في التسعينات، وأقدمت على تحرير أنظمتها المالية وتحسين مناخ الاستثمار فيها (من خلال تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي وتوفير مناخ أفضل لأنشطة الأعمال) وطورت أطر ومؤسسات جديدة للإشراف وأدخلت التحسينات على البنية الأساسية الرئيسية من أجل عمليات سوق رأس المال، كما طبق كثير من البلدان إصلاحات شاملة لمعاشات التقاعد وخصخصة مشروعات الأعمال المملوكة للدولة بأمل تشجيع تنمية سوق رأس المال.

ومع زيادة وتيرة الإصلاحات تصاعدت التوقعات بشأن سوق رأس المال في البلدان النامية غير أن هذه التوقعات العالية لم تتحقق في كثير من البلدان، وبعد ما يقرب من عقدين من الإصلاحات، فإن حالة أسواق رأس المال في البلدان النامية لا تزال مختلطة، ولكن وتيرة النمو بالرغم من أنها سريعة إجمالاً، لم تكن بنفس القدر من الإثارة التي ميزتها في البلدان المتقدمة، وقد عنت بعض البلدان النامية من الركود أو حتى الانكماش في البورصات فيها خاصة بالنسبة لأسهم رأس المال والسندات المسماة بالعملات المحلية.

على الرغم من أنه لا يمكن تصور زيادة معدلات التنمية الاقتصادية ورفع معدل النمو بدون بورصات الأوراق المالية، إلا أن التقلبات في بورصات الأوراق المالية لها تأثير سلبي على الاقتصاد الحقيقي والتنمية المالية ولتفادي تلك الآثار يجب أن تكون البورصات أكثر انفتاحاً وتكاملاً.

¹ Asli Dermirguc-Kunt & R.Levine, op-cit, p 235.

² جابر محمد عبد الجواد، " تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، ص 13-14.

ويدلل Arestis & Demetriades على التأثير السلبي لتقلب سوق الأوراق المالية (البورصة) على الاقتصاد الحقيقي وعملية التنمية المالية في حالة الاقتصاد الألماني واقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، وقد قام آخرون بفحص سمة التقلب في البورصات من حيث علاقته بحجمها وتحرير رأس المال من القيود.

ويجد Demircu-Kunt & Levine¹ في عينة من 44 سوقا متقدمة وناشئة في الفترة 1986-1993 أن الأسواق الكبيرة وكذلك الأسواق المتكاملة دوليا، تميل إلى أن تكون أقل تقلبا، وقد خلصا إلى أن تقلب أسواق الأوراق المالية يزيد بدرجة كبيرة عقب تحرير ضوابط رأس المال مباشرة فيما يقرب من نصف البلدان موضع البحث ولا ينقص بشكل بارز في أي منها.

وهذه النتيجة يمكن أن تأتلف مع ما توصل إليه Demircu-Kunt & Levine لتشير إلى أن تقلب عوائد البورصات يكون في المدى الطويل أقل في البلدان التي تكون فيها أسواق الأوراق المالية أكثر انفتاحا. وتوضح دراسة Thorsten Beck & Ross Levine (2005) العلاقة بين البورصات والبنوك والنمو، وتعطي تنبؤات متضاربة بشأن تأثير كل من التنمية المالية الشاملة على النمو، والتأثيرات المنفصلة للبورصات على النمو، والبنوك على النمو الاقتصادي، وتشير نتائجها إلى أن تطور البورصات والبنوك كليهما له تأثير إيجابي وقوي إحصائيا واقتصاديا على النمو الاقتصادي، وهذه النتائج ليست بسبب التحيز الآني أو المتغيرات المحذوفة أو الآثار التي تعكس خصوصية الدولة².

وفي النهاية ترفض النتائج بشدة فكرة أن التنمية المالية الشاملة غير ذات أهمية أو تضر بالنمو الاقتصادي، بمعنى أن هناك علاقة طردية بين تنمية سوق الأوراق المالية وبين النمو الاقتصادي، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها تؤدي الزيادة في درجة تنمية سوق الأوراق المالية إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي، وأن الانخفاض في درجة تنمية سوق الأوراق المالية يرتبط بانخفاض معدل النمو كما أن النمو الاقتصادي يساهم بدوره في تنمية سوق الأوراق المالية³.

المطلب الثالث: قنوات تأثير التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية في الاستثمارات المحلية يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامه وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليووجه نحو الإنعاش والتسريع من وتيرة التنمية، هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان لهذا أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر لسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة⁴، وفي هذا الصدد

¹ ثورتن بيك & روس ليفين، "أسواق الأوراق المالية والبنوك والنمو: ارتباط أو علاقة سببية"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، المجلد الثالث عشر، العدد الأول، ص ص 210-225.

² جابر محمد عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص ص 15-16.

³ عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 242.

⁴ محمد بزيرية، مرجع سبق ذكره، ص 121.

سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية وقد حدد العديد من الاقتصاديين القنوات التي من شأنها دفع النمو الاقتصادي من أهمها¹:

1- زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

مما لا شك فيه أن أسواق رأس المال في الدول النامية تساهم في تعبئة رؤوس الأموال طويلة الأجل وتخصيصها نحو الاستثمار المحلي في كافة أوجه النشاط الاقتصادي الحقيقي، وبذلك تساهم بصورة مباشرة في رفع معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي ومن ثم دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

فأسواق رأس المال تتيح فرصاً استثمارية لا يمكن تجاهلها، فقد تمكنت بعضها من مضاعفة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بدرجة فاقت تلك المحققة في اقتصاديات عديدة من الدول المتقدمة، وكذا تمكنت من كبح العجز في الميزانية وخفض معدلات التضخم. إن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد من التأثير في الأجل القصير بل يمتد إلى تأثيرات متضاعفة في جولات متتالية تبادلية في الأجل الطويل حيث أن الزيادة الأولية التي تطرأ على النشاط الاقتصادي الحقيقي سوف تحدث موجة من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل في سوق الأوراق المالية ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها وهو الأمر الذي يولد مزيداً من الفرص الاستثمارية وهكذا تستمر الآثار التبادلية لأسواق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي في تسريع معدلات النمو والتنمية الاقتصادية.

2- تلجيم الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية:

إن إقامة سوق للأوراق المالية أو تفعيل دور أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول النامية يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وبالتالي تلجيم معدلاتها وذلك من خلال مساهمة هذه السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لخلق فرص استثمارية جديدة وللتوسع في الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال وهو ما يزيد معدلات النمو في العرض الكلي من السلع والخدمات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب الكلي.

كذلك تساهم أسواق الأوراق المالية في تحفيز الشركات المدرجة في هذه الأسواق على التزامها بقواعد الإفصاح والحوكمة وهو ما يساهم في ترشيد تكلفة الإنتاج وبالتالي تحقيق معدلات ربحية عالية تغري مزيداً من الأفراد والمؤسسات على ضخ مزيد من المدخرات في هذه الأسواق.

إن اتخاذ المستثمر لقراراته لا بد أن يكون في ضوء حسابات دقيقة للتكلفة التي تعكس الندرة النسبية للموارد والأصول التي تمتلكها تلك الشركات المدرجة ومن ثم تعكس أسعار منتجاتها الأسعار الحقيقية أي دون وجود

¹ ينظر في ذلك:

- فخر الدين الفقي & محمد محمود وفاء، " أسواق الأوراق المالية بين الدور التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي"، ورقة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب رؤى مستقبلية-، طرابلس 2005.
- احمد بزيرية، مرجع سبق ذكره، ص 121-126.
- زياد فريز، " التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن"، ورقة بحثية مقدمة خلال الندوة الثالثة بمعهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 7-8 ديسمبر 2003، ص 248-249.

تشوهات، فالأسهم المغالى في أسعارها أي التي تعاني من تشوهات في أسعارها لن يكتب لها الاستمرار في التعامل على أسهمها في ظل سوق الأوراق المالية ذي كفاءة عالية تتوافر بها المعلومات من خلال التزام الشركات المدرجة بقواعد الإفصاح والشفافية.

كذلك فإن مساهمة أسواق الأوراق المالية في تحقيق قدر مناسب من الاستقرار في المستوى العام للأسعار وعلاج التشوهات السعرية سوف تكون لها آثار إيجابية على عملية التنمية بالدول النامية وذلك لسببين أحدهما مباشر، ويتمثل في ارتفاع درجة التأكد وانخفاض المخاطر المحيطة بالنشاط الاستثماري وهذا يعني ضمان تحقيق هذه الشركات لمعدلات ربحية مناسبة، والسبب الثاني غير مباشر ويتعلق باستقرار المعاملة الضريبية وأسعار الفائدة ومن ثم استمرار التأثير الإيجابي على النشاط الاقتصادي.

3- المساهمة في تحقيق استقرار أسعار الصرف:

إن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية ذلك إن سعر الصرف يعتبر من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية، وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات.

إن التحركات والتقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية، وحيث أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولاً مقومة بعملة أجنبية فهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة والتي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة، وتختلف درجة التأثير باختلاف سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التقييم الكامل والربط الكامل.

4- تشجيع المنافسة وتحسين كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية:

لقد تناولت دراسات عديدة هذا الموضوع، ومن أهم هذه الدراسات ما قام بها Levine (2004) من تتبع للعلاقة بين أسواق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع المنافسة وتعزيز عملية التخصيص الكفاء للموارد المالية طويلة الأجل خاصة في مجال الاستثمارات عالية التقنية التي تحجم عن تمويلها البنوك نظراً لأنها ذات مخاطر عالية بالإضافة إلى عدم توافر المعلومات الكافية عن كافة ظروف السوق وهي من العوامل التي تعيق عملية التنمية الاقتصادية، وعلى نفس المنوال استنتج Arestis & al (2001) أن كل من الجهاز المصرفي وسوق الأوراق المالية لهما دور مؤثر في عملية التنمية الاقتصادية إلا أن سوق الأوراق المالية لها دور أكثر تأثيراً.

5- زيادة درجة سيولة الأوراق المالية:

توصل (Rousseau & Wachtel (2000) وكذلك Beck & Levine (2003) إلى أن إدخال مستوى سيولة أسواق الأوراق المالية والتطور البنكي في نماذج للانحدار يمكنها التنبؤ بما ستكون عليه معدلات النمو الاقتصادي.

وعلى الرغم من أن هناك إجماع في الرأي بين الاقتصاديين والمهتمين بهذا الحقل من المعرفة حول الدور الإيجابي لأسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة والنامية، حيث إن أسواق الأوراق المالية تساهم في توفير مزيد من السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لتدعيم عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية، وإن توفر أسواق أوراق مالية نشطة يعني تمتع الأسهم المتداولة فيها بسيولة عالية وبالتالي درجة من المخاطرة أقل وهو ما يشجع أفراد القطاع العائلي ووحدات قطاع الأعمال المحلي والأجنبي على تقديم بعض ما لديهم من فوائض مالية لاستثمارها في شراء الأوراق المالية لتحقيق عوائد مناسبة وفي حدود مخاطر مقبولة، وبالطبع إن توافر هذه السيولة والتمويل طويل الأجل سوف يشجع المستثمرين في كافة القطاعات الاقتصادية على الإنتاج وتحقيق معدلات عالية من الأرباح يتم توزيع جانب منها على حاملي الأسهم.

وعلى الرغم من وجهة هذا الرأي إلا أن هناك رأي آخر يرى عكس ما تقدم بسبب أن السيولة الزائدة لبعض أسواق الأوراق المالية قد تضعف من التزام المتعاملين بهذه الأسواق على الاحتفاظ بأموالهم بما لفترات طويلة وهو الأمر الذي يمكن أن يترك أثرا سلبيا على عملية التنمية الاقتصادية.

وما يمكن استخلاصه هو أن العلاقة بين درجة تطور أسواق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادية ترتبط إيجابيا، حيث تمارس أسواق الأوراق المالية هذا التأثير من خلال أسواق الإصدار والتي تنعكس التطورات بها بشكل مباشر على الاستثمارات الحقيقية وبالتالي ارتفاع معدلات النمو، بينما تؤثر السوق الثانوي على الاقتصاد الحقيقي بشكل غير مباشر عن طريق تحقيق السيولة، تنويع المخاطر، توفير المعلومات وتعبئة المدخرات.


خلاصة الفصل الثاني:

استهدف هذا الفصل دراسة الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية ودورها التنموي وكذا الاقتصادي، حيث تعد البورصة من أهم الأسواق المنظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية المختلفة وتحقق صلة بين المدخرين والمستثمرين بواسطة سماسة محترفين، مؤهلين ومتخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين الذين يعملون على تدفق الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.

ويعد مؤشر سوق الأوراق المالية من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم أسواق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار.

وعليه أكدت العديد من الدراسات وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال، لذلك تكون السوق كفؤة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار.

وتكتسب بورصة الأوراق المالية أهميتها بشكل أساسي من خلال دورها الهام في توفير الموارد المالية للاقتصاد من خلال ربط جهات الفائض المالي بجهات العجز المالي، غير أن هذا الدور ما لبث أن تطور بشكل كبير في الوقت الحاضر وأصبحت البورصة تمارس أدوارا متعددة الأوجه لتشمل جميع جوانب الاقتصاد وبات أدائها يؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي ويتأثر بها في نفس الوقت، حيث تشير دراسات حديثة عن العلاقة بين أسواق الأوراق المالية (البورصات) والتنمية المالية إلى أن تنمية أسواق الأوراق المالية تسير يدا بيد مع الجوانب الأخرى من التنمية المالية.



**الفصل الثالث: أساليب تفعيل
التنمية المالية بسوق الأوراق
المالية**

الفصل الثالث: أساليب تفعيل التنمية المالية بسوق الأوراق المالية

تمهيد:

أكدت العديد من الدراسات إلى أن تنمية أسواق الأوراق المالية تسير يدا بيد مع الجوانب الأخرى من التنمية المالية، ويشار على أن لها دور كبير في تشجيع التخصيص وكذلك على حيازة المعلومات ونشرها، وإلى أنها تقلل من تكلفة تعبئة المدخرات، وبالتالي يمكن أن تؤثر فعاليتها وكفاءتها تأثيراً إيجابياً على حجم الاستثمار ونوعيته، بالإضافة إلى كونها تمثل أحد المصادر المهمة لتوفير التمويل للقطاعات التي تواجه عجزاً في سيولتها النقدية، لذا تظهر أهمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأنماطها.

ومع استمرارية تطور الاقتصاد الرأسمالي واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق خاصة في ظل الاتجاه نحو العولمة، أصبح من الضروري وضع سياسات وأساليب من شأنها تفعيل التنمية المالية التي بدورها تعمل على رفع أداء وكفاءة أسواق الأوراق المالية.

ولتوضيح تلك الأساليب، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث لهذا الغرض، وهي على النحو التالي:

المبحث الأول: التنمية المالية مدخل لتفعيل التكامل المالي

المبحث الثاني: حوكمة أسواق الأوراق المالية

المبحث الثالث: تحسين دور وكالات التصنيف الائتماني

المبحث الرابع: إعادة هيكلة النظم الرقابية لأسواق الأوراق المالية

المبحث الخامس: توعية وتعليم المستثمرين

المبحث الأول: التنمية المالية مدخل لتفعيل التكامل المالي

التكامل المالي هو العملية التي تصبح من خلالها الأسواق المالية في بلد معين أكثر تكاملا مع تلك الموجودة في دول أخرى أو مع تلك الموجودة في بقية العالم، فإنه ينطوي على إزالة الحواجز للمؤسسات المالية الأجنبية لبعض (أو كل) الدول للعمل أو تقديم الخدمات المالية عبر الحدود في مناطق أخرى، وهذا يعني ربط البنوك، أسواق الأسهم وغيرها، لذلك يعتبر التكامل المالي الدولي في كثير من الأحيان واحدا من المصادر المهمة لتطوير النظم المالية المحلية، حيث تطرقت بعض الدراسات لنتائج وعواقب التكامل المالي في تطوير النظم المالية (القطاع البنكي وأسواق رأس المال) خاصة مع أواخر التسعينيات وهو التاريخ الذي اختارت فيه العديد من الدول النامية والناشئة فتح وتحرير أنظمتها المالية (Demirguç-Kunt & al 1998, Levine & Zervos 1998a, Bekaert & Harvey 2000, Chinn & Ito 2002-2005, Henry & Loentzen 2003, Klein & Olivie 2006).

المطلب الأول: مفهوم التكامل المالي ومؤشرات قياسه

التمويل الدولي والأدبيات الاقتصادية لا تقدم تعريفا واحدا ومحددا للتكامل المالي، فمصطلحات مثل الانفتاح المالي والتحرير المالي الخارجي، العولمة المالية وتحرير حساب رأس المال وما شبه ذلك استخدمت كذلك في الاتصال والتكامل المالي وخاصة في الأدبيات التجريبية (الدراسات القياسية) حيث غالبا ما تم قياسها بنفس الطريقة.

أولا- مفهوم التكامل المالي

هناك عدة تعاريف للتكامل المالي من بينها:

Edison & Al(2002) أشارت إلى التكامل المالي الدولي على أنه الدرجة التي يصل فيها اقتصاد معين، لا يقيد المعاملات المالية عبر الحدود¹.

ووفقا لـ (Schmukler & Zoido- Lobaton (2001) عرف التكامل المالي على أنه مصطلح العولمة المالية² والذي يعني دمج النظام المالي المحلي للبلد مع الأسواق والمؤسسات المالية الدولية، ووفقا لهذين الاقتصاديين التكامل يحدث عندما تشهد الاقتصاديات المحررة زيادة في حركة رأس المال عبر البلدان، بما في ذلك المشاركة الفعالة من قبل المقترضين والمقرضين المحليين في الأسواق الدولية وانتشار استخدام الوساطة المالية الدولية.

أما (Parasad & Al (2003) العولمة المالية والتكامل المالي مفهومان مختلفان³، فالعولمة المالية مفهوم كلي والذي يتعلق بزيادة الارتباط العالمي من خلال تدفق رؤوس الأموال، أما التكامل المالي يتعلق بارتباط بلد ما مع الأسواق المالية الدولية، إلا أنهم يعتبرون أن المصطلحين يرتبطان ارتباطا وثيقا، فزيادة مستوى العولمة المالية يرتبط ارتباطا وثيقا بارتفاع متوسط التكامل المالي.

¹ Edison H & Levine R & Ricci L & Slock T, « **Internantional financial integration and economic growth** », Journal of international Money and Finance, Vol 21, 2002, p p749-776.

²Schmukler S.L & Zoido-Lobaton P, « **financial globalization : Opportunities and challenges for developing countries** », World Bank Paper, 2001.

³Parasad E & Rogoff K & Wei S & Kose M A, « **Effets of financial globalisation on developing countries : some empirical evidence** », IMF paper, 2003.

علاوة على ذلك (Parasad & Al (2003) قاموا بالتفريق بين ضوابط التكامل المالي والمستوى الفعلي للتكامل المالي، فوفقا لهؤلاء الاقتصاديين قيود التكامل المالي تتمثل في السياسات المرتبطة بتحرير حساب رأس المال في حين يتمثل التكامل المالي الفعلي في تدفقات رؤوس الأموال الفعلية، وأشاروا إلى أن التكامل المالي الفعلي ليس بمتغير حكومة البلد لأنه يمكن تنظيمه بسهولة¹.

أما (Baele & Al (2004)² تفترض أن السوق لمجموعة معينة من الأدوات المالية و/أو الخدمات تتكامل بصورة تامة إذا كان لدى جميع المشاركين المحتملين في السوق نفس الخصائص التالية:

- أنما تواجه مجموعة واحدة من القواعد عندما تقرر التعامل بتلك الأدوات المالية و/أو الخدمات؛
- متساوون في الوصول إلى نفس مجموعة الأدوات المالية و/أو الخدمات؛
- يعاملون بنفس الطريقة عندما ينشطون في السوق.

هذا التعريف يتوفر على ثلاث ميزات هامة³، أولها أنها مستقلة عن الهياكل المالية داخل المناطق - حيث تشمل الهياكل المالية جميع الوسطاء الماليين، المؤسسات أو الأسواق، وكيفية ارتباطها ببعضها البعض فيما يتعلق بتدفق الأموال من وإلى الأسر، الحكومات والشركات-، ثانيها تتمثل في الاحتكاكات في عملية الوساطة، أما الميزة الثالثة فتتمثل في أن مفهوم التكامل المالي يفصل ما بين مكونين أساسيين في السوق المالي وهما العرض والطلب على الاستثمار- حيث أن التكامل التام يتطلب الوصول إلى نفس البنوك، التداول، المقاصة والتسوية بين المستثمرين (الطلب على فرص الاستثمار) والشركات (عرض الفرص الاستثمارية كالقوائم المالية) بغض النظر عن مناطقهم الأصلية-.

كما قدم (XING & ABBOTT (2007) تعريفاً للتكامل المالي على أنه عملية كيف تصبح الأسواق المالية في بلد ما أكثر ترابطاً مع تلك الموجودة في بلدان أخرى⁴، وهذا يعني بطريقة غير مباشرة زيادة متقاربة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وميل الأسعار والعائد على الأصول المالية في مختلف الأسواق.

وعرف أيضاً التكامل المالي على أنه يمثل تكامل الأسواق المالية والذي من خلاله يمكن للمستثمرين في بلد واحد من بيع وشراء الأسهم والأوراق المالية الأخرى دون قيود، والتي تصدر في بلد آخر وذلك بعد مطابقة الأوراق المالية المتداولة الصادرة بنفس السعر عند مقارنة العملة الوطنية بالعملة الأجنبية.

وقد أصبحت نتيجة لذلك حركة أسعار الأوراق المالية المقيدة داخل البورصات المتكاملة غير مستقلة عن بعضها البعض بسبب التشابك والارتباط الشديد فيما بينها وأصبحت قرارات المستثمرين لا تتعلق فقط بالمعلومات الواردة

¹Aziakpono Jesse Meshach, « **Effects of financial integration on financial development and economic performance of the SACU countries** », Paper for presentation et the ECA/ADB African Economic Conference, 15-17 November 2007, ADDIS ABABA -Ethiopia-.

²Baele L & Ferrando A & Hordahl P & Krylova E and Monnet C, « **Measuring European Financial Integration** », Oxford Review of economic policy, Vol 20, N° 4, 2004, p6.

³Daniel Stavarek & Iveta Repkova & Katarina Gajdosova, « **Theory of financial integration and achievements in the European Union** », Munich Personal RePEc Archive (MPRA), paper N° 34393, July 2011, p p 2-3.

⁴Xing & Abbott, « **The effects of Trade, Specialisation and Financial Integration of Bysness Cycle Synchronisation** », Department of Economics and International Development, Working Paper, 2007, p 2.

إلى البورصة بل كذلك بالمعلومات الصادرة عن بقية البورصة في العالم، وقد ساهمت التكنولوجيا المتطورة في ربط بين عدد كبير من البورصات المتوزعة في مناطق عديدة من العالم¹.

ثانياً- مؤشرات قياس التكامل المالي

من الصعب تحديد مقاييس للتكامل المالي، وفي الواقع لقد تم اقتراح مقاييس متعددة للتكامل واستخدامها لتحديد درجة التكامل المالي بين البلدان يمكن تصنيفها إلى نوعين، النوع الأول يستند على المتطلبات الأساسية للتكامل -مقاييس قانونية-، والنوع الثاني يستند على نتائج التكامل المالي-المقاييس الكمية-.

1- المقاييس المستندة على قواعد التكامل المالي:

1-1/ مؤشر صندوق النقد الدولي IMF-Restrictions Index:

هو مؤشر القيود على معاملات حساب رأس المال، حيث يتم تصنيف الاقتصاديات وفقاً لما لديها من قيود على حساب رأس المال إلى اقتصاديات مفتوحة مالياً -المقياس يساوي واحد في السنوات التي توجد فيها قيود على معاملات حساب رأس المال-، واقتصاديات مغلقة -المقياس يساوي صفر في السنوات التي لا توجد فيها قيود على المعاملات-²، حيث يتمثل المصدر الأساسي للبيانات التي يعتمد عليها صندوق النقد الدولي لحساب هذا المؤشر على ترتيبات المعاملات والقيود على المعاملات، حيث أصبح هذا الأخير يتميز بعدم قدرته على التفريق بين أشكال التدفقات الرأسمالية نظراً لتعددتها وكثافتها.

1-2/ مؤشر (Quinn 1997):

طور Quinn (1997) مؤشر صندوق النقد الدولي للقيود على حساب رأس المال بحيث تصنف الاقتصاديات وفقاً لهذا المؤشر من 0 إلى 4، ويتم الانتقال بنصف نقطة من درجة إلى أخرى بحيث أن القيمة القصوى توافق أعلى درجة من التكامل المالي³.

ومن أهم نقاط ضعف هذا المقياس أنه لا يقيس بدقة حجم وفعالية القيود الحكومية، بالإضافة إلى أن هذا المقياس أو المؤشر نادراً ما يتوافر للدول غير الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" الأمر الذي يحد من تطبيقه على البلدان النامية⁴.

¹ جبار محفوظ، " تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 17-19 أبريل 2007، جامعة عمار ثلجي بالأغواط.

²Edison H & al, « Internantional financial integration and economic growth », op-cit, p 753.

³Edwards Sebastian, « Capital Mobility and Economic Performance : Are Emerging Economies Different ? », Working Paper 8076, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2001, p 7 in <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/kiel6.pdf>

⁴ Edison H & al, op-cit, p 753.

2- المقاييس المستندة على نتائج التكامل المالي:

1-2/ مقياس قانون وحدة السعر Law of One Price:

مقياس قانون وحدة السعر يسعى لمساواة معدلات العائد أو أسعار الأصول المتماثلة-المتشابهة-أو المنتجات المالية أو الخدمات عبر مختلف الاقتصاديات، حيث يستند هذا المقياس على أنه تعتبر أسواق المال تامة التكامل في ظل هذا المقياس حينما تكون هناك حرية في حركة وتنقل رأس المال، وانخفاض أو انعدام تكاليف المعاملات، بمعنى أن قانون السعر الواحد يعني أن الأصول المتماثلة-المتشابهة-ينبغي أن تسفر على نفس العائد بغض النظر عن بلد الإقامة والعملية المقومة بها¹.

2-2/ مقياس حجم الصفقات:

إلى جانب مقياس وحدة السعر يمكن استخدام حجم الصفقات في أسواق المال لقياس درجة التكامل بين سوقين أو أسواق مالية معينة، أي الانطلاق من حجم ما يُجري مواطنو البلد المعني عبر الزمن من صفقات لاقتناء أوراق المال الأجنبية وحجم الصفقات التي يتعاقد عليها الأجانب لشراء أوراق المال الوطنية². بمعنى أنه إذا ما تم دمج الأسواق المالية، يمكن لرأس المال أن يتحرك من دون قيود، وسوف تكون هناك معاملات ضخمة عبر الحدود على الأصول المالية، والمعيار المستخدم هو نسبة تدفقات رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي.

2-3/ مقياس درجة الارتباط بين معدلات المدخرات والاستثمار الوطنية:

يستخدم على نطاق واسع مقياس آخر على أساس كمي للتكامل المالي هو درجة الارتباط بين المدخرات الوطنية ومعدلات الاستثمار³، فحسب (Horioka & Feldstin 1980)⁴ أنه في حالة ارتفاع المدخرات الوطنية فإن نسبة ضئيلة منها ستستثمر محليا، ذلك لأن تمتع رأس المال بالحرية التامة على التنقل بين أسواق المال المتكاملة سيضمن توجه الجزء المتبقي من هذه المدخرات إلى العالم الخارجي حيث تكون مجالات استثمارها أكثر إنتاجية.

¹ Aziakpono Jesse Meshach, op-cit, p 11.

² عدنان عباس علي، "مخاطر التكامل المالي الدولي في البلدان النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلد 32، العدد 2، 2004، ص 337.

³ Hee-Yol Chai & Yeongseop Rhee, « Financial Integration and Financial efficiency in East Asia », Paper presented to Claremont-Krip International conference in November 2005.

⁴ Horioka Charles & Feldstein Martin, « Domestic Saving and International Capital Flows », The Economic Journal, Vol 90, N° 358, 1980, p p 314-329.

المطلب الثاني: أثر التكامل المالي على التنمية المالية

التكامل المالي الدولي يعتبر في كثير من الأحيان واحدا من المصادر المهمة لتطوير النظم المالية المحلية، فيؤيد الاقتصاديون على وضع سياسة لترويج وتعزيز التكامل فضلا عن الآثار الإيجابية لذلك على تطوير أسواق رأس المال المحلية من أجل الدفاع عن فائدة البلدان الناشئة والبلدان النامية. في حين أن الدراسات القياسية حول هذا الموضوع هي قليلة، ولكن هناك عدد من الدراسات التي قامت بدراسة نتائج وآثار التكامل المالي الدولي في تطوير النظم المالية، والتي توالت وتواصلت خاصة في أواخر التسعينيات وهو التاريخ الذي اختارت فيه العديد من الدول النامية والناشئة لفتح وتحرير أنظمتها المالية لذلك سنتناول من خلال هذا المطلب الإطار النظري للعلاقة بين التكامل المالي والتنمية المالية، وكذا أهم الدراسات القياسية التي عاجلت هذه العلاقة.

أولا-التكامل المالي-التنمية المالية: الإطار النظري للعلاقة

تستشهد الأدبيات حول العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، حيث أن زيادة توافر الأدوات والمؤسسات المالية تقلل من تكاليف المعاملات والمعلومات في الاقتصاد، إذ أن الأسواق المالية المتطورة تساعد الأعوان الاقتصادية على التجارة، التحوط وتوزيع المخاطر بشكل يرفع من معدلات الاستثمار وبالتالي يحفز النمو الاقتصادي¹، وبعد استخدام واسع للبيانات عبر مختلف البلدان أبرزت العديد من الدراسات على أهمية التنمية المالية للنمو الاقتصادي الكلي بعد التحكم في معظم العوامل التي عادة ما تعتبر محددات للنمو الاقتصادي.

فمن الناحية النظرية ركزت معظم الدراسات في الأدبيات التي عاجلت التكامل المالي على تقييم تأثير فتح رأس المال على معدل النمو، وكذا القنوات الأساسية لذلك، ليتم تسليط الضوء على أهمية الفوائد المتوقعة من التكامل المالي الدولي في تنمية أسواق الأوراق المالية المحلية عن طريق كل من (Levine & Zervos, 1998) ويؤكد على أهمية تدفقات رؤوس الأموال الدولية في تحسين سيولة الأوراق المالية وتخفيضها لعلو الخطر.

أما (Von Furstenbery, 1998) يدعي أن التنمية المالية المحلية، احترام حقوق الملكية والشفافية هي شروط مسبقة وهامة لتحقيق التكامل الدولي، وفي هذا السياق يمكن للتكامل المالي تضخيم آلية التسريع المالي التي تم تحديدها في دراسة (Bernanke & Al, 2000)، عن طريق ميزتين محتملتين² تتمثل الأولى في التخصيص الدولي لرأس المال، أما الميزة الثانية تتمثل في مساعدة الدول على توزيع أفضل للخطر عن طريق الحد من تقلب الاستهلاك.

كذلك وفقا (Jain Chandra, 2002)، تحرير سوق رأس المال يحسن من كفاءة هذا الأخير - وهذا يؤدي إلى التنمية- وذلك من خلال قنوات مختلفة، من ناحية أخرى انفتاح سوق رأس المال المحلي على مشاركة المستثمرين

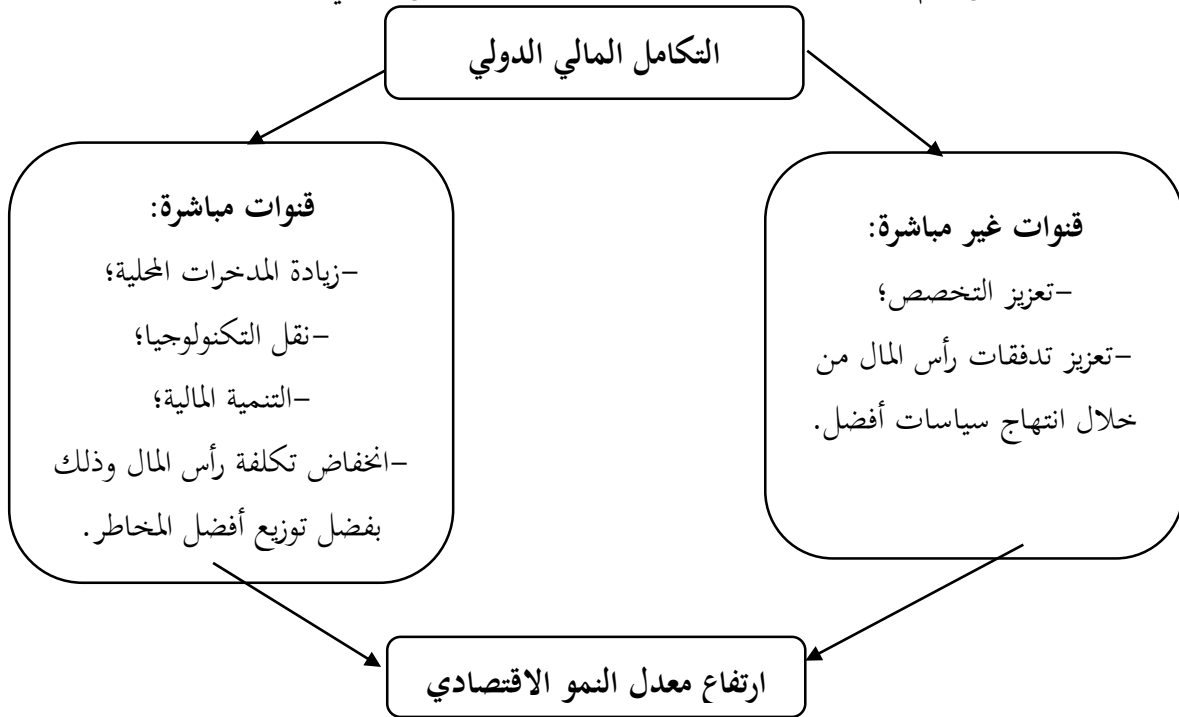
¹Arjana Brezigar Masten & Fabrizio Coricelli & Igor Mastem, « **Non-linear Growth Effects of Financial DEvelopment : Does Financial Integration Matter ?** », Journal of International Money and Finance, ELSEVIER, Vol 28, 2008, p298.

²Noureddine Khadraoui, « **Financial Integration and Growth Volatility : The Threshold Effects of Financial DEvelopment** », Document disponible dans : www.med-eu.org/document/MED4/Dossier3/Khadraoui.pdf

الأجانب سيؤدي إلى تحسين كمية ونوعية المعلومات المتاحة، مع آثار إيجابية على كفاءة السوق في تخصيص رأس المال.

(2003) Parasad, Rogoff, Wei & Kose، قدموا في الأدبيات النظرية أن التكامل المالي يؤثر على النمو من خلال قنوات مباشرة وغير مباشرة¹، وينظر هؤلاء الاقتصاديين إلى أن التنمية المالية تعتبر واحدة من القنوات المباشرة، فتدفقات المحفظة توفر المزيد من السيولة في الاقتصاد، لأن زيادة المشاركة الأجنبية أو ملكية القطاع البنكي المحلي قد تعطي الأسواق المالية الدولية إمكانية الوصول إلى البنوك المحلية، وإدخال أدوات مالية جديدة مع ممارسات أفضل للأسواق المحلية فضلاً عن تحسين التنظيم البنكي والإشراف، والشكل التالي يلخص ما سبق:

الشكل رقم (3-1): القنوات النظرية للعلاقة بين التكامل المالي والنمو الاقتصادي



Source : Stulz R, « International Portfolio Flows and Security Markets : International Capital Flows », University of Chicago, 2004, P 257.

أما (2005) Chinn & Ito ، Calderon & Kubota (2009) ، يؤكد على أن تحرير حساب رأس المال بإمكانه أن يساهم في تطوير وتنمية النظم المالية المحلية من خلال قنوات مختلفة، أولها تتمثل في أنه ينبغي تحسين كفاءة الوساطة المالية وعمق الأسواق المالية، وذلك عن طريق إلغاء أو الحد من سياسة الكبح المالي والسماح لأسعار الفائدة (الحقيقية) بالانتقال نحو مستوى تنافسي من التوازن.

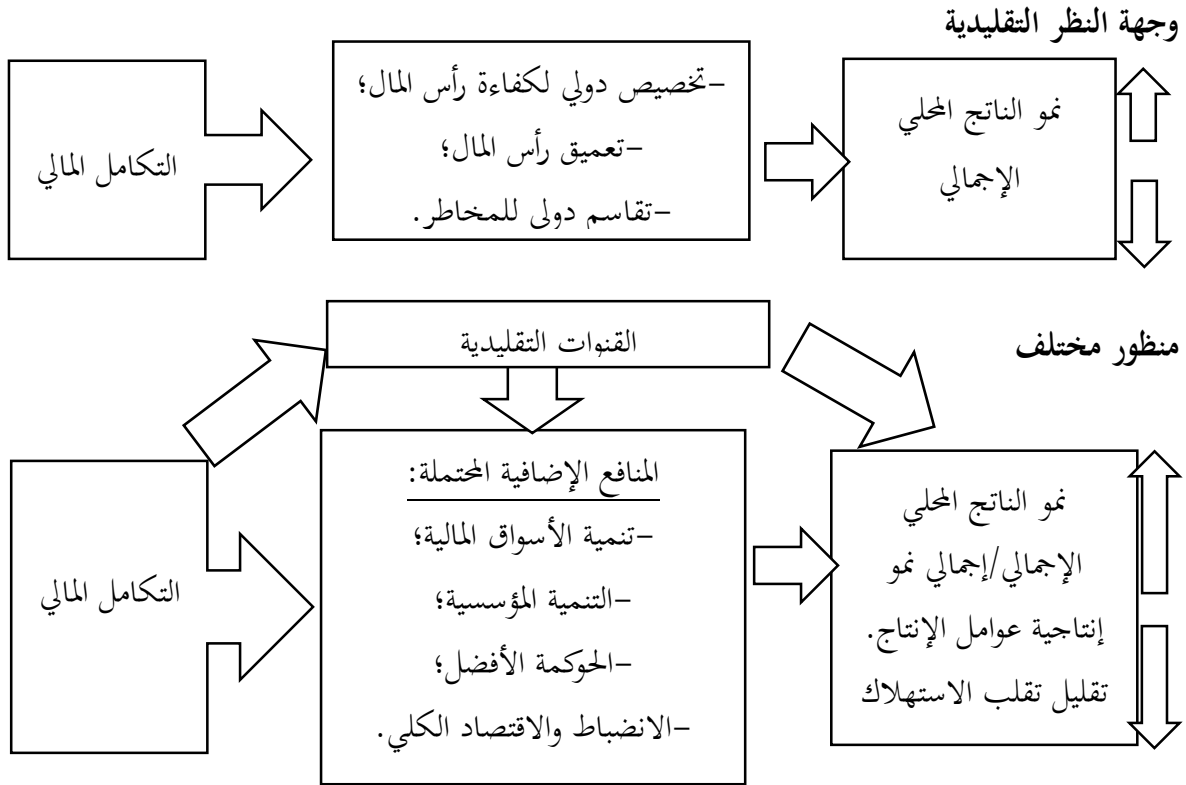
ثانيها، تتمثل في إلغاء الرقابة على تحركات رؤوس الأموال الدولية والتي من المرجح أن تزيد من فرص تنويع المحفظة للمستثمرين المحليين والأجانب، مع آثار إيجابية على حجم-استقرار-وسيولة أسواق رأس المال، أما القناة الثالثة، تتمثل في النظرية القائلة بأن سياسة التكامل المالي تحسن من كفاءة النظام المالي وذلك من خلال القضاء على

¹Kent Jason Go Cheng, « The Bi-directional relation ship of financial development & financial integration », University Research Associate I, Institute of Health Policy and Development Studies, University of the Philippines Manila, p6.

المؤسسات المالية الغير الفعالة، مع وجود هيئات ضغط أكثر قوة تساهم في إصلاح البنية المالية الأساسية وهذا من أجل الحد من عدم تماثل المعلومات.

Mishkin(2009) اعتبر التكامل المالي والعمولة المالية مصطلحان مرادفان¹، واعتبر هذا الأخير قناة للتنمية المالية التي تسبب النمو الاقتصادي والذي بدوره يعطي للنظام المالي المحلي دفعة بإصلاحات مؤسسية ذات نوعية، ففتح أسواق رأس المال للأجانب -الوساطة الأجنبية- قد تكسب خبرات وممارسات أفضل يستفيد منها النظام المالي المحلي، ويمكن أن تحفز من المنافسة مما يجبر الوساطة المحلية على تحسين خدماتها، ويولد مكاسب في الكفاءة بين الشركات المحلية بتعريضها للمنافسة من قبل الوافدين الأجانب، ويطلق الحرية للقوى التي تؤدي إلى حوكمة أفضل للحكومات والشركات²، ويمكن لهذه المنافع الإضافية أن تعزز الكفاءة ومن ثم إجمالي نمو إنتاجية عوامل الإنتاج، حيث تشير الأدلة العملية إلى أن التكامل المالي الدولي يعتبر عاملا حافزا لمجموعة من المنافع المعززة للإنتاجية كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم(3-2): المنافع الإضافية للتكامل المالي



Source :Kose M & Parasad E & Rogoff K & Wei S, « Financial Globalisation : A Reappraisal », IMF working paper, N°06/189,2006 , p6.

¹ Kent Jason Go Cheng, op-cit, p p6-7.

² إيهاب كوزي & إسوار براساد، & كنيث وجوف & شانج جن وى، "العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم-طريقة جديدة للنظر إلى العولمة المالية بإعادة فحص تكاليفها ومنافعها"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 01، مارس 2007، ص 11.

كما تناولت بعض الدراسات ذات الصلة مسألة ما هي الشروط الأولية التي تعد ضرورية إذا كان التكامل المالي من شأنه أن يحقق منافع جيدة في النمو بالنسبة لبلد ما في حين يقلل من مخاطر التعرض للأزمات المالية - تقاسم دولي للمخاطر-، وتسمى هذه الشروط بـ "العتبات" كالتالي¹:

- 1- **التنمية المالية:** بصفة خاصة، محدد مهم لمدى المنافع التي يمكن للتكامل المالي أن يأتي بها بالنسبة للنمو والاستقرار، فكلما زاد تطور النظام المالي في بلد ما زادت منافع تدفقات رأس المال الوافدة بالنسبة للنمو، وقل تعرض البلد لمخاطر الأزمات من خلال القنوات المباشرة وغير المباشرة على حد سواء. وهناك نفع آخر لزيادة التنمية المالية هو تأثيرها الإيجابي على الاستقرار الاقتصادي الكلي، وهو بدوره له تداعيات على حجم وتكوين تدفقات رأس المال.
- 2- **نوعية المؤسسات:** تلعب دورا مهما ليس فقط في تحديد نتائج التكامل المالي وإنما أيضا في تحديد المستوى الفعلي للتكامل، وتساعد نوعية المؤسسات الأفضل في إمالة هيكل رأس المال في البلد نحو تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وأسهم رأس مال المحافظ المالية، مما يؤدي إلى تحقيق مزيد من المنافع الإضافية للتكامل المالي.
- 3- **نوعية السياسات الاقتصادية الكلية المحلية:** تؤثر على مستوى التدفقات الوافدة وتكوينها وكذلك على مدى تعرض البلد لمخاطر الأزمات، إذ تزيد السياسات المالية والتقديمية السليمة منافع تحرير حساب رأس المال بالنسبة للنمو، وتساعد على تجنب الأزمات في البلدان ذات الحسابات المفتوحة لرأس المال.
- 4- **التكامل التجاري:** يحسن خيار التكاليف والمنافع المرتبط بالتكامل المالي. كما يقلل احتمال وقوع الأزمات المرتبطة بالتكامل المالي ويقلل تكاليف مثل هذه الأزمات إذا وقعت.

أما Jean Imbs 2003 أوضح أن نظريات النمو توحى بأن العلاقة بين تكامل الأسواق المالية والنمو بعيدة جدا عن الاستقامة (غير مستقرة) نظرا لأن هذه العلاقة مركبة، فهي تشمل مجموعة متنوعة من الآثار المباشرة وغير المباشرة بين التكامل المالي، الانفتاح التجاري والتخصص مما يعني غياب استجابة واضحة من النمو الاقتصادي ناتجة عن تكامل الأسواق المالية، كما يرى هؤلاء أن هذه العلاقة تتغير عبر الزمن نتيجة لمحصلة التفاعل المعقد لعوامل مثل تكامل الأسواق المالية، التكامل التجاري والتخصص².

¹ إيهاب كوزي & إسوار براساد، & كنيث وجوف & شانج جن وي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

² روبين بروكس & كريستين فوريس، "الرقص بانسجام"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مجلد 40، العدد 2، جوان 2003، ص ص 47-

ثانياً- التكامل المالي الدولي- التنمية المالية: الدراسات القياسية حول العلاقة

قام بعض الاقتصاديين بدراسة العلاقة بين التكامل المالي والتنمية المالية دون التمييز بين قنواتها المختلفة (انفتاح القطاع البنكي، انفتاح سوق رأس المال)، وحسب هؤلاء فإن التكامل المالي يمكن أن يؤدي إلى زيادة في التنمية المالية.

فمن بين أولى الدراسات التي تناولت هذه العلاقة قياسياً نجد دراسة (De Gregorio 1999)¹، حيث قام هذا الأخير بفحص الفرضية القائلة أن التكامل المالي يؤثر على النمو في المدى الطويل من خلال تأثيره على مستوى التنمية المالية المحلية - مستوى تطوير النظام البنكي، مستوى تطوير سوق رأس المال-.

وحاول De Gregorio من خلال دراسته تناول النتائج المترتبة عن نقص التكامل المالي الدولي عن طريق حساب الانحرافات المقارنة بالنموذج الدولي لتحكيم الأصول المالية (نموذج تسعير المراجعة الدولية International Arbitrage Pricing Model -a 1998 Levine & Zervos) والنموذج الدولي لتقييم الأصول الدولية (نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الدولية Levine - International Capital Asset Pricing Model - b 1998 & Zervos). هذه الانحرافات درست ليس فقط لتعكس مستوى الرقابة الرسمية التي تفرضها السلطات على تدفقات رؤوس الأموال الدولية، ولكن أيضاً لتعكس أوجه القصور السائدة في أسواق رأس المال المحلية.

والتقديرات أجريت بواسطة بيانات مقطعية لحوالي 24 بلداً من البلدان المتقدمة والبلدان الناشئة خلال الفترة الممتدة من 1976-1993، وذلك لدراسة فوائد التكامل المالي على تنمية القطاع البنكي وحجم سوق الأوراق المالية على حد سواء. وفي مزيد من التفاصيل فإنها تكشف عن وجود تأثير إيجابي كبير للتكامل المالي على مستوى الائتمان المصرفي للقطاع الخاص وكذا على درجة الرسالة السوقية (قيمة الأسهم المتداولة كنسبة مئوية من PIB).

أما (Klein & Olivie 1999)² ووجداً في دراستهم التي شملت 67 اقتصاداً للفترة الممتدة من 1967-1995 أثراً إيجابياً لتحرير رأس المال على النمو الاقتصادي في الاقتصاديات المتقدمة التي لديها تنمية مالية كبيرة (دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD) وليس في الاقتصاديات غير المتقدمة.

وفي دراسة أخرى قدمها (Edwards 2001)³ للفترة 1981-1985، 1986-1990، 1981-1990، مستخدماً في ذلك مؤشر صندوق النقد الدولي ومؤشر Quinn لدراسة العلاقة بين تحرير حساب رأس المال والنمو الاقتصادي، حيث توصل هذا الأخير إلى أنه هناك علاقة إيجابية للتكامل المالي على النمو في الاقتصاديات التي تتمتع بدرجة عالية من التنمية، مفسراً في ذلك أن الاقتصاديات التي استفادت من تحرير حساب رأس المال هي الاقتصاديات التي لديها أسواق مالية متطورة وتنمية مالية عالية، في حين الاقتصاديات التي تتميز بتنمية مالية منخفضة فإن تحرير حساب رأس مالها سيكون له أثر سلبي على أدائها الاقتصادي.

¹De Gregorio, « Financial Integration, Financial Development and Economic Growth », Estudios de Economia, Vol 26, N° 2, p p 137-161.

²Klein Michael & Giovanni Olivei, « Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth », NBER, Working Paper N° 7384, 1999.

³Edwards Sebastian, « Capital Mobility and Economic Performance :Are Emerging Economies Different ? », NBER, Working Paper N° 8076, 2001.

وفي الآونة الأخيرة تمكن Klein & Olivei (2006) من تأكيد النتائج التي حددها De Gregorio وبرهنوا على وجود أثر إيجابي واقتصادي بين التكامل المالي والتنمية المالية، حيث أن هذه الدراسة التي أجريت من قبل Klein & Olivei (2006) تختلف عن دراسة De Gregorio (1999) من حيث المقاييس المستخدمة في الدراسة، واستخدم هؤلاء عينة أكبر من العينة المستخدمة في دراسة De Gregorio من خلال استخدام بيانات مقطعية لـ 21 بلد عضو في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD و 74 بلد من غير الأعضاء في منظمة OECD وفي فترة أكثر حداثة والممتدة على الفترات 1976-1995 و 1986-1995.

كذلك Klein & Olivei (2006)¹ أقاما بقياس درجة التكامل المالي الدولي بشكل مختلف عن دراسة De Gregorio عن طريق حساب درجة التكامل المالي مستخدمين في ذلك مؤشرات للعوائق الحكومية على رأس المال الدولي، مستندين على المعلومات الواردة في التقارير السنوية الصادرة عن صندوق النقد الدولي للسنوات محل الدراسة، لوصف القيود والضوابط القانونية التي تفرضها الهيئات على تحركات رؤوس الأموال الدولية، علاوة على ذلك قاموا بدراسة النتائج المترتبة عن تطوير النظام المالي - التنمية المالية - ودرجة تكاملها.

في حين وجدت دراسة Kraay (1998)² والقائمة على فرضية أن تأثير التكامل المالي يعتمد على قوة النظام المالي، والتي شملت 117 اقتصاد للفترة الممتدة من 1985-1995، مستخدما في ذلك مؤشر Quinn لقياس درجة التكامل المالي، أن تحرير حساب رأس المال مع إدخال الشروط الأولية كالتنمية المالية، فعالية القوانين، نوعية السياسات والمؤسسات فضلا عن التقدم الاقتصادي لم يكن له أي تأثير معنوي على النمو الاقتصادي، بل كان هذا الأثر سالبا في بعض الأحيان.

وبالمثل وجدت دراسة Arteta & Eichengreen & Wyplosz (2001)³ حول مدى تفاعل مستوى التحرير المالي مع مؤشرات التنمية المالية، حيث تجد في ذلك أن تحرير حساب رأس المال له تأثيرات مختلفة في البلدان المرتفعة الدخل والبلدان المنخفضة الدخل، كما أن هذا الأخير ليس له أي تأثير في البلدان التي تعاني من ضعف في تنفيذ العقود وتطبيق القانون في حين يكون له أثر إيجابي في الدول التي تتمتع بقوة تطبيقه.

Klein (2003)⁴ يقدم أدلة حول العلاقة بين التكامل المالي والنمو على أنها تأخذ شكل الحرف U مما يعكس العلاقة الطردية والعكسية للمنافع الحدية للتكامل المالي، وتوصل هذا الأخير إلى أن إدخال أي من الشروط الأولية (التي اقترحها Kraay 1998) يجعل تحرير حساب رأس المال له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي.

وفقا لما سبق نستنتج أن نتائج الدراسات القياسية التي تناولت العلاقة بين التكامل المالي-التنمية المالية- والنمو الاقتصادي كانت متباينة ومختلفة، نجد أغلبية الدراسات أكدت على وجود علاقة إيجابية بين التكامل المالي والنمو

¹Klein Michael & Giovanni Olivei, « Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth », Journal of International Money and Finance, Vol 27, N°6, 2006, P P 861-875.

² Kraay A, « In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization », The World Bank, Washington, 1998.

³ Arteta, C., Eichengreen, B. and Wyplosz, C, « When does Capital Account Liberalization Help More than it Hurts? », NBER Working Paper, N° 8414.

⁴Klein Michael, « Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience », NBER, Working Paper N° 9500.

الاقتصادي من خلال التنمية المالية-مرتبط بشروط أولية معينة-، في حين توصلت دراسات أخرى إلى وجود آثار سلبية لهذه العلاقة.

المطلب الثالث: تجارب عالمية وإقليمية لتكامل أسواق الأوراق المالية

بدأت فكرة الربط بين البورصات تأخذ اهتماماً أكبر في السنوات الأخيرة، كما أن موضوع الربط بدأ يحتل حيزاً أكبر في اهتمامات الأسواق المالية ومسؤوليها، نظراً لأهميته في تكوين تكتلات مالية أكبر قادرة على توفير السيولة وجذب الاستثمارات وتوفير الفرص للمستثمرين.

أولاً-التجربة الدولية لاندماج أسواق الأوراق المالية

1- الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية¹:

أنشئ الاتحاد في عام 1961 ويضم الاتحاد 64 عضواً من جميع أنحاء العالم بالإضافة إلى 16 عضواً فرعياً و17 عضواً مراسلاً، ويدير الاتحاد العالمي للبورصات مجلس إدارة مكون من 17 عضواً، حيث يتم انتخاب الرئيس ونائب الرئيس في الجمعية العامة لفترة رئاسة سنتين.

تمثل عضوية الاتحاد العالمي للبورصات معياراً عالمياً لتوافق بورصة الأوراق المالية والمؤسسات المالية في تلك الدولة مع المعايير الدولية، حيث تعتبر عضوية الاتحاد العالمي للبورصات هي دلالة على أن البورصة العضو تلتزم بأفضل معايير التداول المتفق عليها عالمياً وبما يسمح بجذب مزيداً من الاستثمارات.

ويهدف الاتحاد إلى توفير بيئة تعاون عالمية يتم من خلالها تبادل المعلومات والخبرات بين المتخصصين في أسواق المال، حيث يتم مناقشة الموضوعات ذات الاهتمام المشترك والحلول التي من شأنها تعزيز كفاءة الأسواق، كما يستهدف الاتحاد تعزيز التعاون بين الهيئات الرقابية.

وعلاوة على ذلك، فإن الاتحاد يقدم الدعم للبورصات الناشئة والأصغر حجماً ضمن جهوده الرامية إلى تطوير الأسواق التي تعمل وفقاً لمعايير أعضاء الاتحاد، مما يساهم في الوصول إلى أسواق مال ذات ممارسات عالمية وكفاءة عالية.

2- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية (FESE) :

تمثل أوروبا إحدى أكثر المناطق استقراراً في العالم، وتعتبر البلدان الأوروبية من بين البلدان الأكثر ثراءً والأمن اقتصاداً مما يجعلها نقطة جذب قوية لأصحاب رؤوس الأموال الذين يطمحون إلى الاستثمار المريح. وفي الوقت نفسه، يكف ارتفاع معدلات الادخار بقاءً هذه القارة كمصدر هام لرؤوس الأموال بالنسبة لباقي أجزاء العالم².

ويضم اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية، ومركزه بروكسل 29 بورصة من مختلف أنحاء أوروبا³، أسواق الأوراق المالية وأسواق العمليات الآجلة والخيارات وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الاستثمارية

¹ www.world-exchanges.org

² محمد قمر الإسلام، " تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات"، ترجمة: جلال شوشان & بدر الدين ديسي، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، مركز أنقرة، ص 32.

³ www.fese.eu

الصادر عن الاتحاد الأوروبي. وهو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظمة والمقننة من جهة، والسلطات وخصوصاً على مستوى الاتحاد الأوروبي من جهة أخرى. وعضوية الاتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة والمقننة من بلدان الاتحاد الأوروبي والنرويج وأيسلندا وسويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي. وبالتالي، فإن الاتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الاتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية.

3- اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية (FEAS):

يصبو هذا الاتحاد الذي أسس عام 1995 بعضوية 21 بورصة، إلى إيجاد بيئة سوقية تسودها العدالة والكفاءة والشفافية، مع عدد أقل من القيود على التعاملات العابرة للحدود بين الأعضاء في الاتحاد وباقي مناطق العالم. ولتحقيق ذلك يسعى الاتحاد إلى توحيد القواعد والأنظمة وتبني التكنولوجيات الحديثة للتداول والتسوية، والتشجيع على تطوير الأسواق المالية للبلدان الأعضاء، وتوفير الإدراج المشترك وفرص تداول الأوراق المصدرة داخل أسواق البلدان الأعضاء في الاتحاد.

4- اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية:

اتفقت رابطة دول جنوب شرق آسيا "آسيان" -سعيًا منها لتدعيم جهودها الرامية إلى التكامل- على منهج لتنمية بورصة إقليمية يقوم على مكونين: المكون الأول يتعلق بتقوية القدرة المؤسسية في المجالات الضرورية لتكوير أسواق الأوراق المالية وخاصة الأطر القانونية، والبنية الأساسية للسوق. ويتعلق المكون الثاني بترشيد المبادرات لتشجيع قيام تعاون أكبر عبر الحدود بين أسواق الأوراق المالية في المنطقة.

وبذلك تأسس اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية في يناير 2000 بمدينة شيتاغونغ من قبل أسواق الأوراق المالية في كل من سريلانكا، وباكستان، ونيبال، والهند، وبوتان، وبنغلاديش، وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا. وتمثل الأهداف المباشرة لهذا الاتحاد في تعزيز الاتصالات بين البورصات الأعضاء وتوحيد إجراءات عملها. أما الأهداف بعيدة المدى فقد تتضمن التسجيل عبر الحدود.

5- جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية:

تأسست جمعية أسواق الأوراق المالية الأفريقية بكينيا في عام، وهي تهدف أساساً إلى وضع إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين أسواق الأوراق المالية في أفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات وتقديم المساعدة الفنية، وتشتمل على بورصات كل من مصر، بوتسوانا، المغرب، تنزانيا، جوهانسبرغ، أوغندا، زامبيا، زمبابوي، سوازيلاندا.

6- اتحاد أسواق الأوراق المالية اليورونكست (EURONEXT):

تأسس اليورونكست في 22 سبتمبر 2000 من خلال اندماج بورصات أمستردام وبروكسل وباريس. ويُعد اليورونكست قوة الدفع الرئيسية لعملية توحيد أسواق رأس المال الأوروبية وهو يستمد قوته من قوة البورصات الثلاث المذكورة.

وقد جاء تأسيس الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين أسواق رأس المال الأوروبية وسد الحاجة المتنامية إلى السيولة وخفض التكلفة نتيجة البدء في تداول العملة الأوروبية الموحدة "اليورو"¹.

والبيورو نكست هو بورصة أسهم الكترونية أوروبية مقرها في أمستردام، يسعى من خلاله إلى إقامة تحالفات تعزز من كفاءة سوق رأس المال الأوروبي وتوسيع نطاقه، ففي ديسمبر 2001 استحوذت اليورونكست على أسهم بورصة لندن الدولية للعقود المستقبلية والخيارات، وفي 2002 اندمجت المجموعة مع سوق لشبونة وبورتو للأوراق المالية وتم تسميتها "يورونكست لشبونة"، وفي الرابع من أبريل 2007 اندمجت اليورونكست مع بورصة نيويورك وتصبح أول بورصة عالمية. حيث أصبح اليورونكست يتمتع بأكبر رسملة سوقية في منطقة البيورو، ووصلت الأسواق المالية التي تدار بواسطة اليورونكست في ديسمبر 2010 إلى قيمة رأسمالية تقدر بـ 2.93 ترليون دولار، وبهذا أصبحت اليورونكست خامس أكبر بورصة في العالم.

7- تحالف الأسواق الإسكندنافية للأوراق المالية - نوركس NOREX:-

يمثل نوركس تحالفا استراتيجيا بين بورصات منطقة شمال أوروبا*، ويهدف إلى تقديم خدمات تتميز بالجودة وفعالية التكلفة للمستثمرين ومصدري الأوراق المالية والأعضاء من تلك المنطقة. ويرتكز نوركس، الذي يوفر مجموعة متنوعة من فرص الاستثمار، على عدة مبادئ منها²:

- عضوية مشتركة: حيث يتم تشجيع الشركات الأعضاء على تسجيل أوراقها المالية في جميع بورصات نوركس؛
- نقطة سيولة واحدة: حيث يتم تشجيع جميع شركات الإصدار على تسجيل أوراقها المالية في بورصة واحدة فقط من بورصات نوركس؛
- نظام تداول مشترك: حيث تعمل جميع البورصات باستخدام نظام واحد وهو نظام SAXESS حتى تستفيد من وفورات الحجم؛
- إطار تنظيمي مشترك: للمعاملات، وتسجيل الأوراق المالية، وترخيص السماسرة/المتعاملين، والعضوية، والتفويض بعمل تغييرات تنظيمية.

¹ محمد قمر الإسلام، مرجع سابق الذكر، ص 40.

*يمثل نوركس تحالفا استراتيجيا بين أربع بورصات هي: بورصة كوبنهاجن، بورصة أيسلندا، بورصة أوسلو وبورصة ستوكهولم.

² الاتحاد الإفريقي، " تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا"، إدارة الشؤون الاقتصادية، ديسمبر 2008، ص75.

ثانياً- التجربة العربية في دمج أسواق أوراقها المالية

تعود فكرة التعاون العربي المشترك إلى تاريخ قيام جامعة الدول العربية سنة 1945، غير أن الاهتمام بإنشاء وتطوير البورصات العربية لم يبرز إلا بعد حرب أكتوبر 1973 خلال ما يعرف بالحقبة النفطية نتيجة تراكم الفوائض النفطية في بعض الدول العربية مع محدودية قدراتها الاستيعابية باستثناء الجزائر والعراق¹، حيث مرت محاولات الربط بين البورصات العربية بخمس مراحل كبرى، تتمثل في:

1- المرحلة الأولى: تجسيدا لذلك الاهتمام أنشئ الاتحاد العربي للبورصات سنة 1982 لـ:

- دعم التعاون المالي بين الدول العربية خاصة في مجال البورصات وتذليل العقبات أمام الاستثمار المالي العربي.
 - تشجيع الإدراج المشترك للأوراق المالية العربية والعمل على إيجاد بيئة عادلة وشفافة داخل البورصات العربية.
 - العمل على إزالة العوائق التي تحول دون تداول الأوراق المالية بين الدول العربية.
 - تحقيق الانسجام بين القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية².
- وضم هذا الاتحاد في بدايته أربعة بورصة عربية فقط هي بورصة لبنان، المغرب، تونس، الأردن، غير أنه أصبح اليوم يضم أغلب البورصات العربية ويسعى هذا الاتحاد لتحقيق أهدافه من خلال العمل على تطوير البورصات الأعضاء وتشجيع عمليات التداول عبر الحدود داخل الوطن العربي ويقيم الهدف الأكبر الذي يصبو نحوه هو إنشاء سوق مالي عربي يسهل انتقال رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي.
- وبعد أن استكمل الاتحاد أطره التنظيمية وأجهزته الفنية، بدأ العمل على تحقيق أهدافه من خلال العمل على توسيع قاعدة العضوية ودعم إنشاء بورصات جديدة داخل الوطن العربي وتقديم خبراته ومعاونته الفنية إليها، وقد استحوذت فكرة الربط بين البورصات العربية وتحقيق التكامل فيما بينها على اهتمامات الاتحاد في مراحلها الأولى فقد سعى نحو تحقيق هدفه الأكبر وهو إقامة سوق مالي عربي.

2- المرحلة الثانية:

خلافًا للمرحلة السابقة شكلت هذه المرحلة انطلاقة فعلية للربط بين البورصات العربية، وخلال الفترة 1987-1992 ركزت الهيئات المشرفة للبورصات العربية على تسريع عملية الإدراجات والتسجيلات المتبادلة لإصدارات الشركات ومختلف المنتجات المالية المتداولة في البورصات المعنية بعملية الربط. لكن واجه هذه العملية عدد من المعوقات، كاختلاف شروط القيد للشركات، وتباين قواعد التداول، ووجود قيود قانونية على ملكية الأوراق المالية، إلى جانب غياب مؤسسات مالية مكتملة لدور البورصات مثل شركات المقاصة³.

¹ شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 107.

² لمزيد من التفاصيل أنظر في ذلك إلى موقع اتحاد البورصات العربية على شبكة الانترنت: www.arab-exchange.org

³ رفيف مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص ص 290-291.

3- المرحلة الثالثة:

للتغلب على العقبات المشار إليها آنفاً، سعى اتحاد البورصات العربية خلال التسعينيات من القرن الماضي لاعتماد آلية جديدة للربط والتنسيق بين البورصات العربية بإبرام اتفاقيات ثنائية أو ثلاثية أو متعددة الأطراف بين البورصات الأعضاء. وقد أبرمت سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر اتفاقية ثنائية للتعاون في أبريل 1996. وفي سبتمبر انضمت بورصة بيروت إلى الاتفاق الذي شدد على تسريع عمليات الإدراج المشترك والتداول وتنسيق الإجراءات الخاصة بإصدار الأوراق المالية. ودعم هذا الاتفاق بتوقيع اللجنة الفنية الممثلة لاتحاد البورصات الثلاثة لاتفاقية تعاون بين الوسطاء في جانفي 1997. ودخلت وكالات التسوية والمقاصة في البلدان المعنية على الخط بتوقيعها لاتفاق تعاون يضمن حصول المتعاملين في الأسواق الثلاثة على مستحقاتهم. غير أن ذلك لم يمنع من تسجيل صعوبات جمة فيما يتعلق بتعامل المستثمرين في الكويت ولبنان ومصر مع وكالات التسوية والمقاصة وشركات الوساطة الموجودة في كل سوق، الأمر الذي ترتب عنه في أحيان عدم تنفيذ الأوامر بالسرعة المطلوبة وعدم جدية شركات الوساطة في تنفيذ الأوامر الواردة من المتعاملين¹.

وكان الرهان معقوداً على أن تمهد هذه الاتفاقية لقيام بورصة عربية موحدة بانضمام بقية البورصات العربية إليها، إلا أن ذلك لم يتحقق، لتفضيل بقية البورصات العربية خيار الدخول في اتفاقيات ثنائية للربط بينها، على غرار كل من اتفاق الربط بين الكويت والبحرين عام 1997 لتبادل الإدراج وتأسيس منظومة مشتركة للتسوية وخفض التكاليف، واتفاقية الربط بين البحرين ومسقط، مسقط والكويت.

4- المرحلة الرابعة:

خلالها قرر اتحاد البورصات العربية ضمن جهوده لإيجاد آليات تدعم عملية الربط بين البورصات العربية إنشاء " المؤسسة العربية للمقاصة " خلال فعاليات المؤتمر التاسع عشر في شرم الشيخ والذي عقد في 14-16 نوفمبر 1999 بمصر، وقد كُلفت هذه المؤسسة بتسوية التعاملات التي تتم بين البورصات العربية وكذلك لتسوية التعاملات التي تتم مع البورصات العالمية، واعتبرت هذه المؤسسة نواة الربط بين البورصات العربية². وقد حددت لهذه المؤسسة المهام التالية³:

- القيام بأعمال التسوية والمقاصة للتعاملات في مختلف البورصات العربية.
- أداء مهام مركز الإيداع والسجل المركزي.
- تيسير العمليات المتعلقة بالإدراج المشترك وتداول الأوراق المالية للشركات العربية.

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 291-292.

² جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره.

³ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، " استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الأسكوا"، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004، ص 12.

5- المرحلة الخامسة:

قام الاتحاد بخطوة أخرى تهدف للتغلب على ضعف حجم التعاملات عبر الحدود داخل الوطن العربي والذي يرجعه العديد من المحللين لنقص المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين حول البورصات العربية، فقام الاتحاد بإنشاء " شبكة معلومات أسواق المال" عبر شبكة الإنترنت وتستخدم هذه الشبكة لتوحيد قاعدة المعلومات والبيانات وتسمح للمستثمرين العرب بمتابعة التداولات وحركة أسعار الأوراق المالية عبر كافة البورصات العربية وقد بدأت هذه الشبكة عملها في 5 سبتمبر 2001.

وتؤمن هذه الشبكة إمكانية الوصول إلى المعلومات بسهولة وتضم معلومات وبيانات حول حركة الأسعار ومؤشرات أداء البورصات، إضافة لاعتبارها مرجعا للمعلومات بشأن الشركات المدرجة ومعلومات حول شروط ومتطلبات الإدراج في البورصات العربية ومختلف الأنظمة واللوائح الداخلية ومن المنتظر أن تتبع هذه الخطوة بخطوات أخرى يجري حاليا تطويرها تتعلق بالربط بين البورصات العربية من خلال شبكة اتصالات إلكترونية¹.

وقد تم في فيفري 2005 التوقيع على اتفاقية إنشاء البورصة العربية الموحدة لتداول الأوراق المالية في خطوة من شأنها دعم التعاون العربي وتسهيل تدفقات رؤوس الأموال العربية ورفع من حجم الاستثمارات المتبادلة فيما بينها ويجري العمل على استكمال بقية خطواتها².

وفي السياق العالمي، اتجهت بعض البورصات العربية لدعم علاقاتها مع البورصات الدولية الكبرى نذكر منها:

- اندماج بورصة ناسداك دبي العالمية وسوق دبي المالي:

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. وقد سجل سوق دبي المالي تطورًا متسارعًا بما وضعه في موقع الريادة بين أسواق المال إقليميًا، كما أنه أول سوق مال يتحول إلى شركة مساهمة عامة في الشرق الأوسط، وأول سوق مال متوافق مع الشريعة الإسلامية عالميًا. تم افتتاح ناسداك دبي في عام 2005 كبورصة عالمية في المنطقة. وتشمل منتجاتها القابلة للتداول حاليًا الأسهم ومشتقات الأسهم، كما يمكن إدراج وتداول صناديق الاستثمار المشتركة، والمنتجات المالية المهيكلة في البورصة أيضًا.

أعلنت شركة سوق دبي المالي في شهر ديسمبر أنها تقدمت بعرض للاستحواذ على ناسداك دبي من ملاكها الحاليين، بورصة دبي ومجموعة ناسداك أو ام اكس مقابل 121 مليون دولار، وقد رحبت ناسداك دبي بهذا الإعلان في وقت كشفت فيه البورصتان عن خطط لتوثيق الروابط التشغيلية فيما بينهما في ديسمبر 2009 بهدف تحسين الفرص أمام المستثمرين الأفراد في سوق دبي المالي البالغ عددهم 600 ألف مستثمر للوصول إلى الأوراق المالية

¹ نفس المرجع، ص 12.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 134.

المدرجة في بورصة ناسداك دبي، حيث سيتمكن المستثمرون من التداول بسلاسة في كلا البورصتين من خلال تكامل بعض الأنشطة ذات الصلة بعمليات السوق بما في ذلك التداول، والكفالة، والتقاص¹.

وفي عام 2010، تم دمج عمليات سوق دبي المالي مع ناسداك دبي لإنشاء قوة ديناميكية في أسواق رأس المال في المنطقة، وأسهمت عملية الدمج في تسريع وتحسين فرص وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد (NIN) مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين. وتتبع البورصتان لجهتين تنظيميتين منفصلتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، فيما تخضع ناسداك دبي للمعايير الدولية من قبل سلطة دبي للخدمات المالية، وتحتذب البورصتان معاً أكبر مجموعة من المستثمرين في جميع أنحاء المنطقة بما يؤسس لمركز حيوي للمستثمرين المحليين والإقليميين والعالميين سواء من الأفراد أو المؤسسات².

- ربط بورصة قطر مع بورصة NYSE Euronext:

في عام 2009، قامت شركة قطر القابضة بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

وتمثل الاتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر، وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها³.

- مشروع دمج سوق أبو ظبي وسوق دبي الماليين:

تعتبر عملية دمج سوقي دبي وأبو ظبي الماليين تحت مسمى «بورصة الإمارات»، خطوة مهمة لترقية جديدة في مؤشر «مورغان ستانلي»، وتنعكس بفوائد عدة على جميع الأطراف أولها أن قرار الدمج المنتظر سيعزز حركة التداول في السوق المحلية، ويجذب مزيداً من الاستثمارات الأجنبية، وينوع الفرص الاستثمارية داخل سوق واحد بدلاً من سوقين، ما يشجع الاستثمار الأجنبي والمحلي والمؤسسي على دخول مثل هذا السوق الذي يتميز بارتفاع قيمته السوقية وتنوع قطاعاته⁴.

¹ ناسداك دبي، "تحالف متنامي مع سوق دبي المالي"، تقرير الأعمال، 2009، تقرير منشور على الموقع الإلكتروني لناسداك دبي: www.nasdaqdubai.com/exchange/2009ar/business_review.html. Consulté le ;15/03/2015.

² الكتيب التعريفي للمستثمرين، "كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي"، سوق دبي المالي، 2013، ص 2.

³ ينظر في ذلك: <http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About%20QE/About%20QE>

<http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About%20QE/About%20QE>.

⁴ مقال متوفر على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.emaratalyoum.com/business/local/2013-06-22-1.585394>

فبعد إتمام صفقة استحواذ سوق دبي المالي على بورصة ناسداك دبي في بداية شهر أبريل من سنة 2010، بدأت تظهر على سطح الأحداث المالية في الدولة عدد من الجهود المكثفة التي يبذلها حالياً كل من سوق دبي المالي من ناحية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية من ناحية أخرى على صعيد التوجه نحو الاندماج بين السوقين. وبذلك سينوع هذا الاندماج الفرص الاستثمارية داخل سوق واحد بدلاً من سوقين، ما يشجع الاستثمار الأجنبي والمحلي والمؤسسي على دخول مثل هذا السوق الذي يتميز بارتفاع قيمته السوقية وتنوع قطاعاته، كما سيعمل على توحيد الأنظمة والإجراءات التي تصب في مصلحة المستثمرين وشركات الوساطة الأعضاء في السوق، إضافة إلى خفض التكاليف ورفع الكفاءة التشغيلية.

- مشروع ربط بورصة إسطنبول والبورصة المصرية¹:

بورصة اسطنبول تلعب دوراً قيادياً في مشروع "مركز المال العالمي لإسطنبول"، وتأتي هذه الاتفاقية ضمن جهود بورصة اسطنبول لتعزيز علاقاتها مع بورصات منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. وفي هذا الإطار، جاء توقيع مذكرة تفاهم مع البورصة المصرية في عام 2012 تشمل أيضاً مشروع تطوير الربط لتمكين التداول ما بين السوقين. وعند إطلاق هذا المشروع رسمياً، سيتمكن المستثمرون من كلا البلدين من التداول في كل من بورصتي اسطنبول ومصر بشفافية ومصداقية أكبر وتكلفة أقل، وسيتوفر للمستثمرين عدد أكبر من الأدوات المالية. كما سيغطي المشروع في مرحلته الأولى أكبر 30 شركة مدرجة من كلا السوقين بحيث تتم زيادة عدد الشركات الداخلة فيه في مراحل لاحقة، وسيوفر نموذج الربط أيضاً حلولاً في خدمات التقاص والحفظ، كما ستمكن شركات الأوراق المالية في بلد واحد من فتح حساب تداول في البلد الآخر بحيث تتدفق أوامر التداول أولاً بين شركات الوساطة ثم إلى البورصات.

ومن حيث تنفيذ أوامر التداول والتقاص والحفظ فستتم من خلال الجهة المعنية في كلا البلدين، ويعتمد نموذج الربط بيني السوقين بالأساس على طريقة "تبادل المعلومات المالية" التي يمكن تطبيقها مستقبلاً بين بورصة اسطنبول وأي من البورصات الأخرى.

ثالثاً-المزايا المحققة من اندماج أسواق الأوراق المالية

إن انفتاح البورصات على بعضها البعض أصبح أكثر من ضرورة تملّيتها المستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والدولي، وخاصة في ظل تأثيرات العولمة المالية وتصاعد وتيرة التحرير المالي الذي بات السمة الأبرز لأغلب الاقتصاديات المتقدمة، لذلك سيكون من الجيد النظر إلى المزايا التي يمكن أن يحققها الربط مع البورصات الدولية، والتي تتمثل في:

- على مستوى البورصة، فهو يمكن من دعم قاعدة المستثمرين وجذب مستثمرين آخرين، وكذا جذب رؤوس الأموال المحلية منها وحتى الإقليمية؛

¹ سوق المال، "ربط البورصات العربية.. ورحلة البحث عن التكامل"، مجلة اقتصادية متخصصة تصدرها بورصة فلسطين، العدد 29، حزيران 2013، ص12.

- بناء بورصة وطنية متطورة، وذلك من خلال نبادل الخبرات واستخدام التكنولوجيات الحديثة، وهذا يؤدي بها إلى زيادة فرص تنويع الأدوات المالية أمام المستثمرين، ما يرفع من جاذبيتها؛
- أما على مستوى مهنة الوساطة، فعملية الربط تدفع بشركات الوساطة المالية نحو إقامة علاقات تعاون فعلي تمكنها من رفع حجم الطلب الذي سيوسع بدوره قاعدة المستثمرين لديها، وهذا ما يرفع عوائدها المالية.

وعما قد يحققه الربط بين البورصات العربية مع بعضها البعض، فإنه سيساهم في تعزيز قدرة الأسواق العربية على مواجهة التحديات التي تفرضها المتغيرات الإقليمية والدولية، وزيادة السيولة وجذب الاستثمارات العربية بالخارج. إضافة إلى زيادة عمق واتساع الأسواق من خلال إتاحة تنويع كبير للمنتجات وللأوراق المالية، والتي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة، وتعزيز أسس وآليات التعاون والعمل العربي الاقتصادي المشترك والتكامل الاقتصادي، مما يساهم في دعم جهود التنمية في البلاد العربية وقدرة الأسواق والاقتصاديات العربية في مواجهة التحديات.

المطلب الرابع: الصين - تجربة رائدة في التكامل المالي -

قبل تأسيس جمهورية الصين الشعبية سنة 1949 كانت الصين أشبه بعملاق فقير ضعيف للغاية، وكان تعداد سكانها لا يتجاوز 500 مليون نسمة، مع اقتصاد يركز على بعض المنتجات الصناعية، ولكن وبعد أكثر من خمسين سنة أصبحت الصين اليوم إحدى الدول الاقتصادية الكبرى، ذات القدرة التنموية الكامنة في العالم، وبفضل تسع خطط خماسية أنجزتها الصين ما بين 1953-2000 تمكنت من جذب اهتمام العالم وإرساء اقتصاد قوي يهدد أقوى الاقتصاديات في العالم¹.

أولاً- واقع الصين قبل إصلاحات 1978

بحلول عام 1978 كان ما يقرب من ثلاثة أرباع الإنتاج الصناعي في الصين تسيطر عليه الشركات المملوكة للدولة. حيث مُنعت الشركات الخاصة والشركات الأجنبية من الاستثمار. وكانت الحكومة الصينية تتبع نسبياً سياسة الاكتفاء الذاتي، واقتصرت التجارة الخارجية على الحصول فقط على السلع التي لا يمكن الحصول عليها في الصين. وجلبت سياسات الحكومة للاقتصاد الصيني الركود النسبي، وعملت على إحداث تشوهات على نطاق واسع في الاقتصاد الصيني، مما جعل الصينيين يعيشون عند مستويات معيشة أقل بكثير من تلك التي في البلدان النامية الأخرى.

وبعد موت ماو واعتقال أقرب مؤيديه (عصابة الأربعة)، أصبح المسرح خالياً أمام المحدثين بقيادة دنغ شياو بينغ لفرض سيطرتهم على الطبقة الحاكمة، وبحلول عام 1978 أدرك دنغ شياو بينغ " مهندس الإصلاحات الاقتصادية في الصين " أن النهوض بالاقتصاد الصيني لا يمكن أن يتحقق من دون اتباع سياسة خارجية تقود

¹ الصن عملاق ملياري يلتهم اقتصاد العالم ويستهلك طاقته ويكتسح أسواقه، مقال منشور في الموقع التالي: (تاريخ الاطلاع: 2015/3/20)

الصين إلى الانفتاح على مختلف دول العالم، أون الانفتاح هي السياسة الأساسية وخيار لا بد من القيام به بالنسبة للصين، داعياً إلى تعزيز الجهود من أجل تنفيذ مهمة الحزب والدولة في التحديثات الأربعة للصين.

وتهدف هذه المبادئ إلى توسيع الدخل في الريف والحوافز وتشجيع التجارب في مناطق الحكم الذاتي، والحد من التخطيط المركزي، وإقامة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الصين، من أجل مساعدة الصين في أن تصبح دولة حديثة وصناعية، " الاشتراكية ذات الخصائص الصينية " هذا ما جعل النظام السياسي في الصين يتخلى عن الكثير من النظريات الاقتصادية القديمة التي كانت سائدة قبل عام 1978 وفي مقدمتها نظريات الاقتصاد الشيوعية مع تغيير السياسة الداخلية والخارجية لهذا البلد من أجل خلق بيئة سليمة وصحيحة لتحقيق ففزة اقتصادية كبيرة.

وحيث أن " التجربة الصينية " هي رؤية جديدة تختلف عن الرؤية الماوية، شرع دينغ بطريقه منظمة في هدم استراتيجية ماو الاقتصادية، وتم التخلي عن اقتصاد الحصار في مصلحة الانفتاح على الرأسمالية الغربية واليابانية وتطوير " اشتراكية السوق " كطريق وحيد لجذب الصين خارج الركود والفقر الذي خلفهما ماو، وقد جسد هذا التوجه بمقولته الشهيرة " لا يهم إذا كان القط رماديا أو أسود المهم أن يلتهم الفئران " ، وأن المهم ليس الاشتراكية أو الرأسمالية، لكن المهم هو أن تحصل الصين على التكنولوجيا المتقدمة ورؤوس الأموال التي تحتاجها من أجل نهضتها، لذلك أعلنت الصين عن رغبتها في إجراء تحولات واصلاحات اقتصادية جذرية، سلك دينغ من خلالها طريقه إلى تبني بعض نماذج وأشكال " سياسة السوق الحر والاقتصاد المفتوح " وتشجيع الاستثمارات الأجنبية، مستفيداً من بعض الموروثات الإيجابية الموروثة من نظام التخطيط التي كانت مواتية للإصلاح والنمو، بما في ذلك وجود قاعدة صناعية أساسية وبنية تحتية معقولة، ونظام الري، ونظام تعليمي متطور نسبياً، مستفيداً من تزامن ذلك مع عصر العولمة الجديد وبيئة تجارية عالمية أكثر انفتاحاً، والناجمة عن تخفيضات كبيرة في التعريفات الجمركية وغيرها من أشكال الحماية التجارية والتكيف الاقتصادي العالمي السريع، وتدفقات الأموال عبر الحدود، ورأس المال والتكنولوجيا¹.

وخلال انعقاد المؤتمر الحادي عشر للحزب الشيوعي الصيني سنة 1978، تم الاتفاق على العمل للقيام بالإصلاحات التي من شأنها تقليل الفجوة بين الأغنياء والفقراء من خلال استمرار المساعدات الحكومية لرفع المستوى المعيشي للفرد الصيني²، تم طرح برنامج تحديثي يمكن إيجازه فيما يلي³:

- جعل الاقتصاد الصيني أكثر قدرة على التكيف مع المتغيرات الهيكلية التي يعرفها الاقتصاد العالمي؛
- إعادة النظر في أولويات التنمية بحيث يتم التركيز على الزراعة ثم الصناعة فالبحت العلمي وأخيراً الدفاع؛

¹ محمد عطية محمد ربحان، " التجربة الاقتصادية الصينية وتحدياتها المستقبلية"، رسالة ماجستير بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة - فلسطين، -، 2012، ص ص 62-63.

² أحمد محمد فرج، "الإصلاحات الاقتصادية والسياسية في الصين"، مجلة السياسة الدولية، العدد 114، القاهرة، أكتوبر 1993، ص 226.

³ وليد عبد الحفي، "المكانة المستقبلية للصين في النظام الدولي 1978-2010"، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبو ظبي، 2000، ص ص 57-59.

- إعادة هيكلة قطاعات الإنتاج، حيث جرى إقرار نظام المسؤولية العائلية (أقرها الحزب 1980) الذي يقضي بتحويل المزارع الجماعية إلى حيازات عائلية والسماح بمشروعات خاصة، وتحفظ الدولة بسيطرتها على الصناعات الثقيلة وقطاع الطاقة والتعدين؛

- الإصلاحات الحضرية والتي تقوم على اللامركزية في تسيير المشروعات العامة، وخاصة فيما يتعلق بسياسات الأسعار والعمالة وفتح المجال أمام بناء المشروعات المشتركة مع الاستثمارات الأجنبية أو السماح لها بإقامة مشروعات خاصة بها بعد الحصول على رخصة بذلك، وأصبح من حق المقاطعات أن يكون لها ممثلون تجاريون في الخارج، ويكون هؤلاء الموظفون مسؤولين أمام السلطات المحلية وليس أما وزارة العلاقات الاقتصادية والتجارة الخارجية؛

- منح المؤسسات الإدارية درجة من الاستقلالية عن بيروقراطية الحزب؛

- تسهيل قنوات التجارة الخارجية بتخفيض الرسوم الجمركية؛

- السعي للانضمام إلى الهيئات المالية والتجارية الدولية؛

- تشجيع المرافق السياحية والشروع في عملية واسعة لبنائها.

وبداية من سنة 1980، التزمت الصين تطبيق سياسة شاملة للإصلاح الاقتصادي والانفتاح والتكامل الدولي، واختارت لنفسها نموذجاً تنموياً خاصاً يحتل موقعا وسطاً بين الرأسمالية التقليدية والاشتراكية التقليدية وهو ما عرف بنظام اقتصاد السوق الاشتراكي، وانطلقت الصين من فكرة أن كلا من الرأسمالية والاشتراكية ليست عقيدة، ولكنها صيغة قابلة للتطوير والتشكيل وفقاً لظروف المجتمع الذي تطبق فيه¹.

ثانياً- مراحل عملية الإصلاح الاقتصادي في الصين

في أبريل 1979 طرح مؤتمر أعمال اللجنة المركزية للحزب الشيوعي الصيني رسمياً مبدأ "التعديل، الإصلاح، التنظيم، الرفع" الذي يسميه الصينيون بـ مبدأ الكلمات الثماني الجديد، فبدأ تعديل الاقتصاد الوطني من هذا العام، وقد ساهمت هذه الإصلاحات بتطور وتيرة النمو الاقتصادي في الصين وقد ساهم ذلك في:

- الرفع من معدل الدخل الفردي للأسر الصينية؛

- التقليل من نسبة الفقر؛

- حدوث اندماج كبير للاقتصاد الصيني في منظومة الاقتصاد العالمي بفعل نهج الصين لنظام اقتصاد السوق الاجتماعي الذي يجمع بين النهج الاشتراكي والانفتاح على الاقتصاد الرأسمالي.

حيث شهدت الصين عدة إصلاحات يمكن تقسيمها إلى ثلاث مراحل أساسية تمثلت في: إصلاحات 1978،

1984، 1994، ففي عام 1978 بدأ المحدثون برنامجاً طموحاً لتحويل الاقتصاد، وهدف البرنامج إلى مضاعفة

¹ عبد الرحمان بن سانية، "قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 11، غرداية، 2011، ص 79.

الإنتاج الزراعي والصناعي بحلول عام 2000، وكان هناك مكونان رئيسيان لهذه الاستراتيجية، الأول كان الاستيراد الكامل للصناعة والتكنولوجيا وذلك للتغلب السريع على التخلف التكنولوجي الصيني، والثاني كان إعادة بناء الاقتصاد الداخلي بالتدرج وبخدر وذلك لتقليل سيطرة الدولة على الإنتاج والاستثمار واستبدال ذلك بتأثير "قوى السوق" لجعل الاقتصاد تنافسياً بمجمله.

وابتداءً من عام 1979، بدأت الصين إصلاحات اقتصادية عدة، وتم التركيز على الزراعة من خلال تفكيك الجمعيات الزراعية، والعودة إلى نظام الاستغلال العائلي للأراضي الزراعية، وإلغاء نظام توحيد الشراء وتحديد الحصص، وتشجيع التنوع والتخصص، وتقديم الحوافز للمزارعين، الأمر الذي مكّنهم من بيع جزء من محاصيلهم في السوق الحرة مما أثار حماس الفلاحين في الإنتاج واستطاعت الصين في سنتين إلى ثلاث سنوات تغيير نمط الزراعة الجماعية واكتمل إصلاح القطاع الزراعي.

وعلى مستوى الصناعة، كان الإصلاح أكثر صعوبة، من حيث تقسيم الشركات المملوكة للدولة إلى وحدات إنتاجية صغيرة وكذلك من جانب رفع الكفاءة الاقتصادية للمنشأة الصناعية، حيث لا يتوقف على نظام الحوافز داخل المؤسسة ولكن أيضاً على الأسعار وظروف العرض والمدخلات والأسعار وشروط الطلب والتي كانت آنذاك خاضعة للحكومة، لذلك تم اتخاذ التدابير اللازمة لتحسين النظام القائم وأعيد العمل بمبدأ الربح كمعيار لإدارة المنشآت، والحوافز والمكافآت الإنتاجية للموظفين وسمح لشركات القطاع الخاص بالعمل للمرة الأولى منذ سيطرة الشيوعية، حيث بدأت تدريجياً تُشكل أكبر نسبة مئوية من الناتج الصناعي كما تمت زيادة مرونة السعر، وتوسيع قطاع الخدمات، وخُففت القيود المفروضة على الأسواق التجارية، وفتحت البلاد أمام الاستثمارات الأجنبية.

وبالإضافة إلى ذلك، أنشأت الحكومة أربع مناطق اقتصادية خاصة على طول الساحل في العام 1980 لغرض جذب الاستثمارات الأجنبية وزيادة الصادرات، واستيراد منتجات التكنولوجيا إلى الصين، وكانت هذه المناطق خالية نسبياً من الأنظمة البيروقراطية والتدخلات التي تعرقل النمو الاقتصادي، وأصبحت هذه المناطق محركات النمو للاقتصاد الوطني. وعمل دينغ على تقديم إصلاحات إضافية، نفذت على مراحل أدت إلى تحقيق اللامركزية في صنع السياسات الاقتصادية في العديد من القطاعات وخاصة التجارة.

وانتقلت عملية إصلاح النظام الاقتصادي من الريف إلى المدن في عام 1984، واستمرت الرقابة على شركات القطاع الخاص ابتداءً من 1986 وأجرت الصين الإصلاح في المؤسسات الإنتاجية التابعة للملكية العامة، وحتى الوقت الحاضر فقد تم ادخال نظام المساهمة إلى أكثر من 50% من المؤسسات الإنتاجية الحكومية الهامة وأجري الإصلاح في الملكية في أكثر من 90% من المؤسسات الإنتاجية المتوسطة والصغيرة، وتراجع التخطيط، واتسع نطاق الاقتصاد التجاري بحيث أن في نهاية تسعينيات القرن العشرين أصبح الاقتصاد يعمل بنظامين.

وفي عام 1988 طرح دنغ شياو بينغ نظريته المشهورة وهي: "العلوم والتكنولوجيا يمثلان قوة الإنتاج الأولى" مما دشّن مرحلة الإصلاح في نظام العلوم والتكنولوجيا وساعد على تحويل نتائج البحوث العلمية إلى سلع وتم توسيع سوق التكنولوجيا.

وبانتهاء عقد الثمانينات، أصبحت انطلاقة التصدير والاستيراد بمثابة المحرك الجديد للنمو الاقتصادي الصيني، فقد تضاعفت الصادرات خلال الفترة من 1978-1991 بالمناطق الاقتصادية الأربعة عشر وبلغت 14,2 % من إجمالي الصادرات الصينية لعام 1991 لتصل إلى حوالي 20% عام 1992، وحقق معدل نمو الناتج الصناعي الإجمالي 34,2 % سنويا خلال الفترة 1984-1991، وزادت الاستثمارات بما يعادل ثمان مرات بفضل الحوافز التي أتاحت للمستثمرين الأجانب والشركات المتعددة الجنسيات.

أما النمو الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي فقد بلغ متوسط ما يقرب من 9% سنويا خلال الفترة من 1979-1992، وبحلول أوائل التسعينيات بدأ الفاصل بين المناطق الاقتصادية الخاصة وبقية قطاعات الاقتصاد يتلاشى، وتشارك مجموعة واسعة من المؤسسات المملوكة للدولة ومؤسسات البلديات والقرى والمؤسسات الخاصة بمزيد من تكافؤ الفرص في الحصول على فرص التجارة الخارجية، وبدأ انعزال الاقتصاد الوطني عن أسواق العالم يتقلص.

ثالثا-عوامل نجاح التجربة الصينية في الانفتاح المالي

لقد أدركت الصين منذ بداية ثورتها التصحيحية أن أساس النجاح يكمن في مراعاة الخصوصية في الإصلاح، حيث تجلت معظم التحولات التي عرفتها في:

1- إعادة الهيكلة المالية¹:

على مدى العقدين الماضيين، تعتبر الصين واحدة من الاقتصاديات التي نمت بشكل سريع، حيث يعتبر (Larclly Ra (a1998 أن النمو في الصين يرجع إلى حد كبير إلى التوسع في الائتمان الموجه إلى المؤسسات الصينية المملوكة للدولة، وكذا حركة العمالة من الزراعة الريفية إلى الصناعة الريفية الخفيفة، فالتوسع في الائتمان هو نتيجة لإصلاح النظام المالي الصيني بجميع مكوناته -القطاع البنكي وأسواق رأس المال-. حيث قامت الصين بإصلاح القطاع البنكي في سنة 1994 عندما قررت الحكومة الصينية المركزية فصل البنوك الحكومية أو المملوكة للدولة عن البنوك التجارية، وإنشاء ثلاث بنوك للقروض وأربعة بنوك تجارية متخصصة.

كما شملت الإصلاحات إنشاء بنك مركزي وتحويل التعاونيات الائتمانية إلى بنوك تجارية في الفترة 1996-1998، وأعطت للبنوك الأجنبية الإذن للتدخل بطريقة وصيغ محددة جدا، كما عملت على الحد من تدخل الدولة في توزيع الائتمان، ورفع القيود على معدلات الفائدة واحترام المعايير الدولية الاحترازية.

في أبريل 2003، تأسست اللجنة الصينية لمراقبة وإدارة القطاع المصرفي رسميا، فتشكل بذلك نظام للمراقبة والإدارة المصرفية يتسم بتقسيم العمل الواضح والتنسيق المتبادل بين لجنة مراقبة وإدارة القطاع المصرفي ولجنة مراقبة وإدارة السندات المالية ولجنة مراقبة وإدارة التأمينات. وحتى نهاية عام 2008، بلغت أرصدة الودائع المالية بالعملة المحلية والأجنبية في جميع الهيئات المصرفية 47ر8 تريليون يوان، وأرصدة القروض بالعملة المحلية والأجنبية 32 تريليون يوان.

¹ Samouel Béji, op-cit, p p 191-194.

أما بالنسبة لسوق رأس المال في الصين، أنشأت الصين سوقاً للأوراق المالية في شنغهاي Shanghai في 19 ديسمبر 1990 وآخر في شنتشن Shenzhen في 1 ديسمبر 1991، وذلك من أجل تعزيز الإصلاحات التي مست الشركات المملوكة للدولة الصينية، حيث تعتبر بورصة شانغهاي هي ثاني أكبر سوق للأسهم في الصين وثالث أكبر سوق لتداول الأوراق المالية والأسهم والسندات في آسيا، مع قيمتها السوقية التي تتخطى 2.547 تريليون دولار تحتل المركز السابع عالمياً. تم تأسيسها في عام 1990 كمنظمة غير ربحية من قبل لجنة تنظيم الأوراق المالية الصينية والتي تدير الأسواق المالية الصينية بشكل مباشر.

بسبب الإدارة الحكومية المركزية وصرامة لجنة تنظيم الأوراق المالية الصينية فإن تلك السوق ليست مفتوحة بشكل مباشر للمستثمرين الأجانب، وعلى الرغم من تلك القيود الصريحة إلا أن هناك أكثر من 861 شركة أجنبية مختلفة الجنسيات مسجلة في تلك السوق، وبالنسبة لاستثمار المحفظة، كان فقط في عام 1992 عندما سمحت الصين لبعض الشركات بإصدار نوع خاص من الأسهم تتمثل في: في الأسهم ذات الفئة B مخصصة للمستثمرين الأجانب بالدرجة الأولى ويتم تداول هذا النوع من الأسهم في سوقين أساسيين هما: بورصة شنغهاي أين يتم تسعير هذا النوع بالدولار الأمريكي، وبورصة شنتشن أين يتم تقويم هذا الأخير بدولار هونغ كونغ.

وبلغ عدد الشركات المسجلة في الأسهم من نوع B في 1992 حوالي 14 شركة ليصل إلى 101 شركة في عام 1997، إلا أن سوق الأسهم من نوع B هو أقل سيولة ونشاط من سوق الأسهم نوع A وذلك يعود إلى أن الأسهم من فئة A مخصصة فقط للمستثمرين المحليين ومقومة بالعملة المحلية، حتى عام 2003 أقرت الحكومة الصينية تخفيف القيود المفروضة وذلك عن طريق السماح للمستثمرين الأجانب بحيازة حصص من أسهم فئة A بشروط محددة، فوفقاً لـ Zhang & Zhao (2004) أن الهدف من هذا التحرير هو جذب المستثمرين الأجانب لتطوير سوق الأوراق المالية الصينية، مع الحفاظ على رقابة دقيقة على عمليات الاستثمار في المحفظة.

وأدخلت الصين تعديلات عدة على شروط الاستثمار منذ ذلك الحين كان آخرها إطلاق برنامج لربط بورصتي شانغهاي وهونغ كونغ، وفي 17 نوفمبر 2014 تم إطلاق ربط بورصتي هونغ كونغ وشنغهاي رسمياً فيما عرف بـ "القطار المباشر"، وليس من المفاجئ أن يكون المستثمر الأجنبي مهتم بالدخول إلى السوق الصينية التي تتجاوز قيمتها السوقية 10 تريليونات دولار، ما يضعها في المرتبة الثانية عالمياً¹ بعد الولايات المتحدة ورغم أن الصين معروفة بكونها سوق يصعب الدخول إليها وتفرض قيوداً على حركة رؤوس الأموال، إلا أن خطوات عدة اتخذت خلال الأعوام الذي بدأ في Shanghai-Hong Kong Stock Connect الـ 13 الماضية لفتح سوق الأسهم أمام المستثمر المؤسسي الأجنبي توجت مؤخراً بإطلاق برنامج نوفمبر الماضي وهو عبارة عن قناة للاستثمار عبر الحدود تربط بين بورصتي شانغهاي وهونغ كونغ وتسمح لجميع المستثمرين الأجانب بما فيهم هؤلاء من هونغ كونغ بتداول الأسهم المؤهلة المدرجة في شنغهاي، يشار إلى أن المستثمرين الصينيين المؤسسيين والمستثمرين الأفراد الذين يملكون

¹ كيف أصبحت الأسهم الصينية بعد 13 عاماً من دخول الأجانب؟، مقال منشور في الموقع التالي:

ما يزيد عن 500 ألف رينمني في حساباتهم أي ما يعادل 82 ألف دولار، هم القادرون على التداول في الأسهم المدرجة في هونغ كونج وتبلغ الكوتا اليومية لتداول الأجانب 2.1 مليار دولار على بورصة شانغهاي و1.7 مليار دولار على بورصة هونغ كونغ. ولا يعتبر تطبيق هذا النظام الخطوة الأولى لفتح السوق الصينية أمام الأجانب وإنما قامت بكين بخطوات عدة منذ عام 2003، لفتح سوقها أمام المستثمر الأجنبي المؤسسي المؤهل للاستثمار في الأسهم المصنفة A SHARES مقومة بالرنمني في بورصتي شانغهاي وشنشن.

وتبلغ الكوتا لاستثمار المؤسسات المؤهلة الأجنبية 150 مليار دولار بعد أن تم رفعها مرات عدة خلال السنوات الماضية من بدايات عند 30 مليار دولار. وقد مثل هذا البرنامج الخطوة الأولى لدخول الأجانب من المؤسسات العالمية الى السوق الصينية، وأدخلت تعديلات عدة على شروط الاستثمار وفي إشارة إلى أن السوق الصينية تواصل فتح سوقها أمام الأجانب اتخذت الحكومة خطوات لفتح سوق السندات التي تقدر بنحو 6 تريليونات دولار، وتأتي بالمرتبة الثالثة بعد الولايات المتحدة واليابان، من خلال الترخيص مؤخرًا لأكثر من 30 مؤسسة عالمية أجنبية، في انتظار ربط بورصة شنشن ببورصة هونغ كونغ في 2016.

الجدول رقم (3-1): مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اقتصاديات مختارة من الاقتصاديات النامية

والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية بحسب المنطقة 2006

اصدار الأسهم	كسبة مئوية من المجموع	اصدار السندات	كسبة مئوية من المجموع	قروض مصرفية موحدة	كسبة مئوية من المجموع	المجموع	
133	9,1	325	22,2	1004	68,6	1461	الاقتصاديات النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية
14	8	63	36	99	56	176	الاتحاد الروسي
72	43,2	14	8,5	80	48,2	166	الصين
9	5,3	56	34	100	60,7	165	البرازيل
6	3,7	48	31,7	98	64,7	151	المكسيك
2	1,9	9	10,9	72	87,2	83	تركيا
13	18,9	8	11,9	49	69,7	71	الهند
17	2,7	126	19,4	505	77,9	648	بلدان أخرى

المصدر: معطيات متوفرة في الموقع الالكتروني للبنك الدولي.

2- التدرج في الانفتاح المالي:

دراسة المثال الصيني في الانفتاح المالي يمثل تجربة فريدة من نوعها، أو بمعنى أنه هو البلد الذي اختار الانتقال من الاقتصاد المخطط -الشيوعي المركزي- إلى اقتصاد السوق، دون السماح للسوق أن تعمل بحرية وبدون تنظيم، وتتجلى أصالة هذه التجربة في:

1-2/ رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي:

إن اندماج الاقتصاد الصيني وانفتاحه على العالم جعل منها البلد النامي الأكثر جذباً للاستثمارات الأجنبية المباشرة بمختلف أشكالها، حيث تضاعفت حصتها منها بحوالي 58 مرة ما بين 1983 و2002، منتقلة من 920 مليون دولار إلى 52.743 مليون دولار، وحسب احصائيات 2002 فإن الصين رخصت لـ 424.196 مستثمراً أجنبياً بإنجاز مشاريع على أراضيها، وقدرت رؤوس الأموال المستثمرة فعلاً بـ 447.966 مليون دولار، ومن بين 500 أكبر شركة في العالم يوجد 400 شركة مستثمرة في الصين في أكثر من 2000 مشروع¹.

2-2/ رقابة تدفقات رؤوس الأموال في السوق المالي الصيني:

إن الصين لم تعتمد في انفتاحها على العالم الخارجي التحرير الكلي لأسواق رأس المال والنقد، فلا تزال مجموعة واسعة من المنتجات الاستثمارية التي يتعذر على المستثمرين الأجانب حتى الآن الوصول إليها بسهولة، وبقي نطاق الاستثمار والتجارة محدوداً بالنسبة للمؤسسات المالية الأجنبية.

إلا أنها قامت بفتح أسواقها المالية للمستثمرين الأجانب بشكل تدريجي وحذر، مستخدمة في ذلك قناتين، تمثل القناة الأولى في أوراق مالية مصنفة من نوع B موجهة للمستثمرين الأجانب بالدرجة الأولى، يليها المستثمرين المحليين، حيث لا تهتم هذه الأخيرة فقط بجذب رؤوس الأموال الأجنبية فقط وإنما أيضاً لجذب الاستثمار في العملات الأجنبية داخل الاقتصاد. أما القناة الثانية تتمثل في أوراق مالية من صنف H، والتي تأخذ شكل شهادات إيداع (مثل شهادات الإيداع الأمريكية).

2-3/ التحكم في حجم واستحقاق القروض الأجنبية:

اعتمدت الصين خطة موحدة للحصول على القروض الأجنبية، وأنشأت نظام صارم للإدارة المركزية لرقابة حجم وحدود القروض الأجنبية قصيرة الأجل، لذلك عمدت الحكومة الصينية المركزية على وضع عدد من التدابير تتمثل في:

- أولاً، كل القروض الأجنبية طويلة ومتوسطة الأجل يجب أن تخضع لخطة وطنية بشأن استخدام رأس المال الأجنبي، وكل قرض يجب اختبار بدقة ليتم الموافقة عليه. بالإضافة إلى ذلك، أي قرض قصير الأجل يجب أن يدار كنسبة من الأصول والخصوم بالعملات الأجنبية الموجودة في الاقتصاد، حتى لا تدخل بطريقة مفرطة أو مسيئة؛

¹ عبد الرحمان بن سانية، مرجع سبق ذكره، ص 85.

- ثانياً، عدد قليل من البنوك وبعض المؤسسات المالية غير المصرفية المحددة لها القدرة على إصدار سندات طويلة ومتوسطة الأجل في الأسواق المالية الأجنبية؛
- ثالثاً، وضعت الحكومة الصينية في عام 1996 نظام تأجيل المدفوعات الدولية الذي يوفر طريقة إحصائية موثوقة للتحقق من دخول وخروج القروض الأجنبية حتى وأن كانت على المدى القصير.

2-3/الإلغاء التدريجي للقيود على الصرف الأجنبي:

ركزت الصين اهتماماتها بعد الانتهاء من تحويل الحساب الجاري على تحقيق قابلية تحويل حساب رأس المال، حيث مرت العملة الصينية بعملية تحوّل ضخمة خلال العقود الأربعة الأخيرة تتمثل في:

- تبنى بنك الشعب الصيني في سنة 1978 نظاماً للعملات يمشي في مسارين، يسمح للسكان المحليين وحدهم التعامل باليوان، وبفرض على غير المقيمين استخدام شهادات العملات الأجنبية، خلال هذه الفترة، لم يكون مسموحاً بحسب القانون للأجانب باستخدام العملة الصينية المحلية. علاوة على ذلك، فإن استخدام شهادات الصرف الأجنبي كان قاصراً على بعض المتاجر والمطاعم المحددة ونتيجة لذلك، فإن الزائرين الأجانب لم يكن متاحاً لهم سوى عدد قليل من الأماكن التي يمكنهم التردد عليها. هذه القوانين خلقت نظاماً للعملات يهدف إلى منع أي تعاملات خاصة أو مضاربات في هذه الشهادات، بالرغم من ذلك وكما كان متوقعا، فقد ظهرت السوق السوداء غير المشروعة، وذلك كنتيجة لرغبة السكان المحليون في الحصول على هذه الشهادات لشراء بعض السلع الكمالية التي كانت تباع في المتاجر المسموح بها من قبل الدولة، كما كان الزائرين الأجانب على الجانب الآخر يرغبون دوماً في الشراء من المتاجر والمطاعم المحلية التي لم يكن مسموحاً لها باستخدام شهادات الصرف الأجنبي. انتشار ظاهرة السوق السوداء للعملة، جنبا إلى جنب مع تزايد وجود البضائع الأجنبية المستوردة إلى الصين أدي في النهاية إلى تفكيك نظام شهادات الصرف الأجنبي.
- بدأت الحكومة الصينية بعد فترة من النمو الاقتصادي في الاتجاه ببطء نحو نظام قابل للتحويل (حسابات جارية وليست رأسمالية) على مدى السنوات العشرة التالية (1980-1990).
- ظلت العملة الصينية حتى 2005 مُثَبِّتة أمام الدولار الأمريكي.
- شُحّ لليوان ابتداءً من عام 2006 بالحركة في نطاقٍ ضيقٍ حول سعر أساسي يتحدّد بناء على سلة من العملات العالمية.
- بحلول النصف الثاني من عام 2012 وعقب الإجراءات التي اتخذتها الحكومة الصينية، أصبح اليوان يُتداول في حدود 8% من قيمته، حتى أصبح الآن في قائمة أكبر عشر عملات مُتداولَة.
- مساء الأول من ديسمبر 2015 انضم اليوان الصيني إلى سلة العملات الرئيسية للاحتياطي الدولي أو ما يُعرف بمجموعة حقوق السحب الخاصة، واعتبرت بكين أن دخول عملتها في سلة العملات يعد نجاحاً سياسياً وانتزاعاً باعتراف دولي باقتصادها الضخم على ما أكدته المديرية العامة لصندوق النقد بأن اندماج اليوان في الوحدة الحسابية لصندوق النقد هو "اعتراف بانفتاح الاقتصاد الصيني"، وحسب هذه الأخيرة أيضاً

فإن التقدم الذي أحرزته السلطات الصينية في الأعوام الأخيرة في مجال إصلاح نظامها النقدي والمالي واستمرار هذه الجهود وتعزيزها سيؤديان إلى نظام نقدي ومالي أكثر متانة سيدعم بدوره نمو واستقرار الصين والاقتصاد العالمي. قرار صندوق النقد سيكون ساريًا قبل أكتوبر عام 2016 لضمان اتخاذ كافة التدابير الضرورية لإنجاح هذه العملية لذلك ستصبح تركيبة سلة العملات مؤلفة من 41.73% للدولار الأمريكي و 30.93% لليورو و 10.92% لليوان و 8.33% للين الياباني و 8.09% للجنه الإسترليني، يستند هذا التوازن إلى قيمة صادرات السلع والخدمات للبلد أو المنطقة النقدية التي تصدرها كل عملة من مكونات السلة خلال السنوات الخمس السابقة لعملية المراجعة.

كما يرى بعض المحللين الاقتصاديين أن قيام الصين بهذه الخطوة يحفزها أكثر على إجراء إصلاحات اقتصادية وإجبارها على تحرير الاقتصاد أكثر، حيث سمحت بكين أخيرًا بدخول البنوك الأجنبية إلى سوق الصرف الصينية وأصبح بإمكان المؤسسات الأجنبية شراء سندات خزينة صينية.

المبحث الثاني: حوكمة أسواق الأوراق المالية ودورها في تفعيل التنمية المالية

لقد احتل موضوع الحوكمة خلال السنوات الأخيرة مكان الصدارة لدى الإدارات الاقتصادية في الدول المختلفة نتيجة للأزمة المالية التي عصفت بشركات مساهمة كبيرة وأدت إلى اهتزاز الثقة في مدى سلامة الإدارة لدى هذه الشركات ومدى صحة نتائجها المالية المعلنة وما لذلك من تداعيات سلبية مختلفة. لذا فإن تطبيق مفهوم الحوكمة سيؤدي إلى تحسين إدارة الشركة ومن ثم أدائها وقدرتها على تجاوز الأزمات المالية والتشغيلية، حيث تكمن أهمية الحوكمة في حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح والحد من المخاطر وجذب المستثمرين وتوطيد دعائم الاقتصاد، وتعتبر الحوكمة الجيدة بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمان لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات بما يساهم في جعل هذه الأسواق محركاً لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها.

المطلب الأول: أساسيات حول الحوكمة

تعاظم الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة في السنوات الأخيرة في أعقاب الأزمات الاقتصادية والمالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات وما شهدته الاقتصاد الأمريكي مؤخرًا من تداعيات الانهيارات المالية والمحاسبية في الشركات الأمريكية العالمية عام 2002 مثل شركة Enron و وورلد كوم.

أولاً- تطور مفهوم الحوكمة

مصطلح الحوكمة مشتق من الكلمة الإغريقية "Kubernân" نسبة إلى الشخص الذي يقود أو يدير السفن الحربية حسب الظروف المحيطة بها والذي يتمثل دوره في مراقبة السفينة، نتيجة لذلك فإن أول تعريف لمصطلح

الحوكمة هو المراقبة والقيادة والتوجيه، واستخدم هذا المصطلح في اللغة الفرنسية كمرادف لـ الحكومة حتى نهاية القرن الثامن عشر عندما استخدم هذا المصطلح في الكتابات الإنجليزية في الثمانينات ليعبر عن الحكم¹. خلال العشر سنوات الماضية استحوذ موضوع الحوكمة اهتمام واسع في العديد من الأدبيات، حيث ظهرت العديد من الدراسات بهدف تسليط الضوء على أهميته ومفهومه ووضع قواعده وتحليل الالتزام به. فمصطلح الحوكمة ليس كلمة جديدة، إلا أن ظهورها في النقاش حول المؤسسة يعتبر نسيباً تطوراً جديداً، حيث خضع هذا المفهوم لاجتهادات لغوية لا حصر لها، قليلها باللغة العربية وأغلبها باللغتين الإنجليزية وغير دقيق في ترجمته². حيث أن أول التجارب الكلاسيكية حول الموضوع كانت في حقل العلوم السياسية³ وسميت بـ "gouvernabilité"، هذا المفهوم الذي ارتكز على مكونين أساسيين، هما معرفة القانون والنظام، لكن مع نهاية الحرب الباردة حل مصطلح الحوكمة "la gouvernance" محل مصطلح "gouvernabilité"، لينتقل مفهوم الحوكمة من السياسة وإدارة الدولة إلى المؤسسات وليقترب هذا المفهوم الآن من الأسئلة المرتبطة بالميكانيزمات الضرورية لمناقشة مختلف مصالح المؤسسة، واعتبر بعض الكتاب أن الحوكمة تعتبر العامل الموجه أو المرشد لاتخاذ القرارات التي نخدم الهدف المسطر، حيث أن المفاهيم الأولى عرفت الحوكمة على أنها فن حكم المؤسسات والمنظمات. وقد كان من أبرز العوامل الدافعة لظهور الحوكمة في المؤسسات كمصطلح علمي واستخدامه كوسيلة للمراقبة على تصرفات الإدارة مع بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي وذلك نتيجة عدم كفاءة طاقم الإدارة وسوء استخدام السلطة في العديد من المؤسسات على الصعيد الدولي خصوصاً في الولايات المتحدة الأمريكية، ناهيك عن القناعة التي تولدت من الدلالات الميدانية لحوكمة المؤسسات التي أوضحت تأثيراتها المجتمعية والمنظمية⁴. وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد تعريف موحد لمفهوم "حوكمة الشركات" وقد حرصت عدد من المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم بالتحليل والدراسة مثل صندوق النقد والبنك الدوليين ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD التي أصدرت في عام 1999 مبادئ حوكمة الشركات والمعنية بمساعدة الدول الأعضاء وغير الأعضاء بالمنظمة لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق حوكمة الشركات بكل من الشركات العامة أو الخاصة المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال من خلال تقديم عدد من الخطوط الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد ككل. ويدعم ذلك ما أكدت عليه المنظمة العالمية لمشرفي الأسواق المالية IOSCO

¹ Darine BAKKOUR, « Un essai de définition du concept de gouvernance », unité mixte de recherche, Etudes et Synthèses, N°5, 2013, p2.

² عبدي نعيمة، " أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات -دراسة نقدية تحليلية-"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، 2014، ص 88.

³Tino Raphaël Toupane, « La gouvernance : evolution, approches theoriques et critiques du concept », SEMINARUL GEOGRAFIC "D, CANTEMIR" NR. 29 / 2009, p p 98-99.

⁴ مؤيد علي الفضل، "العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وقيمة الشركة -دراسة حالة الأردن-"، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 112، المجلد 28، 2007، ص23.

في مايو 2002 من أهمية انتهاج مبادئ OECD كحوكمة الشركات من أجل الحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات¹.

ويعد مصطلح الحوكمة هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح Corporate Governance، أما الترجمة العلمية التي اتفق عليها فهي "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة" وقد تعددت التعاريف المقدمة لهذا المصطلح، نورد أهمها فيما يلي:

تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها"²، وتعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها "مجموعة من الإجراءات والعمليات التي يتم بموجبها إدارة المؤسسة والتحكم فيها لتحقيق أهدافها، وتتضمن توزيع الحقوق والمسؤوليات بين الأطراف المختلفة لهذه المؤسسة وتحديد القواعد والإجراءات الخاصة بصنع القرار فيها"³.

لتقدم لجنة Cadbury تعريفاً⁴ صادراً عن سوق لندن للأوراق المالية بأن الحوكمة هي مجموعة من أنظمة الرقابة المالية وغير المالية والتي عن طريقها يتم إدارة الشركة وتوجيهها والرقابة على شؤونها، وقد أشارت لجنة (Hample) بأن هذا التعريف لم يولي اهتمامه إلى كافة أصحاب المصالح الذين لهم مصلحة شرعية في الشركة، وإنما اهتم فقط بدور مجلس الإدارة والمساهمين⁵.

كما عرفت قواعد الحوكمة على أنها مجموعة من القواعد والحوافز التي تتهدي بها إدارة الشركات لتعظيم ربحية الشركة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين، وتنظم قواعد إدارة الشركات التعاقدية بين المتعاملين مع الشركة خاصة علاقة المدير والوكيل أو الإدارة والمساهمين⁶، ومن المعروف أن الأسلوب الأمثل هو الفصل بين الملكية والإدارة لأنه يتيح الفرصة للمساهمين ورؤساء الشركات بالتركيز على ميزتهم التنافسية (ألا وهي توفير رأس المال المخاطر من ناحية وإدارة محافظ الاستثمار الحقيقية من ناحية أخرى)⁷.

ويرى البعض الآخر أن الحوكمة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسئول والمسئولية، أما مفهوم حوكمة الشركات فهو إيجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة

¹ IOSCO recommends OECD principles of corporate governance for emerging markets, may 2002, OECD-site.

²Alamgir M, « **corporate governance** » : A Risk perspective, paper presented to : corporate governance and reform : paving the way to financial stability and development, a conference organized by the Egyptian Banking institute, cairo, may 2007, pp 7-8

³Free Land c, « **Basel committee guidance on corporate governance for Banks** », paper presented to : corporate governance and reform : paving the way to financial stability and development, a conference organized by the Egyptian Banking institute, cairo, may 2007, pp 7-8

⁴ Cadbury, « **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance** », 1 December 1992.

⁵ لطفي السيد أحمد أمين، « دراسات متقدمة في المراجعة وخدمات التأكد »، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 138.

⁶ شهيرة الراعي، « الحوكمة صمام أمان الشركات ضد الانهيار »، الأهرام الاقتصادي 2003/04/07.

⁷ محسن أحمد الخضيرى، « حوكمة الشركات »، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2005، ص 53-57.

الأسهم والسندات والعاملين بالشركة وأصحاب المصالح وغيرهم وذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم وباستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة وفقا لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة¹.

ثانيا - محددات الحوكمة

يشير هذا المصطلح بعض الغموض نظرا لأنه في طور التكوين، وما زالت كثير من قواعده ومعايير في مرحلة المراجعة والتطوير، إلا أن هناك اتفاق بين الباحثين والممارسين حول أهمية محدداته، وبالنسبة للمحددات فهناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يتوقف على مدى جودة مجموعتين من المحددات:

1- المحددات الخارجية:

وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة كالقوانين المنظمة لعمل السوق (مثل قوانين سوق المال والشركات، وتنظيم المنافسة ومنع الاحتكار، والإفلاس)، وكفاءة القطاع المالي في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة). وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (منها على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق كالمراجعين والمحاسبين والمحامين وغيرها)، بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية.

وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.

2- المحددات الداخلية:

وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين لتقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاث². وحوكمة الشركات توفر الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة، وهي تعد في غاية الأهمية للأسواق المالية والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي.

ثالثا- قواعد حوكمة الشركات:

هناك دعائم أساسية لحوكمة الشركات هي:

1- الانضباط :

أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح. ويتحقق الانضباط بوجود عدة مفاهيم منها وجود الحافز لدى الإدارة في الالتزام بالأعمال الرئيسية المحددة وتزويد المساهمين بمعلومات صحيحة والتقويم السليم لحقوق الملكية ورأس

¹ إضاءات مالية ومصرفية، " الحوكمة"، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الثالث، أكتوبر 2010، ص2.

² د. سميحة فوزي، " تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية" - سلسلة أوراق العمل - المركز المصري للدراسات الاقتصادية-ورقة عمل رقم(83) أبريل 2003 ص3-4 .

المال، ولا بد من إدراج مدى تطبيق الحوكمة في التقرير السنوي، وتوزيع الفائض من النقد على المساهمين واستخدام الديون لعمليات التوسع في المشاريع التي تعود بالعائد على الشركة.¹

2- الشفافية:

تعتبر الشفافية العنصر الأساسي في الحوكمة لأنها تتضمن مفاهيم متعددة مثل نزاهة التقارير المالية والإفصاح والصراحة،² وتلزم الشركة بالإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بالمركز المالي وأداء الشركة في التوقيت المناسب والدقة التامة.³

ولغياب الشفافية أثر سلبي على النمو الاقتصادي، إذ عدم الإفصاح عن المعلومات بدقة وشفافية سوف يؤدي إلى خروج الاستثمار الأجنبي من الدولة إلى الدول التي لا تحجب أي معلومات عن مساهميها. وهنا يجب التمييز بين الإفصاح والشفافية وذلك إن الأخيرة تعد أكثر شمولية لمختلف الجوانب السياسية، الاجتماعية، والاقتصادية في المجتمع.⁴

وتتحقق الشفافية من خلال نشر التقارير السنوية والربع سنوية في الوقت المناسب والإفصاح عن النتائج والمعلومات السوقية بشكل فوري دون تسريبها، والالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية، ومن أجل سلامة تحقيق الشفافية يجب توفير قنوات يستطيع من خلالها المستثمر الوصول إلى الإدارة العليا.⁵

3- الاستقلالية:

يُعد تحقيق الاستقلالية من القواعد الرئيسة لتطبيق الحوكمة، وقد ركزت الحوكمة على تحقيق استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، والمراجعين الخارجيين، ووجود لجان مجلس الإدارة مستقلة عن عمل الإدارة التنفيذية، مثل لجنة الترشيحات، لجنة المراجعة، لجنة المكافآت والتعويضات والرواتب، ولجنة الإدارة التنفيذية.⁶ وقد ذكر (Scott) شروط العضو المستقل وهي كما حددتها (Blue Ribbon Commission) في تقريرها عام 2000:⁷

¹ سوليفيان جون وآخرون، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003، ص 65.

² لطفي السيد أحمد أمين، مرجع سبق ذكره، ص 140.

³ سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين"، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 24.

⁴ يوسف طارق محمد، "الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات ومدى ارتباطهما بالمعايير المحاسبية"، المؤتمر العربي الأول متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربي شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، 2007، ص 18.

⁵ سوليفيان جون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 65 - 66.

⁶ سوليفيان جون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 66.

⁷ Scott .C & Russell. B, "Putting investors first: real Solutions for better corporate governance" 1st edition, Bloomberg, New York, 2003, p150.

- ألا يكون موظفاً أو عاملاً لدى أي طرف من الأطراف المرتبطة بالشركة أو بأي شركة من مجموعتها خلال آخر 5 سنوات.

- ألا يكون له صلة قرابة من الدرجة الأولى مع أي موظف من موظفي الشركة.

- ألا يكون ممن يزودون الشركة بخدمات أو بضائع.

- ألا يتلقى أي تعويضات ومكافآت من الشركة إلا رسومه ومكافآته كعضو مستقل في المجلس.

4- المساءلة:

يسمح نظام الحوكمة مساءلة مجلس الإدارة أمام المساهمين، ومراقبة الإدارة، وتقديم النصائح والإرشادات لمجلس الإدارة في كيفية وضع الاستراتيجيات والأهداف¹.

ولتحقيق ذلك لابد من وجود آليات فعالة تسمح بمساءلة الموظفين ومعاقبة الأعضاء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة، وتحقيق الشفافية وعدالة التعامل في الأسهم من قبل أعضاء مجلس الإدارة².

5- المسؤولية:

ويقصد بها "توفير هيكل واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية ومحاسبة مجلس الإدارة ومتخذي القرار عن مسؤوليتهم تجاه الشركة والمساهمين"³ ويقع على عاتق مجلس الإدارة القيام بدور إشرافي أكثر من قيامه بدور تنفيذي، وقيامهم بالتدقيق الفعال على أداء العاملين. ولابد من وجود لجان مراجعة ترشح المراجعين الخارجيين وتشرف على عملهم وتشرف كذلك على المراجعة الداخلية والإجراءات المحاسبية.

6- العدالة :

يتم تحقق العدالة من خلال المعاملة العادلة للمساهمين وخاصة مساهمي الأقلية وتقديم كافة المعلومات المطلوبة للمساهمين سواء بحضور الاجتماعات أو التزامهم بنتائجها، والتصويت سواء بالحضور شخصياً أو بالتوكيل، وألا يتجاوز مجموع نسبة المساهمين الحاكمة عن 40% من الشركة⁴.

¹ سليمان محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² سوليفيان جون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ رجاوي مها، "الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين التعليمات - حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 24، العدد الأول، 2008، ص 98.

⁴ سوليفيان جون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 67.

المطلب الثاني: مؤشرات الحوكمة والتنمية المالية

تعاظم الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات في معظم الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود السابقة، وخاصة بعد الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها بعض دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية عام 2001، 2002، 1997 وتعود أسباب هذه الانهيارات إلى الفساد الإداري والمالي وافتقار إدارة الشركات إلى إدارة سليمة في الرقابة والإشراف، ونقص الخبرة والكفاءة ومن هذا المنطلق يعتبر المناخ القانوني والسياسي الذي يعمل في إطاره النظام المالي من المحددات المهمة لأنواع الخدمات التي يمكن أن تقدمها المؤسسات المالية ومدى جودتها. ذلك أن الحوكمة-التي تتطلب الشفافية والمساءلة وسيادة القانون والمؤسسات الفعالة والمشروعة-هي حسب الاعتقاد السائد جزء مهم من عملية التنمية المالية التي تؤدي في نهاية المطاف إلى التنمية الاقتصادية.

تشير الدراسات المتعددة بان الالتزام بتطبيق المفهوم الفكري للحوكمة (حوكمة الشركات) ينعكس بشكل جيد على أداء الوحدات الاقتصادية بأبعاده المختلفة المالية والتشغيلية واستمرار النمو، فعلى الصعيد الاقتصادي، تتنامى أهمية اتباع القواعد السليمة لحوكمة الشركات كالآتي¹:

- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم؛ مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة حائزي أقلية الأسهم.
- التأكد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة وحسن توجيه الحصيلة منها إلى الاستخدام الأمثل لها، منعاً لأي من حالات الفساد التي قد تكون مرتبطة بذلك.
- تعظيم القيمة السهمية للشركة Maximizing Shareholder Value، وتدعي تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية؛ وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسي... إلخ.
- توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال؛ وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.
- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، ودرأ حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.

وهو الأمر الذي أكده Winkler² بشدة حيث أشار إلى أهمية حوكمة الشركات في تحقيق التنمية المالية التي تؤدي إلى التنمية الاقتصادية وتجنب الوقوع في مغبة الأزمات المالية من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما يعمل على تدعيم الأسس الاقتصادية بالأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة بما يؤدي إلى كسب

¹ نزمين أبو العطا، " حوكمة الشركات ... سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، مقال متوفر في الموقع التالي:

<http://www.cipe-arabia.org/files/html/art0811.htm> (10/04/2015)

²Winkler, Adalbert, "Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance", Working Paper Series: Finance and Accounting 12, 1998.

ثقة المتعاملين في هذه الأسواق، والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة بها، بما يعمل على تحقيق التقدم الاقتصادي المنشود.

وعلى الصعيد القانوني، يهتم القانونيون بأطر وآليات حوكمة الشركات لأنها تعمل على وفاء حقوق الأطراف المتعددة بالشركة، وخاصة مع كبرى الشركات في الآونة الأخيرة. إذ تضم هذه الأطراف حملة الأسهم ومجلس الإدارة والمديرين والعاملين والمقرضين والبنوك وأصحاب المصالح... إلخ. ولذا فإن التشريعات الحاكمة واللوائح المنظمة لعمل الشركات تعد هي العمود الفقري لأطر وآليات حوكمة الشركات؛ حيث تنظم القوانين والقرارات- بشكل دقيق ومحدد - العلاقة بين الأطراف المعنية في الشركة والاقتصاد ككل.

وفي هذا الصدد، يشير زينجاليس¹ Zingales إلى إن الأشكال المختلفة للعقود بين كافة الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الأساس في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم بما يمكن أن يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم، وتأتي أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية للتغلب على سلبيات تنفيذ التعاقدات التي يمكن أن تنتج من ممارسات سلبية تنتهك صيغ العقود المبرمة أو القوانين والقرارات والنظم الأساسية المنظمة للشركة، ومن ثم يؤكد كثير من القانونيين على مسؤوليات العهدة بالأمانة Fiduciary Responsibilities والتي يؤديها المديرون قبل الأطراف الأخرى بالشركة لضمان حقوقهم.

حيث تتكون المؤشرات العالمية للحوكمة من ستة مؤشرات، وكل مؤشر يقيس موضوعاً من مواضيع الحوكمة. هذه المؤشرات هي²:

1- مؤشر السيطرة على الفساد:

بالإضافة إلى أن السيطرة على الفساد يدعم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، تعد محاربة الفساد أحد الأهداف الرئيسية لتطبيق مبدأ الحوكمة مقارنة بالأسلوب التقليدي في الإدارة. وفقاً لمؤشرات الحوكمة العالمية، فإن مؤشر السيطرة على الفساد يقيس المدى الذي يمكن من خلاله للسلطة العامة أن تُحجّم المكاسب الشخصية الكبيرة والصغيرة، وكذلك الحد من سيطرة التّخب وأصحاب المصالح الشخصية على الحكم.

2- مؤشر فعالية الحكومة:

ويقاس المؤشر فعالية الحكومة (مدى جودة الخدمات العامة، وجودة الخدمات المدنية، ودرجة استقلالية عمل الحكومة عن الضغوط السياسية، وجودة الأنظمة وتطبيقها ومصادقية التزام الحكومة بهذه الأنظمة).

¹ Zingales, Luigi, "Corporate Governance", NEBR Working Paper series, Working Paper 6309, December 1997.

² ينظر في ذلك:

- بسام عبد الله البسام، " الحوكمة الرشيدة: دراسة حالة العربية السعودية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 27-28/صيف-خريف 2014، ص ص 184-195.

- بسام عبد الله البسام، " الحوكمة الرشيدة: المملكة العربية السعودية دراسة حالة دراسية"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، يومي 19-20 نوفمبر 2013، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، ص ص 398-399.

بمعنى يقيس هذا المؤشر الجودة الشاملة للخدمات المقدمة من قبل الحكومة بالإضافة إلى مدى جودة الأنظمة واللوائح المنظمة لعمل الحكومة ومدى التزام الدولة بهذه الأنظمة.

3- مؤشر الاستقرار السياسي:

أثبتت العديد من الدراسات والتجارب الدولية أن الاستقرار السياسي له تأثير كبير في التنمية الاقتصادية والمالية والتنمية المستدامة للدول، لذلك يعد الاستقرار السياسي مؤشراً مهماً من مؤشرات الحوكمة الرشيدة، فكلما كانت الدولة مستقرةً سياسياً، فإن ذلك يدعم فعالية وكفاءة السلطة التشريعية والتنفيذية. فوفقاً لمؤشرات الحوكمة العالمية فإن مؤشر الاستقرار السياسي يقيس احتمال زعزعة استقرار الحكومة أو حدوث انقلاب غير شرعي أو استخدام العنف، وهذا يشمل العنف ذو الطابع السياسي والإرهابي.

4- مؤشر جودة التشريعات وتطبيقاتها:

يعرف مؤشر جودة التشريعات وتطبيقها على أنه يقيس مدى قدرة الحكومة على صياغة وتنفيذ سياسات ولوائح فعالة من شأنها مساعدة التنمية في القطاع الخاص. ويقيس هذا المؤشر مدى رغبة الحكومة في خلق بيئة استثمارية جاذبة للمستثمرين من الداخل والخارج، وهذا إشارة واضحة إلى الدور الذي يؤديه القطاع الخاص كداعم-في بعض الأحيان- مواز للدور الحكومي في تعزيز التنمية الاقتصادية، وكذلك يقيس المؤشر أيضاً جودة التشريعات المنظمة للعلاقة بين الأطراف المساهمة في عملية الحوكمة: الحكومة، والقطاع الخاص، والمنظمات غير الربحية، والمواطن، بالإضافة إلى مدى التزام الحكومة بتطبيق هذه الأنظمة. كما يهتم هذا المؤشر أيضاً بقياس جودة القوانين التي تنظم حياة الناس والطريقة التي يتفاعل بها الناس مع الحكومة في تشكيل عملية الحوكمة.

5- مؤشر سيادة القانون:

يقيس مؤشر سيادة القانون مدى ثقة المتعاملين بتطبيق القوانين من قبل الحكومة بشكل متساو على الأفراد والمنظمات، وبشكل خاص الثقة في مدى إنفاذ العقود، وحماية حقوق الملكية، وعمل الشرطة، والمحاكم، فضلاً عن احتمال حدوث الجرائم والعنف. كون الناس سواسية أمام القانون هو أحد عناصر حقوق الإنسان الأساسية، وهو أيضاً عنصر مهم من عناصر الحوكمة الرشيدة. ومن المعروف أن مبدأ سيادة القانون له أهمية يتعدى تأثيرها الفرد ليشمل المجتمع وقطاع الأعمال، كما أن ارتفاع مؤشر سيادة القانون لأي بلد يساعد على خلق ثقة بين الجهات التنفيذية الحكومية من جهة، والقطاع الخاص والأفراد من جهة أخرى، وهذه الثقة تساعد على دعم الاستثمار جهة وخلق بيئة استثمارية صحية. وتساعد سيادة القانون أيضاً على الإبداع والابتكار، كنتيجة لحماية حقوق الملكية الفكرية. لذلك فإن مؤشر سيادة القانون عنصر مهم من عناصر الحوكمة الرشيدة.

6- مؤشر المشاركة والمساءلة:

يقيس مؤشر المشاركة والمساءلة مدى قدرة مواطني بلد ما على المشاركة في انتخاب حكومتهم، بالإضافة إلى حرية التعبير، وحرية تكوين الجمعيات، والإعلام الحر. بمعنى آخر، يقيس المؤشر مدى قدرة المواطنين على المشاركة في عملية اتخاذ القرارات، ورسم الاستراتيجيات، بالإضافة إلى قياس مستوى حرية التعبير والإعلام في الدول محل

القياس، وكذلك مبدأ المحاسبة، وهو قدرة المواطنين على محاسبة المسؤولين عن نتائج قراراتهم، وأنه لا أحد فوق المساءلة، كل هذا يدعم حقوق الإنسان، ويؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في التنمية الاقتصادية والاجتماعية ويساعد بشكل كبير على تقليل حجم الفساد، وذلك نتيجة للرقابة المجتمعية من قبل الأفراد والمنظمات غير الحكومية على أداء المسؤولين الحكوميين.

وعليه تبرز أهمية مؤشرات الحوكمة في التنمية المالية عن طريق رفع معدلات الاستثمار من خلال مبادئها التي من بينها توفير الحماية لحقوق المساهمين في الشركات وتحديد الحقوق لأصحاب الملكية، وتظهر أهميتها في هذا المجال في تنمية وتشجيع الاستثمار من خلال إرساء قواعد تؤدي بالنتيجة إلى زيادة ثقة المساهمين بالوحدة الاقتصادية، وذلك لأن المستثمرون حالة ضرورية وحجر الزاوية في الوحدات الاقتصادية كافة، ويتم ذلك من خلال الشفافية في التعامل معهم فان حماية مصالحهم واطمئنانهم على أموالهم المستثمرة في الشركة يعد من الأولويات لدى الوحدات الاقتصادية، لان هذا يؤدي بالنتيجة إلى رفع أسعار أسهم الوحدة في السوق ودعم مركزها التنافسي مما يؤدي إلى جذب استثمارات جديدة، وتجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد ودرأ حدوث الانهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء بما يعمل على تدعيم الأسس الاقتصادية بالأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد الإداري وسوء الإدارة بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في هذه الأسواق والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة بها وبما يعمل على تحقيق التقدم الاقتصادي المنشود¹.

ومن جانب الآخر تؤدي الحوكمة إلى تطوير الأسواق المالية من خلال حماية المستثمرين، فالأسواق المالية والوسطاء الآخرين يساعدان في جلب الاستثمارات والمدخرات سوية من خلال وجود حلول خلاقة للمشاكل المالية التي يمكن أن تتعرض لها الأسواق المالية، واعتبر La porta أن حماية المستثمر ترتبط بكفاءة الحوكمة، والتي تسمح بتطوير الأسواق المالية والتخصيص الكفء لرؤوس الأموال من خلال الشركات فالنتيجة الهامة لتحليل حاجة الأسواق المالية إلى حماية المستثمر تظهر متأصلة في الهياكل القانونية في كل دولة فالتحسين الهامشي لا ينتج عنه درجة ضرورية لحماية المستثمر وبالمقابل هناك نظم قانونية تؤكد على حماية المستثمر، وتعمل حوكمة الشركات على التحكم في أداء الشركة من خلال المساهمة في منع أو الحد من ارتكاب المخالفات والتصرفات الغير قانونية عن طريق التزامها بالقوانين واللوائح المنظمة لأعمال الشركة والتزامها بالمسؤولية الأخلاقية والبيئية، الأمر الذي يزيد من درجة الثقة في قوائمها المالية بما يؤثر على سلوك قرارات الاستثمار وبالتالي تداول أسهمها في الأسواق المالية. حيث تلعب دورا هاما في توفير تأكيد بمدى التزام جميع العاملين في الشركات بالمسؤوليات الأخلاقية بشأن تطبيق قواعدها، ويترتب على ذلك من أثر ملموس على مصداقية الإفصاح المحاسبي وبالتالي على تداول الأسهم في الأسواق.

¹ خالص حسن يوسف الناصر & عبد الواحد غازي محمد النعيمي، " دور حوكمة الشركات في تطوير البيئة الاستثمارية واجتذاب الاستثمار الأجنبي في إقليم كردستان العراق"، مجلة جامعة نورو، العدد(صفر)، 2012، دهوك، العراق، ص 12-13.

المطلب الثالث: دور الحوكمة في الحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية

تكتسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية واستقرارها، لأنها تؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم، ومن المعروف أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في توقيت واحد، وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن الوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية واستقرارها، خاصة من خلال مجموع المزايا التي يوفرها الإفصاح والتي يمكن تلخيصها فيما يلي¹:

- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات؛
 - زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يضمن تحسين السيولة وتقليل صانعي السوق؛
 - زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من تقلبات أسعار الأسهم.
- وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في تحديد أداء الأسهم، لأن هناك علاقة طردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم، وترجع هذه العلاقة إلى الأسباب التالية:
- نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات²؛
 - حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد من أن ارتفاع مستوى حوكمة الشركات هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على عكس الإدارة غير الواعية تسعى دائماً إلى الحصول على المنافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة مما يؤثر على أسعار الأسهم؛
 - حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية، مما يؤدي إلى حد ما إلى تماثل المعلومات بين المستثمرين مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم؛
 - وجود علاقة ارتباط طردية بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية³.
- وبما أن ثقة المستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكدوا أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة، فقد وجب على نظام الحوكمة الجيد أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم في الشركة، ويتأكدوا من خلالها أن أموالهم ستوظف بالشكل الذي يراعي مصالحهم⁴.

¹ Jacquillat Bertrand & Solnik Bruno.H, « Les Marchés Financiers et la Gestion de Portefeuille », 2^{ème} Edition, Edition Dunod, Paris, 1976, p20.

² أمار جيل، "حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص ص 65-66.

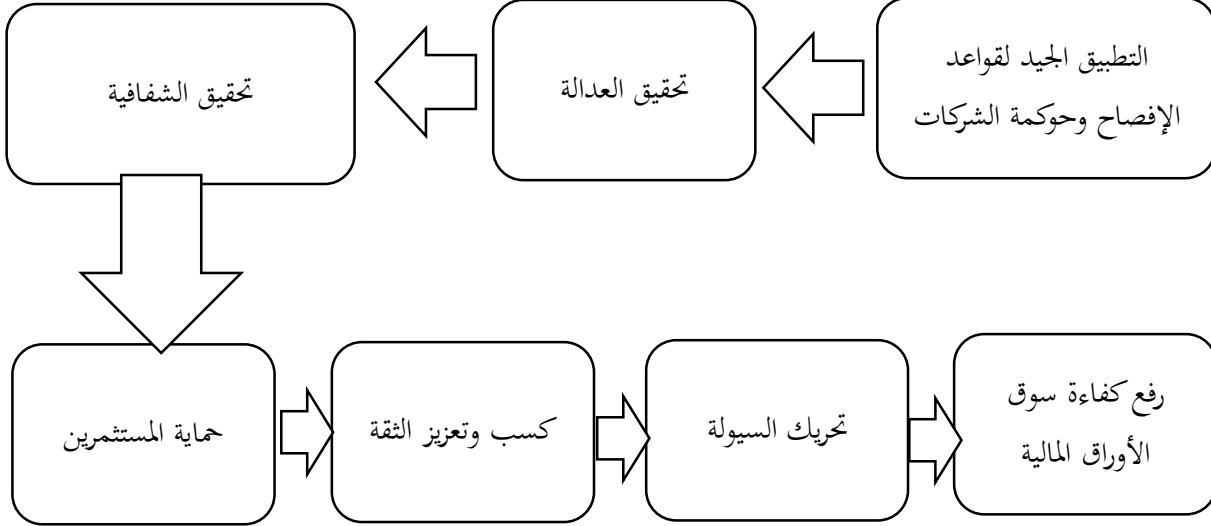
³ محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، "إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية-مدخل تحليل لتفعيل اقتصاد المعرفة-"، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، الجزء الثاني، المؤتمر الخامس، جامعة الإسكندرية، 2005، ص228.

⁴ Douglas W Diamond & Robert E Verrchia, « Disclosure, Liquidity and the Clientele of Capital », Journal of Finance, Vol 46, N° 4, September 1991, p 1326.

في ظل هذه الرؤية يظهر عنصر الثقة كأحد السمات المميزة لنظام الحوكمة الجيد، لأن خلق الثقة على مستوى الأسواق من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الرغبة في التداول وتحريك السيولة لدى المدخرين، وبهذا نقول أن الثقة هي إنتاج نظام الحوكمة.

ويمكن أن نلخص تأثير حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال المخطط التالي¹:

الشكل رقم (3-3): تأثير حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: شريف غياط & فيروز رجال، " حوكمة الشركات: أداة لرفع مستوى الإفصاح ومكافحة الفساد وأثرها على كفاءة السوق المالي"، مجلة الأكاديمية العربية في الدانمارك، العدد المزدوج 12/11، 2012.

بمعنى أن حوكمة الشركات تعمل على زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها بالأسواق بما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية وعالمية للتوسع والنمو مما يجعلها قادرة على خلق فرص عمل جديدة، مع الحرص على تدعيم استقرار أسواق الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة من خلال:

1- الشفافية والإفصاح:

يرتكز تعامل أي مستثمر في سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات الدقيقة مع سرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتسنى له اتخاذ قراره الاستثماري بطريقة صحيحة، ولذلك تحرص كافة التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح وتحديد مضمونه ونطاق تطبيقه. وعلى مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال، من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه اتساع حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل²، ويؤدي ذلك في النهاية إلى حشد المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

¹ شريف غياط & فيروز رجال، " حوكمة الشركات: أداة لرفع مستوى الإفصاح ومكافحة الفساد وأثرها على كفاءة السوق المالي"، مجلة الأكاديمية العربية في الدانمارك، العدد المزدوج 12/11، 2012.

² صفوت عبد السلام عوض الله، " الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 16.

وتشير الدراسات في هذا المجال إلى أن أسواق المال التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة مشروعات الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية¹.

وحتى يكون لتطبيق الحوكمة أثر ملموس على الاستقرار الاقتصادي ومنع الانهيارات والأزمات التي تصيب أسواق الأوراق المالية²، فإنه يجب أن تلتزم الهيئات المشرفة على هذه الأخيرة بالعناية بمتطلبات الإفصاح الواقعي والشفافية للوصول إلى سوق مالية كفؤة مبنية على معلومات موثوقة وسليمة.

2- المعاملة المتكافئة للمساهمين:

تعتبر المعاملة المتكافئة للمساهمين من قبيل الوسائل المطلوبة لحماية حقوقهم حيث يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ومن بينهم صغار المساهمين والمساهمين الأجانب كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم، ويتطلب ذلك³:

- يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة؛
- ينبغي أن يكون للمساهمين - داخل كل فئة - نفس حقوق التصويت فكافة المساهمون يجب أن يتمكنوا من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل من فئات المساهمين وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم كما يجب أن تدون أية تغييرات مقترحة في حقوق التصويت؛
- يجب أن يتم التصويت بواسطة الأمانة أو المفوضين بطريقة متفق عليها مع أصحاب الأسهم؛
- يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية؛
- ينبغي أن تكفل العمليات والإجراءات المتصلة بالاجتماعات العامة للمساهمين المعاملة المتكافئة لكافة المساهمين كما يجب ألا تسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن ارتفاع في تكلفة عملية التصويت؛
- ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.

3- حقوق المساهمين:

ينص هذا المبدأ على أنه ينبغي أن يوفر الحماية للمساهمين ويسهل لهم ممارسة حقوقهم، فهذا المبدأ عبارة عن بيان لحقوق المساهمين التي تم الاعتراف بها قانونيا في جميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، والتي تتمثل في:

¹M Angeles de Frutos & Carolina Manzano, « Trade disclosure and price dispersion », Journal of Financial Markets, Volume 8, Mau 2005, p203.

²نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، " أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية"، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، أكاديمية الشروق، مصر، جانفي 2012، ص ص 5-13.

³ أحمد رجب عبد الملك، " دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية-"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الأول، المجلد 45، جامعة الإسكندرية، جانفي 2008، ص 11.

3-1/ الحقوق الأساسية للمساهمين وتمثل في:

- تأمين أساليب تسجيل الملكية؛
- نقل أو تحويل ملكية الأسهم؛
- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة؛
- المشاركة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين؛
- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
- الحصول على حصص من أرباح الشركة.

3-2/ حق المساهمين في المشاركة وفي الحصول على معلومات كافية عن القرارات المتصلة بالتغيرات

الأساسية في الشركة ومن بينها:

- تعديل النظام الأساسي أو في مواد تأسيس الشركة؛
- الترخيص بطرح أسهم إضافية؛
- أيه تعاملات مالية قد تسفر عن بيع الشركة.

3-3/ حق المساهمين في المشاركة والتصويت بفاعلية في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين من خلال:

- تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في الوقت المناسب فيما يتعلق بتاريخ ومكان وجدول الأعمال؛
- إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه الأسئلة إلى مجلس الإدارة بما فيها تلك المتعلقة بالمراجعة الخارجية؛
- تسهيل المشاركة الفعالة للمساهمين في القرارات الرئيسية مثل ترسيخ وانتخاب أعضاء المجلس؛
- الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من أن يحصلوا على درجة من السيطرة لا تتناسب مع ملكياتهم من الأسهم.

4- دور أصحاب المصالح:

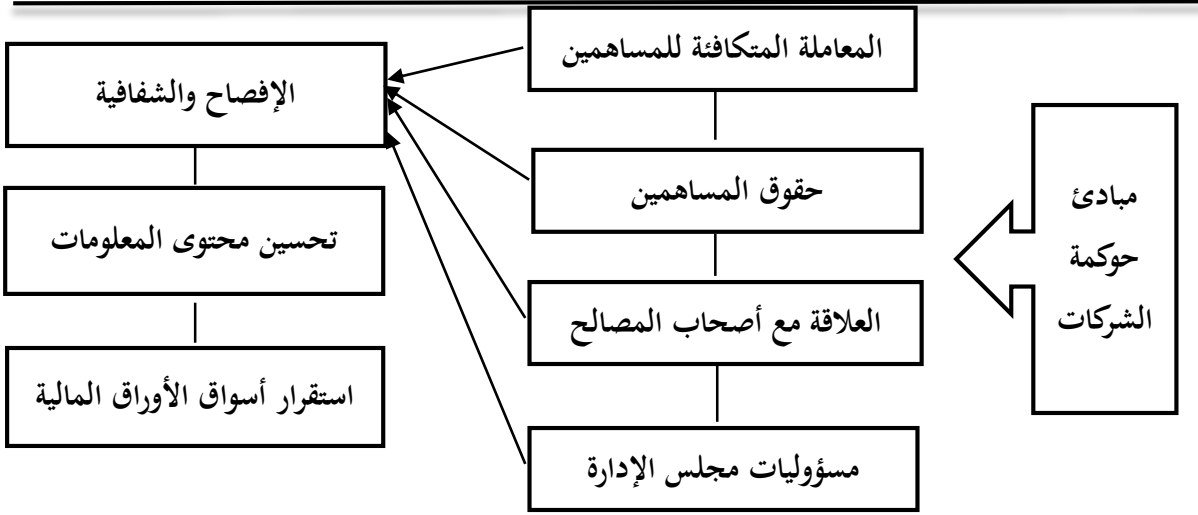
يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح كما يحددها القانون، ويعمل على تشجيع التعاون بين الشركات وأصحاب المصالح مثل الدائنين والموردين والعملاء والعاملين بالشركة والجهات الحكومية في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق استدامة المشروعات القائمة على أسس مالية سليمة، ويجب توفير المعلومات اللازمة لهم بصفة دورية وفي الوقت المناسب، ومن أجل تحقيق ذلك لا بد من الالتزام بالقواعد والإرشادات التالية¹:

¹ محمد مصطفى سليمان، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري -دراسة مقارنة-" ، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 52.

- احترام حقوق أصحاب المصالح التي ينص عليها القانون أو تكون نتيجة الاتفاقيات.
- إتاحة الفرصة لأصحاب المصالح للحصول على تعويض مناسب عند انتهاك حقوقهم
- أن يسمح إطار حوكمة الشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح ومشاركة العمال في تحسين الأداء.
- عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية حوكمة الشركات يتعين ضمان أن يحصلوا على المعلومات الملائمة لذلك في الوقت المناسب وبطريقة منتظمة.
- السماح لذوي المصالح، بما فيهم العاملين من الأفراد والجهات التي تمثلهم، بالاتصال بحرية بمجلس الإدارة للتعبير عن مخاوفهم تجاه التصرفات غير القانونية والمنافية لأخلاقيات المهنة، وينبغي عدم الانتقاص من حقوقهم إذا ما فعلوا ذلك.
- أن يزود إطار القواعد المنظمة لحوكمة الشركات بهيكل فعال كفاء للحماية من الاعسار والتطبيق الفعال لحقوق الدائنين.

5- مسؤوليات مجلس الإدارة:

- يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الاستراتيجية لتوجيه الشركة، كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وأن تضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين، ولأجل ذلك:
- يجب أن يعمل أعضاء مجلس الإدارة على أساس توافر كامل للمعلومات، وكذا على أساس النوايا الحسنة وسلامة القواعد المطبقة، كما يجب أن يعمل لتحقيق مصالح الشركة والمساهمين؛
 - حينما ينتج عن قرارات مجلي الإدارة تأثيرات متباينة على مختلف فئات المساهمين، فإن المجلس ينبغي أن يعمل على تحقيق المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين؛
 - يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الاعتبار اهتمامات كافة أصحاب المصالح؛
 - يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعي لشؤون الشركة، وأن يجري ذلك -بصفة خاصة- على نحو مستقل عن الإدارة التنفيذية.
- من خلال ما سبق، يمكن القول أن مبادئ حوكمة الشركات هي أداة فعالة لانضباط نشاط الشركة، بما يحقق حقوق كل أطرافها وينبغي الإشارة إلى مبدأ أساسي هو الإفصاح والشفافية، فهذا المبدأ يعتبر الأهم عند إدراج الشركات في بورصات الأوراق المالية لوصولها إلى حالة الاستقرار، حيث من خلاله يستطيع المستثمرون معرفة الوضع الحقيقي للشركة المدرجة في البورصة، ويمكن تلخيص ذلك في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحثة

المبحث الثالث: تحسين دور وكالات التصنيف الائتماني وإصلاحها

ساهمت وكالات التصنيف الائتماني في صناعة أزمات الأسواق المالية، سواء أزمات تسعينيات القرن الماضي كأزمة جنوب شرق آسيا أو الأزمة المالية 2008 من خلال إخفاقها في إصدار التصنيفات الائتمانية، لذلك أصبح من الضروري العمل على إصلاح عمل هذه الوكالات لاجتتاب الأزمات مستقبلا، لتساهم في الرفع من كفاءة الأسواق المالية بتوفير المعلومة الدقيقة للجميع وكذا تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محليا وعالميا.

المطلب الأول: مفهوم التصنيف الائتماني

يعتبر التصنيف الائتماني أحد محددات التنمية المالية التي تبينها تقارير التنمية المالية العالمية والتي تصدر عن المنتدى الاقتصادي العالمي، حيث تلعب وكالات التصنيف الائتماني دورا هاما في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار عن طريق تزويدهم بدرجة التصنيف الائتماني والتي تعكس مخاطر الائتمان لمصدري الأوراق المالية في البلد.

أولا-تعريف التصنيف الائتماني

بعد صدور مؤشرات الجدارة الائتمانية لأول مرة من طرف John Moody عندما صنفت سندات شركة السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1909، انتشر التصنيف الائتماني للحكومات والمؤسسات والسندات على نطاق واسع وازدهر وتعددت أنواعه، وأصبح هناك العديد من الوكالات المحلية والإقليمية والعالمية التي تقوم به¹، فهناك نحو 150 وكالة تصنيف ائتماني تعمل في 32 دولة حول العالم، لكن اثنتين فقط من هذه الوكالات تحتكران 80% من سوق التصنيف العالمي، وهما وكالة موديز ووكالة ستاندرد أند بورز، تليها وكالة فيتش التي تهيمن على 14% من سوق التصنيف العالمي المقدرته قيمته بنحو 250 مليار دولار، فيما تتنافس باقي الوكالات على حصة سوقية لا تزيد قيمتها على 6% من حجم السوق.

¹ مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013، ص 54.

ويعرف التصنيف الائتماني على أنه عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة في الملاءة الائتمانية العامة للمؤسسة، أي قدرتها ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية ودرجة المخاطر المالية التي تواجهها، أو الملاءة الائتمانية لإصدار معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى، وذلك اعتمادا على المخاطر ذات العلاقة¹.
ويعد التصنيف من قبل شركات التصنيف العالمية بمثابة الهوية للبنوك والمؤسسات المالية أمام العالم ومقياس لمعرفة الأوضاع المالية لأية مؤسسة.

وتعتبر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، كما يُعوّل كثيرا على درجة التصنيف الائتماني التي تمنحها وكالات التصنيف الائتماني التي تمنحها وكالات التصنيف خصوصا للحكومات والمؤسسات المالية والمصرفية في توقع حدوث مخاطر عدم الدفع بناء على معايير كمية ونوعية، إذ أصبحت أسواق رأس المال حساسة لدرجة التصنيف الائتماني التي تصدرها وكالات التصنيف الائتماني، ذلك أنها تؤثر على قدرة الشركات والدول على الدخول إلى أسواق رأس المال العالمية والحصول على التمويل المطلوب.
وبالإضافة إلى ذلك، فإن غياب المعلومات الكافية لاتخاذ قرار الاستثمار في شراء الأدوات المالية المصدرة يدفع المستثمر إلى اللجوء إلى التصنيف الائتماني لقياس مستوى المخاطر المالية وقدرة المدين على الوفاء بالتزامات المالية، كما أن تغيير السندات المصدرة يؤثر على أسعارها في أسواق الأوراق المالية².

وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار درجات للتصنيف الائتماني تعبر عن رأي المصدر ورغبته في مقابلة التزاماته المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد مثل الفوائد، أصل القرض، ومبلغ التأمين وغيرها.
ويعتمد المستثمرون على درجات التصنيف الائتماني بصفتها مؤشر لمدى قدرتهم على استرجاع الأموال المستحقة لهم والتي قاموا باستثمارها. ونظير إجراء عمليات التصنيف تستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية رموزا في شكل حروف أبجدية للدلالة على جودة الائتمان، والتي تندرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية، يتمثل النوع الأول في درجة الاستثمار والتي تعبر عن مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية، أما النوع الثاني يتمثل في درجة المضاربة التي تعبر عن مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية³.

وتختلف أصناف التنقيط ومعاييرها من وكالة لأخرى، لكن في الغالب نجد أربعة مستويات لأصناف التنقيط A,B,C,D وكل مستوى معين يتضمن مستويات فرعية وسطية فيه، حيث أنه ما بين التنقيط A و AAA فإن ذلك يعني ديون المؤسسة مضمونة ولا تتضمن خطرا إلا بنسبة 0,05 %، ما بين B و BBB فإن ذلك يعني أن ديون المؤسسة في وضعية تجعلها محل مضاربة وبالتالي ظهور حالة لا استقرار وشك بخصوص قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، ما بين C و CCC فإن ذلك يعني أن المؤسسة في حالة خطر، فإن ذلك يعني عدم قدرة المؤسسة

¹إضاءات مالية ومصرفية، "التصنيفات الائتمانية"، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد 04، نوفمبر 2010، ص 1

² مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، مرجع سبق ذكره، ص 55.

³Joyce Michel. Mounayar, "Country Risk : The Major Determinants of credit risk rating », Project American University of Beirut, Dept of Economics, 2006, p17.

بشكل الإفلاس وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها ، أما ما بين D و DDD فإن ذلك يعني عدم قدرة المؤسسة بشكل حقيقي على الوفاء بالتزاماتها¹.

ثانياً- عملية التصنيف الائتماني

عندما ترغب الشركات في إصدار أوراقها المالية في الأسواق المالية، فإنها تطلب من وكالات التصنيف إعطائها درجة التصنيف الائتماني من أجل زيادة مصداقيتها وسهولة نفاذها إلى أسواق المال العالمية.

وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بتعيين محلي الائتمان المسؤولين عن تحليل التصنيف الائتماني، وتتضمن عملية التحليل العوامل الكمية والعوامل النوعية، وتأخذ عملية التصنيف الائتماني فترة زمنية تتراوح عادة بين عدة أسابيع إلى عدة أشهر وذلك حسب درجة تعقيد الإصدار وحجمه.

ويعتمد محلولو الائتمان على مختلف مصادر المعلومات الممكنة سواء أكانت من المصادر العامة المتاحة في السوق مثل الاحصائيات المالية والتقارير الاقتصادية المنشورة، أم التي تم الحصول عليها من المصدر مباشرة خلال الاجتماعات مع الإدارة العليا للشركة أو مع صانعي القرار والمسؤولين الحكوميين مثل وزير المالية أو محافظ البنك المركزي في التصنيف الائتماني السيادي².

ويعد انتهاء محلي الائتمان من إجراء التحليل الائتماني يقدم التقرير إلى لجنة الائتمان والتي تضم أربع محللين على الأقل يقومون بمناقشة التقرير وإعطاء درجة التصنيف الائتماني متضمنة اتجاه التصنيف ومشاهدة التصنيف³، ومن ثم يتم إخطار المصدر بدرجة التصنيف الائتماني قبل نشرها للعموم.

ويبين الشكل رقم (3-4) عملية التصنيف الائتماني بدءاً من طلب المصدر إعطائه درجة التصنيف الائتماني وحتى نشرها كالتالي⁴:

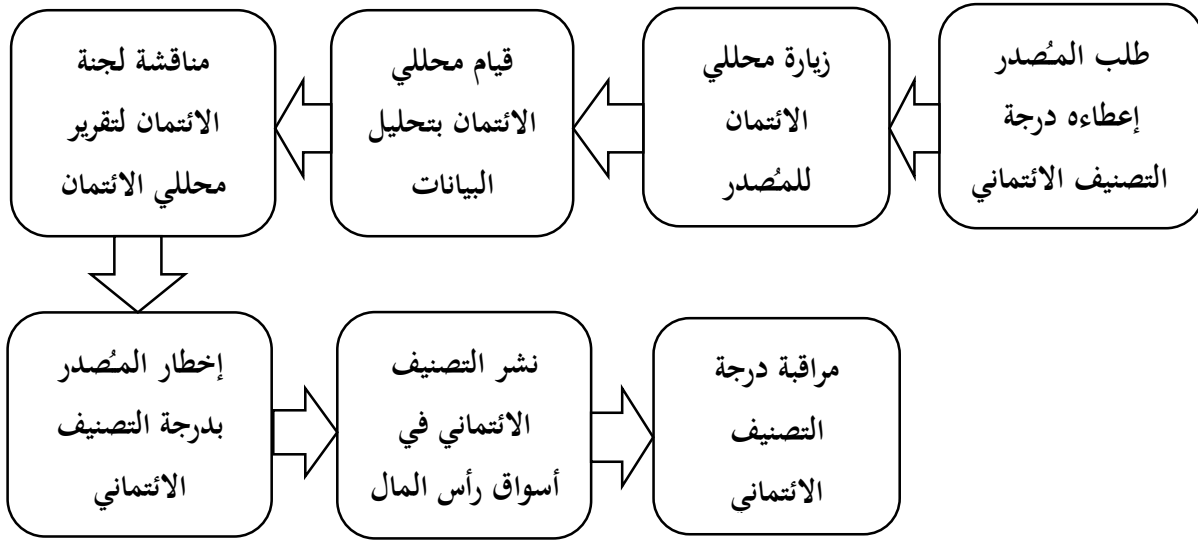
¹Gérard Gourguechon , « Les agences de notation », document disponible sur le site ; <http://alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/files/agences-de-notation26p.pdf>, délivré le 17/01/2012.

² Fitch Ratings , « The Rating Process », Fitch Ratings Know Your Risk, New York, 2006, p2.

³ Idem, p2.

⁴Barry M Jackson, « Obtaining a Municipal Credit Rating »,Commonwealth Local Government Forum , CLGF Research Series, 2008, p19.

الشكل رقم (3-4): عملية التصنيف الائتماني



Source : Barry M Jackson, « Obtaining a Municipal Credit Rating », Commonwealth Local Government Forum , CLGF Research Series, 2008, p19.

كما تقوم لجنة الائتمان بإعادة تقييم درجة التصنيف الائتماني سنويا ما لم تحصل تغييرات جوهرية تتعلق بالمصدر أو بالسوق، ويقوم بعض المصدرين مثل المؤسسات المالية بزيارة وكالة التصنيف الائتماني مرتين سنويا أو أكثر من أجل تحديث المعلومات المتعلقة بها.

بالإضافة إلى ذلك، فإن وكالة التصنيف الائتماني تملك الحق في سحب أي تصنيف ائتماني صادر منها في أي وقت كان، وذلك في حال غياب المعلومات الكافية لاتخاذ القرار المناسب وإعطاء درجة التصنيف الائتماني الملائمة، وبالتالي لم يعد الإصدار مصنفا من قبل وكالة التصنيف.

المطلب الثاني: أهمية وكالات التصنيف الائتماني كأداة لإدارة المخاطر

تزايدت أهمية وكالات التصنيف الائتماني في الاقتصاد العالمي خصوصا منذ منتصف السبعينيات من القرن العشرين، وهي المرحلة التي تمثل تحولا في النشاط الاقتصادي العالمي وبالخصوص المالي منه، حيث شهدت هذه المرحلة تحرير الأسواق المالية والخدمات المصرفية إضافة إلى تطور الهندسة المالية التي زادت من تعقيد المبادلات والالتزامات على وجه الخصوص خصوصا مع ظهور المشتقات المالية، وبالتالي فإن ذلك كان له الأثر البالغ من حيث تزايد المخاطر المالية في الأسواق المالية العالمية، وهو ما زاد من أهمية الدور الذي تلعبه وكالات التصنيف الائتماني والمتمثل في¹:

1- مساعدة المتعاملين على اتخاذ القرارات في السوق المالي:

إن أهم قضية مؤثرة على مستوى المعاملات المالية هي حالة الشك وعدم الثقة بين كل من المقرض والمقترض سواء على مستوى البنوك أو أسواق رؤوس الأموال، وعلى هذا الأساس فإن وكالات التصنيف الائتماني تساهم

¹ بودخد كرم & كرياش جميلة، " دور وكالات التقييم العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها"، ورقة بحثية مقدمة في المنتدى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، المنعقد بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة تبسة يومي 19-20 جوان 2013.

من خلال التصنيف الممنوح للمؤسسات والموضح لقدرتها المالية والائتمانية في إعطاء رؤية وتصور لمختلف المتعاملين في الأسواق المالية ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم المالية المتعلقة بالديون سواء في شكل قروض أو سندات. فالتصنيف الجيد يثبت أن المؤسسة في وضعية مالية جيدة، ومن ثم فإنه يمكنها الاستدانة سواء بطلب قروض أو بطرح سندات وفق شروط ميسرة وفي صالحها دون أية ضغوط حيث يزيد إقبال المتعاملين على تمويلها سواء عن طريق منحها قروضا أو بشراء سنداتهما، في حين إن كان تصنيفها سيئا فإن ذلك يعني أنها في وضعية مالية سيئة، ومن ثم فإنها ستجد لا محالة صعوبة في الحصول على التمويل سواء عن طريق القروض أو طرح السندات حيث أن ذلك يفرض عليها القبول بالشروط الصعبة التي يفرضها أصحاب الفائض خصوصا الفائدة المرتفعة، زيادة على تعرض أوراقها المالية المطروحة مسبقا إلى موجات كبيرة من البيع نتيجة تخوف المستثمرين من صعوبة تحصيل حقوقهم المرتبطة بها مستقبلا، وهو ما يزيد من حدة الأثر السلبي على المؤسسة التي تحصل على تصنيف سيء، نظرا لدلالاتها السلبية في نظر المتعاملين.

2- المساهمة في زيادة المنافسة بين المؤسسات للحصول على تنقيط جيد:

إن الآثار السلبية للتصنيف السيء التي تم الإشارة إليها سابقا والتي تمس بالأساس صورة ومكانة المؤسسة المعنية به في نظر المتعاملين في الأسواق المالية، تدفع بالمؤسسات إلى العمل على تحسين أدائها ونتائجها بما يجنبها الحصول على تصنيف سيء ويضمن لها الحصول على تصنيف جيد يساهم في تحسين صورتها أما المستثمرين وبالتالي التمتع في مركز مريح يضمن لها توافر المصادر التمويلية وفق شروط ميسرة. وعلى هذا الأساس فإنه من الواضح أن وكالات التصنيف ومن خلال تصنيفها الذي يعكس الوضعية المالية والمقدرة الائتمانية للمؤسسات تساهم في تحسين أداء السوق ككل مما ينعكس إيجابا على النشاط الاقتصادي، إذ أنه يبعد المؤسسات عن أية حالة تراخ أو إهمال أو لا مبالاة قد تؤدي إلى حصولها على تصنيف سيء ينتج عنه ضعف المقدرة التمويلية وما يصاحب ذلك من تأثير سلبي على النشاطات الاستثمارية التوسعية.

3- الحد من الأزمات المالية:

إن ما تقوم به وكالات التصنيف الائتماني من وضع تصنيف خاص بكل مؤسسة يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية والمبنية بناء معايير دقيقة وواقعية، يساهم في الحد من المخاطر والأزمات المالية باعتبار أنها توفر البيانات والمعلومات الضرورية والفاعلة في اتخاذ القرارات الرشيدة والعقلانية. حيث أن غياب وكالات التصنيف الائتماني يؤدي إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل الشك واللايقين ونقص البيانات الضرورية مما يؤدي إلى زيادة احتمال التعرض لمخاطر مالية ذات آثار سلبية كبيرة خصوصا مع تطور ظاهرة العولمة المالية وترابط الأسواق المالية فيما بينها.

فالتصنيف يؤدي إلى القضاء على الشك الذي يتسرب إلى نفسية المتعاملين نتيجة نقص معرفتهم بالطرف الآخر ومدى قدرته على الوفاء بالتزاماته، وبالتالي فوكالات التصنيف الائتماني تساهم في توجيه قرارات المتعاملين بما يتضمن تجنبها لعنصر المخاطرة بشكل كبير، فإذا كان التصنيف سيئا فإن المتعاملين لن يغامروا بإقراض أموالهم

لهذه المؤسسة أو الدخول معها في عملية شراء سندات دين لأن الواقع يشير من خلال التصنيف الممنوح للمؤسسة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وهذا ما يعني في حد ذاته مساهمة في الحد من المخاطر المالية، وذلك إذا ما اعتبرنا من جهة عدد المتعاملين المتواجدين في السوق، ومن جهة أخرى طبيعة ما كان سيحدث في حالة عدم وجود وكالات التنقيط وبالتالي تعامل مختلف المستثمرين في الأسواق المالية في محيط يتميز بالشك ونقص البيانات، وهي الحالة التي تنتج عنها اختلالات مالية بلا شك.

المطلب الثالث: متطلبات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني

إن المفروض أن دور وكالات التصنيف الائتماني هو وضع المعلومات المتخصصة بمجوزتها حول: الدول، المؤسسات الاقتصادية والمالية، والأصول المالية المختلفة المتداولة والمصدرة حديثاً، تحت تصرف المستثمرين الذين يستعملونها أساساً في تحديد أسعار الأوراق المالية إذ من الصعب عليهم الوصول إلى ذلك بإمكانياتهم الخاصة في الوقت اللازم وبتكلفة مقبولة نظراً للعدد الهائل من الأوراق المالية المتداولة والاختلاف الكبير بينها ودرجة التعقيد التي وصلت إليها. من هذا المنطلق فإن وكالات التصنيف الائتماني تساهم في كفاءة الأسواق المالية بتوفير المعلومة الدقيقة للجميع وبتكلفة تقترب من الصفر، وكذا تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محلياً وعالمياً.

لكن الأزمة الأخيرة أثبتت فشلها في هذه المهمة الحيوية فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني وبتساهل كبير بتقديم نقطة (AAA) لمعظم الأوراق المالية المسندة إلى قروض عقارية من نوع Subprimes كما لم تسارع بتخفيض هذه النقطة تدريجياً عندما بدأ السوق يتراجع بفعل تزايد حالات عدم الدفع، الأخطر من هذا فقد تسببت الوكالات بتعميق الأزمة عندما أقدمت فجأة على إجراء تخفيض كبير مرة واحدة متسببة في انهيار السوق¹.

إن حل هذا الإشكال قد يتمثل وببساطة في الفصل بين مهمة التصنيف أو التقييم والاستشارة بموجب قانون (مثل Glass-Steagall)*، وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبرى هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة وتسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة من خلال تخفيض القيود المفوضة عليها للارتقاء بصناعة التصنيف الائتماني وزيادة مستوى المنافسة ومنع الاحتكار في هذه الصناعة، ومن ثم يتسنى للسوق معاقبة الوكالات التي تخفق في أداء مهمتها بأن تفقد زبائنها أو حصتها في السوق، أي بعبارة أخرى جعل الوكالة مسئولة عن النقطة التي تمنحها، ففي الولايات المتحدة الأمريكية بدأ التفكير في هذا الإصلاح سنة 2006 بمشروع قانون Credit Agency Reform Act والذي بدأ العمل به من قبل SEC سنة 2007.

ركزت الإصلاحات في أعقاب أزمة 2008 على هيئات التصنيف الائتماني لاسيما في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي، ففي الولايات المتحدة نص "قانون دود-فرانك" على تعزيز الإشراف على هيئات التصنيف

¹ بن نعمون حامدو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، ورقة بحثية مقدمة في المنتدى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة فرحات عباس بسطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

*قانون Glass-Steagall أنشئ سنة 1993 على يد الرئيس الأمريكي فرانكلن روزفيلت والذي ينص على فصل البنوك التجارية عن البنوك الاستثمارية/المنحصة بالمضاربات مما يجعلها من المستحيل أن تصل يد المضاربات المالية ذات المخاطر العالية إلى حسابات الأفراد في تلك البنوك.

الائتماني لتشديد شروط الإفصاح عن المعلومات ومعالجة تضارب المصالح المرتبط بنموذج "المستعمل يدفع" وينص القانون أيضاً على ضرورة بحث الأجهزة التنظيمية عن مناهج تقلل الاعتماد على هيئات التصنيف الائتماني والإعداد لإجراء مراجعات منتظمة¹.

ولا يعترف الاتحاد الأوروبي الحد من الاعتماد على هذه الهيئات، وإنما يسعى بدلا من ذلك إلى توسيع نطاق تنظيم الهيئات وتغيير نموذج عملها، واقترح الاتحاد تشديد القواعد التي تؤثر على عمليات الاعتماد وشروط الإفصاح وتضارب المصالح بما في ذلك اقتراح إلزام مصدري سندات الدين بتغيير هيئات التصنيف الائتماني بالتناوب كل ثلاث سنوات، أو على أساس سنوي إذا أجرت هيئة ما أكثر من عشرة تقديرات متتالية لأدوات الدين الصادرة عنها، وتشمل الاقتراحات الأخرى السماح للجهاز التنظيمي في الاتحاد الأوروبي بحظر نشر تقديرات الائتمان السيادي تحت -ظروف استثنائية- وإنشاء هيئة تصنيف عامة على مستوى الاتحاد الأوروبي.

ومن بين الإصلاحات المعتمدة بتقويم وكالات التصنيف الائتماني القائمة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 تتمثل في:

- مجانبة تضارب المصالح بإصدار قواعد السلوك المهني، حيث قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (I.O.S.C.O) بإصدار تلك القواعد التي تلزم من خلالها وكالات التصنيف الائتماني بألا تتأثر بالعلاقة القائمة أو المحتملة مع الشركات أو أي طرف آخر في إصدار درجات التصنيف الائتماني؛
- زيادة شفافية المنهج المتبع والإجراءات المتبعة في إصدار درجات التصنيف الائتماني، ومن أجل ذلك طالبت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية وكالات التصنيف الائتماني أن تنشر المنهجيات التي تستخدمها في عملية التصنيف الائتماني، وأن تفصح عن قواعد السلوك المهني المتعلقة بها في إطار القواعد التي وضعتها لها وذلك من أجل الارتقاء بالشفافية في صناعة التصنيف الائتماني والتي يشوبها الكثير من الغموض؛
- التزام وكالات التصنيف الائتماني بالمسؤولية في إصدار درجات تصنيف ائتماني دقيقة، وزيادة قدرة المتعاملين في السوق على الحكم على جودة التصنيفات الائتمانية التي تقدمها، وبالتالي زيادة الثقة بوكالات التصنيف الائتماني.
- اعتماد وكالات التصنيف الائتماني على الموضوعية في عملية التصنيف الائتماني، حيث يجب على هذه الأخيرة أن تعتمد على منهجية سليمة وبالغة الدقة.

¹ بانايوتيس غافراس، "لعبة التصنيف"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 2012، ص 37.

المبحث الرابع: إعادة هيكلة النظم الرقابية لأسواق الأوراق المالية

إن وجود هيئة عامة-لأسواق المال في أية دولة يعتبر دافعاً هاماً للتطور الاقتصادي والتنموي، فرسالة الهيئة الاستراتيجية تكمن في جملة من الركائز، ومن ذلك: مبادئ العدالة والشفافية، .. إلخ. وفي سبيل تحقيق ذلك تلتزم الهيئة العامة لأسواق المال في الكثير من الدول ببعض القيم والمبادئ والمتمثلة في النزاهة، العدالة، المسؤولية، الكفاءة، العمل الاجتماعي، والالتزام بأداء العمل وفق أفضل الأساليب،

المطلب الأول: الأهمية الدولية لوجود هيئات أسواق الأوراق المالية

تلتزم الهيئة العامة لأسواق المال عموماً بجملة من الأهداف، ومن ذلك¹:

- إلزام كافة أطراف السوق بتطبيق التشريعات والقواعد المنظمة لأسواق المال.
 - التطوير المستمر للإطار الرقابي للهيئة.
 - تنمية دور أسواق المال في توفير التمويل متوسط وطويل الأجل.
 - تشجيع ودعم برامج تنمية الوعي الاستثماري.
 - التطوير المستمر للبناء المؤسسي ونظم العمل الداخلي بالهيئة مواكبة لتطورات السوق.
 - التطوير الفعال والمستمر للبنية الأساسية لهيكل سوق رأس المال.
 - ولأهمية ما تقدم سعت معظم دول العالم إلى إنشاء هيئات لأسواق المال.
- ففي الولايات المتحدة الأمريكية يتم تنظيم سوق الأوراق المالية من خلال تشريعات فيدرالية وتشريعات تصدرها الولايات المختلفة، ويعتبر قانون الأوراق المالية الصادر عام 1993 هو أول تشريع رئيسي على المستوى الفيدرالي ويتطلب هذا القانون ضرورة تسجيل الإصدارات الجديدة، بالإضافة إلى الإفصاح عن البيانات المالية المناسبة².
- وفي ظل هذه القوانين تقوم هيئة (أو لجنة) الأوراق المالية والبورصة (SEC) Securities & exchange commission بالإشراف على عمليات البورصات وإصدار الأوراق المالية.
- وهذه الهيئة هي سلطة حكومية شبه تشريعية يديرها خمسة أعضاء يتم اختيارهم بواسطة رئيس الولايات المتحدة الأمريكية وبموافقة السلطة التشريعية لمدة 5 سنوات. ويساعد كل عضو مجموعة من المستشارين في القانون والمحاسبة والاقتصاد.

بالإضافة إلى القانونين المذكورين فإن هيئة الأوراق المالية والبورصة تقوم بمتابعة - والإشراف على - عدد كبير من القوانين الأخرى، وتفضل هيئة الأوراق المالية والبورصة استخدام مفهوم الرقابة الذاتية (Self Regulation) حيث تقوم بتفويض قدر كبير من صلاحياتها إلى الجهات الإدارية داخل كل بورصة مع الاحتفاظ لنفسها فقط بحق التعديل.

¹ حامد صالح السيف، "دور اتحاد الشركات الاستثمارية في تفعيل إنشاء هيئة أسواق المال في دولة الكويت"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثاني: تطوير السوق الرأسمالي في الكويت-مشروع هيئة أسواق المال"، الكويت، 16 مارس 2008، ص2.

² المرجع نفسه، ص ص 2-3.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن أسواق الأوراق المالية الأوروبية تخضع لرقابة هيئات رقابية مستقلة في كل دولة على حده. إلا أن مفوضية الاتحاد الأوروبي قامت بصياغة وإصدار خطة عمل لقطاع الخدمات المالية (لسنة 1999 - 2005)، وتهدف هذه الخطة لتحديد أسس قيام سوق مالية موحدة في الاتحاد الأوروبي.

وفي 6 يونيو 2001 أنشأت المفوضية الأوروبية لجنة لتنظيم سياسات الأوراق المالية الأوروبية (CESR)، وذلك بناء على توصية لجنة الحكماء (Committee of Wise Men) بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية في الأسواق الأوروبية وهي (CESR) وتعتبر لجنة مستقلة مسئولة عن¹:

- التنسيق فيما بين هيئات الرقابة على الأوراق المالية في كل الدول الأوروبية.
 - القيام بدور المستشار لمفوضية الاتحاد الأوروبي، وبالأخص في صياغة وإعداد السياسات الاتحادية في مجال الخدمات المالية.
 - متابعة العمل على تنفيذ التشريعات في الدول الاتحاد الأوروبي.
- وكما أشرنا هناك العديد من هيئات أسواق المال تؤدي أدوارها وفق القوانين المنظمة لها، بيد أن تلك الهيئات تعمل معاً وفق ضوابط المنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO)، وهي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق ما يلي:
- التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية؛
 - تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية.
 - توحيد الجهود لتأسيس مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية.
 - تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب المعاملات بالأسواق المالية.

المطلب الثاني: التطورات الرقابية والبعد النظامي لها

إن الأهداف الرئيسية لأي نظام لتنظيم القطاع المالي تنقسم إلى نوعين وهما، أهداف محددة وأهداف عامة². تتمثل الأهداف المحددة في إنفاذ القوانين المعمول بها، ومقاضاة حالات سوء السلوك في السوق مثل التداول على أساس المعلومات الداخلية، والترخيص لمقدمي الخدمات المالية، وحماية المستثمرين الأفراد، والتحقق في الشكاوى للحفاظ على الثقة في النظام المالي، أما الأهداف العامة فتتضمن القضاء على الصدمات النظامية في الاقتصاد، وحماية المستثمرين، وتعزيز التنمية الاقتصادية، والحد من الإرهاب والجرائم المالية.

¹ المرجع نفسه، ص 2-3.

² نايل أوتليه، "الحاجة إلى تكامل الأدوار الرقابية في القطاع المالي"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص 28.

توجد عدة اتجاهات عالمياً لإعادة هيكلة النظام الرقابي المالي-الإصلاح الرقابي-، الذي أدى إلى الفصل بين مسؤوليات الرقابة الاحترازية ومسؤوليات الرقابة على ممارسة الأعمال¹، ولكن نرى أن الاتجاه العام الآن هو تبني نظام القمم المزدوجة في معظم الدول التي هي بصدد إعادة هيكلة نظامها الرقابي مثل المملكة المتحدة وبلجيكا، أما اندونيسيا فتتجه للنظام الموحد في حين تتجه أمريكا إلى إنشاء هيئة منفصلة².

وفيما يلي شرح لبعض النماذج الرقابية العالمية المتبعة:

1- نظام الرقابة والإشراف الثنائي "TWIN PEAKS":

تبنى كل من أستراليا وهولندا لنظام TWIN PEAKS ثنائية الرقابة والإشراف، من خلال تحديد الدور الرقابي والجهة المنوط بها الإشراف تبعاً للهدف المطلوب، بحيث تتولى جهة الإشراف من أجل تحقيق الرقابة الاحترازية ونظم الحرس والعناية وجهة رقابية أخرى للإشراف على ممارسات السلوك والنشاط في الأسواق بصفة عامة³. وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فقد تبنت كل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، هولندا، إسبانيا، إيطاليا، بلجيكا هذا النموذج.

ولنظام TWIN PEAKS جملة من المزايا، منها:

- الحيلولة دون إعطاء الرقابة الاحترازية الأسبقية أو الأفضلية على قواعد ممارسة العمل؛
- يعطي نظام TWIN PEAKS أهمية قصوى لحماية المستهلك؛
- وسيلة للحصول على مزايا النظم المتكاملة مع التركيز الواضح على حماية المستثمرين خاصة الأفراد؛
- قد يكون نظام TWIN PEAKS أمثل من حيث التأكيد على قضايا الشفافية ونزاهة وعدالة الأسواق.

2- النظام الموحد (المتكامل):

تبنى هذا النظام دولة إيرلندا، والذي يقوم على دمج الجهات الرقابية المختلفة للبلد (جهتان رقابيتان أو أكثر) في جهة رقابية واحدة موحدة الهيكل والأهداف والوظائف سعياً نحو القضاء على الثغرات الرقابية وتشتت المصالح والتعارض بينها، وحول النظام الموحد (المتكامل)، إن التجارب في الآونة الأخيرة فيما يتعلق بثغرات رقابية وعملية الموازنة أدت إلى دعم الحركة المستمرة نحو النظام المتكاملاً على أساس التكامل التام أو الرقابة المزدوجة.

¹ بول كوستر، "الهيكل الرقابي للنظام المالي الهولندي"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص 24.

² أندرو لارج، "التطورات الرقابية في الفترة الأخيرة والبعث النظامي لها"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص 26.

³ بول ماكو، "إعادة هيكلة النظم الرقابية في القطاع المالي-قانون دود فرونك-"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص 23.

حيث أن الحكومة البلجيكية قررت التحرك نحو نظام الرقابة المزدوجة وذلك بدمجها جانب الرقابة الاحترازية لمؤسساتها المالية في البنك المركزي، على عكس الحكومة الإيرلندية التي شكلت مؤسسة رقابية متكاملة وموحدة¹.

3- النظام المتفرد:

تسير على هذا النظام كل من ألمانيا، سنغافورة، مركز دبي العالمي، ووفقه يتم تأسيس هيئة رقابة احترازية مرتبطة بالبنك المركزي لتكون الهيئة الرقابية الوحيدة المسؤولة عن إصدار الرخص للبنوك، ولقطاعات الخدمات الاستثمارية والتأمينية.

4- النظام الوظيفي:

وهو النظام الذي يتم فيه مراقبة المؤسسات المالية المختلفة تبعا لأصناف الوظائف التي تقوم بها، ففرنسا تعتمد النوع الوظيفي، ويتم التنظيم والرقابة على السوق المالي الفرنسي من خلال هيئتين: بنك فرنسا وهيئة الأوراق المالية، وعدد من الهيئات الفرعية الأخرى².

5- النظام القطاعي:

والذي يتم فيه مراقبة المؤسسات وفقا للقطاعات التي تنتمي إليها، مما يتطلب من هيئة الرقابة أن تزخر بعدد من الخبراء والفنيين. تبنته دولة هولندا قبيل عام 2002، ولكن اتضح للحكومة الهولندية أن القضايا المتعلقة بالقطاعات المعنية هي السائدة في النقاشات المتعلقة برسم السياسات، مما أدى إلى الوصول إلى الإجماع على أن الهيكل الرقابي في حاجة ماسة إلى إصلاح جذري. حيث تم دمج الهيئة الرقابية القائمة آنذاك في الهيئة الجديدة، بينما تم دمج معظم المؤسسات الرقابية للتأمين والمعاشات مع البنك المركزي الهولندي³.

6- نظام المنظمين المتعددين والبنك المركزي:

يتميز هذا النظام بوجود أكثر من هيئتين للرقابة على القطاع المصرفي والأوراق المالية وقطاع التأمين والخدمات الاستشارية، وتسير على هذا النظام كل الدول العربية وغالبية الدول النامية.

المطلب الثالث: الدروس المستفادة من التجارب الدولية لإصلاح الهيكل الرقابي

شهدت الهيئات الرقابية عالميا العديد من التعديلات وسن أنظمة جديدة في أعقاب الأزمة المالية العالمية، وهي بذلك تسعى إلى تطبيق أفضل الممارسات في إدارة عملياتها الرئيسية من خلال عدة محاور، وهي كالآتي:

- تطوير منظومة العمل الرقابي؛
- تطوير التشريعات التي تنظم عمل أسواق رأس المال بالدولة؛
- تعزيز مستويات الإفصاح والشفافية والحوكمة؛

¹ بول كوستر، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² منذر بركات، "نماذج الرقابة المالية في ظل الأزمة المالية الحالية"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، ص 30.

³ بول كوستر، مرجع سبق ذكره، ص 24.

- تنمية الوعي لدى المستثمرين والجهات المعنية بأسواق رأس المال.
- حيث أظهرت التجارب العالمية أن الوصول إلى نظام رقابي وإشرافي فعال على الأسواق المالية وعلى المؤسسات المالية العاملة في القطاع المالي يتطلب وجود تنسيق بين الجهات الرقابية والاشرفية، وذلك بغض النظر عن النظام المتبع في الرقابة والاشراف، وبالتالي يجب وضع آليات فعالة للتعاون وتبادل المعلومات بين الجهات الرقابية.
- وإذا تفحصنا جيدا أنظمة الإصلاح الرقابي للدول، أمكننا ذلك من استخلاص مجموعة من الدروس التي يمكن الاستفادة منها لفائدة الدول العربية، نذكر أهمها فيما يلي:
- كفاءة النظام الرقابي تكمن في الفلسفة التي بني عليها ذلك النظام وفي جودة القرارات التي تصدر من جرائه؛
- أهم الأخطاء السابقة التي برزت وقت الأزمة المالية تمثلت في الفراغ بالسياسات في الناحية الاحترازية. والتي لم تستطع التعامل مع الأزمة لإيجاد حلول، إضافة إلى تصميم الهيكل التنظيمي، وتنفيذ السياسات؛
- الرقابة المالية المتداخلة دون حدود واضحة تعتبر تحديا كبيرا وموضع اهتمام للتغيير؛
- أي نظام رقابي سواء أكان متكامل أم **Twin Peaks** له مزاياه وله عيوبه، ولا يجب النظر للنظام على أنه النهاية بل على أن يكون الأمثل حتى يمكن تطويره وتعديله. إن جودة الأحكام وفلسفة النظام المالي هي التي تحدد فعالية النظام الرقابي؛
- اختيار النظام المناسب يعتمد على الخصائص والسمات الاقتصادية والسياسية المميزة لكل دولة؛
- قبل إعادة هيكل أي نظام رقابي عربي، يجب أن تقوم كل دولة بالنظر إلى الظروف الخاصة بها وكيفية تطبيق المعايير بشكل فردي، وعلى كل دولة عربية أن تختار النظام الأكثر ملاءمة لثقافتها.

المبحث الخامس: توعية وتعليم المستثمرين

أظهرت أسواق المال العالمية والمنظمات الدولية اهتماماً كبيراً ومتزايداً بموضوع توعية وتعليم المستثمرين نظراً لدور هذه البرامج في توفير بيئة استثمارية مناسبة تسهم في تعزيز كفاءة وشفافية أسواق رأس المال، لذلك خصصت مؤسسات سوق رأس المال لدى عدد كبير من دول العالم موارد كبيرة لتوفير برامج توعية وتعليم متطورة ومتنوعة وتلبي احتياجات المستثمرين بمختلف قطاعاتهم بحيث تشمل جميع شرائح المجتمع من طلاب مدارس وطلاب جامعات وريبات البيوت والشرطة والجيش والمهنيون وغيرهم، كما تم توفير الوسائل التعليمية بشكل مبسط بحيث تلي المتطلبات الأساسية للاستثمار بالأسواق المالية وكذلك توفير وسائل متطورة تغطي الجوانب المعقدة للاستثمار وأدوات الاستثمار الجديدة، مثل صناديق المؤشرات ETF's والعقود المستقبلية والخيارات Futures and Options وغيرها من الأدوات.

المطلب الأول: طبيعة برامج توعية وتعليم المستثمرين

يعتبر موضوع توعية وتعليم المستثمرين من الأمور الهامة التي تستحوذ على اهتمام هيئات الأوراق المالية الدولية، لذلك سنحاول التعرف على طبيعة هذه البرامج من خلال هذا المطلب كالتالي¹:

أولاً- توفير المعلومات والبرامج الأساسية

يقصد بموضوع توفير المواد الأساسية لتعليم المستثمرين، قيام المؤسسات الداعمة لهذا المشروع بتوفير المعلومات الأساسية اللازمة لتوفيرها للمستثمرين مثل أهداف ومخاطر الاستثمار وتوفير تحذيرات أساسية للمستثمرين وطريقة بناء خطة استثمارية وكيفية متابعة الاستثمارات وتقديم النصائح المالية الاستثمارية وكذلك نشر تحذيرات حول المخاطر المحتملة للاستثمار وغيرها من المعلومات الأساسية المرتبطة بهذا الجانب. لقد أولت الدول في العالم هذا الموضوع اهتماماً كبيراً، حيث توفر هيئات الأوراق المالية الدولية جميع هذه المعلومات بطرق مختلفة وبسيطة.

فعلى المستوى الدولي، وفرت هيئة الأوراق المالية والاستثمار في استراليا معلومات أساسية للمستثمرين غطت جوانب الاستثمار المختلفة، وخاصة فيما يتعلق بخطوات الاستثمار الذكي وطريقة اختيار الاستثمار وإدارة ومراقبة الاستثمار، كما غطت موضوع إدارة الأموال بما في ذلك موضوع الموازنة والادخار وإدارة الدين والتأمين والضرائب وغيرها من الأمور البنكية والمالية، كما تقدم الهيئة أسماء الشركات الواجب عدم التعامل معها والشركات الوهمية وكيفية التعرف على الاستثمارات الوهمية والمخادعة وكيفية تجنبها وطرق الشكاوي. هذا فضلاً عن توفير طرق مبسطة لتسهيل عمليات احتساب العوائد والموازنة والضرائب والفوائد وغيرها من الأمور المالية.

وفي ماليزيا، تقوم هيئة الرقابة المالية بتوفير معلومات شاملة للمستثمرين والمواطنين حول الأمور الأساسية الواجب على المستثمرين الاطلاع عليها ومعرفتها فيما يتعلق بمبادئ الاستثمار في الأسهم والسندات وطرق متابعة استثماراتهم واستراتيجيات وخطط الاستثمار، وفي مجال حماية المستثمرين، تقوم الهيئة بتوفير معلومات عن

¹ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "واقع برامج توعية وتعليم المستثمرين بأسواق رأس المال العربية ومقارنتها مع بعض التجارب الدولية"، دبي، الامارات العربية المتحدة، ماي 2014، ص ص 8-14.

الاستثمارات غير القانونية وطرق حماية المستثمرين وكيفية اكتشاف أساليب الغش والخداع وغيرها من البرامج الرامية لتقديم النصح والإرشاد لتجنب مخاطر السوق.

وفيما يتعلق بالأسواق المالية العربية، فقد وفرت معظم هيئات الأوراق المالية العربية المعلومات الأساسية اللازمة للمستثمرين والهادفة لتعريفهم بآليات عمل الأسواق المالية وتقديم النصح والإرشاد لهم بهدف حمايتهم. ففي السعودية، تقوم هيئة السوق المالية ومن خلال موقعها الإلكتروني المخصص للتوعية بتقديم مجموعة كبيرة من الكتيبات والمنشورات التي تقدم معلومات شاملة حول المبادئ الأساسية للاستثمار في سوق الأسهم وصناديق الاستثمار والقواعد المالية وأنظمة السوق المالية ولوائحها والدليل الإرشادي للتعامل مع جهات التقاضي في منازعات الأوراق المالية وحوكمة الشركات ودليل المساهم في الجمعيات العامة وشرح لأمثلة للسلوكيات المخالفة لنظام السوق. كما يقوم برنامج المستثمر الذكي الذي توفره الهيئة بالتركيز على نشر الوعي المجتمعي حول ثقافة الاستثمار، خاصة في مجال التعاملات المالية حيث تم توفير موقع خاص أطلق عليه اسم "موقع المستثمر الذكي" وهو على شكل موقع تفاعلي للفئات التي يستهدفها برنامج المستثمر الذكي.

وفي مصر، وفرت هيئة الرقابة المصرية موقع إلكتروني خاص بموضوع التوعية حيث يشمل هذا الموقع آخر أخبار أداء الأسواق المحلية وأدوات تعليمية بالتنسيق مع منظمة FINRA وجمعية أسواق المال والأوراق المالية مثل برامج المحاكاة والتي تساعد في مجال الادخار والتخطيط المالي بصفة عامة. كما يتضمن الموقع على أكثر من ركن يساهم في نشر الوعي مثل المطبوعات والتي توفر معلومات أساسية وتفصيلية عن الاستثمار بالإضافة إلى ركن التحذيرات والذي يبين أهم الخطوط العريضة عن كيفية تجنب مخاطر الاستثمار.

وفي الإمارات، قامت هيئة الأوراق المالية والسلع بإنتاج فيلم للتوعية الاستثمارية موجه إلى كافة المهتمين، هذا بالإضافة إلى المنشورات والإصدارات المحملة على موقع الهيئة الإلكتروني التي تتضمن الإرشادات العامة الخاصة بالاستثمار بمختلف مجالاته، وأخيراً بعض التوصيات المفيدة المتعلقة بالإفصاح الفوري والمعايير الفنية لاختيار الأسهم. أما في المغرب، ومن خلال موقع مجلس القيم المنقولة الإلكتروني، فقد تم توفير فضاء تفاعلي خاص بالمدخرين والمستثمرين يحتوي على أشرطة تعليمية تفاعلية عن الاستثمار والخطوات الأساسية لإجراء العمليات الاستثمارية لإتمامها بشكل ناجح بالإضافة إلى المعلومات المتوفرة عن المفاهيم الأساسية ومفردات السوق المالية وربط خاص لحماية المدخرين مع إيضاح حقوقهم وواجباتهم اللازم التقييد بها مع ذكر بعض النصائح والتوصيات لكيفية الاستثمار باحتراف.

كما يوفر هذا الفضاء مجموعة من الكتيبات والدلائل تتناول جوانب معينة من الاستثمار لتعميق معرفة المستثمرين إلى جانب بعض الأدوات التفاعلية والموارد وأعمال التنشيط الرامية لتبسيط مفاهيم المالية، وأخيراً يقدم هذا الفضاء لمستعملي الانترنت إمكانية التفاعل مباشرة مع مجلس القيم المنقولة من خلال الأسئلة والآراء والاقتراحات.

وفي الجزائر، أعلنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الجزائرية إطلاق موقعها الإلكتروني الجديد باللغتين العربية والفرنسية، حيث أصبح الموقع يضم المعلومات الأساسية المرتبطة بعمل اللجنة بما في ذلك المعلومات القانونية والتنظيمية ويخصص جزء كبير من الموقع للمعلومات ونشر الثقافة المالية والمفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية.

ثانياً- التعريف بمخاطر وعوائد الاستثمار¹

أولت هيئات الرقابة الدولية موضوع توفير معلومات عن مخاطر وعوائد الاستثمار اهتماماً خاصاً باعتبار ذلك أحد المكونات الأساسية الواجب على المستثمر أن يعرفها لتساعده مستقبلاً في التصرف بحكمة مع التقلبات المحتملة لأسعار الأسهم والأوراق المالية الأخرى. وقد قامت هيئات الرقابة الدولية بتزويد المستثمرين بمادة غنية وبمبسطة عن هذا الجانب، حيث خصصت هيئة الأوراق المالية والاستثمار الأسترالية موقع خاص ضمن موقعها الإلكتروني أطلقت عليه اسم المال الذكي Money Smart يتضمن حالات عملية لنماذج من الاستثمار قصير ومتوسط وطويل الأجل، حيث يغطي في كل حالة نموذج لأحد أفراد العائلة الذي يرغب في الاستثمار بالمجالات المناسبة له اعتماداً على متطلباته الحياتية والفترة الزمنية المناسبة له للاستثمار مع بيان المخاطر والعوائد المحتملة. وقد تم عرض هذه الحالات بشكل مبسط ومفهوم لمختلف فئات المجتمع. كما يشرح الموقع طرق وضع خطة للاستثمار يتم من خلالها تطوير استراتيجيات تساعد في اختيار الاستثمار المناسب، حيث تشمل الخطة على خطوات التحضير للاستثمار والتخطيط لتحقيق الأهداف قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وكذلك خطة للتقاعد.

وفي ماليزيا، وضعت هيئة الرقابة الماليزية مجموعة من النصائح لتحديد طبيعة الشخص الذي سيقوم بالاستثمار ومعرفة أي نوع من المستثمرين، فهل هو مستثمر متحفظ أم مستثمر مخاطر، كما وضعت نصائح للاستثمار الحكيم وكذلك شرح للمخاطر والعائد على الاستثمار.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، قامت هيئة الرقابة المالية FINRA بالإجابة على الأسئلة المتعلقة بمبررات أخذ مخاطر الأسواق، وكذلك شرح مفصل لجميع أنواع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، بما في ذلك المخاطر الاعتيادية المنتظمة Systemic Risk أو المخاطر غير الاعتيادية أو المنتظمة Non-systemic Risk أو مخاطر الاستثمار الأخرى. كما قامت هيئة الرقابة بشرح مبسط وواضح فيما يتعلق بخطوات تقييم المخاطر المتمثلة باختيار نوع المخاطر للاستثمار وتقييم ذلك الاستثمار. كما قامت بوضع مجموعة من النصائح الهادفة لتقليل المخاطر من خلال توزيع الاستثمارات وتنويعها هذا بالإضافة إلى شرح مبسط حول نظرية إدارة المحافظ الحديثة.

وعلى المستوى العربي، أطلقت هيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات حملات توعية حول إدارة الاستثمارات في الأسهم بين العوائد والمخاطر، وكذلك عقد ندوات تثقيفية حول إدارة المخاطر الاستثمارية.

كما قام مجلس القيم المنقولة بالمغرب بوضع شرح مبسط بموقعه الإلكتروني عن المخاطر والعائد المطلوب من طرف المقرض وتوضيح مختلف أنواع النسب وتقييم المنحزات القياسية.

¹ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 10-12.

أما في مصر، فقد قدم موقع I invest الموجود على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، وفي الجزء المتعلق بشرح المبادئ الرئيسية للاستثمار أو ما تم تعريفه بـ " أ. ب استثمار " ، شرحاً وافياً ومبسّطاً عن موضوع العائد والمخاطر، بما في ذلك شرح للمخاطر المحتملة وأنواعها كمخاطر السوق والسيولة والتضخم وسعر الفائدة والمخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار وغيرها من المخاطر، وقدم الموقع أيضاً شرحاً لتسهيل فهم والتعرف على طبيعة الشخص الراغب بالاستثمار سواء أكان مستثمر متحفظ أو معتدل أو مغامر.

وفي الجزائر، نظمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في إطار نشاطات مجلسها عدة ندوات تثقيفية وورشات، من بينها ورشة عمل موجهة للعاملين حول بناء منحنى العوائد وتجربة فرنسا في مجال تعبئة الادخار.

الثالث-العمليات الحسابية

تقدم هيئات الأوراق المالية كجزء من دورها التعليمي بعض الأدوات البسيطة التي تساعد المستثمرين في فهم بعض الجوانب المرتبطة بأسواق رأس المال بشكل سهل ومفهوم. وضمن هذا الإطار، تقوم هيئات الأوراق المالية بتقديم شرح لبعض العمليات الحسابية بحيث تسهل على المستثمرين احتساب بعض المؤشرات أو إجراء عمليات حسابية لبعض الجوانب المالية وبشكل مبسط.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية، تقدم هيئة الرقابة الأمريكية (USA SE) شرحاً لعدد من العمليات الحسابية وذلك على موقعها الإلكتروني وفي الجزء المتعلق بالمستثمرين investor.gov، حيث يشمل ذلك على احتساب أسعار الفوائد المركبة وتحليل صناديق الاستثمار، هذا بالإضافة إلى إجراء بعض الاختبارات والورشات المتخصصة بهذا الجانب .

كما تقدم هيئة الأوراق المالية للاستثمار الأسترالية، أدوات وعمليات حسابية مبسطة لجوانب عديدة تشمل إدارة الأموال من حيث الموازنة والضرائب والادخار، فضلاً عن تقديم استشارات مالية بشكل مباشر من خلال توفر محرك بحث لهذه الغاية Financial Counselor Online Search، وتقدم شرحاً لعمليات حسابية أخرى خاصة بالاقراض والاقراض والعمليات الحسابية المتعلقة بالقروض الشخصية وكذلك بطاقات الائتمان . كما تقدم أيضاً شرحاً عن العمليات الحسابية الخاصة بالتقاعد والتخطيط للتقاعد. كما تقوم الهيئة من خلال الهواتف الذكية Mobile Calculator بتوفير عمليات حسابية تسهل عمليات متابعة الاستثمار من قبل المهتمين على أجهزة الهاتف (Apps).

وعلى المستوى العربي، يقدم مجلس القيم المنقولة بالمغرب شرحاً حول عمليات حساب الادخار والتوظيف من خلال تمكين المستثمرين من تحديد العوائد المترتبة على مدخراتهم. بالإضافة إلى توفير حاسبة ادخار وتوظيف بالفضاء الخاص للتوعية المالية.

وفي مصر، تقدم الهيئة العامة للرقابة المالية على موقعها الإلكتروني ومن خلال الموقع المخصص لتوعية المستثمرين I invest شرحاً مفصلاً ووافياً عن العمليات الحسابية والتي يمكن تلخيصها بما يلي:

- حاسبة الادخار والمرتبات
- حاسبة التمويل العقاري
- حاسبة المليونير
- حاسبة القروض
- حاسبة الادخار للتعليم

- حاسبة سعر الأسهم إلى ربح السهم P / ER

هذا وقد تم التعاون مع منظمة FINRA وموقعها التعليمي لتوفير هذه الحسابات باللغة الإنجليزية.

رابعاً-المعلومات والبرامج حول الأدوات الاستثمارية الحديثة¹

توفر الأسواق المالية المتطورة أدوات استثمار حديثة تتصف بدرجة عالية التعقيد والصعوبة في الفهم من قبل المستثمرين المتمرسين بالاستثمار.وعليه، تقوم معظم الهيئات في الأسواق المتطورة بتوفير معلومات عن هذا النوع من أنواع الاستثمار وبشكل مبسط، مع التأكيد على ضرورة اللجوء إلى الخبراء المختصين في الحصول على نصائحهم قبل اتخاذ قرارات الاستثمار بالأدوات المتطورة. ومن المعلومات التي تقدمها هيئة الرقابة والاستثمار الاستراتيجية من خلال موقع Money Smart معلومات حول صناديق تداول المؤشرات (Exchange Traded Funds) ETFs (s) والعقود المستقبلية والخيارات futures and options والwarrants وصناديق التحوط Hedge Funds وأدوات الدين والتعامل بالعملة الأجنبية.

وفي هونغ كونغ، تقدم هيئة الأوراق المالية والمستقبلات (SFC) من خلال موقع تعليم المستثمرين Investor Education Center معلومات للمستثمرين، من بينها ما يتعلق بالتخطيط الاستثماري شاملاً التحليل الفني والتحليل الأساسي Technical and Fundamental Analysis بالإضافة إلى تخطيط المحافظ.

كما تقدم هيئة الرقابة الأمريكية (FINRA) من خلال الموقع المخصص لتعليم المستثمرين معلومات حول إدارة مخاطر الاستثمار وتقييم الأداء ومعلومات يومية عن التبادل وإصدارات الأوراق المالية IPOs والتعامل على الهامش Margin Trading وكذلك معلومات حول كيفية فهم توصيات التحليل المرتبطة بالأوراق المالية. وعلى مستوى هيئات الأوراق المالية العربية، فلا يزال هذا الموضوع في بدايته نظراً لعدم توفر أدوات استثمارية متطورة بشكل واسع النطاق لدى تلك الأسواق.

وعلى العموم، يقدم الموقع المتعلق بالتوعية والتعليم لدى هيئة السوق المالية السعودية "موقع توعية المستثمر" معلومات ونصائح حول قراءة القوائم المالية وبناء المحفظة الاستثمارية حيث يركز هذا الجزء على تعريف صناديق الاستثمار وتداول المؤشرات (ETFs) ويناقش أيضاً استراتيجيات بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية.

¹ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص13-14.

وفي دولة الإمارات العربية المتحدة، تقدم هيئة الأوراق المالية والسلع حملات توعية حول المحافظ والصناديق الاستثمارية وتحليل الأسهم وتسعير الشركات وأساليب الاكتتاب بما فيها أسلوب ال Book Building عند طرح الأسهم للاكتتاب الأولي (I.O.P) .

وفي المغرب، يقدم مجلس القيم المنقولة معلومات للمستثمرين عن كيفية شراء المنتجات المالية وكيفية عمل أدوات الشراء وعمليات التداول وتسويق صناديق الاستثمار المشترك وعمليات الطرح الأولي.

أما في مصر، فتقدم الهيئة العامة للرقابة المالية من خلال موقعها التعليمي Iinvest معلومات حول الاستثمار باحتراف، ويشمل ذلك معلومات حول تنوع الأصول والشراء بالهامش لأسهم الشركات المساهمة العامة وأسهم الخزينة والمشتقات المالية وتنوع أدوات وآليات الاستثمار.

وفي الجزائر، فتحت بورصة الجزائر أبوابها للجمهور أيام 28-29-30 أكتوبر من الساعة العاشرة صباحاً إلى غاية الرابعة مساءً، وتهدف البورصة من هذه الخطوة إلى التعريف بالبورصة ونشر الثقافة المالية في أوساط المجتمع الجزائري، كما عقدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الجزائرية عام 2015 ندوة عن المنتجات المالية، وذلك من خلال التطرق إلى ثلاثة محاور تمثلت في تقييم واقع وآفاق الاقتصاد الجزائري، والسوق المالية الجزائرية وتطوير سوق السندات، والتمويل الإسلامي والصكوك وتطويرها.

ولكن بالرغم مما قامت به البورصة من ندوات وورشات عمل كخطوة في مجال التعليم والتوعية إلا أنها تفتقر لبرنامج واضح ومحدد مختص بتعليم المستثمرين، حيث اقتصر دورها فقط بتوفير بعض الكتيبات أو المنشورات البسيطة المتعلقة بالبورصة والقيم المنقولة.

المطلب الثاني: أهداف برامج توعية وتعليم المستثمرين

يحظى موضوع وجود استراتيجية عامة للتوعية والتعليم على مستوى الدولة اهتماماً كبيراً ومتزايداً على المستوى الدولي، حيث لجأت عدة دول في العالم إلى تبني سياسة وطنية عامة على مستوى الدولة تقوم على أساس ما يعرف بـ "محو الأمية المالية"، فعلى سبيل المثال، فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية والاستثمار الأسترالية Australian Securities and Investment Commission استراتيجية وطنية لمحو الأمية المالية أطلقت عليها اسم National Financial Literacy Strategy بهدف تنمية وتحسين مستوى المعرفة والتعليم في القضايا المالية وبما يعود بالفائدة على المواطنين، واعترافاً منها بأن موضوع محو الأمية المالية يعتبر موضوعاً صعباً ويتطلب سياسات وبرامج طويلة الأجل لتغيير سلوك المستثمرين لحمايتهم من الغش والخداع. كما أن مثل هذه الاستراتيجية تتطلب مراجعة مستمرة للتأكد من أنها تسير بالاتجاه الصحيح¹.

وفي هونج كونج، فقد تم إسناد مهام واضحة لمركز تعليم المستثمرين Investor Education Center تمثل بتزويد المستثمرين بمهارات ومعرفة تسهل عليهم اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بحكمة، حيث يقوم المركز بمهام واسعة

¹ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "واقع برامج توعية وتعليم المستثمرين بأسواق رأس المال العربية ومقارنتها مع بعض التجارب الدولية"، دبي، دولة الامارات العربية المتحدة، ماي 2014، ص ص 6-7.

تشمل بالإضافة لأوراق المالية الأمور البنكية والتأمين . كما يقوم معهد BME الإسباني الذي أنشأته بورصة مدريد بمهام مشابهة لتلك التي يقوم بها مركز (IEC) بكونج كونج .

كما يهدف مكتب تعليم المستثمرين التابع لهيئة الأوراق المالية الأمريكية SEC إلى تعليم المستثمرين حول عمليات الأسواق المالية وحقوقهم من خلال توفير برامج متنوعة بهذا المجال .

لقد وضعت معظم هيئات الأوراق المالية الدولية ضمن التشريعات الناظمة لأسواق رأس المال لديها أهدافا واضحة تسعى لتحقيقها فيما يتعلق بموضوع التوعية وتعليم المستثمرين، سعيا منها نحو الأمية المالية وتعريف المواطنين بآليات عمل الأسواق لحمايتهم وتجنبيهم مخاطر السوق الناجمة عن الاحتيال والغش وذلك من خلال توعيتهم عن هذه المخاطر وأساليب مواجهتها.

وعلى المستوى العربي، فقد أظهرت دراسة واقع الحال بالنسبة لأسواق رأس المال العربية إلى تبني عدد من هيئات الأوراق المالية العربية استراتيجيات واضحة بهذا المجال . ففي المغرب، أعلن مجلس القيم المنقولة للمستثمرين بأنه يعمل على ضمان سير سوق القيم المنقولة من خلال الامتثال لأحكام التنظيمية والقانونية التي تحكمه وتنميه من أجل حماية أفضل للمستثمرين من خلال توفير ما يلي:

- سوق تحظى بثقة المستثمرين؛
- معلومات متاحة وواضحة ومبسطة ومفهومة؛
- معاملة نزيهة وشفافة للمستثمرين من طرف الوسطاء في السوق؛
- تنظيم مرتكز على مواجهة المخاطر، بما في ذلك مخاطر العمليات والمخاطر المالية؛
- مستثمرون مؤهلون وواعون ومدركون للمخاطر.

وضمن هذا الإطار، ارتكزت استراتيجية مجلس القيم المنقولة المغربية على محورين رئيسيين، وجوب توجيه المعلومات المالية للمستثمرين وتبسيط تلك المعلومات وذلك بهدف تزويد السوق المغربية لمستثمرين مؤهلين وواعين قادرين على اتخاذ قرارات عقلانية وفهم حقوقهم وواجباتهم، وعلى علم بالقواعد والممارسات الاستثمارية ويتفاعلون بحكمة مع السوق.

وفي السعودية، سعت هيئة السوق المالية لرفع مستوى الوعي الاستثماري للمستثمرين من خلال تبني استراتيجية تهدف إلى دعم وتعزيز برامج التوعية والتي أطلقتها عام 2006 .

وفي مصر، فقد جاء من ضمن اختصاص الهيئة العامة للرقابة المالية وفي سبيل تحقيق أهدافها المساهمة في نشر الثقافة والتوعية المالية والاستثمارية ودعم وتطوير سوق المال في مصر من خلال زيادة وعي المستثمرين.

وفي الإمارات العربية المتحدة، فقد جاء من ضمن أهداف هيئة الأوراق المالية والسلع تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات.

أما بالنسبة للجزائر، فهي نحو اتجاه السلطات المشرفة نحو تطبيق مخطط لتطوير وعصرنة بورصة الجزائر والذي انطلق العمل في تطبيقه فعليا ابتداء من سنة 2010، والذي بدوره حدد خمسة أهداف ذات الأولوية المحددة تتمثل في:

- عصرنة نظم الاتصال المرتبطة بالسوق؛
 - تطوير السوق وتدعيم قدرات البنى التحتية لها؛
 - إعادة التنظيم والاحتراف لمعاملات السوق؛
 - عصرنة الإطار القانوني؛
 - تكوين المتدخلين في السوق والاتصال المباشر لأصحاب المصالح.
- وبشكل عام، يلاحظ بأن موضوع وضع استراتيجية وطنية شاملة حول موضوع الوعي والتعليم ومحو الأمية المالية لازال يتطلب جهود كبيرة على مستوى أسواق راس المال العربية عامة والجزائر خاصة، حيث يلاحظ غياب وجود استراتيجيات شاملة وواضحة لدى عدد من هيئات الأوراق المالية العربية وذلك في التشريعات الناظمة لأسواق راس المال أو من خلال أهداف واستراتيجيات تلك الهيئات، وكذلك من ناحية أولويات العمل لديها.
- فعلى الرغم من شمول بعض التشريعات الناظمة لأسواق راس المال العربية على بعض الأهداف المرتبطة بتوعية المستثمرين، وكذلك وجود هدف نشر ثقافة الاستثمار والوعي وتعليم المستثمرين من ضمن الأهداف التي تسعى هيئات الأوراق المالية العربية لتحقيقها، إلا أن ذلك لم يترجم على شكل استراتيجيات وطنية واضحة أو برامج محددة الأهداف يتم مراجعتها وتقييمها بشكل دوري للتأكد من أن مثل هذه الاستراتيجيات والأهداف قد تم إنجازها بشكل كفاء.

المطلب الثالث: برامج التوعية والتعليم الأكثر نجاحاً وتأثيراً على المستثمرين

أظهرت النافذة التي خصصها الموقع الإلكتروني للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO لمتابعة قضايا تعليم المستثمرين والتي أطلق عليها اسم Investor Education Portal بأن هناك مجموعة من البرامج الموجهة لتعليم المستثمرين قد لاقت نجاحاً وتأثيراً إيجابياً على المستثمرين وذلك لدى عدد من هيئات الأوراق المالية الدولية والتي يمكن تلخيص أهمها بما يلي¹:

1- هيئة الرقابة والاستثمار الأسترالية (ASIC):

يشير الموقع المخصص لتعليم المستثمرين لدى هيئة الرقابة والاستثمار الأسترالية المعروف بال Money Smart والذي يقدم معلومات ووسائل تعليمية وحسابية ومطبوعات تثقيفية وتعليمية وكذلك خطط مباشر لمساعدة المستثمرين في الاختيارات المناسبة المتعلقة باحتياجاتهم المالية والاستثمارية الخاصة، إلى أن هذا الموقع قد لاقى نجاحاً وتأثيراً ملحوظاً.

فقد أظهرت الدراسات المسحية والتحليلية التي قامت بها شركة أبحاث متخصصة بزيادة الاهتمام بموقع Money Smart حيث أن 78% من الزائرين للموقع وجدوه مفيداً وأن 90% من الزائرين قد اتخذوا قرارات استثمارية ناجحة اعتماداً على هذا الموقع.

2- هيئة الرقابة المالية الأمريكية (FINRA):

أشارت هيئة الرقابة المالية الأمريكية (FINRA) بأن أكثر البرامج التعليمية نجاحاً لديها كانت البرامج المتعلقة بلعبة سوق الأسهم (البورصة) The Stock Market Game وضمن هذا الإطار فإن الموقع المخصص بهذا الشأن يقدم معلومات شاملة حول عمليات اتخاذ القرار والاتصال والأبحاث والادخار والاستثمار، كما يقدم طرق جديدة ومبتكرة للتعلم، حيث يتم تدريب وتزويد المشاركين بالمهارات المستندة على قواعد أكاديمية وعلمية وذلك لمساعدتهم بالنجاح في قراراتهم. كما يشير الموقع بأنه منذ عام 1977 فقد شارك في هذا البرنامج ما يزيد على (14) مليون طالب، حيث يتوفر البرنامج في جميع الـ 50 ولاية أمريكية وبالعالم. علماً بأن هذا البرنامج قد لاقى دعماً من 650 مؤسسة وشركة مالية إضافة إلى الدعم المقدم من المدارس والمجتمع المدني، كما أن هذا البرنامج مدعوم من قبل بورصة نيويورك التي تقدم برنامج المحاكاة Simulation Program المطلوب لنجاح هذا العمل.

3- هيئة الرقابة الصينية:

تشير هيئة الرقابة الصينية إلى وجود 3 برامج تعليمية لاقت نجاحاً وتأثيراً إيجابياً في سلوك المستثمرين، حيث يشمل ذلك مشروع التعليم الذي يشرف عليه صندوق حماية المستثمرين بالأوراق المالية والذي يقدم حملات تعليمية واسعة النطاق تضم برامج تلفزيونية ومنشورات وبرامج كمبيوتر وعقد ندوات وورشات عمل.

¹ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 18-20.

وتشير الأبحاث التي أجرت من طرف ثالث إلى أن هذا البرنامج قد ساهم في تحسين مفاهيم وفلسفة الاستثمار لدى المستثمرين الصينيين كما كان له تأثير إيجابي على قراراتهم.

ويشمل البرنامج الثاني والذي تقوم به بورصة شنغهاي Shanghai Stock Exchange ويطلق عليه اسم IAm A Stockholder حيث قامت بورصة شنغهاي بتنظيم زيارات المستثمرين الأفراد للشركات المدرجة، حيث شارك في هذا البرنامج ما يزيد عن 100 ألف مستثمر .

أما البرنامج الثالث الذي لاقى نجاحاً فيطلق عليه اسم The Online Game : Easy Investment Knowledge والذي تنظمه بورصة شينزن Shenzhen وأطلقت في شهر مارس 2013 وقد استقطب البرنامج الذي يساعد في فهم أكبر للأسواق المالية والمخاطر والتعامل بالأسواق المالية، ما يزيد على 9 آلاف مستثمر خلال نحو 3 أشهر فقط من إطلاقه، حيث وجد 60% البرنامج مفيد وساعدهم في ترشيد قراراتهم وفلسفتهم الاستثمارية.

4- هيئة الرقابة المالية الماليزية:

لاقت مجموعة من البرامج التعليمية التي تقدمها هيئة الرقابة المالية الماليزية نجاحاً وتأثيراً إيجابياً على المستثمرين، حيث يشمل ذلك بشكل خاص البرامج الموجهة للأطفال ويطلق عليها اسم Kids & Cash للأطفال من عمر (10-12 سنة) وبرنامج Teens & Cash لأعمار من (15-17 سنة) والبرنامج الموجه إلى ربات المنزل Be Money Wise – BMW فضلاً عن البرامج الأخرى المتعددة الموجهة للمتقاعدين والمعلمين وطلاب المدارس وغيرها من الجهات.

5- هيئة الرقابة البرازيلية CVM:

قامت هيئة الرقابة البرازيلية برعاية برنامج تعليمي في المدارس الثانوية، وقد تم اختبار مدى نجاح هذا البرنامج من خلال البنك الدولي، حيث ضم هذا البرنامج 20 ألف طالب من 868 مدرسة. وقد تولت هيئة الرقابة البرازيلية مهام إدارة هذا البرنامج نيابة عن الهيئة الوطنية للتعليم المالي البرازيلي.

خلاصة الفصل الثالث:


إن زيادة توافر الأدوات والمؤسسات المالية أو ما تسمى بالتنمية المالية تقلل من تكاليف المعاملات والمعلومات في الاقتصاد، فالأسواق المالية المتطورة تساعد الأعوان الاقتصادية على التجارة، التحوط وتوزيع المخاطر بشكل يرفع من معدلات الاستثمار وبالتالي يحفز النمو الاقتصادي، وبذلك أصبحت التنمية المالية محدد مهم لمدى المنافع التي يمكن للتكامل المالي أن يأتي بها بالنسبة للنمو والاستقرار، فكلما زاد مستوى التنمية المالية في بلد ما زادت منافع تدفقات رأس المال الوافدة بالنسبة للنمو قل تعرض البلد لمخاطر الأزمات من خلال القنوات المباشرة وغير المباشرة على حد سواء.

ليتعاضم الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات في معظم الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود السابقة، ذلك أن الحوكمة-التي تتطلب الشفافية والمساءلة وسيادة القانون والمؤسسات الفعالة والمشروعة-هي حسب الاعتقاد السائد جزء مهم من عملية التنمية المالية التي تؤدي في نهاية المطاف إلى التنمية الاقتصادية.

كما تساهم وكالات التصنيف الائتماني في رفع كفاءة الأسواق المالية بتوفير المعلومة الدقيقة للجميع وبتكلفة تقترب من الصفر، وكذا تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محليا وعالميا من خلال وضع المعلومات المتخصصة حول: الدول، المؤسسات الاقتصادية والمالية، والأصول المالية المختلفة المتداولة والمصدرة حديثا، تحت تصرف المستثمرين الذين يستعملونها أساسا في تحديد أسعار الأوراق المالية.

وتؤكد الباحثة على أهمية وجود هيئات للرقابة على أسواق الأوراق المالية، والتي تهدف في الأساس إلى توفير المناخ الملائم لوجود سوق عادل وكفؤ لجميع المتعاملين بالسوق، الأمر الذي يتطلب من الهيئات الرقابية الدولية منها والعربية، الاجتهاد من أجل تحسين أنظمة الرقابة وتطوير طرق إنفاذ القوانين.

وإلى جانب كل هذه الأساليب، أظهرت المعلومات والبيانات المتوفرة حول موضوع تعليم وتوعية المستثمرين، الأهمية المتزايدة بهذا الموضوع نظرا لدور هذه البرامج في توعية المستثمرين، الذي من شأنه أن يخلق بيئة استثمارية مناسبة وملائمة تساهم بدورها في تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية.



**الفصل الرابع: دراسة تحليلية
لمؤشرات التنمية المالية في
بورصة الجزائر**

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لمؤشرات التنمية المالية في بورصة الجزائر

تمهيد:

لقد جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر مع موجة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرت الجزائر منذ عام 1988، والتي كانت تهدف أساسا إلى التخلي عن النهج الاشتراكي المعمول به آنذاك، والانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، والتي كانت تهدف إلى إصلاح المؤسسات العمومية الاقتصادية وذلك من خلال إعادة هيكلتها وإصلاح النظام المالي الجزائري.

وظهرت البورصة كأداة تمويلية جديدة توفر تمويلا مباشرا وفق عدة صيغ، ونقله نوعية نحو اقتصاد السوق، ومواصلة منا لموضوع الدراسة سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على مؤشرات التنمية المالية ببورصة الجزائر كالتالي:

المبحث الأول: الإصلاحات الاقتصادية وإنشاء بورصة الجزائر

المبحث الثاني: مراحل إنشاء بورصة الجزائر، تنظيمها وآليات التعامل فيها

المبحث الثالث: تحليل مؤشرات التنمية المالية ببورصة الجزائر

المبحث الرابع: أسباب تدهور أداء وكفاءة بورصة الجزائر

المبحث الأول: الإصلاحات الاقتصادية وإنشاء بورصة الجزائر

بعد الاستقلال قامت الدولة الجزائرية بإعادة النظر على جميع المنظومات ومنها المنظومة الاقتصادية، التي تأثرت كثيرا بالنهج الذي انتهجته الدولة الجزائرية غداة الاستقلال ألا وهو النهج الاشتراكي، كرد فعل عن النهج الذي كان مطبقا خلال الفترة الاستعمارية، الذي لم يهتم بإنشاء المؤسسات العمومية التي تعتبر محور العملية الاقتصادية، ومنه توالى الإصلاحات الاقتصادية كخطوة للتحويل والتوجه نحو اقتصاد السوق.

المطلب الأول: وضعية الاقتصاد الجزائري في ظل الاقتصاد المخطط

مر الاقتصاد الجزائري بمراحل عديدة وتحولات عميقة منذ الاستقلال، حيث اتبعت الجزائر بعد استقلالها على سياسة اقتصادية اشتراكية، إذ هيمنت الدولة على مختلف المجالات الاقتصادية باستعمالها المؤسسات العمومية كأداة لتنفيذ سياستها.

أولاً- المؤسسة العمومية في ظل الاقتصاد المخطط

أول مرحلة عرفتها المؤسسة الاقتصادية منذ 1963 وبعدها بفترة هي مرحلة التسيير الذاتي، بمعنى مشاركة العمال في التسيير حيث يصبح مدير المؤسسة العمومية الوطنية ليس الوحيد في اتخاذ القرارات أو الإجراءات المتعلقة بتسيير مصالح المؤسسة، بل يجب أن تؤخذ آراء العمال بعين الاعتبار، حيث أن هذا النمط من التسيير يقوم أساسا على مبدأ الملكية الجماعية لوسائل الإنتاج، ونظرا للمشاكل والصعوبات التي واجهت المؤسسة من غياب سياسة واضحة المعالم ونموذج إداري يعمل على تسيير الشؤون المتعلقة بها، وغياب الإطار البشري المؤهل، وكذا تداخل الصلاحيات وتقاسمها بين مختلف التنظيمات المتواجدة داخل المؤسسة التي تسعى إلى أخذ القرارات، فطغت عليها الفوضى والاضطرابات.

وعليه تم التغيير فجاءت مرحلة التسيير الاشتراكي للمؤسسات العمومية ابتداء من سنة 1970، حيث يسمح للعمال بالمشاركة في التسيير من خلال انتخاب ممثلين عنهم في الجمعية العامة واللجان الدائمة وفي مجلس الإدارة، وتبلورت استراتيجية الدولة من خلال المخططات التنموية التي اعتمدها الدولة، حيث اعتمد التخطيط كوسيلة ضرورية لإدارة وتنظيم الاقتصاد الوطني من خلال المخطط الرباعي الأول (1970-1973) الذي أُعتبر كقانون أساسي يحكم جميع الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية، والذي أنشئت فيه العديد من المؤسسات نذكر منها على سبيل المثال -مركب الحجار، مصنع أرزيو-، ثم المخطط الرباعي الثاني (1974-1977) الذي أُعتبر تكملة للمخطط السابق.

وعلى إثر السلبات العديدة التي نتجت عن سياسة هذا النهج، برزت فكرة إعادة الهيكلة خلال المخطط الخماسي الأول، حيث تمت إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية، والتي تعتبر كبدية للإصلاحات التي عرفها الاقتصاد الجزائري من خلال إصلاح المؤسسات الاقتصادية والتي ستتطرق إليها في المطلب الموالي.

ثانيا- النظام المالي في ظل الاقتصاد المخطط

كان الاقتصاد الجزائري عشية الاستقلال تابعا للاقتصاد الفرنسي، فأغلب المعاملات الاقتصادية كانت تتم وبشكل أساسي مع فرنسا، إضافة إلى ذلك كانت المؤسسات المصرفية التي وجدت بعد الاستقلال مباشرة، عبارة عن فروع تابعة للمؤسسات المصرفية الأم الموجودة بفرنسا، لذلك لجأت السلطات الجزائرية منذ 1962 إلى كسر هذه التبعية الاقتصادية بما في ذلك التبعية المصرفية والنقدية من خلال إصدار موائيق ومراسيم تنص على ضرورة خلق جهاز مصرفي وطني يعبر وبشكل واضح عن التوجهات السياسية الاشتراكية ويستجيب لمتطلبات التنمية الاقتصادية¹.

ومن الإجراءات الأولى التي اتخذتها الجزائر في مجال الصرف والمالية هي إنشاء الخزينة الجزائرية، وبمقتضى القانون 62-144 الصادر في 13 ديسمبر 1963 تم إنشاء البنك المركزي الجزائري، ومن أجل التخلص من تردد البنوك الأجنبية في تقديم القروض تم إنشاء الصندوق الجزائري للتنمية بموجب القانون الصادر في 07 ماي 1963. وكان الهدف من إنشاء هذين البنكين هو وضع نظام تمويلي وطني شبيه بنظام التمويل السوفيتي المتميز بوجود بنك تمويلي قوي ومهيمن.

ولتعبئة الموارد المالية الداخلية وخاصة الموارد المالية العائلية أنشئ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، كما تم إنشاء الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين والشركة الجزائرية للتأمين ابتداء من سنة 1963، واستطاعت الجزائر استكمال سيادتها بإصدار النقود حيث ظهر الدينار الجزائري إلى الوجود سنة 1964. وأمام الرفض المتعمد للبنوك الأجنبية للمشاركة في تمويل الاقتصاد الوطني اضطرت الحكومة إلى وضع هياكل لضمان الاستقلال المالي للبلاد والذي تمثل في إنشاء البنوك التالية:

- أ- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)² الذي تم إنشاؤه في 10 أوت 1964، كُلف بمهام صندوق الادخار الفرنسي، إذ يعتبر هذا الصندوق مؤسسة ادخارية وليس مؤسسة نقدية، كما أن هذا الصندوق يدير ثلاثة أنواع من الموارد هي: أموال الادخار، أموال الهيئات المحلية، وأموال المستشفيات.
- ب- البنك الوطني الجزائري (BNA)³ الذي تم إنشاؤه في 13 جوان 1966، وقد تخصص هذا البنك في منح القروض للمؤسسات العامة والخاصة والتجمعات المهنية للاستيراد وتمويل قطاع الزراعة.
- ج- القرض الشعبي الجزائري (CPA)⁴ تم تأسيس هذا البنك بتاريخ 11 ماي 1967، وتبعاً لمبدأ التخصص فقد تخصص بتمويل القطاع الحرفي والفنادق والقطاع السياحي والمهن الحرة.

¹ نصيرة لبحيري، "التجربة الجزائرية في الإصلاحات البنكية"، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، جامعة سكيكدة، العدد 05، ماي 2010، ص 201-202.

² القانون رقم 64-227 المؤرخ في 10/08/1964 المتعلق بتأسيس الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، الجريدة الرسمية العدد 26 الصادر بتاريخ 1964/08/25.

³ الأمر رقم 66-178 المؤرخ في 13/06/1966 المتعلق بتأسيس البنك الوطني الجزائري، الجريدة الرسمية العدد 51 الصادر بتاريخ 14/06/1966.

⁴ الأمر رقم 67-78 المؤرخ في 11/05/1967 المتضمن تأسيس القرض الشعبي الجزائري، الجريدة الرسمية العدد 40 الصادر بتاريخ 16/05/1967.

د- البنك الخارجي الجزائري (BEA)¹ تأسس بتاريخ أول أكتوبر 1967، وتمويل عمليات التجارة الخارجية بالإضافة إلى تمويل الشركات الكبرى كسوناطراك وشركات الصناعات الكيماوية والبيetroكيماوية. ومن الإجراءات الأخرى التي اتخذتها الدولة هي إلزام المؤسسات العمومية والشركات الوطنية بتركيز كل حساباتها البنكية وعملياتها المالية على مستوى بنك واحد (التوطين البنكي)²، وفي نفس الوقت لم تعطي وزارة المالية أهمية كبيرة لمعدل الفائدة حيث كان منخفضا سواء بالنسبة للقروض أو الودائع. ونظرا لضخامة الاستثمارات التي عرفتها مرحلة السبعينات والمتعلقة بتمويل المخططات الرباعية وأمام عجز البنوك تدخلت الخزينة العمومية لتمويل الاستثمار العمومي الطويل المدى في إطار ميزانية الدولة عبر بنك التنمية الجزائري، بينما اقتصر نشاط البنوك على التمويل المتوسط والقصير الأجل، بينما كان البنك المركزي مجبرا على إعادة تمويل البنوك التجارية من خلال إعادة الخصم للقروض المتوسطة الآجال. وقد نتج عن هذا انعدام الاستقلالية في منح القروض من طرف البنوك التجارية لكون التمويل يتم آليا بعد اتخاذ قرار الاستثمار بشكل مركزي، إضافة إلى ذلك عدم إمكانية اختيار زبائن البنك بسبب مبدأ التوطين الإجمالي.

المطلب الثاني: الإصلاحات الاقتصادية في ظل التوجه نحو اقتصاد السوق

نظرا لأن السياسة الاقتصادية التي اتبعتها الجزائر بعد الاستقلال والتي تأثرت كثيرا بالنهج الاشتراكي اعترافا بعض القصور، نتجت عنها سلبيات عديدة وخاصة مع الأزمة المالية التي شهدتها الجزائر عام 1986 نتيجة انهيار أسعار البترول. وقصد الخروج من هذه الوضعية الحرجة برزت فكرة إصلاح المؤسسات العمومية من خلال إعادة هيكلتها، وكذا إصلاح النظام المالي عن طريق إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية بهدف جعله أكثر فعالية في الحياة الاقتصادية.

أولا- إصلاح المؤسسات العمومية

إن النتائج السلبية التي تراكمت على مستوى الاقتصادية العمومية في مرحلة التسيير المركزي وصلت بالمؤسسة الاقتصادية إلى نقطة تستدعي القيام بإصلاحات جذرية على تلك المؤسسات للخروج من الصعوبات والمشاكل التي كانت تواجهها.

¹ الأمر رقم 67-204 المؤرخ في 01 /10 /1967 المتضمن تأسيس البنك الخارجي الجزائري، الجريدة الرسمية العدد 82 الصادر بتاريخ 1967/10/06.

² ينظر في ذلك إلى:

- أمر رقم 69-107 المؤرخ في 31-12-1969 المتضمن لقانون المالية لسنة 1970، الجريدة الرسمية العدد 110 الصادر بتاريخ 1969/12/31.

- أمر رقم 71-86 المؤرخ في 31-12-1971 المتضمن لقانون المالية لسنة 1972، الجريدة الرسمية العدد 108 الصادر بتاريخ 1971/12/31.

1- إعادة هيكلة المؤسسات العمومية:

شرعت الجزائر كخطوة أولى في عملية الإصلاح بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية والتي تمت على مرحلتين، مرحلة إعادة الهيكلة العضوية، ثم إعادة الهيكلة المالية لتلك المؤسسات.

1-1/ إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات العمومية:

إن مبدأ إعادة هيكلة الشركات العمومية المقرر ضمن مهام المخطط الخماسي الأول (1980-1984) جاء لتقسيم الشركات العمومية الكبرى وتجزئتها إلى وحدات صغيرة أكثر تخصصا من أجل مواجهة الصعوبات وتحريرها من الضغوطات التي كانت تقيدها، وبالتالي جاء المرسوم رقم 80-240 الصادر بتاريخ 14/10/1980 والمتعلق بإعادة هيكلة الشركات الوطنية، وهذا راجع للأسباب التالية¹:

- ضخامة حجم الشركات الوطنية الجزائرية: ممن نتج عنه صعوبة التحكم في تسيير هذه المؤسسات. وكذلك تركيز المسؤولية في أيدي فئة من المسؤولية (مركزية اتخاذ القرارات). كذلك غياب سياسة اجتماعية فعالة وظروف ملائمة للعمل بحكم أن عدد كبير من العمال كانت تحت إشراف المديرية؛
- تعدد مهام الشركة الوطنية: بحيث كانت الشركات قبل إعادة الهيكلة العضوية متعددة الوظائف مما أدى إلى تراكم بعض المشاكل مثل:

- ✓ نقص الفعالية والنجاعة نتيجة عدم الاستفادة من مبدأ التخصص وتقسيم العمل؛
- ✓ نقص معدلات الإنتاجية بالنسبة لعوامل الإنتاج (فمثلا تخصيص حافلة لنقل عمال الشركة يؤدي إلى استغلالها في أوقات معينة فقط وتوقفها في أغلب الأوقات، في حين لو أن نفس الحافلة كانت تحت تصرف شركة مختصة في النقل فإن ذلك يعني استغلالها بأقصى درجة ممكنة).
- النتائج السيئة المحققة من طرف الشركات الوطنية: (وكانت بسبب التخطيط المركزي) كما أن العدد الكبير من الوحدات التابعة لشركات وطنية واحدة صعب من إمكانية معرفة الوحدات الراجعة (ذات مردودية) من الوحدات الخاسرة؛

- ضخامة الاستثمارات وطول فترة إنجازها؛
- صعوبة انتقال المعلومات بين الوحدات في المؤسسة؛
- العمالة الزائدة نتيجة سياسة التوظيف المتبعة من قبل الدولة.

ومن خلال كل هذه العوامل فيمكن القول أن إعادة الهيكلة هي تغيير عقلائي لطرق تنظيم وسائل المؤسسات الاقتصادية بغية القضاء على تلك المشاكل الهيكلية والتنظيمية المتولدة عن الهيكل التنظيمي القديم.

¹ الطيب داودي & ماني عبد الحق، "تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية"، مجلة الفكر، جامعة بسكرة، العدد الثالث، فيفري 2008، ص ص 135-136.

أ- مبادئ إعادة الهيكلة العضوية:

تمت إعادة الهيكلة العضوية وفق مجموعة من المبادئ وضعتها الحكومة ووزعت على نوعين منها المنهجية والتقنية¹.
أ-1/المبادئ المنهجية: في منهجية تطبيق نصوص إعادة الهيكلة كان لا بد من أن نأخذ بعين الاعتبار ما يلي:

- مبدأ الشمولية (الكلية): يجب أن تكون إعادة الهيكلة ذات مضمون شامل نظرا لكون المشاكل التي تعالجها معقدة جدا بحيث لا يمكن مناقشتها على حدى. ففي الاقتصاد المخطط قيمة هيكلة المؤسسة لا تمها لوحدها، فقد تستطيع أن تكون عامل حيوي بالنسبة لمورديها أو زبائنها ومع كل من له علاقة تجارية مع المؤسسة.

- مبدأ التنسيق: وهو يهدف إلى تحقيق أكبر تناسق بين مختلف الوظائف داخل المؤسسة وبين الوحدات الاقتصادية وبين المؤسسة والمؤسسات الأخرى. وذلك على أساس ما كان منتظرا من عملية الهيكلة والتي من أهم أهدافها كان تقييم الشركات الجزائرية بحيث تكون الأهداف المسطرة لهذه المؤسسات غير متناقضة.
أ-2/المبادئ التقنية: وركز من خلالها على:

- مبدأ التخصيص: وذلك بتقليص عدد منتجات المؤسسات وذاك بخلق مؤسسات جديدة تختص بمنتج معين أو مهمة معينة خلافا لما كانت عليه سابقا، بهدف تحسين الطاقة الإنتاجية والعمل بمزايا تقسيم المهام (مثل اليابان وألمانيا: التخصص الصناعي). وهذا من شأنه أن يزيد المؤسسة التحكم في تطور مراحل الإنتاج والتحكم في التكنولوجيا؛

- فصل الإنتاج عن التسويق: فالمؤسسة تتكفل بإنتاج سلعة معينة أو خدمة ما في حين تحال مهمة التسويق والتوزيع لمؤسسة أخرى. وأهمية ذلك تكمن في التحكم في تقنيات الإنتاج والإنتاجية في الكم والنوع؛
- مبدأ تحسين ودعم التسيير: فمن جملة إصلاحات الإدارة والتسيير التي جاءت بها إعادة الهيكلة يمكن أن نوجزها في:

- ✓ الاستقلالية في التسيير مع تحميل مسؤولية عملية الإنتاج للمديريات والجماعات المحلية؛
- ✓ تحويل المديريات العامة من العاصمة لإعادة تركيزها في مناطق جغرافية قريبة لوحدات الإنتاج وهذا لتدعيم اللامركزية؛
- ✓ التقليل من موظفي المديريات وتحديداهم من أجل التنسيق الميداني للوحدات.

ب- التطبيق الفعلي لإعادة الهيكلة:

لقد انطلقت عملية إعادة الهيكلة بعد صدور المرسوم بها في 14 أكتوبر 1980 ضمن المخطط الخماسي للتنمية (1980-1984) حتى تترجم الأهداف المرسومة وذلك بإنشاء نوعين من اللجان المكلفة بذلك فبتاريخ، 15 نوفمبر 1980 تم تنصيب اللجنة الوطنية لإعادة الهيكلة والتي كانت قد أحدثت بمرسوم 80-242 المؤرخ في 14 أكتوبر

¹ الطيب داودي & ماني عبد الحق، مرجع سبق ذكره، ص ص 136-137.

1980، أما النوع الثاني من اللجان فهي لجان وزارية تم تنصيبها شيئا فشيئا حسب تقدم عملية إعادة الهيكلة للمؤسسات الوطنية، وقد تميزت عملية إعادة الهيكلة في الواقع باتخاذ عدة إجراءات من طرف الهيئات المكلفة بها.

1-2/ إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية:

في إطار العمل على تحسين الوضعية المزرية التي آلت إليها المؤسسات العمومية حيث عرفت عجزا ماليا كبيرا على مستوى المؤسسة والمتمثلة في تراكم الخسائر وتضخم حجم القروض مع عدم القدرة على تسديدها دفعت بالدولة إلى إعادة هيكلة مالية المؤسسة، وهذا كتدعيم للإصلاح السابق حتى تنطلق هذه المؤسسات على أسس مالية سليمة والهدف من هذه العملية هو تخصيص رأس مال المؤسسات الوطنية وإعادة تخصيصه والذي يستعمل لتغطية العجز المالي المتكرر كما تشتمل على تحويل الديون طويلة الأجل إلى ديون قصيرة الأجل لكي تتكفل بها وتراقبها، أي التعديل في هيكلها وليست في قيمة هذه الديون.

ولعل من أبرز الأسباب التي عجلت بإعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية نذكر ما يلي:

- التحديد المسبق للأسعار من طرف الدولة دون مراعاة أسعار التكلفة الحقيقية للمنتوج، هذا ما أثر على الأموال المخصصة لإعادة تمويل عملية الإنتاج مرة أخرى؛
- الضغوطات الضريبية والتي طالما عانت منها المؤسسات؛
- عدم وفاء المتعاملين بالتزاماتهم اتجاه المؤسسة في الآجال المحددة مما ساهم في إحداث خلل في دورة الاستغلال للعملية الإنتاجية الواحدة؛
- التزايد المستمر لمديونية المؤسسة، حيث كان يتم تمويل مراحل دورة الاستغلال عن طريق القروض وبما أن المؤسسة لا تحقق عوائد مالية تتناسب مع آجال تسديد تلك القروض تلجأ إلى طلب قروض أخرى لتغطية الديون السابقة.

أ- أهداف إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية:

لقد كانت هناك عدة أهداف مرجوة من إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية أهمها:

- الوصول إلى التطهير المالي للمؤسسات بمسح الديون؛
- وضع ميزانيات انطلاق للمؤسسات العمومية؛
- تصفية الحسابات بين المؤسسات العمومية؛
- تحقيق معدلات مردودية إيجابية لكي يمكن تحسين الوظائف الأخرى للمؤسسة كالإنتاج والتسويق والأفراد وكذا البحث والتطوير؛
- التخفيف من حدة النقص المسجل في رأس المال العامل.

ب- إجراءات إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية:

والتي أشرفت عليها اللجنة الوطنية لإعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية والتي تتكون من مختلف الوزارات التي لها علاقة بالمؤسسة أو بالاقتصاد الوطني.

ب-1/ الإجراءات الأولية: كُلف BAD (بنك التنمية) بمنح قروض للمؤسسات ذات العجز لإعادة هيكلتها المالية وقد تمثل أول إجراء في هذا الإطار في إمداد المؤسسات ذات العجز قروض طويلة الأجل بدلا من القصيرة الأجل ذات التكلفة الكبيرة ومدة الاستحقاق القصيرة. وهذا ما ساهم في تقليص مبلغ العجز بإعادة هيكلة القروض، لكن ذلك لم يكن كافيا نظرا للمستوى الذي بلغه العجز. لذلك وجب مسح كل أو بعض الديون المرتفعة عن طريق منح إعانات للمؤسسات.

ب-2/ الإجراءات المالية المقررة: حيث تم حصر هذه الإجراءات في:

- إجراءات مالية محضة: وتهدف إلى ضمان التوازن المالي للمؤسسة (إعادة هيكلة ديون المؤسسة، تصفية الديون فيما بين المؤسسات... الخ).
- إجراءات تنظيم وتسيير: بالعمل على رفع الطاقة الإنتاجية الموجودة وتخفيض تكاليف الاستغلال قدر المستطاع، وهذا الأمر يتطلب الدقة والصرامة في تسيير واستغلال الموارد المادية والبشرية المستعملة.
- إجراءات متخذة خارج المؤسسة: تتمثل خصوصا في إصلاح النظام الضريبي بشكل يساعد على تنشيط دورة الاستغلال للمؤسسة.

1-3/ نتائج إعادة الهيكلة العضوية والمالية:

إن عملية إعادة الهيكلة العضوية كانت تهدف إلى التحقيق أو القضاء على التخطيط المركزي، لكنها في الحقيقة بقيت تتلقى مخططات الإنتاج مهيكله ومنظمة من السلطات العليا (للتقص في إطار التنظيم) مما أدى بالمؤسسة إلى التسيير السيء بتنفيذ الأوامر والتي كانت عواقبها تزيد من التكاليف. بالإضافة إلى هذه المشاكل نجد مشاكل أخرى متمثلة:

- في مشاكل ونزاعات تقسيم الوسائل الموجودة في المؤسسة الأم بين مختلف وحداتها؛
 - صعوبة مراقبة المؤسسات من طرف الدولة وجهاز الرقابة مما أدى إلى تفشي الاختلاس.
- فإعادة الهيكلة العضوية والمالية كانت تهدف من حيث المبدأ إلى تطوير الاقتصاد الوطني من خلال تحسين القطاع الإنتاجي عن طريق الرفع من معدلات المردودية والإنتاجية. من خلال كل الإجراءات المتخذة وتوفير الموارد البشرية والمالية، إلا أن الأهداف المرجوة لم تحقق والمشاكل التنظيمية الأخرى المتعلقة بدورة الاستغلال لم تحل. نتيجة لطبيعة القرارات التي كانت تسلط على المؤسسات وعدم التحكم في تقنيات التسيير والتنظيم على مستوى وظائف المؤسسة.

2- استقلالية المؤسسات العمومية:

للخروج من الوضعية الحرجة للمؤسسات والاقتصاد الوطني بعد فشل الإصلاحات المطبقة خلال الثمانينات على المؤسسة العمومية الاقتصادية والمتمثلة في إعادة الهيكلة المالية والعضوية، لجأت الدولة لمواجهة هذه النتائج السلبية عن طريق محاولة إعادة المؤسسة إلى مسارها الحقيقي كوحدة أساسية في النسيج الاقتصادي الوطني في إطار ما يسمى بالاستقلالية.

وفي هذا السياق تجسدت فكرة استقلالية المؤسسات من خلال القانون التوجيهي للمؤسسات الوطنية والذي صدر بشأنه مرسوم 01-88 في 12/01/1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات، والذي عرف المؤسسة العمومية الاقتصادية على أنها " شركات مساهمة محدودة المسؤولية، تملك الدولة أو الجماعات المحلية فيها مباشرة أو بصفة غير مباشرة، جميع الأسهم أو جميع الحصص، لكن لا تسييرها"¹، فموجب هذا تم الفصل بين ملكية الدولة وتصرف المؤسسة فيها.

2-1/أسباب استقلالية المؤسسات العمومية:

- التدخل الكبير للدولة في جميع الأمور الخاصة بالمؤسسة الأمر الذي أعاق نشاطها من خلال احتكار عملية اتخاذ القرارات؛
- التكاليف الاجتماعية التي اتخذتها المؤسسة على عاتقها مما زاد من ثقل عبء المديونية وكرس العجز المالي بها؛
- المشاكل الناجمة عن الإخفاق في تطبيق إعادة الهيكلة.

2-2/أهداف استقلالية المؤسسات العمومية:

- تحفيز العمال والمسيرين، لأن مبدأ الاستقلالية سيدفعهم إلى زيادة الإنتاج والمردودية؛
- التكفل المباشر للمؤسسة العمومية بأعمالها بنفسها وتنظيم علاقاتها الاقتصادية؛
- حرية المؤسسة العمومية في إصدار قرارات تمنحها فرصة مواجهة الأخطار التسييرية وتحمل المسؤولية؛
- تنظيم مؤسسات البلاد بهدف السماح للدولة من أداء دور السلطة العمومية ودور المنظم.

2-3/مجالات تعميق الاستقلالية:

تطهير وإصلاح المؤسسة ومحيطها خلال فترة إعادة الهيكلة عموماً (العضوية والمالية) كان يجب تعميقه وفق الاستقلالية في المجالات التالية:

- أ- **التخطيط والتسيير:** بتحديد ديمقراطية ولا مركزية في التخطيط عن طريق التقليل من تدخلات المركز (قانون 88-02) المؤرخ في 12/01/1988، وهو ما يحرر المؤسسات من التدخل المباشر لأجهزة الدولة في التسيير والمتمثل في مجرد تعليمات إدارية لا تقيم أدنى حساب لربحية المؤسسة.
- ب- **التمويل:** بخلق نظام جديد للعلاقات بين المؤسسة والبنك قائم على تجسيد الفعالية في الاستثمارات وتكثيف إجراءات توظيف المؤسسة وتحسين أكثر للخدمات وبالتالي تمكين المؤسسة من الحصول على الأموال بصفة منتظمة.

- ج- **تحرير نظام تحديد الأسعار:** وفق القانون 89-12 المؤرخ في 5 جويلية 1989 المتعلق بالأسعار والذي أقام نظاماً جديداً يقوم على مقياس حساب تكاليف الإنتاج وحالة العرض والطلب والمنافسة الاقتصادية، وقسم الأسعار إلى 3 فئات:

¹ المادة رقم 05 من قانون 01-88 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية المؤرخ في 12/01/1988.

- أسعار حرة؛

- أسعار ذات هوامش مراقبة (يمكن تغييرها بعد أخذ رخصة من السلطات المعنية)؛

- أسعار مراقبة: تحددها السلطات المعنية (السكر، الحليب... الخ)

د- تحرير نظام تحديد الأجر: باعتماد البرلمان الجزائري سنة 1990 مادة تسمح بتحديد الأجر على أساس التفاوض ضمن معطيات اقتصادية وحسب مردود العمل، عكس ما كان معروف وفق القانون العام للعمل (SGT) منذ 1978 الذي كان ينص على المساواة في الأجر لصالح فئات عمل متساوية.

ه- تحرير التجارة الخارجية: يهدف إلى وضع الإنتاج الوطني في المنافسة الخارجية لدفع المنتجين على زيادة الكفاءة في استخدام وسائل الإنتاج وتخفيض التكاليف مع رفع جودة المنتجات وبالتالي الحصول على حصص في الأسواق العالمية من دون أن ننسى أيضا إمكانية الاستفادة من بعض المنتجات والتجهيزات المستوردة والقليلة التكلفة بالنسبة لتلك المصنوعة في الجزائر.

3- خصوصية مؤسسات القطاع العام¹:

أحد المحاور الأساسية في الإصلاحات الاقتصادية المعلنة في الجزائر هو خصوصية الملكية الاقتصادية العامة للدولة. بدأ التنفيذ الفعلي لهذه العملية بعد الاتفاق الذي وقعته الجزائر مع صندوق النقد الدولي في ماي 1994، ونص على الأهمية البالغة لخصوصية المؤسسات الاقتصادية للدولة كإجراء ضروري وأساسي في التعديل الهيكلي للاقتصاد الجزائري.

في سنة 1995 تم توقيع القانون الخاص بإنشاء المجمعات الصناعية (الهولدنغ)، وهي هيئات تضم كل المؤسسات الصناعية التابعة للدولة ذات طبيعة النشاط المتماثلة تطلب من المسؤولين عن هذه الهيئات إعادة هيكلة المؤسسات التابعة لهم وتحضير شروط خصوصيتها، وفي سنة 1998 عرض للبيع أكثر من 300 مؤسسة مست الخوصصة قطاعات اقتصادية مختلفة: البناء، الصناعات الغذائية والميكانيكية، الحديد والصلب، الاتصالات السلكية واللاسلكية، الصناعات الصيدلانية، الكيمائية، الاستخراجية وقطاع الخدمات.

في سنة 2000، أعلنت الحكومة الجزائرية عن خططها المتعلقة بخصخصة 184 مؤسسة أخرى خلال السنوات الثلاث الموالية، منها 121 مؤسسة يتم خصوصتها بالكامل و63 الباقية تخضع لخصخصة جزئية، مست الخوصصة الجزئية الرمز السابق لمرحلة التصنيع في السبعينيات (مركب الحديد والصلب بالحجار) حيث تم بيع 80 % من أصوله إلى المؤسسة الهندية (I.S.P.A.T) التي التزمت عدم تسريح 6000 عامل كانوا يشتغلون في المركب مقابل التزام الحكومة التكفل بالديون السابقة للمركب، وبالرغم من المحاولات المتعددة لإحراز تقدم هذا الميدان في السنوات الأخيرة إلا أنه لم تسجل أي تطورات بارزة.

¹ علي مكيد & عماد معوشي، " الإصلاحات الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر وآفاق التحول نحو اقتصاد السوق"، مجلة المستقبل العربي، العدد 423، ماي 2014، ص 112.

ثانيا- إصلاح النظام المالي الجزائري

كان من بين العناصر الأساسية في برنامج الإصلاحات الاقتصادية أيضا إعادة هيكلة النظام البنكي الذي كان إلى وقت ليس ببعيد من ميادين النشاط المحتكرة من طرف الدولة، ومن أجل تكييف النظام المصرفي مع التطورات الاقتصادية الوطنية أصدرت الجزائر قانون 1986 المتعلق بنظام البنوك وشروط الإقراض ووضع مخطط للقرض والهدف من ذلك هو وضع العناصر الأولى لتحرير النظام المصرفي والمالي وضرة وضع النظام المصرفي على مستويين من خلال إعطاء فعالية أكبر للبنك المركزي بمنحه سلطة تسيير السياسة النقدية.

ولكن هذا القانون لم يلاءم الظروف الاقتصادية، بحيث يحمل في مضمونه نوع من التناقض فمن جهة يدعو إلى ضرورة تطبيق اللامركزية في اتخاذ القرارات الخاصة بالتمويل ومن جهة أخرى ينص على ضرورة التقييد، لذلك لجأت السلطات لتعديله بقانون 1988 الذي كان بمثابة قفزة نوعية للنظام المصرفي الجزائري، حيث نص على استقلالية المؤسسات العمومية بما في ذلك البنوك والتي أصبحت تسيير وفقا للمبادئ التجارية والمردودية وهذا ما يضع البنوك التجارية ضمن دائرة المتاجرة وإعادة النظر في علاقتها مع المؤسسات العمومية ومن ثم وضع حد لتدخل الخزينة العمومية في تمويل الاقتصاد الوطني، وفي نفس الوقت لم تعد المؤسسات العمومية خاضعة لإلزامية التوطين الإجباري لدى البنوك.

1- قانون استقلالية البنوك لسنة 1988:

كما ذكرنا سابقا أن الجزائر شرعت مع بداية سنة 1988 بإصلاحات واسعة على المؤسسات العمومية، وفي هذا الصدد صدرت عدة قوانين تنظمها أبرزها أنذاك قانون 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية وأهم ما جاء به هذا القانون هو ضمان استقلالية المؤسسات العمومية بما فيها الاستقلالية المالية لها، لذا كان على البنوك التجارية أن تتماشى مع هذا الوضع الاقتصادي الجديد خاصة أن قانون 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بالبنك والقرض لم يخلو من النقائص والعيوب، فلم يستطيع التكيف مع هذه الإصلاحات الجديدة.

وكان لها ذلك بصدر قانون 88-06 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون 86-12 المتعلق بالبنك والقرض الذي أحدث تغييرات هامة في الجهاز المصرفي تمثلت في:

- تدعيم دور البنك المركزي في ضبط وتسيير السياسة النقدية لأجل إحداث التوازن في الاقتصاد؛
- يمكن للمؤسسات المالية غير المصرفية أن تقوم بتوظيف نسبة من أصولها المالية في اقتناء أسهم أو سندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل التراب الوطني أو خارجه؛
- اعتبار البنوك مؤسسات اقتصادية عمومية تتمتع بالاستقلالية وتسيير وفقا للمبادئ التجارية والمردودية؛
- التخلي على مبدأ التوطين المصرفي.

إن هذه الإصلاحات أعطت المعنى الحقيقي للعلاقة بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية بالتأكيد على طابعها التجاري، وبالتالي لم تعد البنوك مجبرة على تمويل المؤسسات العمومية خلافا لما كانت عليه من قبل، حيث أصبحت تتمتع بحرية اتخاذ قرار التمويل أو رفضه على أساس معايير المردودية.

2- قانون النقد والقرض:

رغم كل هذه الإصلاحات كان النظام المصرفي يظهر دوما جانبا من العجز وعدم التوافق مع التغييرات الاقتصادية خاصة مع الدخول إلى اقتصاد السوق الذي يحكمه قانون العرض والطلب والمنافسة، فكان لابد من وجود نظام مصرفي قوي يتكيف مع التوجهات الجديدة لذلك جاء قانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990 والمتعلق بقانون النقد والقرض الذي وضع النظام المصرفي الجزائري على مسار تطور جديد، من خلال تنشيط وظيفة الوساطة المالية وإبعاد كل تدخل إداري على القطاع المصرفي وإبراز دور النقد والسياسة النقدية. وتتمثل أهم النقاط التي حملها قانون النقد والقرض فيما يلي¹:

أ- عزل الدائرة النقدية عن الدائرة الحقيقية وإقامة نظام مصرفي في مستويين:

تميز الاقتصاد الجزائري حتى نهاية الثمانينات بالتداخل الكلي بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية، والتسلط الكلي للأولى على الثانية، وتميز الجهاز المصرفي الذي يمثل الدائرة النقدية بكونه ذا مستوى واحد رغم صدور قانون 1986 الذي دعا إلى إقامة نظام مصرفي ذو مستويين وتنشيط الوظائف التقليدية للبنوك، ولكن ذلك كان شكليا فقط لكون البنوك آنذاك لم تكن تتمتع بالاستقلالية حيث كان يسود اقتصاد التسيير الإداري المركزي، ولا شك أن قانون النقد والقرض قد أتى بإصلاحات بنكية جذرية من خلال:

- استرجاع النقد لوظائفه وتوحيد استعمالاته داخليا.
- استرجاع القطاع المصرفي لوظائفه التقليدية، سواء تعلق الأمر بالبنك المركزي أو البنوك التجارية.

ب- عزل دائرة ميزانية الدولة عن الدائرة النقدية :

عقب إصدار قانون المالية لسنة 1966 تم إلغاء سقف تسيقات البنك المركزي للخزينة العمومية وهذا لغاية إصدار قانون النقد و القرض لسنة 1990، فكان تنقيح عجز الميزانية يتم آليا من خلال البنك المركزي في شكل تسيقات وحساب بريدي جاري دائن وثانويا من خلال البنوك التجارية عن طريق الاكتتاب الإجباري لسندات الخزينة العمومية قصيرة الأجل، ونتج عن هذا ديون كبيرة للخزينة العمومية تجاه الجهاز المصرفي ولقد جاء قانون النقد والقرض لوضع حد لهذه الوضعية من خلال:

- تسديد ديون الخزينة العمومية تجاه البنك المركزي في شكل أقساط لمدة 15 سنة كما جاء في المادة 213 من قانون النقد والقرض.
- إلغاء الاكتتاب الإجباري للسندات العمومية من قبل البنوك وفقا للمادة 93 من قانون النقد والقرض.

¹ نصيرة لبحيري، مرجع سبق ذكره، ص 204-206.

- تحديد قيمة السندات العمومية التي يتم قبولها من طرف البنك المركزي في محفظته والتي لا تتعدى 20 % من قيمة الإيرادات العادية للسنة المالية السابقة وفقا للمادة 77 من قانون النقد والقرض.

ج- إبعاد الخزينة العمومية عن دائرة الائتمان :

كانت الخزينة العمومية حتى نهاية الثمانينات تشكل أهم مؤسسة لتجميع الموارد وتقديم القروض وخاصة فيما يتعلق بتمويل الاستثمارات العمومية طويلة الأجل، ولذلك تم تهميش دور النظام البنكي وتحولت البنوك إلى غرف تسجيل ومحاسبة للتيارات المالية بين المؤسسات العمومية والخزينة العمومية، ولكن بموجب دخول المؤسسات العمومية في مرحلة الاستقلالية من سنة 1988 بدأت الخزينة العمومية تتخلى عن تمويل الاستثمارات اللامركزية واكتفت بتمويل الاستثمارات المركزية.

ولقد أكد قانون النقد والقرض على إبعاد الخزينة العمومية عن النشاط الائتماني مما سمح للنظام البنكي أن يأخذ مسؤوليته في منح القروض في إطار مهامه التقليدية، وقد أدى هذا إلى بلوغ الأهداف التالية:

- استعادت المؤسسات المالية والبنوك لوظائفها التقليدية في تعبئة الادخار ومنح القروض.
- يتم منح القروض وفقا للجدول الاقتصادي للمشاريع ولا يخضع للقواعد الإدارية.
- تكتفي الخزينة العمومية بتوجيه النشاط الاقتصادي بواسطة السياسة المالية، بينما يترك توزيع القروض للجهاز البنكي بقيادة بنك الجزائر الذي نظم في إطاره السلطة النقدية.

د- تأسيس سلطة نقدية وحيدة ومستقلة: اعتمد قانون النقد والقرض على تنظيم السلطة النقدية بشكل

دقيق في إطار البنك المركزي وفقا لثلاثة مبادئ أساسية وهي:

- جعلها وحيدة.
 - تنظيمها في إطار الدائرة النقدية من خلال البنك المركزي.
 - منحها الاستقلالية اللازمة في إعداد السياسة النقدية وأدائها.
- وقد جسدت السلطة النقدية في مجلس النقد والقرض الذي تم تنظيم نشاطه من خلال البنك المركزي وأعطى له صلاحيات واسعة في المجال النقدي والمالي، كما منح له استقلالية معتبرة لأداء وظائفه كما تنص على ذلك المادتين 44، 45 من قانون النقد والقرض.

كما أن التنظيم الجديد للنظام المصرفي الجزائري والذي فتح المجال أمام البنوك الخاصة والبنوك الأجنبية. تطلب أن تكون هناك هيئات وآليات للرقابة على هذا النظام لتحقيق الانسجام بين الأنشطة المصرفية والقوانين المصرفية، لذلك أدخل قانون النقد والقرض تعديلات هامة على هياكل مراقبة وتنظيم الجهاز المصرفي وتمثلت أساسا في تحديد مجلس إدارة البنك المركزي، اللجنة المصرفية ومركز المخاطر.

ورغم أن إصدار قانون النقد والقرض في 14/01/1990 كان خطوة عملاقة في مجال تطوير النظام المصرفي الجزائري، إلا أن هذا الأخير بقي يوجه العديد من المشاكل والصعوبات والتي كانت تمثل إحدى مؤشرات التدهور الاقتصادي بشكل عام، حيث كانت السياسات النقدية يغلب عليها طابع الشلل المالي، مما انعكس على عدم

فعاليته وضعف كفاءته، كما القطاع المصرفي كان يعاني من اختلالات هيكلية التي يعكسها عدم وجود منافسة في مختلف أوجه النشاط المصرفي والمالي إضافة إلى ضعف كفاءة المحافظ الاستثمارية وسوء التسيير وهيمنة القطاع المصرفي العمومي على أوجه النشاط المالي بسبب سيطرة القطاع العام على هيكله الملكية.

المطلب الثالث: ظروف ودوافع إنشاء بورصة الجزائر

جاء إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر كمطلب أساسي لعملية التنمية الاقتصادية، خاصة في ظل الإصلاحات الاقتصادية التي شرعت فيها الجزائر بغية الانتقال من نظام التخطيط المركزي للاقتصاد الوطني المبني على مركزية الموارد المالية للدولة، إلى اقتصاد السوق ينمو بفعل الآليات المتواجدة به وعلى رأسها سوق الأوراق المالية التي تعتبر أداة فعالة في هذا النظام ومن هنا تبرز أهمية إنشاء سوق للأوراق المالية بالجزائر من خلال ما يلي¹:

1- تمويل نمو المؤسسة:

حيث تسمح للمؤسسات الخاصة أو العمومية أو الدولة بتوفير رأس المال الضروري لتمويل استثماراتها من خلال النداء العام للادخار.

2- تكريس مبدأ الانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية:

وذلك بتنوع مصادر تمويل المؤسسة، إذ أن عرض المنتجات المالية يخفف من الضغط الثقيل الذي يتحملة النظام المصرفي والمتمثل في منح القروض بمختلف أنواعها وبالتالي إتاحة فرصة لتطوير وتنمية النظام المصرفي بإزالة الحواجز ما بين نشاطات السوق النقدي والسوق المالي. لذا فإن سوق الأوراق المالية في الجزائر يعتبر مصدرا دائما للتمويل غير التضخمي من خلال تسهيل عملية انتقال رؤوس الأموال بين المقرضين والمقترضين بصفة فعالة.

3- ترقية الادخار والاستثمار:

إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية له مزايا كبيرة للمدخرين أهمها إمكانية تحويل الورقة المالية إلى سيولة بشكل سريع وفي أي وقت. لذا فإن وجود سوق للأوراق المالية من شأنه أن يؤدي إلى ترقية الادخار طويل الأجل وتوجيهه نحو الاستثمارات المنتجة إذ تعتبر أفضل اختيار وبديل بالنسبة للمدخرين.

4- تمويل عجز ميزانية الدولة:

إن التدخل المتزايد للدولة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، يتطلب نفقات عمومية كبيرة التي بدورها تحتاج إلى إيرادات عمومية لتغطيتها. ولكن قد يحدث أن يظهر اختلال بين الإيرادات العامة والنفقات العامة. فتصبح الدولة أمام عجز موازني، فتظهر أحيانا إلى إصدار سندات يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.

¹ نورين بومدين، "أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف-، 2007/2006، ص 129.

المبحث الثاني: مراحل إنشاء بورصة الجزائر، تنظيمها وآليات التعامل فيها

اكتسبت بورصة الجزائر الصفة الرسمية والعملية بعد أن مر تأسيسها بعدة مراحل وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا المبحث وأهم الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وكذا آليات التعامل فيها.

المطلب الأول: مراحل تأسيس بورصة الجزائر

إن مراحل التأسيس هذه يمكن تقسيمها إلى مرحلتين:

1- مرحلة التأسيس:

لقد تضمنت هذه المرحلة إصدار مجموعة من القوانين ابتداء من سنة 1990 والتي كانت ترمي إلى الانشاء الفعلي لبورصة الجزائر من بينها:

- لقد تم إصدار المرسوم رقم 101/90 المؤرخ في 17 مارس 1990 الذي نص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط؛
- إصدار المرسوم رقم 102/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات الاقتصادية العمومية وكذلك شروط مفاوضاتها؛
- صدور قانون النقد والقرض رقم 10/90 بتاريخ 14 أبريل الذي سمح للمؤسسات بتمويل استثماراتها دون اللجوء إلى القروض البنكية.

هذه القوانين كانت كخطوة أولية نحو تأسيس "شركة الأوراق المتداولة" Société des Valeurs Mobilières في 09 ديسمبر 1990، والتي أخذت شكل شركة ذات أسهم مساهمها هم صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدر بـ 320 000 دج موزع بحصص متساوية بين هذه الصناديق ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل صندوق معين¹، ولاستكمال عملية التأسيس تم إصدار ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 هي²:

- المرسوم التنفيذي رقم 169/91 ويخص تنظيم المعاملات على القيم المتداولة؛
- المرسوم التنفيذي رقم 170/91 الذي حدد أنواع القيم المنقولة وكذلك شروط إصدارها من طرف المؤسسات؛
- المرسوم التنفيذي رقم 191/91 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي أوكلت لها مهام تنظيم، تطوير، والرقابة على سوق الأوراق المالية؛

وبالرغم من إصدار هذه القوانين إلا أن البورصة لم تتمكن من الانطلاق بصفة عملية حيث اعترضتها مجموعة من المشاكل التنظيمية وكذا النقائص المحيطة بمهامها والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تؤديه وضعف رأسمالها الاجتماعي، إضافة إلى الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي التي كانت تعاني منها الجزائر في

¹ شعون شعون، مرجع سبق ذكره، ص ص 79-80.

² Mansour mansouri, « La bourse des Valeurs mobilières d'Alger », Edition Dar Houma, Alger, 2002, p8.

تلك الفترة، ولتدارك هذه العقبات تم في فيفري 1992 رفع رأسمال شركة القيم المنقولة إلى 9 320 000 دج، وتم تعديل المركز الاجتماعي لها لتصبح بورصة القيم المنقولة BVM .

إلا أن بورصة القيم المنقولة لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وتكييف القانون التجاري لقواعد اقتصاد السوق، وكان النص التشريعي رقم 93-08¹ بتاريخ 25 أبريل 1993 متمم ومعدل للأمر رقم 75-95 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتعلق بالقانون التجاري ويحمل في طياته النص على إدراج إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للادخار وأيضا تعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة.

في حين أقر المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 مقرر بورصة القيم المتداولة بالجزائر العاصمة، حيث اعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، أما الهيئات العامة لبورصة القيم المنقولة فقد حددتها المادة 03 من نفس المرسوم وهي²:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة؛
- شركة تسيير بورصة القيم SGBV مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة؛
- الوسطاء في عمليات البورصة IOB وهي مؤسسات استثمار.

أما المرسوم التشريعي رقم 94-176 الصادر بتاريخ 13 جويلية 1994 حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء وهم البنوك، شركات التأمين وصناديق المساهمة. وبالرغم من كل هذه القوانين التنظيمية إلا أن البورصة لم تتمكن من الانطلاق الفعلي لتأدية نشاطاتها نظرا للمعوقات التي تحيط بالمحيط الاقتصادي غير المشجع وكذا الإطار القانوني الضيق.

2- مرحلة الانطلاق:

مع نهاية سنة 1996 كان تقريبا كل شيء جاهز من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛
- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية الذين بلغ عددهم التسعة والثلاثين وسيط يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر في 1993.

² المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر في 1993.

بعدد الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي. وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة 1997.

وتجدر بنا الإشارة في هذا المجال إلى أهم الأعمال التي قامت بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي أنهت خلال هذه الفترة إعداد سبعة أنظمة إضافة إلى تعليمة:

- النظام رقم 02-96 المتعلق بطبيعة المعلومات الواجب نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للادخار؛
- النظام رقم 01-97 المرتبط بمساهمة الوسطاء في العمليات البورصية في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المتداولة؛
- النظام رقم 02-97 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء المفاوضات على القيم المنقولة؛
- النظام رقم 03-97 المتعلق بسير بورصة الأوراق المالية؛
- النظام رقم 04-97 الخاص بهيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- النظام رقم 05-97 المرتبط باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في العمليات البورصية وعملائهم؛
- التعليمة رقم 01-97 الصادرة بتاريخ 1997/11/30 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية.

كما قامت اللجنة بإعداد مجموعة من الدلائل تحت عناوين: دليل المستثمر، دليل قبول القيم المنقولة، دليل القيم المنقولة، دليل هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، دليل المصدر.

أما فيما يتعلق بالإصدارات التي تم تحقيقها إلى غاية الآن فقد تم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998 المتمثلة في " القرض السندي لسوناطراك"، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي. على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي ينشئ سوق الرسمة في الجزائر في الوقت الذي ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية.

كما تم وضع برنامج خاص بالمؤسسات التي من المفروض أن تسعر بالبورصة خلال تلك الفترة بعد طرح أسهمها للاكتتاب من قبل الجمهور، وذلك عن طريق اللجوء إلى:

- انفتاح رؤوس أموالها؛

- أو زيادة رؤوس أموالها.

ليتم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، وكانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999 حيث تم القيام بتسعير سهم رياض سطيف، وبعد أسبوع تم تسعير أسهم صيدال أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر.

المطلب الثاني: تنظيم بورصة الجزائر

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين من بينهم:

أولا- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

(Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.).

أنشئت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي

1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم لقانون رقم 03-04 الصادر في 17 فيفري 2003.

تعتبر هذه اللجنة سلطة ضبط (Autorité de régulation) مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية

والاستقلالية المالية، تمثل هذه الهيئة سلطة عمومية (Autorité publique) تسهر على حماية المستثمرين في

الأوراق المالية وعلى السير الحسن وشفافية السوق¹.

تتكون هذه اللجنة من رئيس معين لمدة أربع سنوات بمرسوم رئاسي يباشر نشاطه بصفة دائمة وستة أعضاء

غير دائمين (ممثلين) تم تعيينهم بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب

كفاءتهم في مجال المالية والبورصة لمدة أربع سنوات تبعا للتوزيع الآتي²:

- قاضي يقترحه وزير العدل؛

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي؛

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛

- عضو يتم اختياره من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة؛

- عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات، والمحاسبين المعتمدين.

ولقد حولت اللجنة مجموعة من السلطات تضمن لها القيام بمهامها على أحسن وجه وتمثل في:

1- السلطة التنظيمية:

تقوم اللجنة بإصدار عدة نصوص تنظيمية التي تتطلب أولا موافقة وزارة المالية حتى تصبح سارية المفعول،

وتشمل هذه القوانين ما يلي³:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم

المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات؛

- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار

أو القبول في البورصة أو العروض العمومية؛

- تسيير محافظ الأوراق المالية؛

¹ Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012, p09.

² Ibid, p11.

³ Ibid,P11.

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات؛
 - القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛
 - القواعد المتعلقة بمسك الحسابات - حفظ الأوراق المالية؛
 - القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال الأوراق المالية؛
 - شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- 2- سلطة الاعتماد والتأهيل:

تمنح اللجنة الاعتماد لكل من الوسطاء في عمليات البورصة وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وصناديق التوظيف المشترك، وتؤهل ماسكي الحسابات حافظي السندات.

3- سلطة المراقبة والحراسة والتحقق:

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد من مدى:

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق؛
- التزام الشركات التي تقوم باللجوء العلني للادخار بالإعلام الواسع للجمهور؛
- إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات؛
- حسن سير السوق.

4- السلطة التأديبية والتحكيمية:

أنشئت داخل اللجنة غرفة تأديب وتحكيم مكونة من رئيس وعضوان منتخبان من طرف أعضاء لجنة COSOB، قاضيان معينان من طرف وزارة العدل، كما يتولى رئاسة هذه الغرفة رئيس لجنة COSOB .
ففي المجال التأديبي، يتم دراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم. تتراوح الإجراءات التأديبية بصفة عامة بين الإنذار بسحب الاعتماد إلى سحبه نهائيا بالإضافة إلى غرامات مالية.

أما بالنسبة للمجال التحكيمي: يتم دراسة كل نزاع تقني يترتب عن تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة والتي يمكن أن تقوم بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأوراق المالية.

ثانياً- شركة إدارة بورصة القيم SGBV

لم تكن شركة بورصة القيم المنقولة في بدايتها على الشكل الذي تتواجد عليه حالياً، فقد تأسست لأول مرة بعقد موثق بتاريخ 1990/10/09 تحت اسم "شركة القيم المنقولة -SVM-"، وذلك من خلال الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية، على أن تساهم هذه الصناديق بحصص متساوية في تكوين رأسمال هذه الشركة. لكن ونظراً للعديد من الصعوبات والعراقيل السياسية، الاقتصادية والاجتماعية وحتى التنظيمية من جهة وضعف رأسمالها الذي بلغ 320 000 دج من جهة أخرى لم تستطع الشركة تحقيق الهدف المسطر لها والمرجو من إنشائها. وبغرض تجاوز الصعوبات وتخطي العراقيل، تقرر ابتداء من فيفري 1992 رفع رأسمال هذه الشركة إلى جانب تعديل قوانينها الأساسية، وعلى ضوء هذه التعديلات تغير اسم شركة القيم المنقولة وأصبحت تدعى رسمياً بشركة إدارة القيم SGBV، وتحدد بوضوح دور هذه الشركة والمهام المتعددة لها والمتضمنة في المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وبذلك تأسست شركة إدارة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دج، وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

تمارس شركة تسيير بورصة القيم مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي نوجزها فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدراج القيم المنقولة في البورصة؛
- التنظيم المادي لحصص البورصة وتسيير نظام التداول والتسعيرة؛
- تنظيم عمليات المقاصة للصفقات على القيم المنقولة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة واصدار النشرة الرسمية لجدول التسعيرة؛
- ضمان السير الحسن للصفقات على القيم المنقولة في البورصة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، كما أن الشركة تتولى مهمة تسهيل العمليات ما بين الوسطاء عن طريق:

- تطبيق النظام العام في شكل نشرات ومقررات؛
- عرض هذا النظام على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للتصديق عليه؛
- وضع وتطبيق نظام للتحكيم وفض النزاعات؛
- وضع تنظيم مادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.

ثالثا-الوسطاء في عمليات البورصة IOB

تجرى مختلف العمليات في سوق الأوراق المالية عن طريق وسطاء في شكل شركات مساهمة أو أشخاص طبيعيين، يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك بعد استيفائهم للشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة الممثلة فيما يلي :

1- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:

- يشترط للأشخاص الطبيعيين ما يلي:
- بلوغ سن 25 سنة على الأقل؛
- امتلاك محل ملائم لممارسة نشاط الوساطة؛
- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية المدخرين؛
- التمتع بتكوين عال في هذا المجال؛
- تقديم طلب الاعتماد على مستوى اللجنة؛
- تكوين الملف الذي يثبت مساهمته في أرس مال شركة تسيير بورصة القيم؛
- تقديم ضمانات كافية لطبيعة النشاط تقدر بـ 500 000,00 دج.

2- بالنسبة للأشخاص المعنويين:

- يشترط للأشخاص المعنويين ما يلي:
 - أن يكون الشكل القانوني للوسيط عبارة عن شركة مساهمة؛
 - الحد الأدنى لرأس المال مقدر بمبلغ مليون دينار جزائري؛
 - الحيازة على تنظيم ووسائل تقنية ملائمة لنشاطها؛
 - أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة؛
 - أن يكون لديهم موظفين (وسطاء) يتمتعون بالمؤهلات اللازمة.
- هذا ويمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء طبقا للمرسوم التشريعي 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وهما:

أ- الوسطاء ذوي النشاط المحدود:

وهم الوسطاء الذين يقتصرون نشاطهم في التفاوض على القيم المنقولة المقبولة لحساب الغير فقط، ولا يقدمون خدمات أخرى مثل تسيير المحافظ المالية أو التوظيف.

ب- الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود:

وهم الوسطاء الذين يقومون بمهام متعددة، فزيادة على نشاط التفاوض على القيم المنقولة يقومون بتسيير المحافظ المالية مع إمكانية اقتراح الاكتتاب وشراء أو بيع القيم المنقولة لحسابهم الخاص.

وبذلك تم منح الاعتماد بموجب المرسوم التشريعي 96-03 المؤرخ في جويلية 1993 لخمس وسطاء على شكل شركات مساهمة، تضم هذه الشركات:

- شركة الراشد المالي: تتكون من البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، شركة التأمين وإعادة التأمين؛
 - المؤسسة المالية العامة، تتكون من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل؛
 - المؤسسة المالية للاستشارات والتوظيف: يمثلها كل من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، والشركة الجزائرية للتأمين؛
 - مؤسسة توظيف القيم المنقولة: تتكون من البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية، والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين؛
 - يونيون بنك: وهو الوسيط الوحيد ذو رأس المال الخاص الذي قدر بـ 1 000 000 دج.
- وبمقتضى المرسوم رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تمت تصفية شركات الوساطة الخمس السابقة وانشاء أقسام مختصة بتسيير القيم المنقولة وذلك في البنوك العمومية التي طلبت الاعتماد من اللجنة بصفتها وسيط في عمليات البورصة وكان ذلك في سنة 2004، حيث أصبحت تركيبة الوسطاء كما هو مبين:

الجدول رقم (4-1): تركيبة الوسطاء الماليين

البيان	تاريخ الاعتماد	رقم مقرر كسوب	فئة النشاط المرخصة
البنك البنك الجزائري للتنمية الفلاحية	2004/03/03	005/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
البنك الوطني الجزائري	2004/03/14	007/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
بنك التنمية المحلية	2004/10/14	008/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
البنك الجزائري الخارجي	2004/10/03	014/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
القرض الشعبي الجزائري	2004/10/03	015/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	2004/12/28	027/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير

Source :Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2004, p28.

وبقيت هذه البنوك (المنحصرة في ستة بنوك عمومية) تمارس نشاط الوساطة المالية إلى غاية نهاية سنة 2011، حيث سجلت الساحة المالية إضافة بنك BNP الجزائر¹ بعد حصوله على الاعتماد سنة 2012 كوسيط ذو النشاط التام، كما سجلت الساحة المالية أيضا إضافة بنك Société General الجزائر سنة 2014² كذلك كوسيط يمارس نشاط الوساطة المالية بشكل تام، ليبلغ عدد البنوك المتدخلة في نشاط الوساطة المالية 8 وسطاء - 6 وسطاء من البنوك العمومية وبنكين خاصين-.

¹ COSOB , Rapport annuel 2012, p 27.

² COSOB , Rapport annuel 2014, p 24.

رابعا- المؤتمر المركزي للسندات "الجزائر للمقاصة"

يعد المؤتمر المركزي للسندات أحد الآليات المستحدثة في البورصة، حيث أنه يعتبر شركة ذات أسهم (SPA) وحيدة تحمل تسمية تجارية وتقوم بسن القوانين المتعلقة بالسندات، كما أن قانونها الأساسي وكذا تعيين مسيرتها يخضعان لموافقة أعلى السلطات في البلاد بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تمارس الرقابة على نشاطاتها، فالمؤتمر المركزي للسندات إذا يعد مشاركا أساسيا في نشاط البورصة حيث أن فكرة إدراجه ضمن آليات البورصة أصبحت لا مفر منها.

فالمؤتمر المركزي للسندات يقوم بالعديد من الوظائف التي تساهم في تفعيل نشاط البورصة والمتمثلة في¹:

- فتح وإدارة حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب-الحافظين المنخرطين فيه، فهو بذلك يركز حفظ السندات ويسهل توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب؛
- تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال...)
- يقوم بسن القوانين المتعلقة بالسندات المقبولة في عملياته حسب المقياس الدولي؛
- يقوم بنشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

أما عن المنخرطون في المؤتمر المركزي²:

- البنوك والمؤسسات المالية؛
- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- المتخصصون في سندات الخزينة العامة؛
- الأشخاص المعنويون الذين يصدرون سندات؛
- المؤتمنون المركزيون الأجانب.

وبالنسبة للأدوات المالية التي يتم قبولها في عمليات المؤتمر المركزي للسندات فهي تتمثل في الآتي³:

- سندات الخزينة العامة؛
- سندات الدين القابلة للتداول؛
- حصص وأسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- السندات من ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية؛
- كل مجموعة السندات التي تخول لحائزها التمتع بحقوق مماثلة للأدوات المالية السابق ذكرها؛
- كما يجوز للمؤتمر المركزي للسندات أن يقبل في عملياته سندات مادية.

¹ <http://www.cosob.org/algerie-clering/> consulté le 20/12/2015.

² Ibid.

³ Ibid.

وتجدر الإشارة أن أولى المهام التي بادرها المؤمن هو تحويل الشهادات الإسمية إلى حسابات خاصة وكان هذا سنة 2004 قصد توفير عنصر الأمان لدى المستثمرين، كما أنه تم تحويل سندات الخزينة الشبيهة (OAT) من بنك الجزائر إلى الجزائر للمقاصة سنة 2008¹.

خامسا- ماسكو الحسابات TCC

هم البنوك والمؤسسات المالية، شركات التجارة التي تمتلك صفة الوسيط في عمليات البورصة، ويوفر ماسكة الحسابات أو حافظوا السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليه في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

سادسا- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

بشكل عام يوجد نوعان من المستثمرين في القيم المنقولة هم: المستثمرين الصغار تمثلهم العائلات والمؤسسات، والمستثمرين الكبار تمثلهم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة²، حيث تم تحديد قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتسييرها كالاتي:

1- تعريف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

تهدف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة يتمثل المدّخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند أو ذاك، فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق. يمكن أن يُستثمر الادخار الذي تجمعه هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى (أسهم، سندات دين، سندات دين قابلة للتداول..) التي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

2- أنواع هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

يتم التمييز بين عائلتين قانونيتين من هيئات التوظيف الجماعي وهما شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق المشتركة للتوظيف.

أ- شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير SICAV:

هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهما تماشيا مع طلبات الاكتتاب، ويصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة يخول وضع المساهم لصاحبه عددا معينا من الحقوق مثل حق التصويت في الجمعيات العامة، والحق في الإعلام، والحق في أن تُدفع له حصة من الأرباح..

¹ تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، ص 74.

² الأمر رقم 96-08 الصادر بتاريخ 10/01/1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ولم تعرف بورصة الجزائر سوى شركة واحدة ذات رأس مال متغير تأسست بموجب القرار رقم 98-01 الصادر في 31 مارس 1998 سميت شركة الاستثمار المالي "سليم" (SICAV CELIM)، مؤسسوها هم: الشركة الجزائرية للتأمينات SAA، والبنك الوطني الجزائري BNA، وبنك التنمية المحلية BDL وقد حدد رأسمالها بـ 120 مليون دينار.

ب- صندوق التوظيف المشترك FCP:

هو عبارة عن ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، ويصدر حصصا، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم، وتتولى تسيير صندوق توظيف المشترك شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم.

3- مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت؛
- الحصول، من خلال الحافظة المستثمرة، على أنواع شتى من السندات؛
- تسيير يقوم به محترفون؛
- قواعد استثمار واضحة تنوع المخاطر؛
- توجيه التوظيف منصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتوج؛
- إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين، وذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعية.

المطلب الثالث: الأوامر وطرق التسعير في بورصة الجزائر

تتعدد وتختلف أنواع الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر، وذلك من خلال مجموعة من الأوامر وفق خطوات معينة تبين كيفية التعامل بها وإجراءات قيدها من خلال ما يلي:

أولا- القيم المنقولة المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

القيمة المنقولة هي أصل من الأصول المالية تُصدره شركات ذات أسهم أو الدولة، وقد تأخذ شكلين رئيسيين هما السهم والسند، وتوصف هذه القيمة بأنها منقولة لأنها يمكن أن تكون محل تفاوض بين المستثمرين، مما يسهل حركة وتنقل رؤوس الأموال المدخرة.

ليتم إصدار القيم المنقولة في السوق المالية الأولية التي تتكون أساسا من المؤسسات المصرفية المكلفة بتوظيف السندات لدى المستثمرين، وتُسجل بعد ذلك للتداول في سوق البورصة أو تبادلها بالتراضي إذا لم تجتمع فيها شروط القبول في البورصة.

حيث يميز المشرع الجزائري بين ثلاث أنواع من القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر، هي¹:

¹ بورصة الجزائر، "القيم المنقولة"، منشورات خاصة بالعموم، 2014. متوفرة على الموقع الإلكتروني التالي:

1- الأسهم:

وهي سندات ملكية تخول للمستثمرين "المساهمين" حقوقا تتعلق بأصول الشركة وحقوقا أخرى، ولقد حددت التشريعات نوعين من الأسهم:

أ- الأسهم العادية: هذا النوع من الأسهم هو السائد في شركات المساهمة الجزائرية، ويمنح السهم العادي للمساهم الحق في تصويت واحد والحق في حصة من أرباح الأسهم، والحق في الحصول على المعلومات والحق في الأصول؛

ب- الأسهم الممتازة: هذه الأسهم لا تخول لصاحبها حق التصويت، ولكنها تمنحه الحق في أولوية الحصول على الأرباح. ويوفر السهم نوعين من أنواع الإيرادات:

- الربح الذي يمثل حصة من صافي المكسب الموزع على كل سهم؛
- فائض القيمة الناتج عن عملية التنازل عن الأسهم: وهو المكسب الزائد في رأس المال المسجل عندما يكون سعر البيع أكبر من تكلفة اكتساب السهم.

2- السندات:

السند هو صك مديونية يُثبت وجود دين على شركة ذات أسهم أو الدولة، وللسند مدة استحقاق محددة، وتُسدد قيمته عند انتهاء هذه المدة.

إن سعر السند هو عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية، وبالتالي إذا كان سعر السند هو 102% وقيمه الاسمية تساوي 10.000.00 دج، فسيتم مخالصة هذه القيمة إلى 10.200.00 دج.

ولا يتضمن سعر السند نسبة الحق في الفائدة المرتبطة به (الفوائد المستحقة)، ويُذكر سعر السند في الجزء السفلي من القسيمة، ويقوم المستثمر المشتري بدفع الفوائد المستحقة للبائع وذلك إضافة إلى قيمة المبادلة.

3- سندات الخزينة العمومية:

هي عبارة عن سندات دين سيادية تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة، وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها تصدرها المديرية العامة للخزينة بثلاث آجال وهي: 7 و10 و15 سنة وذلك عن طريق أسلوب مزايادة يسمى المزاد الهولندي (أو المزاد على الأسعار المطلوبة)¹.

يتم الاكتتاب على السندات الشبيهة بالخزينة في القسم الأولي من طرف المتخصصين في قيم الخزينة المعتمدين من المديرية العامة للخزينة والتي حُددت قيمتها الاسمية بمليون دينار جزائري، حيث تم إدخال السندات الشبيهة للخزينة للتداول في بورصة الجزائر بتاريخ 11 فيفري 2008 من خلال الوسطاء في عمليات البورصة والمتخصصين في قيم الخزينة-يشمل المتخصصون في قيم الخزينة المعتمدون SVT^{*} ثمانية بنوك وخمسة شركات تأمين-.

¹ نفس المرجع السابق.

^{*} يشمل المتخصصون في قيم الخزينة ما يلي: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك-، سيتي بنك، اتش إس بي سي، الشركة الدولية للتأمين وإعادة التأمين، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل، الشركة الجزائرية للتأمينات، الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة.

ثانياً- شروط وإجراءات قيد المؤسسات في بورصة الجزائر

1- شروط قبول التسجيل في قيد البورصة:

ينبغي على المؤسسة التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في البورصة أن تتوفر فيها جملة من الشروط بعضها عامة وأخرى خاصة متعلقة بطبيعة الورقة المالية المصدرة، وهي كما يلي:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة؛
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداها في البورصة؛
- ضمان التكمّل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

2- إجراءات قيد المؤسسات في البورصة:

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي¹:

1-2/ مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

أ- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية.

ب- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

ج- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على ألا يكون عضواً في هذه الأخيرة، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

د- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتمثّل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال. ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائداً للفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية، وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

هـ- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

و- إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على: طلب القبول، محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار، مشروع المذكرة الإعلامية،

¹ عملية الإدراج في البورصة، متوفر في الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة الجزائر www.sgbv.dz

مشروع الدليل، معلومات عامة عن الجهة المصدرة، معلومات عن التمويل، معلومات اقتصادية ومالية، الوثائق القانونية، تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم، ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني..).

ز- **تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها:** تملك اللجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

ح- **الانضمام إلى المؤتمر المركزي:** قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

ط- **حملة التسويق:** سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

ي- **بيع السندات:** يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

ك- **كشف النتائج:** في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

ل- **تسوية العملية:** يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2-2/مرحلة الادراج:

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند. كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

2-3/مرحلة ما بعد الادراج:

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيّراته في السوق .

أ- **عقد السيولة:** يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

ب- نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزَمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات. ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

ثالثاً-الأوامر وطرق التسعير في بورصة الجزائر

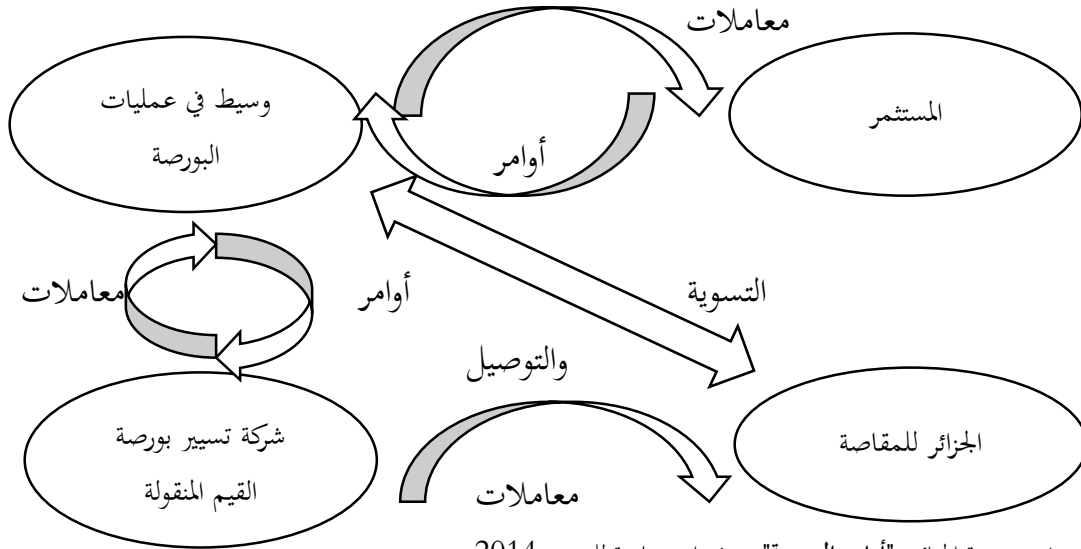
1- أوامر بورصة الجزائر:

إن أذخال أمر الشراء أو البيع في البورصة لا يتم إلا عن طريق وسيط معتمد في عمليات البورصة، لذلك يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تنفيذه تنفيذا سليماً من بينها:

- هوية مقدم الأمر؛
- الغرض من العملية-شراء أو بيع-؛
- عنوان أو اسم القيمة التي يتعلق بها الأمر؛
- كمية أو عدد السندات المطروحة للتداول؛
- السعر الأعلى(للشراء)والأدنى(للبيع) الذي يبدي المستثمر استعدادا لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره؛
- فترة صلاحية الأمر، والتي يجب ألا تتعدى 30 يوماً ابتداء من يوم انشائه؛
- توقيع صاحب الأمر.

والشكل رقم(1-4) يوضح آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر كما يلي:

الشكل رقم(1-4): آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر



المصدر: بورصة الجزائر، "أوامر البورصة"، منشورات خاصة للعموم، 2014.

وطبقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية¹:

1-1/بيانات السعر: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر وهما:

- أ- أمر "محدد السعر": هو أحد أنواع الأوامر في البورصة، حيث يحدد المشتري أو البائع السعر المرغوب سواء كان أعلى أو أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع السند.
- ب- أمر "بالسعر الأفضل": هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

2-2/بيانات الصلاحية: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

- أ- أمر صالح "لمدة يوم": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.
- ب- أمر صالح "لتاريخ معين": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.
- ج- أمر "ذو صلاحية محدودة": وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوما ويعد صالحا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.
- د- أمر صالح "لغاية تنفيذه": وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.

3-1/نوع خاص: يسمى أمر على "كل شيء أو لا شيء"، وهو عبارة عن أمر للبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة، وقد تم تجميد التعامل بهذا الأمر مؤقتا وذلك لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

2- طرق التسعيرة المنصوص عليها في بورصة الجزائر:

ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعيرة وهما التسعيرة بالتثبيت والتسعيرة المستمرة، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت.

فبمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، وتقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت.

¹ بورصة الجزائر، "أوامر البورصة"، منشورات خاصة للعموم، 2014.

ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
 - تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع؛
 - تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.
- في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات، وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق.
- ليتم تسوية المعاملات المنجزة في بورصة الجزائر على الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات بعد ثلاثة أيام من أيام العمل الرسمية من تاريخ تداولها، ويتم تسوية المعاملات المتعلقة بسندات الخزينة العمومية بعد يوم واحد من تداولها في البورصة.

المبحث الثالث: تحليل مؤشرات التنمية المالية ببورصة الجزائر

لمعرفة أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر ومدى مساهمته في تمويل التنمية الاقتصادية، لا بد من الاعتماد على مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية السابق ذكرها.

المطلب الأول: مؤشرات أداء سوق الأسهم

تتمثل مؤشرات أداء سوق الأسهم ببورصة الجزائر في:

أولاً- مؤشرات حجم السوق

من أجل توضيح نشاط بورصة الجزائر وأدائه، لا بد من الاعتماد على المؤشرات التالية:

- 1- نسبة رأس مال السوق: يسمح هذا المؤشر بوصف اتجاه نشاط وأداء المؤسسات المدرجة في البورصة وبالتالي مدى تطورها، وإذا أتينا لدراسة هذه النسبة في بورصة الجزائر نجد أن نشاط هذه الأخيرة محدود، كما يعتبر حجم السوق ضيق وهو ما يترجمه معدل الرسملة البورصية بحسب الجدول التالي:

الجدول رقم(4-2): تطور نسبة رأس مال السوق من 1999-2014

البيان	رأس المال السوقي	معدل النمو في رأس المال %	الناتج المحلي الإجمالي PIB	معدل رأس المال السوقي %
1999	19.175	-	3238.2	0.59 %
2000	21.495	12.10	4123.514	0.52 %
2001	14.720	-31.52	4260.811	0.34 %
2002	10.990	-25.34	4537.691	0.24 %
2003	11.100	1.00	5264.186	0.21 %
2004	10.100	-0.09	6127	0.16 %
2005	10.400	2.97	7562	0.14 %
2006	6.710	-35.48	8460.5	0.08 %
2007	6.460	-3.725	9408.3	0.068 %
2008	6.500	0.619	11042.8	0.058 %
2009	6.550	0.770	10034.255	0.065 %
2010	7.900	20.61	12049.5	0.066 %
2011	14.967	89.45	14384.8	0.10 %
2012	13.030	-12.95	15843.023	0.082 %
2013	13.820	6.06	16569.3	0.083 %
2014	14.793	7.04	17730.7	0.084 %

المصدر: من إعداد الطالبة استنادا إلى:

- COSOB, « Rapport annuel », 2010,2012,2014.

- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة من خلال الموقع www.sgbv.dz ، تاريخ الاطلاع: 2015/12/22.

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015.

من خلال الجدول رقم(4-2) نجد أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني يعتبر محتشما، حيث نجد أن الرسملة البورصية أخذت مستويات مختلفة بين الارتفاع والانخفاض، والتي بلغت ذروتها سنة 2000 بقيمة 21.495 مليار دينار جزائري، وهذا راجع لإدراج أسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، لتعرف هذه القيمة انخفاضاً ابتداء من سنة 2001 إلى 10.100 مليار دينار جزائري سنة 2004، ويعزى هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية للشركات الثلاث المدرجة في البورصة(صيدال، الأوراسي، الرياض سطيف)، وكذا غياب الإصدارات الجديدة وبالتالي عدم تنوع فرص الاستثمار.

وفي سنة 2005 شهدت نسبة رأس المال السوقي ارتفاعا طفيفا مقارنة بسنة 2004 وهذا يعود إلى ارتفاع السعر السوقي لسهم صيدال وسهم الأوراسي، لتشهد سنة 2006 تراجعا ملحوظا وحادا في الرسملة البورصية لتبلغ أدنى حد لها بقيمة 6.710 مليار دينار جزائري، وذلك إثر انسحاب شركة الرياض سطيف من البورصة بعد سبع سنوات من الإدراج، وهذا راجع إلى الانخفاض المستمر في قيمة أسهمها الذي أدى إلى التوقف الكلي للعمليات المرتبطة بهذه الشركة.

في حين عرفت الرسملة البورصية لبورصة الجزائر تطورا ملحوظا خلال الفترة الممتدة من 2007-2014 لتبلغ حوالي 14.793 مليار دينار سنة 2014 مقارنة بـ 6.460 مليار دينار جزائري المسجلة سنة 2007، وكانت أعلى قيمة لها تلك المسجلة سنة 2011 والبالغة حوالي 14.967 مليار دينار جزائري، ويعزى ذلك إلى طرح أسهم شركة "أليانس للتأمينات" للتداول بتاريخ 2011/03/07 بسعر إدراج 830 دينار جزائري.

أما عن سبب انخفاض قيمة رأس المال السوقي سنة 2012 مقارنة بسنة 2001 أين بلغ معدل التغيير بـ 12.95%، يرجع إلى تراجع أسهم كل الشركات المدرجة في البورصة حيث تراجع:

- سهم مؤسسة الأوراسي خلال سنة 2012 من 500 إلى 340 دينار جزائري؛

- سهم صيدال خلال سنة 2012 من 700 إلى 620 دينار جزائري؛

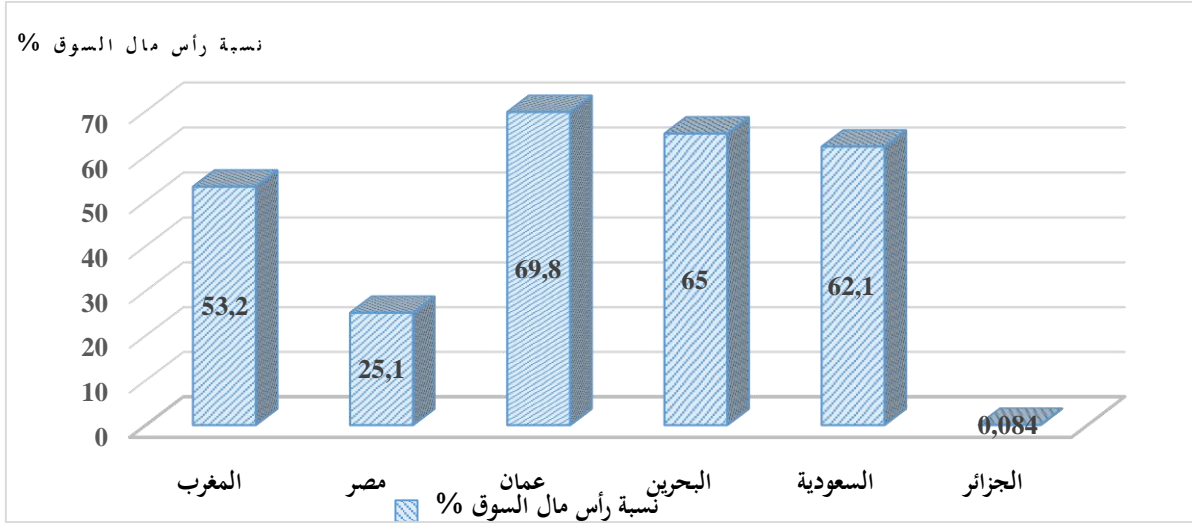
- سهم شركة أليانس للتأمينات خلال سنة 2012 من 830 إلى 825 دينار جزائري.

ليعود الارتفاع سنة 2013 بما يقارب 790 مليون دينار جزائري، نظرا لإدراج أسهم شركة Rouiba في جوان 2013 للتداول بسعر 700 دينار جزائري وهذا لإنعاش البورصة.

أما عن معدل رأس المال السوقي -نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي-، فكما هو مبين في الجدول أعلاه يبدو هذا المعدل هامشي، فبالرغم من ارتفاع قيمة رأس المال السوقي في بعض الفترات إلا أن هذا المعدل بقي منخفضا، إذ وصل إلى 0.59% سنة 1999 ليستمر في الانخفاض عبر السنوات، وهذا يدل على أن مؤشر رأس المال السوقي والذي يعكس حجم السوق على تقلص القاعدة الاستثمارية وعجز البورصة على استقطاب المدخرات وتعبئتها وبعثها للتنمية الاقتصادية.

وإذا ما تم مقارنة هذا المؤشر بأسواق ناشئة أخرى نجد أنه منخفضا جدا، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-2): تطور معدل رأس المال السوقي في أسواق مالية ناشئة مختارة



المصدر: من إعداد الطالبة استنادا إلى:

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015؛
- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

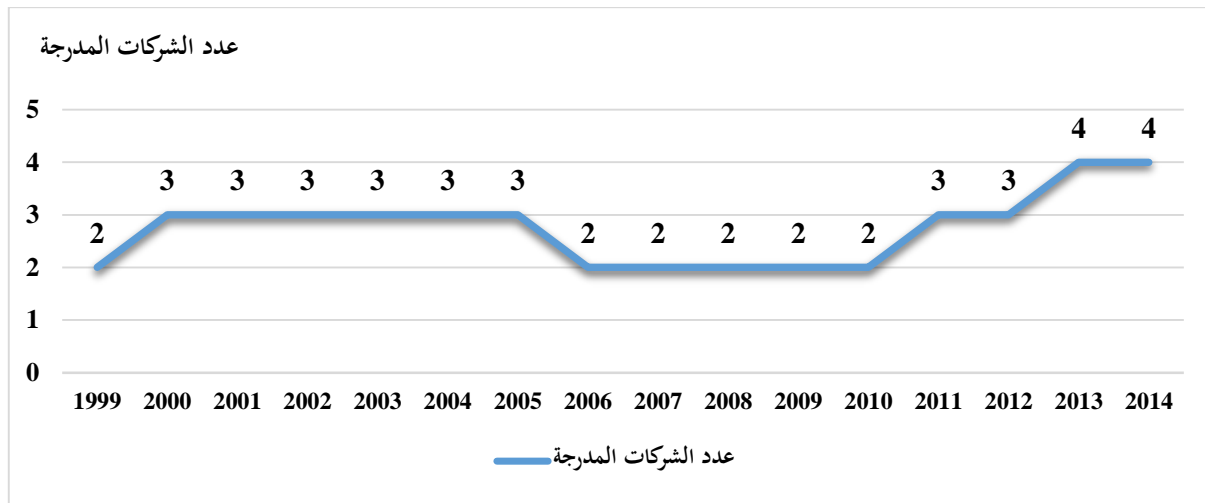
ومن خلال هذا الشكل البياني يتضح أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق الناشئة المختارة من حيث معدل رأس المال السوقي.

2- مؤشر عدد الشركات المدرجة:

يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق حيث أن زيادة عدد الشركات يدل على نمو الاستثمارات في السوق، وبالتالي رفع أداء البورصة، أما بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر نجد أن هذا المؤشر ضعيف جدا حيث أن هناك أربعة شركات مسجلة في البورصة، وبالتالي فإن هذا الوضع لا يسمح بتنمية حجم السوق واستقطاب المستثمرين.

والشكل الموالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1999-2014

الشكل رقم (4-3): تطور عدد الشركات في بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على بيانات موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تاريخ الاطلاع 2015/06/10

يبين الشكل رقم (4-3) أن عدد الشركات المدرجة في البورصة لا يتعدى أربع شركات في نهاية سنة 2014، عكس أسواق الأوراق المالية الناشئة التي تتميز أسواقها بارتفاع عدد الشركات المدرجة، حيث تأتي بورصة عمان في المرتبة الأولى بـ 236 شركة مدرجة، تليها البورصة المصرية بـ 214 شركة مدرجة والسوق المالية السعودية بـ 169 شركة مدرجة، بورصة الدار البيضاء بـ 77 شركة مدرجة¹، في حين تحتل الجزائر المرتبة الأخيرة من بين هذه الأسواق، وتمثل الشركات الأربعة المسعرة ببورصة الجزائر في:

- مؤسسة الأوراسي، والتي أدرجت بالبورصة في جوان 1999 بطرح 1.200.000 سهم للاكتتاب بسعر 400 دينار جزائري للسهم الواحد؛
- مؤسسة صيدال، والتي أدرجت بالبورصة في سبتمبر 1999 بطرح 2.000.000 سهم للاكتتاب والتي بسعر 800 دينار جزائري للسهم؛
- شركة أليانس للتأمينات، والتي أدرجت بالبورصة في مارس 2011 بطرح 1.804.511 سهم بسعر 830 دينار جزائري للسهم؛
- شركة الروبية، والتي أدرجت بالبورصة في جوان 2013 وذلك بطرحها 2.122.988 سهم بسعر 400 دينار جزائري للسهم الواحد.

وبذلك تحتل بورصة الجزائر المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة، ويرجع ذلك إلى محدودية المؤسسات المؤهلة والقادرة على الإدراج في البورصة نظرا لعدم استيفائها لشروط الإدراج والتي تعتبر واحدة من بين المعوقات التي تعيق نشاط البورصة وفعاليتها.

ثانيا- مؤشرات سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة، وبذلك تميز مؤشرين أساسيين لقياس سيولة السوق يتمثل المؤشر الأول في معدل قيمة التداول الذي يعبر عن التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي، لذلك يعكس هذا الأخير ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، أما المؤشر الثاني يتمثل في معدل الدوران الذي يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات وعليه سيتم دراسة سيولة سوق الأسهم من خلال تتبع حجم وقيمة التبادل ومعدل دوران السهم كالاتي:

¹ التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015.

الجدول رقم(4-3): تطور نسبة التداول ومعدل الدوران من 1999-2014

السنوات	عدد الصفقات	الحجم المتداول	القيمة المتداولة (مليار دج)	رأس مال السوق (مليار دج)	PIB مليار دج	نسبة التداول %	معدل الدوران %
1999	1017	34752	0.043	19.175	3238.2	0.0014	0.22
2000	4420	320063	0.35	21.495	4123.514	0.0084	1.62
2001	2771	358935	0.25	14.720	8114.260	0.0058	1.7
2002	2042	79432	0.035	10.990	4537.7	0.00079	0.32
2003	393	39693	0.0172	11.100	5264.18	0.00032	0.16
2004	141	22183	0.0084	10.100	6127	0.00013	0.083
2005	64	13487	0.0041	10.400	7562	0.00054	0.04
2006	144	63561	0.023	6.710	8460.5	0.00027	0.34
2007	113	35754	0.014	6.460	9408.3	0.00014	0.21
2008	203	52103	0.021	6.500	11042.8	0.00019	0.32
2009	160	34700	0.014	6.550	10034.255	0.00013	0.21
2010	125	27420	0.012	7.900	12049.5	0.0001	0.15
2011	413	231997	0.18	14.967	14384.8	0.0012	1.20
2012	143	49471	0.036	13.030	15843.023	0.00022	0.27
2013	132	120681	0.050	13.820	16569.3	0.0003	0.36
2014	252	90111	0.041	14.793	17730.7	0.00023	0.27

المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على المعلومات المتوفرة في الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة الجزائر

يعبر مؤشر التداول عن قيمة الأسهم التي يتم تداولها في السوق خلال فترة زمنية معينة، لذلك إذا قمنا بتحليل مؤشرات حجم وقيمة التداول في بورصة الجزائر نجد أنها ضعيفة جدا، مما يعكس ضعف مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني.

حيث انطلق التداول في بورصة الجزائر نهاية سنة 1999 وبلغ مؤشر نسبة التداول خلال هذه السنة نحو 0.0014% نظرا لانخفاض حجم الصفقات التي قدرت بـ 34752 مما أدى إلى انخفاض القيمة الاجمالية المتداولة التي بلغت 0.043 مليار دينار، وكان نصيب كل من أسهم الرياض سطيف ومؤسسة صيدال من الحجم المتداول 28.35% و71.65% على التوالي، لينتشر التداول بعد إدراج أسهم تسيير نزل الأوراسي سنة 2000 التي كان لها الأثر الإيجابي في ارتفاع حجم المعاملات، وبالتالي قيمتها والتي قدرت بـ 0.35 مليار دينار جزائري.

أما في سنة 2001 شهدت انخفاضا في القيمة الاجمالية المتداولة أين بلغت 0.25 مليار دينار جزائري مقارنة بسنة 2000، وتوالت الانخفاضات الشديدة والمتتالية ابتداء من سنة 2002 في حجم وقيمة الأسهم المتداولة نتيجة لانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة وكذا غياب الإصدارات الجديدة. بالإضافة إلى ذلك اقتصر التداول على

أسهم مؤسستين فقط في الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 وخاصة بعد انسحاب شركة الرياض سطيف، كل هذا أدى إلى تدني واضح في قيمة وحجم التداول، إلى غاية سنة 2011 أين انتعش التداول بعد طرح شركة أليانس للتأمينات أسهمها للتداول لأول مرة وبالتالي سيطرة أسهم هذه الشركة على حجم وقيمة التداول في البورصة. لتتخفف قيمة وحجم التداول سنة 2012 بعد الارتفاع الذي شهدته سنة 2011 وهذا راجع لانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة بسبب الجلسات التي أقيمت من دون التفاوض على أي سهم، لتحسن القيمة المتداولة خلال سنة 2013 بعد إدراج شركة روية أسهمها في البورصة للتداول في جوان 2013 لترتفع هذه القيمة بـ 0.05 مليار دينار جزائري، أين مثلت هذه الشركة أكبر نسبة من حجم التداول والتي قدرت بـ 83%.

خلال سنة 2014 سجلت القيمة الاجمالية المتداولة مستوى 90111 سهم مقارنة بـ 120681 سهم في 2013، وهذا راجع لانخفاض أسعار الأسهم المدرجة حيث تراجع سهم أليانس للتأمينات من 830 إلى 595 دج، كذلك بالنسبة لشركة روية في عامها الثاني من التداول سجلت انخفاضا في أسهمها بحوالي 35 دج عن سعر الاكتتاب.

أما بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر نجده يتميز بالضعف الشديد كونه أنه في أغلب السنوات لم يتجاوز معدله عن الواحد وهذا ما يعبر عن انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تأثير قيمة التداول المنخفضة على تطور هذا المعدل.

إلا أنه سجل معدلات تجاوزت الواحد خلال السنوات 2000، 2001، 2011 بمعدلات قدرت بـ 1.62%، 1.7%، 1.20% على التوالي. وكان السبب وراء هذا الارتفاع دائما هو إصدار أسهم جديدة ولكن يظل هذا المعدل منخفضا جدا ليعبر على صعوبة شراء وبيع الأوراق المالية ببورصة الجزائر، والذي يعكس درجة سيولة منخفضة لبورصة الجزائر.

كل هذه المؤشرات وإن دلت فإنها تدل على أن بورصة الجزائر ضعيفة النشاط التي تعكسها معدلات الرسملة البورصية ومؤشرات السيولة التي تبقى محتشمة.

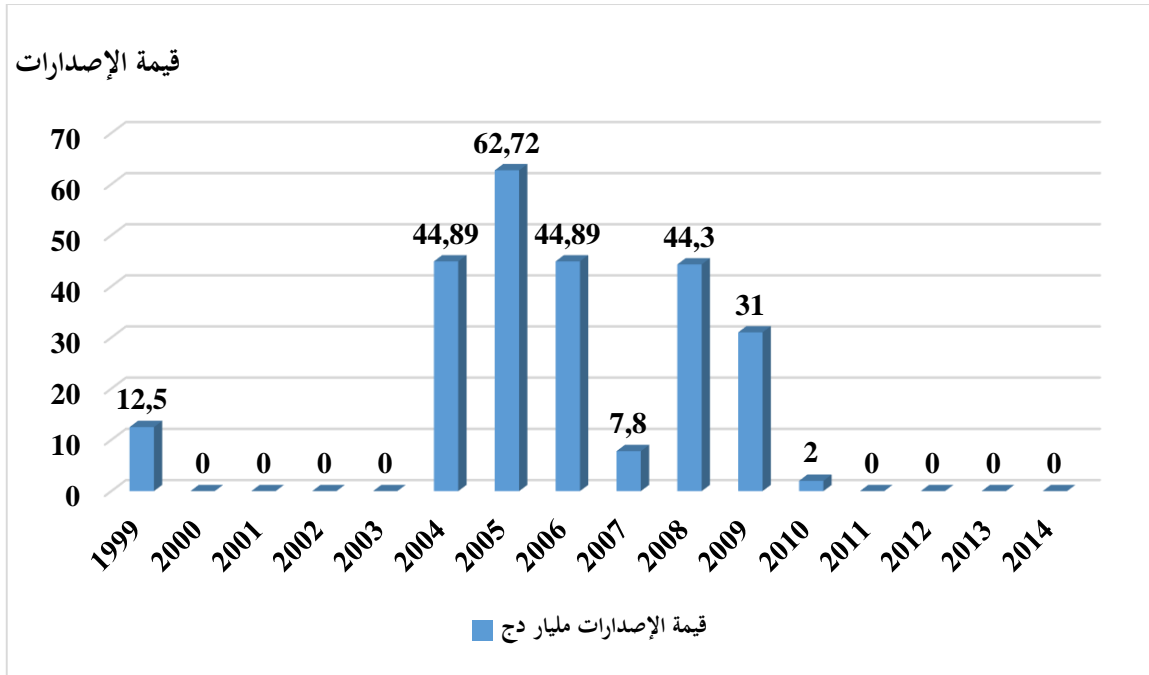
المطلب الثاني: تحليل نشاط السوق السندي

سنحاول من خلال هذا المطلب رصد تطور قيمة الإصدارات ببورصة الجزائر كالاتي:

أولا-تطور أداء السوق الأولية للسندات

تتصف السوق الأولية للسندات أيضا بضعف الأداء والنشاط، وكذا بقلة عدد الشركات المصدرة حيث يوجد حاليا -مع بداية سنة 2015- سند واحد فقط مسعر في بورصة الجزائر، والذي يتعلق بسند دحلي المستحق في سنة 2016، علما أن الجزء الأكبر من هذه السندات موجه للبنوك والمستثمرين المؤسستين، وفيما يلي شكل يوضح تطور الإصدارات في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من (1999-2014):

الشكل رقم (4-4): تطور الإصدارات في بورصة الجزائر من 1999-2014



المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

نستطيع من خلال الشكل أعلاه تقديم بعض التحليلات في تطور قيمة الإصدارات ببورصة الجزائر والتي هي كالتالي:

يعتبر إصدار القرض السندي لسوناطراك أول عملية فتح بها السوق المالي الجزائري ووضع حيز التنفيذ، حيث تم إصدار هذا الأخير بمبلغ قدر بخمسة ملايين دينار جزائري، ومع نجاح هذه العملية تم رفع هذا المبلغ بمقدار 7.5 مليار دينار جزائري وبهذا بلغ المجموع الإجمالي للقرض مبلغ 12.5 مليار دينار جزائري، ويتجلى هذا الإصدار من خلال قرار وزارة الطاقة والمناجم رقم 805 الصادر بتاريخ 09 نوفمبر 1997، وأصدر هذا القرض لمدة 5 سنوات بفائدة سنوية قدرت بـ 13% بفترة اكتتاب حددت من 10 جانفي 1998 إلى 28 فيفري من نفس السنة، على أن يتم التسديد النهائي لهذا القرض في 04 جانفي 2003، إلا أن النجاح لم يدم طويلا كون عملية الإصدار للسندات الجديدة توقفت خلال السنوات (1999-2003).

لتستأنف سوق السندات فيما بعد نشاطها سنة 2004 بإصدار شركة إعادة تمويل الرهن العقاري سندات بقيمة تعادل 2.48 مليار دينار جزائري موجه للبنوك والمستثمرين المؤسساتيين، وإصدارات أخرى منها ما يتم التداول عليها في السوق الرسمي ومنها ما يتم التداول عليها في السوق غير الرسمي -قرض سونلغاز، قرض الخطوط الجوية الجزائرية- وقدر رأس المال المرفوع بـ 49.29 مليار دينار جزائري.

لتشهد سوق السندات ببورصة الجزائر ارتفاعا ملحوظا ومعتبرا في سنة 2005 بعد سنوات من النشاط الضعيف، حيث أصدرت سبعة قروض سندية خلال السنة ولقد تم رفع مبلغ 62.72 مليار دينار جزائري في سنة 2005 مقابل 44.89 مليار دينار جزائري في سنة 2004، أي تسجيل ارتفاع نسبة 40%، وبجسد هذا التطور الكبير اللجوء المتزايد من المؤسسات الكبرى إلى التمويل من السوق السندية ومن بين العمليات المنجزة:

- قروض سونلغاز السنديّة: حيث أصدرت شركة سونلغاز قرضين سنديين، أولهما في شهر مارس من سنة 2005 والثاني أثناء شهري ماي وجوان من نفس السنة.

وكان هذا القرضان يهدفان إلى تمويل الاستثمارات المتصلة بإنتاج الكهرباء ونقل الغاز وتوزيعهما، ولقد أدرج هذا القرض لأول مرة بأجل استحقاق تمتد على مدى 11 سنة، وتضمن القرض السندي الأول مبلغ 10 ملايين دينار جزائري الموجه للبنوك وللمستثمرين المؤسستين، واشتمل القرض السندي الثاني على مبلغ 15 مليار دينار جزائري و9 مليارات دينار جزائري، وكان هذا القرض السندي موجه إلى الجمهور، إلا أن هذا الأخير قد شهد إقبالا منقطع النظير إلى درجة أن مدة الاكتتاب المقررة على مدى شهر كامل أُفقلت بعد 15 يوم من افتتاحها.

- قروض شركة الخطوط الجوية الجزائرية السنديّة: عادت شركة الخطوط الجوية الجزائرية إلى السوق المالية في سنة 2005 بإصدار قرض سندي مبلغه اثنا عشر مليار وثلاثمائة وعشرون مليون دينار جزائري، وسمحت الأموال المرفوعة للشركة بتمويل عملية اقتناء طائرات جديدة، واشتمل هذا القرض الموجه للبنوك والمستثمرين المؤسستين على مدة إنضاج قدرها 6 سنوات ونسبة فائدة قدرها 4%.

- قروض اتصالات الجزائر السنديّة: أصدرت اتصالات الجزائر قرضا سنديا مبلغه ستة ملايين وخمسمائة مليون دينار جزائري، وكانت الأموال المرفوعة موجهة إلى تمويل اقتناء تجهيزات جديدة تهدف أساسا إلى عصنة شبكتها الخاصة والموجه أساسا للبنوك والمستثمرين المؤسستين.

- قروض المؤسسة الوطنية للحفر السنديّة: وهي فرع من فروع سوناطراك، حيث لجأت هذه المؤسسة لأول مرة إلى السوق السنديّة من خلال الشروع في اقتراض مبلغ قدرة ثمانية ملايين دينار جزائري مخصص للبنوك والمستثمرين المؤسستين على جزئين، الأول تتراوح مدته 5 سنوات بمبلغ 4.08 مليار دينار جزائري أما الجزء الثاني فتتراوح مدته 6 سنوات بمبلغ 3.92 مليار دينار جزائري.

- قرض سيفيتال السندي: سيفيتال هي الشركة الأولى من القطاع الخاص التي لجأت إلى السوق السنديّة من أجل رفع أموالها لتمويل قسم من مخطط تطويرها، حيث بلغ القرض المصدر خمسة ملايين دينار جزائري، يتضمن جزئين تبلغ مدة سندات الجزء الأول خمس سنوات بمبلغ 2.930 مليار دينار جزائري، في حين تبلغ مدة الجزء الثاني 6 سنوات بمبلغ 2.070 مليار دينار جزائري.

في حين تميزت سنة 2006 بأربعة إصدارات سنديّة جديدة في السوق سمحت برفع مبلغ إجمالي قدره 44.89 مليار دينار جزائري مقابل 62.72 مليار دينار جزائري في سنة 2005 أي بانخفاض 29%، ويوجد من ضمن الاقتراضات المنجزة خلال هذه السنة ما يلي:

- الاقتراض السندي الخاص بسونلغاز: أصبحت شركة سونلغاز مُصدرا منتظما في السندات، حيث اشتمل الاقتراض السندي الذي أُبجز في ماي 2006 على مبلغ 11.65 مليار دينار جزائري، ويتضمن هذا الاقتراض الموجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسستين دون سواهم على حصتين، حصة أولى مبلغها ستة ملايين دينار جزائري على مدى 9 سنوات، وحصة ثانية مبلغها خمسة ملايين دينار جزائري على مدى 11 سنة.

– الاقتراض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار: لجأت هذه الأخيرة والتي هي فرع من فروع سوناطراك للمرة الثانية إلى السوق السندية من خلال الشروع في اقتراض مبلغ ثمانية ملايين دينار جزائري، والموجه أساسا للبنوك والمستثمرين المؤسسين، ويتعلق الأمر بحصتين تتمثل الحصة الأولى في مبلغ قدره 4.45 مليار دينار جزائري على مدى 5 سنوات، وحصة ثانية بمبلغ 3.55 مليار دينار جزائري على مدى 6 سنوات.

– الاقتراض السندي الخاص بالشركة العربية للإيجار: هذه الأخيرة هي المؤسسة المالية الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ إلى السوق السندية من أجل رفع أموال عملياتها في مجال الإيجار، حيث اشتمل الاقتراض الذي تم إصداره بمبلغ 3.65 مليار دينار جزائري على حصتين، حصة أولى مبلغها 2.55 مليار دينار جزائري بفترة إنضاج مدتها 5 سنوات، وحصة ثانية مبلغها 1.1 مليار دينار جزائري مع فترة إنضاج مدتها 6 سنوات.

– الاقتراض السندي الخاص باتصالات الجزائر: تقدمت شركة اتصالات الجزائر إلى السوق المالية للمرة الثانية، حيث أصدرت شركة اتصالات الجزائر في سنة 2006 قرضا سنديا مشتركا عموميا ومؤسسيا. بلغت الأموال المرفوعة منه 21.59 مليار دينار جزائري على مدى 5 سنوات.

سجلت سنة 2007 تراجعا ملحوظا في الإصدارات السندية يصل إلى 84.36% مقارنة بسنة 2006 أين بلغت قيمتها 7.8 مليار دينار جزائري بمقابل ثلاثة قروض سندية، تمثلت في: قروض مؤسسة التعليم المهني عن بعد-الاتصالات بخدمات الانترنت-مبلغه خمسمائة مليون دينار جزائري على حصتين، حصة أولى بمبلغ ثلاثمائة مليون دينار جزائري لمدة سنتين وحصة ثانية بمبلغ مئتين مليون دينار جزائري لمدة 4 سنوات وهو مخصص للبنوك والمستثمرين المؤسسين، أما القرض الثاني تمثل في قرض خاص بالشركة العربية للإيجار للمرة الثانية على التوالي للسوق السندي، بمبلغ قدره ثلاثة ملايين وثلاثمائة مليون دينار جزائري لمدة 5 سنوات موجه أيضا للبنوك والمستثمرين المؤسسين، وأخيرا القرض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار والتي لجأت للمرة الثانية إلى السوق السندي بإصدار سندات بمبلغ أربعة ملايين دينار جزائري مخصصو هي الأخرى للمستثمرين المؤسسين.

سلمت اللجنة أثناء سنة 2008 ثلاث تأشيرات لثلاثة قروض سندية، غير أن مبلغ الأموال التي تم رفعها وصلت إلى 36 مليار دينار جزائري مقابل 7.8 مليار دينار جزائري في سنة 2007، ولقد أخذت مجموعة سونلغاز حصة الأسد بمبلغ 30 مليار دينار جزائري تمثلت في:

– القرض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية للحفر: هذه الأخيرة هي فرع من فروع سوناطراك تشتغل في القطاع شبه البترولي، كانت قد لجأت للمرة الثانية إلى سوق السندات من خلال إطلاق قرض سندي مبلغه ستة ملايين دينار جزائري، وهو مخصص للبنوك والمستثمرين المؤسسين على مدى 5 سنوات.

– القرض السندي الخاص بسونلغاز: أصدرت هذه الأخيرة قرضا سنديا في شهر جوان 2008 بمبلغ ثلاثون مليار دينار جزائري يمتد على مدى 6 سنوات، موجه للجمهور.

– القرض السندي الخاص بشركة دحلي: هي المؤسسة الأولى التابعة للقطاع الخاص التي استملت تأشيرة قرض سندي بمبلغ 8.3 مليار دينار جزائري موجه إلى الجمهور الواسع.

كما سلمت اللجنة أثناء سنة 2009 تأشيرتين متعلقان بمبلغ قدره 31 مليار دينار جزائري في مقابل ثلاث تأشيريات تم تسليمها في سنة 2008 تتضمن إصدار مبلغ قدره 44.3 مليار دينار جزائري، وتم تسليم التأشيرية الأولى بناء على المذكرة الإعلامية المبسطة مجموعة سونلغاز على مبلغ إصدار قدره 25 مليار دينار جزائري على حصتين، تتضمن الحصة الأولى 10 ملايين دينار جزائري لمدة 9 سنوات أما الحصة الثانية فتتضمن 15 مليار دينار جزائري لمدة 11 سنة، أما التأشيرية الثانية فقد تم تسليمها لمجموعة مؤسسة الأشغال العمومية "حداد" التي دخلت للمرة الأولى إلى سوق القروض السندية لرفع مبلغ قدره 6 ملايين دينار جزائري ويتضمن مدة إنضاج تبلغ 5 سنوات.

أما في سنة 2010 فسلمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرية واحدة تتعلق بملياري (2) دينار جزائري في مقابل تأشيرتين تم منحهما خلال سنة 2009، وتخص هذه التأشيرية المؤسسة المالية "الائتمان التجاري المغربي بالجزائر"، تم منحها في شهر ماي من سنة 2010 على مدى 5 سنوات. في حين لم يشهد السوق السندي ببورصة الجزائر أي إصدار خلال السنوات 2011، 2012، 2013، 2014، وهذا ما يدفعنا إلى استنتاج ما يلي:

- الانخفاض التدريجي في عدد تأشيريات القروض السندية الممنوحة، والتي تراجعت عبر السنوات إلى إصدار واحد سنة 2010 لتتعدم في السنوات الموالية؛
- وكذا الارتفاع التدريجي في عدد القروض السندية المستحقة لحلول الأجل والتي بلغت ذروتها سنة 2011 إلى 09 قروض، حيث يوجد حاليا - مع بداية سنة 2015- سند واحد مسعر في بورصة الجزائر والذي يتعلق ب سند دخلي المستحق في 2016.

وعموما تتصف سوق السندات الأولية بضعف الأداء والنشاط، حيث بلغ سوق الإصدار عموما مستوى 18.91% مليار دينار جزائري مع نهاية سنة 2014 مقابل 58.21% مليار دينار جزائري مع نهاية سنة 2013 أي بانخفاض قُدر ب 67% وهذا راجع لحلول أجل استحقاق سند سونلغاز في جوان 2014 وبقلة عدد الشركات المصدرة، حيث بقي سند واحد فقط مسعر ببورصة الجزائر والذي يتعلق بسند دخلي المستحق في سنة 2016.

ثانيا- تطور أداء السوق الثانوية للسندات

يبين الجدول رقم (4-4) الموالي تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة في بورصة الجزائر من حيث حجم وقيمة التداول وكذا نسبة التداول ومعدل الدوران منذ تاريخ أول تسعير ببورصة الجزائر والذي كان يخص سند سوناطراك سنة 1999 إلى غاية سنة 2014، وذلك كما يلي:

الجدول رقم(4-4): تطور أداء سوق السندات من 1999-2014

السنوات	البيان	الحجم المتداول مليار دج	القيمة المتداولة مليار دج	رأس مال السوق (مليار دج)	PIB مليار دج	نسبة التداول %	معدل الدوران
1999	سوناطراك	569	0.065	19.175	3238.2	0.0020	0.33
2000	سوناطراك	3427	0.37	21.495	4123.514	0.0089	1.72
2001	سوناطراك	2510	0.28	14.720	8114.260	0.0034	1.90
2002	سوناطراك	729	0.076	10.990	4537.7	0.0016	0.69
2003	سوناطراك	0	0	11.100	5264.18	0	0
2004	سوناطراك	-	-	10.100	6127	-	-
2005	سوناطراك	-	-	10.400	7562	-	-
2006	اتصالات الجزائر سونلغاز 11	2550 9899	0.025 0.099	6.710	8460.5	0.0014	1.84
	المجموع	12449	0.124				
2007	اتصالات الجزائر سونلغاز 11 الخطوط الجوية ج	61071 20250 13328	0.61 0.20 0.13	6.460	9408.3	0.0099	14.56
	المجموع	94694	0.94				
	الخطوط الجوية ج اتصالات الجزائر سونلغاز 14 سونلغاز 11	41640 36528 25540 28293	0.42 0.36 0.12 0.29				
2008	المجموع	132001	1.19	6.500	11042.8	0.010	18.30

13.28	0.0086	10034.255	6.550	0.13	13152	الجوية الجزائرية	2009
				0.45	45047	اتصالات	
				0.21	42554	الجزائر	
				0.078	7810	سونلغاز 14	
				0.003	300	سونلغاز 11	
				--	--	دحلي	
0.87	108863	المجموع					
8.22	0.0054	12049.5	7.900	0.059	5761	الجوية الجزائرية	2010
				0.18	18374	اتصالات	
				0.25	49483	الجزائر	
				0.15	15561	سونلغاز 14	
				0.012	1130	سونلغاز 11	
				--	--	دحلي	
0.65	90309	المجموع					
0.86	0.0009	14384.8	14.967	0.041	4111	اتصالات	2011
				0.073	14607	الجزائر	
				0.0054	539	سونلغاز 14	
				0.016	1700	سونلغاز 11	
				--	--	دحلي	
				0.13	20957	المجموع	
4.76	0.0039	15843.023	13.030	0.54	109128	سونلغاز 14	2012
				0.088	9228	دحلي	
				0.62	118356	المجموع	
0.40	0.00033	16569.3	13.82	0.015	3048	سونلغاز 14	2013
				0.036	3860	دحلي	
				0.056	6908	المجموع	
0.37	0.0006	17730.7	14.793	0.0081	1629	سونلغاز 14	2014
				0.1	10210	دحلي	
				0.108	11839	المجموع	

المصدر: من إعداد الطلبة استنادا إلى التقارير السنوية الصادرة عن لجنة تنظيم البورصة وعملياتها COSOB

يتبين لنا من الجدول أعلاه الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد وذلك من خلال تقصي نشاط بورصة الجزائر بالنظر إلى القيمة الاجمالية المتداولة، ونسبة التداول ومعدل الدوران، حيث شهدت سنة 1999 وهي سنة دخول البورصة حيز النشاط إدراج أول سند في البورصة، ويتعلق الأمر بسند سوناطراك محققا بذلك قيمة تداول إجمالية تبلغ 0.065 مليار دينار جزائري بنسبة تداول قُدرت بـ 0.0020% ومعدل دوران قُدر بـ 0.33%، لترتفع القيمة المتداولة لهذا السند في سنة 2000 إلى 0.37 مليار دينار جزائري بمعدل دوران تجاوز الواحد، وهذا يعود إلى الطلب المتزايد على هذا السند نتيجة رفع معدل الفائدة إلى 13%.

ثم أصبحت هذه القيمة والمعدل يسجلان الانخفاض المتتالي خلال السنوات 2001، 2002 ومع حلول تاريخ استحقاق سند سوناطراك في 2003 لم تجرى أي صفقة عليه، كما عرفت الفترة الممتدة من (2003-2005) غياب الإصدارات الجديدة، فمعظم الإصدارات التي تم تداولها في هذه الفترة تمت خارج السوق الرسمي.

إلى حين سنة 2006، حيث شهدت البورصة خلال هذه السنة إدراج سندات اتصالات الجزائر وسندات سونلغاز ليجمعها معا قيمة تداول إجمالية قُدرت بـ 0.124 مليار دينار جزائري وبمعدل دوران قدر بـ 1.84%، حيث عرف سند اتصالات الجزائر في السنة الأولى حجم تداول قدره 2550 سند وبمبلغ 0.025 مليار دينار جزائري، في حين عرف سند سونلغاز حجم تداول قدره 9899 سند وبمبلغ 0.099 مليار دينار جزائري.

لتسجل سنة 2007 ارتفاعا واضحا ومعتبرا في حجم وقيمة التداول وكذا معدل الدوران، وهذا يعود لإدراج سندات الخطوط الجوية الجزائرية، ليرتفع بذلك عدد السندات المسعرة في البورصة إلى ثلاثة سندات خلال هذه السنة، مسجلة في ذلك قيمة تداول إجمالية قدرها 0.94 مليار دينار جزائري وبمعدل دوران 14.56% خلال نفس السنة.

وإزداد قسم السندات انتعاشا في سنة 2008 من خلال إدراج سند آخر جديد، ويتعلق الأمر بسند سونلغاز 14 الذي أعطى نشاطا واضحا خلال هذه السنة، وبذلك ارتفع عدد السندات المسعرة إلى أربعة سندات محققة في ذلك قيمة تداول إجمالية قدرها 1.19 مليار دينار جزائري وبمعدل دوران قدره 18.3%، وبهذا إذا ما تم مقارنة سنة 2008 بسنة 2007 نجدها حققت ارتفاعا في المبلغ الإجمالي المتداول بنسبة 25.66%.

في حين عرفت سنة 2009 انخفاضا في كل من حجم وقيمة التداول وحتى معدل الدوران، بالرغم من إدراج سند جديد ويتعلق الأمر بسند دحلي المستحق في سنة 2016، وهذا راجع لانخفاض القيمة المتداولة للسندات المسعرة في البورصة مقارنة بسنة 2008، ليستمر هذا الانخفاض في سنة 2010 بنسبة 25% مقارنة بسنة 2009. لتشهد سنة 2011 تراجعا حادا في حجم وقيمة التداول، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى حلول عدد كبير من السندات المستحقة والذي بلغ 11 سند، وكذا غياب الإصدارات الجديدة التي من شأنها إنعاش السوق السندي، وبذلك انخفضت القيمة الاجمالية المتداولة إلى 0.13 مليار دج وبمعدل دوران 0.86% بعدما أن سجل هذا المعدل أعلى مستوياته بـ 18.30% في سنة 2008.

أما سنة 2012 سجلت زيادة معتبرة في حجم وقيمة التداول وحتى معدل الدوران، حيث ارتفعت القيمة المتداولة الاجمالية للسندات المسعرة بـ 0.62 مليار دج ويتعلق الأمر بسندات سونلغاز 14 وسند دحلي بعد حلول أجل استحقاق سندات سونلغاز 11، كما ارتفع معدل الدوران إلى 4.76% بعدما كان قد سجل في سنة 2011 0.86%.

لينخفض مستوى حجم وقيمة التداول من جديد في سنة 2013، محققة بذلك قيمة تداول إجمالية بمبلغ 0.056 مليار دينار جزائري وبمعدل دوران 0.4%، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى غياب الإصدارات الجديدة في هذا القسم، وكذا انخفاض الحجم المتداول على السندات المسعرة في البورصة.

أما سنة 2014 سجلت ارتفاعا معتبرا في حجم وقيمة التداول على السنتين المسعرين، وهذا يعود لارتفاع الحجم المتداول على سند دحلي إلى 10210 سند بمبلغ 0.1 مليار دينار جزائري مقابل 3860 سند بمبلغ 0.036 مليار دينار جزائري في سنة 2013، أما بالنسبة لسند سونلغاز 14 فتراجع حجم التداول عليه خلال هذه السنة إلى 1629 سند وهذا يعود لحلول أجل هذا السند في جوان من نفس السنة، وعلى هذا الأساس بقي سند واحد فقط مسعر يتداول عليه في البورصة مع نهاية 2014 وحتى مع بداية سنة 2015 ويتعلق الأمر بسند دحلي المستحق في سنة 2016.

وبهذا يمكننا أن نستنتج أن مؤشرات سيولة السندات في بورصة الجزائر تتميز بانخفاض حجم الصفقات المعبر عنه بالحجم المتداول والقيمة المتداولة التي عرفت تباينا بين الارتفاع والانخفاض وكذا بانخفاض درجة سيولتها والتي يعبر عنها معدل الدوران عبر السنوات، وكذا غياب الإصدارات الجديدة وانخفاض عدد المتدخلين في البورصة مما تعكس ضعف مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، وبذلك يتبين ضعف بورصة الجزائر على تعبئة رؤوس الأموال وتخصيصها وتنويع المخاطر.

المطلب الثالث: تحليل سوق التداول لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخزينة (O.A.T)

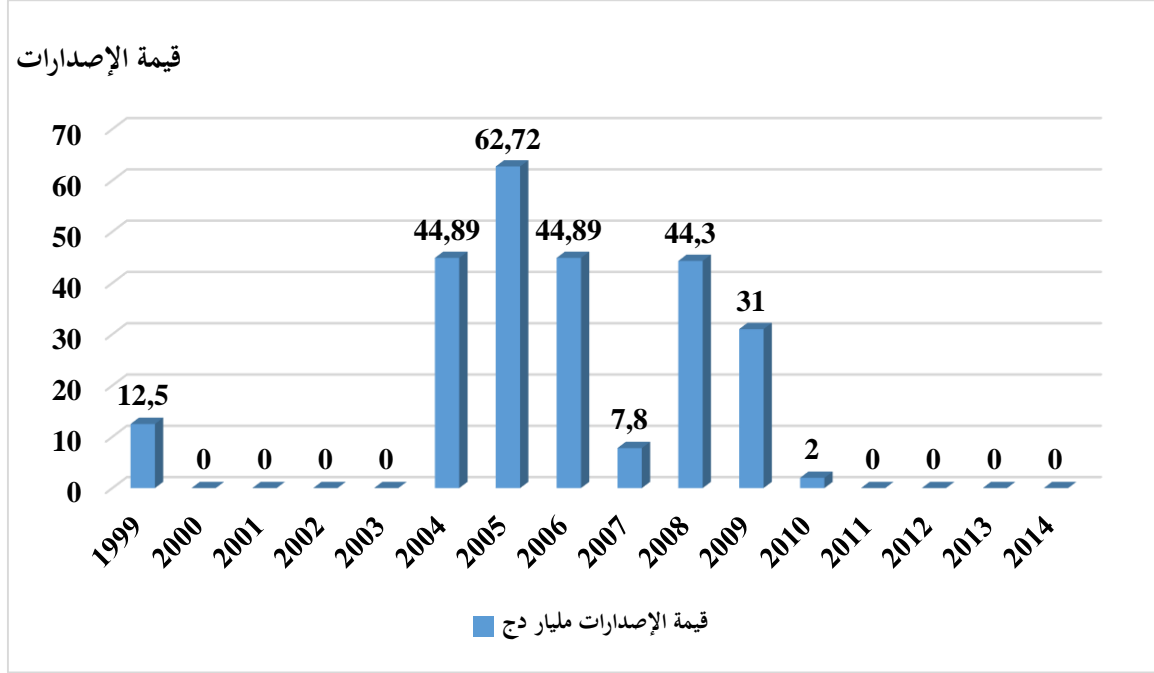
قررت المديرية العامة للخزينة العمومية القيام بإدراج هذه السندات ببورصة الجزائر في 11 فيفري 2008، وقد بلغ عددها 16 سندا يتوزع على ثلاثة مراحل إنضاج مدتها 7 سنوات و10 سنوات و15 سنة، ويتمثل الهدف من هذا الاجراء في إعادة تفعيل سوق البورصة الوطنية عبر تزويدها بسندات سيادية على المدين المتوسط والطويل، ومن خلال التمكين أيضا بإعداد منحى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة. كما أن إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة إلى البورصة سوف يسمح بلا شك للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة ومأمونة¹. ويندرج إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة في البورصة ضمن إطار الإصلاحات المالية التي بادرت بها وزارة المالية بهدف تطوير سوق رؤوس الأموال التي تمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل البنكي.

¹ COSOB, « Rapport Annuel 2008 », p 36.

*O.A.T : Obligations Assimilables du Trésor.

وفي نفس السنة من الادراج عرفت هذه السندات إقبالا واسعا، حيث بلغت القيمة المتداولة 1.76 مليار دينار جزائري، لتبلغ عدد الخطوط المسعرة سنة 2014 ما مقداره 26 خطا بزيادة 10 خطوط عن سنة 2008 كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (4-5): تطور القيمة المتداولة لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخبزينة خلال الفترة (2008-2014)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاستناد على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

إن المستوى الضعيف جدا للمبادلات في السوق الثانوية كما يتبين من جدول السندات الشبيهة للخبزينة يمكن أن يجد تفسيره خصوصا فيما يأتي :

- وضعية الفائض من الأموال في الخبزينة العمومية وسياسة القضاء على المديونية التي انتهجت الدولة بهدف تقليص الدين الداخلي، وهو ما ترتب عليه التقليل من لجوء الخبزينة العمومية إلى الاقتراض من الأسواق الأولية لقيم الخبزينة مما تسبب بالنتيجة، في إحداث توتر على أسعار قيم الخبزينة وهبوط في معدلات المردودية، الأمر الذي شجع المستثمرين الحائزين سندات الاستحقاق الشبيهة للخبزينة التي تمنح مردودية أعلى على الاحتفاظ بها في حافظتهم بدل طرحها للتبادل؛
- تركيز حيازة السندات الشبيهة للخبزينة على مستوى هيئات الضمان الاجتماعي التي يتعين عليها احترام تأسيس الاحتياطات التقنية (جاهزية قوية في أموال الخبزينة التي يجب توظيفها في شكل سندات سيادية) كان لها تأثير كبير على مستوى تبادل سندات الاستحقاق الشبيهة للخبزينة في السوق الثانوية؛
- القيمة الاسمية الواحدة لسندات الاستحقاق الشبيهة للخبزينة، المحددة بمليون دينار ليس من طبيعتها تسهيل عملية توزيع هذه السندات في أوساط جمهور واسع من المستثمرين.

المبحث الرابع: أسباب تدهور أداء وكفاءة بورصة الجزائر

رغم ما بذلته الجزائر من جهود لتطوير البورصة، إلا أن وضعها في هذا المجال لا زال متواضعا بالنظر للعديد من الدول، وهذا ما فسره ضعف مؤشرات الأداء والنشاط ببورصة الجزائر مما سمح لنا بتحديد أهم العوامل المعيقة للاستثمار في البورصة نذكر منها:

المطلب الأول: الأسباب السياسية والتشريعية

تبين الأدلة النظرية والتطبيقية أن استقطاب الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية يعتمدان في الأساس على مؤشرات البيئة المؤسسية والتي تبينها وتؤكددها عدة تقارير دولية متخصصة كالتقرير الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي والذي أكد وصنف الجزائر بحسب مؤشرات البيئة المؤسسية والتي تضم عدة مؤشرات فرعية تتمثل في:

- المشاركة والمحاسبة؛
- نوعية الأطر التنظيمية؛
- سيادة القانون؛
- مؤشر الاستقرار السياسي؛
- فعالية السياسات الإجراءات الحكومية.

في المرتبة 14 عربيا للفترة الممتدة من 2010-2013 أين صاحب هذا الترتيب قيمة سالبة لهذا المؤشر إجماليا تبلغ 0.5618- من بين الدول العربية والتي يبلغ عددها 21 دولة، حيث تصدرت سنغافورة قائمة الترتيب لتليها كل من دولة قطر، الامارات العربية المتحدة، البحرين في المراتب 2،3،4 على التوالي.

وبهذا نجد أن الجزائر لا تزال تعاني من أوجه قصور في مجال مؤشرات البيئة المؤسسية، والجدول الموالي يوضح حصة الجزائر من مؤشري الاستقرار السياسي ومؤشر نوعية الأطر التنظيمية كالتالي:

الجدول رقم (4-5): تطور مؤشري الاستقرار السياسي ومؤشر نوعية الأطر التنظيمية من 1996-2014

السنوات	مؤشر الاستقرار السياسي	مؤشر نوعية الأطر التنظيمية
1996	4.3	23
1998	4.8	22.5
2000	9.1	23
2002	6.7	28.9
2003	5.3	29.9
2004	10.6	29.9
2005	20.7	38.2
2006	15.9	29.9
2007	14.4	27.2
2008	14.8	21.8
2009	13.3	13.4
2010	11.3	10.5
2011	10.4	10.0
2012	10.0	9.1
2013	12.3	12
2014	10.2	9.6

المصدر: من إعداد الطالبة استنادا إلى المعلومات المتوفرة في التقرير الصادر عن البنك الدولي -1996- country data report for Alegria 2014, World Wide Indicators .

تصنف الدولة حسب هذه المؤشرات تم وفق نسب مئوية تتراوح بين (0-100)، حيث تدل النسبة المئوية الأعلى على حالة أفضل تضع الدولة في وضعية حسن الإدارة، وبذلك ينقسم دليل المؤشر إلى خمس مستويات كما هو موضح أدناه، مع ملاحظة أن النسب المئوية ليست مطلقة:

- أعلى من 75% في وضع مقارن ممتاز؛
- أعلى من 50% في وضع مقارن جيد؛
- أعلى من 25% في وضع مقارن متوسط؛
- أعلى من 10% في وضع مقارن ضعيف؛
- أقل من 10% في وضع مقارن ضعيف جدا.

وعلى هذا الأساس بالنسبة لمؤشر الاستقرار السياسي: فالجزائر تصنف ضمن موقع ضعيف جدا في الفترة الممتدة من 1996-2004، ليتحسن قليلا وينتقل إلى وضعية ضعيف في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2014. حيث يشكل الاستقرار السياسي عاملا مهما في تدعيم وضمان سيرورة عمل بورصة الأوراق المالية، وبهذا لا يمكن توفر الشروط الضرورية للاستثمار في الأسواق الدولية وجذب الاستثمارات في ظل بورصة تعاني من اختلالات وتشوبها ارتفاع في درجات اللاتيقين في ظل الأوضاع السياسية المتقلبة، بما يؤثر على قرارات المستثمرين كون أن معظم المستثمرين يبحثون على عاملي الأمان والمردودية وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار. ومن المعروف أن بورصة الجزائر التي أفتتحت سنة 1990 انطلقت في ظروف سياسية غير مستقرة بسبب ما عاشته الجزائر في عشرية التسعينيات من أحداث عنف مسلح وتخريب للكثير من المؤسسات الحكومية والاقتصادية والهياكل القاعدية...، كل هذه الظروف أفقت الأمن في الجزائر طيلة العقد الأخير من القرن العشرين، مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الجزائر وانطلاقتها الفعلية.

أما بالنسبة لمؤشر النوعية التنظيمية: تصنف الجزائر ضمن موضع ضعيف خلال فترة 1996 إلى غاية 2000، ليتحسن وينتقل إلى وضعية متوسط خلال الفترة الممتدة من 2002-2007 ثم يتدهور ابتداء من سنة 2008. وبذلك فهي الأخرى لا تزال أوجه الضعف فيها واضحة، مما أدى إلى تهميش النشاط الاستثماري ببورصة الجزائر، حيث تميزت التشريعات المنظمة لبورصة الجزائر بالضعف فيما يتعلق بشروط الإدراج والتسجيل في البورصة أين يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، هذا ولأن أغلب المؤسسات الجزائرية هي شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، الأمر الذي يعيق تطور السوق. في حين من بين العوامل المؤثرة أيضا على تطوير سوق الأوراق المالية نجد عدد الشركات المدرجة الذي من شأنه أن يرفع وينوع من الأوراق المتداولة في السوق.

إضافة إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تقرر فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والذي كان في 1993، إلا أن التنصيب الرسمي لهذه اللجنة لم يتم إلا في سنة 1997، ومن جانب ثاني غياب وافتقار الجزائر إلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الجدارة الائتمانية وإلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة¹.

وعليه تتأثر البورصة بشكل عام بمجمل الأوضاع السياسية، المؤسسية والتنظيمية واستقرارها ولاسيما القوانين والتشريعات ومدى تطبيقها وضمان استمراريتها وثباتها واتساقها مع القوانين الدولية ومجمل السياسات النقدية والمالية.

¹ رشيد بوكساني & نسيم أوكيل، "مقومات تطوير بورصة الجزائر"، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 05، 2010، ص6.

المطلب الثاني: الأسباب الاقتصادية

من بين العوامل الاقتصادية التي أعاققت نشاط وتطور سوق الأوراق المالية في الجزائر نجد:

1- التضخم:

لقد عرفت الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1990-2014 موجات متفاوتة الحدة من الضغوط التضخمية، فقد تعرض الاقتصاد الوطني في بداية التسعينيات معدلات تضخم جد مرتفعة بلغت أقصاها 31.7% سنة 1992، وبتطبيق الإصلاحات الاقتصادية انخفضت تدريجيا إلى معدلات مقبولة كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم(4-6): تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2014(%)

السنوات	معدل التضخم	السنوات	معدل التضخم
1990	17.9	2003	2.59
1991	25.9	2004	3.56
1992	31.7	2005	1.64
1993	20.5	2006	2.53
1994	29	2007	3.51
1995	29.8	2008	4.8
1996	18.7	2009	5.7
1997	5.6	2010	3.9
1998	5	2011	4.52
1999	2.6	2012	8.89
2000	0.35	2013	3.3
2001	4.23	2014	2.9
2002	1.42		

المصدر: موقع وزارة المالية

ويرجع هذا الارتفاع في استمرار التوترات التضخمية تماشيا والانتقال نحو اقتصاد السوق، فعند اخاذ المستثمر لقراراته الاستثمارية لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست القيمة الاسمية، ذلك أن العائد يفقد جزء من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة، مما قد يؤدي إلى تراجع الادخار والاستثمار وبالتالي تراجع النمو وتدني مستويات العمليات البورصية.

وبهذا يؤثر هذا المعدل تأثيرا عكسيا على القيمة الحقيقية للنقود (القدرة الشرائية)، فكلما كان مرتفع انخفضت القيمة الحقيقية للنقود ومعها القيمة الحقيقية للمداخيل أيضا، مما ينعكس سلبا على المداخيل الصافية الحقيقية للأفراد والمؤسسات، والملاحظ في الجدول أعلاه أن معدل التضخم في الجزائر كان جد مرتفعا في النصف الأول من

تسعينيات القرن الماضي ثم بدأ في التراجع، وهكذا فإن التضخم مثل عائقا بالنسبة لنشاط وتطور سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال ارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية.

2- انتشار السوق الموازي بصفة كبيرة:

لقد ساهمت مختلف الأزمات الاقتصادية التي مرت بها الجزائر بشكل كبير في تنامي ظاهرة الاقتصاد الموازي، حيث مرت الجزائر بمرحلة انتقالية صعبة بدءا بالأزمة السياسية وما صاحبها من تغيرات متعاقبة في الحكومات، بالإضافة إلى تبني خيار اقتصاد السوق، مروراً بالإصلاحات الهيكلية.

كما يشكل الفساد بمظاهره المختلفة من رشوة واختلاس واستغلال النفوذ لأغراض شخصية عاملا فعلا في تنامي الظاهرة، وتشكل السوق الموازية حسب تقديرات مصالح الضرائب في الجزائر حوالي 40% من حجم الاقتصاد الوطني.

إذن فالإقتصاد غير الرسمي أو ما يسمى بالإقتصاد الموازي هو بمثابة الجسم الطفيلي الذي ينخر الإقتصاد الرسمي، ومنه يمكننا أن نبين العلاقة بينهما أوجه الاختلاف بين الإقتصاد الرسمي وغير الرسمي في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-7): أوجه الاختلاف بين الإقتصاد الرسمي والإقتصاد غير الرسمي

الأهداف الخاصة بالإقتصاد الرسمي	الأهداف الخاصة بالإقتصاد غير الرسمي
الأهداف الرئيسية:	الأهداف الرئيسية:
- تحقيق مداخيل في السوق؛	- تحقيق أقصى حد من الربح في السوق؛
- تطبيق تشريعات النقابات؛	- انعدام تشريع العمل؛
- دخول، وجود نقابات؛	- سهولة الدخول، عدم احترام القواعد؛
- الاستفادة من القروض الوطنية والأجنبية؛	- التمويل الذاتي؛
- دفع الرسوم والضرائب.	- عدم دفع الرسوم والضرائب.
هيكلية السوق:	هيكلية السوق:
- وجود الحواجز عند الدخول إلى السوق؛	- لا توجد حواجز عند الدخول إلى السوق؛
- أجور وعقود العمل؛	- التشغيل الذاتي، الأجرة على الوحدة المنتجة؛
- منتجات معيارية، علامات مسجلة؛	- منتجات مقلدة؛
- أسواق محمية (الحصص، الرخص، الرسوم)	- أسواق غير محمية.
التكنولوجيا:	التكنولوجيا:
- حديثة ومستوردة؛	- تقليدية، مكيفة، منشأة؛
- الاستعمال المكثف لرأس المال؛	- الاستعمال المكثف للعمل؛
- إنتاج واسع النطاق.	- وحدات إنتاجية صغيرة ومتنوعة.

Source : Rapport de CNES, Le secteur informel-illusions et réalités, p 2G.

وبهذا يمكن إرجاع النمو المتسارع للاقتصاد الموازي في الاقتصاد الجزائري إلى الأسباب التالية:

- الضغط على طلب العمل في القطاع الرسمي ومحدوديته؛
 - البيروقراطية وطول الإجراءات التي تتطلبها أنشطة القطاع الرسمي؛
 - القصور في السياسات الاقتصادية الكلية التي من شأنها توسيع النشاط الاقتصادي الرسمي.
- وحيث أن وجود القطاع غير السمي لا يؤدي فقط إلى تشويه بيانات الناتج المحلي، وإنما يؤثر في معظم جوانب النشاط الاقتصادي مثل مستويات التشغيل والبطالة وأنماط توزيع الدخل ومستويات الادخار الحقيقي في المجتمع. فوجود مثل هذا السوق لا يشجع على توجيه المدخرات للاستثمار في البورصة لأنه يمتص جزءا كبيرا من دخلها في شكل ضرائب ورسوم...، في حين أن الاقتصاد غير الرسمي بعيد عن الرقابة والضريبة.

3- ضعف الحواجز الجبائية:

تعمل الحوافز الضريبية في جو من التفاعل بينها وببقية عوامل جذب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، وهي بهذا الشكل تلعب دورا مكملا في اتخاذ قرار الاستثمار بالنسبة للمستثمرين. لكن النظام الجبائي الجزائري يتميز بتعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاع معدلاتها من جهة أخرى، الأمر الذي يؤدي إلى التقليل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.

ثالثا- الأسباب الاجتماعية، الثقافية والدينية

إن أداء أسواق الأوراق المالية تعكس إلى حد كبير ثقافة المجتمع وسلوك المدخر، ولكن بالنسبة للجزائر فانتهاجها للنظام الاشتراكي عقب الاستقلال أبعدها عن التفكير في إنشاء بورصة غرضها تمويل الاقتصاد، إذ أوكلت مهمة تمويل كل الاستثمارات على عاتق الخزينة العمومية، إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك وخاصة العمومية منها باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان. مما أدى إلى إعاقه عمل البورصة في الجزائر وكذا صعوبة تقبل أفراد المجتمع استثمار أموالهم في البورصة لعدم إدراكهم لطبيعة الاستثمار فيها، وهذا يعود في الأساس لغياب الثقافة البورصية في أذهان غالبية المجتمع. إضافة إلى ذلك فإن التعامل بالأوراق المالية من طرف المجتمعات الإسلامية والعربية أسفر على نقائص دينية خاصة السندات منها باعتبارها قرض ربوي يُؤلّد فائدة، تعتبر الربا المحرم من ناحية الشريعة الإسلامية.

المطلب الثالث: أسباب خاصة بالبورصة

تعددت العوامل التي أعاقت تطور بورصة الجزائر والتي تخص البورصة في حد ذاتها، نذكر منها:

1- ضيق نشاط السوق:

تتصف بورصة الجزائر بالضيق ومحدودية النشاط ذلك لقلّة الأدوات المالية المتداولة فيها، وكذا نقص الأدوات المالية الحديثة حيث تسيطر الأدوات المالية التقليدية والمتمثلة أساساً في الأسهم والسندات أساس التعامل فيها، مما يجعلها تفتقر للكفاءة التقنية الأمر الذي يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار فيها.

2- قلة المؤسسات المدرجة:

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي لبورصة الأوراق المالية، حيث أن زيادة عدد الشركات يدل على نمو الاستثمارات في البورصة وبالتالي رفع أدائها، ولكن بالنسبة لبورصة الجزائر نجد أن هذا المحرك محدود وضعيف جداً، ويرجع ذلك إلى محدودية المؤسسات المؤهلة والقادرة على الإدراج في البورصة نظراً لعدم استيفائها لشروط الإدراج، وبالتالي فإن هذا الوضع لا يسمح بتنمية حجم السوق واستقطاب المستثمرين.

3- نقص السيولة:

تُعبّر سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداول بسهولة، لذلك نجد أن مؤشر نسبة التداول في بورصة الجزائر لم يتجاوز 0.084% ومؤشر دوران السهم لك يتجاوز كذلك 1.7% كأقصى نسبة لهما طيلة نشاط البورصة، وهذا ما يعبر عن انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة وبالتالي صعوبة شراء وبيع الأوراق المالية ببورصة الجزائر، والذي يعكس درجة سيولة منخفضة. كما نجد سيطرة القطاع البنكي والمؤسساتي في تداول الأوراق المالية المعروضة والتي عادة ما يتم التداول عليها خارج البورصة في ظل غياب الثقافة البورصية بالجزائر التي تدفع أفراد المجتمع باستثمار فوائضهم المالية على شكل أوراق مالية وتداولها.

4- غياب الشفافية:

تفيد المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور في توقع العائد وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية التي تعتبر أساس القرار الاستثماري، كما أن كفاءة البورصة تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة وخاصة.

فالمعاملين في بورصة الجزائر بحاجة إلى المعلومات المالية التي لم يكن يتيحها المخطط المحاسبي السابق (PCN)، بالإضافة إلى ذلك لم يكن هناك نظام معلومات يضمن الشفافية لمستهلميه وكذا صعوبة الحصول على المعلومات، لذلك عملت الجزائر على تحقيق مزيد من الانفتاح وتقديم تسهيلات مغرية لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، من بين هذه الإصلاحات هي تبني نظام محاسبي ومالي جديد يتوافق مع معايير المحاسبة الدولية، والتي لها دور مهم في ظل انفتاح الأسواق المالية على المستوى العالمي، إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب، فأنظمة الإفصاح المالي في الجزائر غير مدققة وتبقى في بعض الأحيان في إطار العموميات، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى من المعلومات، والتأخر في نشر مثل هذه المعلومات

والاكتفاء بعمليات نشر سنوية حيث نجد في هذا الإطار أن كل من شركتي روية ونزل الأوراسي المقيدين في بورصة الجزائر لم يقوموا بنشر المعلومات المالية المتعلقة بحصيلة نشاطهما السنوي لسنة 2015، في حين اكتفت شركة أليانس للتأمينات وكذا مؤسسة صيدال لنفس السنة بنشر الميزانية السنوية فقط، بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

5- غياب دور الوساطة المالية:

يمكن لمؤسسات الوساطة المالية أن تؤدي دورا هاما في مجال البورصة وذلك عن طريق تنشيطها الذي يتم بصفة أساسية بتفعيل المعاملات المالية بها وبالتالي توسيع وتحسين أدائها، لكن ما يمكن ملاحظته في بورصة الجزائر هو غياب دور الوساطة المالية، إذ أن هذه الأخيرة بحاجة ماسة إلى زيادة عدد المؤسسات بها، فممارسة الوساطة المالية في بورصة الجزائر تقتصر على ستة بنوك عمومية وبنكين خاصين هما بنك BNP الجزائر والذي تم اعتماده سنة 2012، وبنك Société Générale الجزائر الذي تم اعتماده سنة 2014، فالبنوك والمؤسسات الخاصة بقيت بعيدة عن ممارسة دورها في البورصة كوسيط، كما أن الأشخاص الطبيعية المزولة لهذا النشاط غائبة تماما رغم أن النصوص القانونية تسمح بذلك، وكذا غياب المحللين الفنيين على مستوى البنوك والمؤسسات المالية الذين يعملون على متابعة حركة أسعار الأوراق المالية والتنبؤ باتجاهها، وبالتالي عدم تمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات الشراء والبيع في الوقت المناسب الذي يسمح بتعظيم عوائد الأوراق المالية وفي نفس الوقت التقليل من المخاطر.

ضف إلى ذلك لم تعرف بورصة الجزائر سوى شركة واحدة ذات رأس مال متغير وهي شركة الاستثمار المالي سليم "SIVAC Celim"، التي تم اعتمادها في 31 مارس 1998، وبالتالي هذا الأمر لا يشجع المدخرين على توظيف أموالهم في قيم منقولة نظرا لشبهه غياب هيئات التوظيف.

وبذلك يمكن أن نستنتج أن الوساطة المالية في بورصة الجزائر تعيق تطورها، حيث يلاحظ توفر عدد قليل من المؤسسات الوسيطة التي تعمل على مستوى البورصة والتي تتمثل أساس في البنوك وعدم التنوع في المؤسسات الأخرى.

خلاصة الفصل الرابع:

نظرا للأهمية الكبيرة التي تلعبها البورصة في تمويل الاقتصاد الوطني، من خلال حشد الموارد المالية اللازمة وتوجيهها نحو مختلف الاستثمارات، سارعت الجزائر كغيرها من الدول إلى إنشاء سوق للأوراق المالية، ولكن بالرغم من اتخاذ القرار بإنشائها عام 1990، فإنها لم يبدأ التعامل فيها إلى عام 1999 وبصفة غير فعالة. حيث يقدر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر بأربعة شركات، ويرجع ذلك إلى محدودية المؤسسات المؤهلة والقادرة على الإدراج في البورصة نظرا لعدم استيفائها لشروط الإدراج، وبالتالي فإن هذا الوضع لا يسمح بتنمية حجم السوق واستقطاب المستثمرين.

كما يعد دور البورصة الجزائرية في تمويل الاقتصاد دورا محتشما والتي تبينه معدلات الرسملة السوقية ومؤشرات السيولة عبر السنوات الذي يبقى هامشيا، وهذا ما يعكس عجز البورصة على استقطاب المدخرات وتعبئتها وبعثها للتنمية الاقتصادية.

وبذلك ظل إنشاء وأداء بورصة الجزائر دون مستوى أداء البورصات العالمية وحتى العربية، وهذا راجع إلى العديد من المعوقات التي اعترضت مسارها.

**الفصل الخامس: السياسات
المساعدة في تفعيل التنمية
المالية في بورصة الجزائر**

الفصل الخامس: السياسات المساعدة في تفعيل التنمية المالية في بورصة الجزائر

تمهيد:

تعتبر بورصة الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق، باعتبارها مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية.

وقد تم تأسيس بورصة الجزائر فعليا من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 إلا أنه لم يبدأ التعامل فيها حتى عام 1999، لكن أداءها لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها ضعيف جدا ومحدودا.

حيث تعتبر العوامل السابقة الذكر تحديا رئيسيا بالنسبة لبورصة الجزائر، وهذا ما يفسر ضعف الأداء والوضع السلبي لنشاط هذه الأخيرة، وهو ما يستدعي ضرورة تكثيف الإصلاحات بمختلف أشكالها ومجالاتها، وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا الفصل كالتالي:

المبحث الأول: دور حوكمة الشركات في رفع أداء وكفاءة بورصة الجزائر

المبحث الثاني: أهمية تطوير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

المبحث الثالث: تعزيز التعاون التنظيمي مع البورصات الأجنبية

المبحث الرابع: الاستفادة من تجارب تطوير بعض أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الأول: دور حوكمة الشركات في رفع أداء وكفاءة بورصة الجزائر

في شهر جويلية من سنة 2007، انعقد بالجزائر أول ملتقى دولي حول "الحكم الراشد للمؤسسات"، وقد شكل هذا الملتقى فرصة مواتية لتلاقي جميع الأطراف الفاعلة في عالم المؤسسة، وحدد لهذا الملتقى هدف جوهرى يتمثل في: تحسيس المشاركين قصد الفهم الموحد والدقيق لمصطلح وإشكالية الحوكمة للمؤسسة، من زاوية الممارسة في الواقع وسبل تطوير الأداء ببلورة الوعي بأهمية الحوكمة في تعزيز تنافسية المؤسسات في الجزائر وكذا الاستفادة من التجارب الدولية.

المطلب الأول: بلورة فكرة الحوكمة في الجزائر

خلال فعاليات الملتقى الذي انعقد بالجزائر عام 2007، تبلورت فكرة "إعداد ميثاق جزائري للحكم الراشد للمؤسسة" كأول توصية وخطوة عملية تتخذ، وقد تفاعلت كل من جمعية حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة ومنتدى رؤساء المؤسسات مع الفكرة، بترجمتها إلى مشروع ومن ثم ضمان تنفيذه بواسطة إنشاء فريق عمل متجانس ومتعدد التمثيل.

وقد تفاعلت السلطات العمومية، ممثلة في وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، بدعمها للمشروع بواسطة قبول رعاية الملف وتكليف أحد إطاراتها السامية للمشاركة الفعلية في فوج العمل المكلف بتحرير ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر وكذا تسخير الدعم المادي.

كما شاركت في المبادرة مجموعة من الهيئات والمؤسسات الدولية المقيمة بالجزائر مثل مؤسسة التمويل الدولية وبرنامج ميدا لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المنتدى الدولي للحكم الراشد للمؤسسة. وبهذه التعبئة والاستعداد الكبيرين، عبر الجميع عن نيتهم للانضمام إلى المبادئ الأخلاقية وقواعد السلوك السليم لتسيير المؤسسات المتعارف عليها دوليا، كما برهنوا عن التزامهم بالعمل من أجل تعزيز هذه المبادئ والقواعد من طرف القطاع الخاص، على المستوى الوطني، ثم الانتقال إلى اقتصاد سوق حديث يتميز بالحرز والانتظام الكبيرين، أين يعبر عن الاحتياجات بدقة وشفافية بصورة متناهية الدقة.

حيث تبين التجارب الدولية أن مواثيق الحوكمة للمؤسسات يمكن إعدادها من طرف مختلف الجهات الفاعلة: كالبنوك المركزية ومكاتب الاستشارات القانونية والمنظمات الغير حكومية وفرق العمل... وعليه، فإن الصيغة التي اعتمدها كل من حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة ومنتدى رؤساء المؤسسات هي تشكيل "فريق عمل يتكون من طرف مختلف المتدخلين في عالم المؤسسة".

وفي هذا السياق، ساهمت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية بالانضمام لفريق العمل المنصب شهر نوفمبر 2007، تحت تسمية "GOAL08"، في اشارة الى فريق العمل للحكم الراشد بالجزائر سنة 2008، ويعتبر هذا الميثاق ثمرة لسلسلة الأعمال التي قادها فريق العمل بين الفترة الممتدة من نوفمبر 2007 إلى نوفمبر 2008.

وغضون هذه الحقبة الزمنية، تمكن فريق العمل بعد سلسلة المشاورات مع الأطراف الفاعلة، بأن يقيس ويعمق حالة الاستعجال لتبني ميثاق الحوكمة للمؤسسة في الجزائر وكذا الحاجة إلى إدراجه ضمن السياق الدولي المتميز بالابتكار وتبادل الخبرات.

وفي هذا الشأن، فقد شكلت مبادئ الحوكمة المعتمدة من طرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ضمن إصدارها لعام 2004، أهم المراجع التي استند منها فريق العمل آخذا بعين الاعتبار خصوصيات المؤسسة الجزائرية، والتي هي بالأساس تتمثل في:

1. كيف يمكن تحسين علاقة المؤسسة بالبنك؟

ثمة مشكلة واسعة الانتشار حيث تشكي العديد من المؤسسات من صعوبة الحصول على قرض بنكي، في حين ترثى البنوك عادة ضعف رأسمال هذه المؤسسات، أو حساباتها (السابقة أو المتوقعة) التي لا تعكس الحقيقة الاقتصادية لهذه الأخيرة.

وتهتم قواعد الحوكمة للمؤسسة بصحة الحسابات وارتباطها بحقيقة اقتصادية وكذا زيادة شفافية المؤسسة للعميل المصرفي سواء على الصعيد التاريخي أو التوقعي.

2. كيف يمكن جذب مستثمرين خارجيين إلى النواة الأولية للمؤسسة التي غالبا ما تكون عائلية؟

يطرح موضوع البحث عن شركاء خارجيين عن نواة المساهمين، الأولية التي تكون عائلية غالبا، مشكلة الحذر المتبادل من الطرفين.

في الجزائر، ليس هناك تجميع كاف لتجارب ناجحة تخص تجارب في فتح رأس المال، بالنظر إلى الحذر الذي يديه أقلية المساهمين الذين يخشون فقدان حقهم في المراقبة اللازمة لتسيير المؤسسة بالنظر إلى المساهمين الغالبين. يلتزم ملاك المؤسسات بتحديد الشروط المناسبة لوضع الثقة في المستثمرين الخارجيين والمحافظة على حقوقهم، بواسطة التطبيق الصارم لمبادئ الحوكمة المكرسة في هذا الشأن.

3. كيف يمكن للمؤسسة من إقامة علاقة ثقة مع الإدارة الجبائية؟

توسع مع الوقت علاقة حذر لدى المؤسسة الجزائرية، ومنها الخاصة من الإدارة الجبائية، واقتنع الكثير من رؤساء المؤسسات بضرورة وجود علاقة نزيهة وشفافة مع هذه الإدارة وعليه، يعد الجهد المبذول، من أجل شفافية ونزاهة الحسابات، عنصرا أساسيا يسمح للمؤسسة من بناء مستقبلها بطريقة أكثر صفاء، مقابل إجراءات الدعم التي تتخذها السلطات العمومية في هذا الشأن.

4. كيف يمكن توضيح العلاقة بين المساهمين؟

تعرف الكثير من المؤسسات نزاعات داخلية بين المساهمين والتي تعطي لفكرة «الجمعية» مفهوما سلبيا، على الرغم من أن «الجمعية» حركة حضارية وهي ممر لا بد منه للمقاول الراغب في توسيع مؤسسته، وهي عصر حيوي لنمو المؤسسة وكذا تحديد قواعد تصرف المساهمين، لا سيما فيما يخص الحقوق والواجبات وحماية المساهمين الأقلين.

5. كيف يمكن توضيح العلاقات بين المساهمين والمسيرين الغير مساهمين؟

إن قبول المسيرين التنفيذيين الغير مساهمين، وفضلا عن ذلك، ليسوا أعضاء نواة العائلة المؤسسة، أدى لخلق وضعية جديدة في العديد من المؤسسات.

هذه الوضعية تطرح مشكل الثقة والامتياز والأجر ويشوبها عدم استقرار الإطار المسير الغير مساهم أو الغير منتمي للعائلة، وعليه تظهر الحاجة لتوضيح العلاقات بين المساهمين والمسيرين وتحديد هيئات: مجلس الادارة أو المراقبة للجنة المديرين وغيرها.

6. كيف يمكن توضيح المسؤوليات داخل الفريق التنفيذي؟

تعاني العديد من المؤسسات من تمييع المسؤوليات أو تركيزها المبالغ فيه: وتحمل هذه الوضعيات إلى زرع بذور الأزمات الداخلية والمنازعات، سواء لدى الفريق التنفيذي أو بين هذه الأخيرة والمساهمين على حد سواء (سواء شغلوا مناصب تنفيذية أم لا).

إن تبني قواعد الحوكمة للمؤسسة سيسمح بتحديد أفضل للمسؤوليات التنفيذية، وخاصة، بوضع تنظيم ومخطط هيكلي وضبط الصلاحيات والتقسيم الدقيق للوظائف.

7. كيف نعالج مشاكل انتقال الإستخلاف؟

لا تستطيع الأغلبية الساحقة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجاوز عقبة غياب المؤسس بسهولة لأسباب متعددة نذكر منها:

- عدم استعداد الورثة؛

- غموض وضعية الأملاك؛

- غياب الهياكل الداخلية الدائمة للمؤسسة بسبب تركيز السلطات.

المقصود في هذا الشأن، هو توقع عدد من الاجراءات المكتوبة والغير مكتوبة والمتضمنة:

- ادماج وتحسيس المالكين من المؤسسة من الجيل الثاني بالمسؤولية تدريجيا، لأنهم مطالبون باتخاذ زمام الأمور في المؤسسة لاحقا؛

- توقع اجراءات الإستخلاف مثل الحفاظ على أملاك المؤسسة؛

- استدامة الهياكل التنفيذية العملية والاستراتيجية لاسيما عن طريق ادخال كفاءات خارجية عن نواة العائلة؛

- تحديد اجراءات تنازل المؤسسة خارج نواة العائلة.

يحتمل أن أي مؤسسة يمكنها أن تعيش مشاكل الحوكمة بطريقة منفردة، وعليه يقع على كل مؤسسة البدء

بتقييم نفسها والتأهب الضروري بأخذ الإجراءات اللازمة مستندة في ذلك من الأحكام المقترحة في هذا الميثاق التي سيتم التطرق إليها لاحقا.

وبذلك يطمح هذا الميثاق إلى إعطاء انطلاقة جديدة لترقية الحوكمة ضمن بعد شامل ودائم للمؤسسة الجزائرية، وكذا تفعيل حوار واسع المدى حول الخطوات المستقبلية، التي يمكن اتخاذها في هذا المجال، ضمن المحاور الكبرى المكرسة في آليات الشراكة الجديدة لتنمية إفريقيا فيما يخص الحوكمة.

وفي هذه الحالة، فإن توجه المؤسسة يكون خاص جدا : حيث أن المصالح التي تتبناها تتجاوز بوضوح دائرة اختصاص مالكيها وذلك بدمج الأطراف الفاعلة الرئيسية على نطاق أوسع في تسييرها، بالمقابل فهؤلاء الإداريين والفرق التنفيذية وكذا الأطراف الشريكة الخارجية لتطورها سيتصرفون كفرق تنفيذية وليس كمجرد موكلين، أين تبرز ضرورة تحفيزهم وتنشيطهم حيث أن أدوارهم ومكانتهم في المؤسسة ينبغي أن تكون كاملة، مع الاعتماد على قواعد تعكس شفافية دور كل واحد منهم، حيث تشكل المؤسسة نظاما مفتوحا على الأطراف المكونة لمحيطها والتي تتفاعل معها بطريقة وثيقة ودائمة، وتشمل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى في عملية تمويلها، وكذا الإدارات العمومية في اتصالاتها المباشرة والثيقة معها، والموارد البشرية التي تشغلها من سوق العمل وغيرها من المؤسسات التي تنشط في فضائها التنافسي القريب : كالموردين والمنافسين.

هذه الأطراف الفاعلة الخارجية ملزمة بالاندماج في علاقة تفاعلية، نتيجتها أن يكون الجميع فائز وذلك بواسطة تحسين المؤسسة لعلاقتها مع بيئتها، مما يزيد في مصداقيتها وجاذبيتها وتغيير نظرة الغير لها بصورة إيجابية وبذلك، ستساهم في تغيير محيطها وتأثر فيه إيجابيا بدلا من أن تخضع لضغوطاته فقط.

بهذه النظرة الجديدة للمؤسسة، يصبح من أنما تتجه صوب متطلبات القدرة التنافسية والأداء الفعال وتحقيق المزيد من الربح وهي أيضا، بحكمها الرشيد، سيتسنى لها بإدارة أحسن للأزمات التي تمر بها وضمان التنمية المستدامة . ومن الثابت في الآونة الأخيرة، أن مرد حالات الفشل التي سجلتها العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مردها على حد سواء بمشاكل عدم الامتثال لقواعد الإدارة والحكم الرشيد وعليه، فإن مستلزمات اقتصاد السوق الحديث والمنطق التقني - الاقتصادي يحتم أحلقة المؤسسة لتصبح مؤسسة جوارية مكتملة ولا يمكن فصل هذا الدور عنها. إن هذا المنهج الجديد للمؤسسة يستوجب التركيز على ضبط وبدقة حقوق وواجبات ومسؤوليات الأطراف الفاعلة الداخليين والخارجيين عن المؤسسة، وعلاقتها المتبادلة بالنظر للطابع الاحترازي للأحكام المتخذة بهذا الاتجاه، مما قد يؤدي بالمؤسسة لتقليل العديد من المخاطر التي تهددها.

حيث يعتبر الانضمام إلى ميثاق الحوكمة للمؤسسة مسعى حر وتطوعي، وهو مرتبط بدرجة الوعي بضرورة استغلال فرصة مثل هذا المسعى من طرف المالكين بالدرجة الأولى وعزمهم الراسخ لبعث مبادئ الحوكمة على المستوى الداخلي للمؤسسة ودعمها واستدامتها، ويمكن للمؤسسة التي تبدي اهتماما بالميثاق ان تنطلق أولا بإجراء تقييم أو تشخيص وضعيتها فيما يخص مدى تنفيذها لمبادئ الحوكمة، وعلى هذا الأساس، ستتخذ التدابير الكفيلة بتحديد الترتيبات الواجب اتخاذها ومن ثم تنفيذها وفقا لخطة مضبوطة، وبهذه المناسبة تعلن المؤسسة عن انضمام كلي أو جزئي للميثاق وبذلك ستعبر عن نية الاستفادة من الفلسفة التي يطرحها الميثاق وكذا مبادئه كليا أو جزئيا، مع المحافظة على امكانية ابداء تحفظات جزئية او اقتراح تعديلات.

المطلب الثاني: المعايير الأساسية للحوكمة في المؤسسة بالجزائر

تقوم الحوكمة للمؤسسة على أربعة مبادئ أساسية هي:

- **الإنصاف:** الحقوق والواجبات الخاصة بالأطراف الشريكة، وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بهم، يجب أن توزع بصورة منصفة؛
 - **الشفافية:** الحقوق والواجبات، وكذا الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة عن ذلك، يجب أن تكون واضحة وصریحة للجميع؛
 - **المساءلة:** مسؤولية كل طرف محددة على حدى بواسطة أهداف محددة وغير متقاسمة؛
 - **المحاسبة:** كل طرف شريك يكون محاسبا أمام طرف آخر عن الشيء الذي هو مسؤول عنه؛
- هذه المبادئ الأربعة (4) العالمية تشكل مقاييس تدعم بعضها البعض، أي أنها تطبق معا وبترايط، فهي ليست اختيارية ولا يمكن عزلها عن بعضها البعض، إذ تشكل نوعا من "المربع السحري" والذي يجعل من الحوكمة خيار الفوز في كل الظروف.
- وبهذا تغطي معايير الحوكمة للمؤسسات العلاقات التي تربط الأطراف الفاعلة الداخليين للمؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى الأطراف الفاعلة الخارجيين.

1- علاقة المؤسسة مع الأطراف الفاعلة الداخلية:

وعليه تعمل الأطراف الفاعلة الداخليين، في إطار الهيئات التنظيمية المكرسة لهم، وفي هذا السياق فقط . وبواسطة هذه الهيئات العضوية، يتم مد الجسور ويمكن تداخل وتبادل الوظائف المسموح بها والمقررة، والتي تتمثل في:

1-1/ الجمعية العامة للمساهمين:

أ- الحقوق الأولية للمساهمين والحوكمة:

يقصد بالمساهمين، بالمعنى الواسع، الحائزين على الأسهم في الشركة ذات الأسهم وحاملي الحصص في المؤسسات ذات القانون الأساسي لشركة ذات مسؤولية محدودة . ويتمتعون بحقوق محددة وفقا للقانون وبالوثائق التعاقدية الأخرى، ومن خلال تنفيذ قواعد الحوكمة يتم استهداف التقييد والتمسك بالحقوق بدلا من تسهيل نشاط المؤسسة بواسطة الأحكام الخاصة والسماح، بذلك، للمساهمين بإبراز حقوقهم بطريقة أكثر نزاهة وشفافة وثقة، وفي هذا الإطار نجد مساهمة قواعد الحوكمة للحقوق الأولية للمساهمين كالتالي:

الجدول رقم (5-1): مساهمة قواعد الحوكمة للحقوق الأولية للمساهمين

الحقوق الأولية للمساهمين	القيمة المضافة للحوكمة
المشاركة في تقاسم أرباح المؤسسة؛	تقاسم الأرباح ينبغي أن يكون نزيها وشفافا؛
تسجيل السندات المالية للمؤسسة؛	أساليب تسجيل السندات ينبغي أن يكون بصفة نزيهة وفعالية؛
إمكانية التنازل وتحويل السندات؛	يجب أن لا تتم إجراءات التنازل ونقل السندات بشكل غير عقلاي مما يؤثر على التفاوض بشأنها؛
المشاركة والتصويت في الجمعيات العامة للمساهمين؛	المعلومات المتعلقة بجدول الأعمال والقرارات التي يتعين اتخاذها في الجمعية العامة يجب أن تصل في الوقت المناسب وبالشكل الملائم. اجراءات سير الجمعية العامة يجب أن تكون في متناول المساهمين ولا ينبغي أن تعيق بشكل غير معقول الممارسة الفعلية للحقوق.
الحصول على المعلومات اللازمة لممارسة حقوقهم ومهامهم.	يجب أن تصل المعلومات الضرورية لممارسة حقوقهم ومهامهم في الوقت المناسب والشكل الملائم.

المصدر: ميثاق الحكم 2009، ص 31.

ب- المهام الأساسية للجمعية العامة في إطار الحوكمة:

حتى يتمكن المساهمون من التمتع بحقوقهم فعليا، يقع على عاتق الجمعية العامة واجب اعتماد مبادئ التنظيم والتسيير التي تسمح للمساهمين من ممارسة صلاحياتهم كاملة، بحيث ينبغي أن تسمح الأحكام والإجراءات المتخذة في هذا الشأن - لجميع المساهمين- المشاركة الفعلية في نقاشات ومداولات الجمعية العامة، وتحقيقا لهذه الغاية، يجب على كل مساهم:

- تلقي كل المعلومات المتعلقة بإنعقاد الجمعية العامة وفي الوقت المناسب: التواريخ، الأماكن، جداول الأعمال، والوثائق الكاملة والملائمة التي تسمح بتوضيح مشاريع القرارات التي ستتخذ؛
- أن يكون بإمكانهم أن يدلوا بأرائهم فيما يخص نقاط جدول الأعمال والتعبير عن صوته في المسائل المتعلقة بالانتخاب، وعند الحاجة، تقدم ترشيحهم للانتخاب؛
- إتاحة الفرصة لهم، وفي حدود الامكان، لطرح أسئلة على مجلس الادارة، بما في ذلك، المسائل الخاصة بالمراجعة السنوية للحسابات المعدة من طرف المدققين الخارجيين (مراقبي الحسابات) وكذا اقتراح تسجيل نقاط في جدول أعمال الجمعيات العامة واقتراح القرارات المنبثقة على ذلك.

أما بالنسبة لتوزيع الأرباح، تتم عملية توزيع الأرباح على المساهمين، من طرفهم، في جلسة الجمعية العامة المخصصة للتوزيع السنوي لنتائج السنة المالية، علما أنه من أجل تناسق في سياسة توزيع الأرباح مع استراتيجية المؤسسة تتوقف إلى توفر شرطين أساسيين هما:

- تقديم حصة أرباح كافية للمساهمين مقابل استثماراتهم في المؤسسة؛
- الحفاظ على مستوى ملائم من الاستثمارات من أجل تحقيق نتائج إيجابية في المستقبل.

2-1/مجلس الإدارة:

يتكون مجلس الإدارة من إداريين يُعيّنون من طرف الجمعية العامة، حيث أنه يقوم بمهمة القيادة الإدارية ومراقبة الشركة.

أ- مهام مجلس الإدارة المتعلقة بقيادة المؤسسة والحوكمة:

إن المهام التي يتكفل بها مجلس الإدارة محددة بواسطة القانون الأساسي للمؤسسة، وتتم وتوضع بواسطة اللوائح التي تتخذها الجمعية العامة، ويتمثل في ضمان توجيه استراتيجية المؤسسة وتنظيمها وكذا مراقبة مدى تنفيذ أنشطتها، وبهذا مهام مجلس الإدارة المتعلقة بقيادة المؤسسة والحوكمة وبالرغم من هذين الشقين (القانوني والتنظيمي)، فعلى مجلس الإدارة أن يراعي إدماج مبادئ الحوكمة للمؤسسة كما يلي:

الجدول رقم(5-2): مهام مجلس الإدارة المتعلقة بقيادة المؤسسة والحوكمة

مبادئ الحوكمة المتعلقة بقيادة المؤسسة	مهام القيادة
-وضع الاستراتيجية وتفصيلاتها بتناسق مع مصالح الشركة؛ -شرح الاستراتيجية بواسطة وضع خطة عمل مع تحديثها بانتظام وتأييدها بسياسة عامة للمخاطر.	ضرورة وضع استراتيجية للمؤسسة ذات المدى المتوسط ومن ثم ضمان ترجمتها في برامج ومشاريع بميزانيات.
-تحديد معايير انتقائهم ونظم تقييم ذات شفافية؛ -تقدير خطط لاستخلافهم.	توظيف أعضاء الفريق التنفيذي وتنصيبهم
-موااة هذه الرواتب ومصالح المؤسسة على المدى الطويل ومساهمتها.	تحديد رواتب الفريق التنفيذي والإداريين
-السهر على وضع إجراءات مكتوبة وشفافة.	ضمان التأكد من تعيين وتحديد وانتخاب الإداريين.
-التوقع تضارب المصالح التي قد تنشأ فيما بين الفريق التنفيذي والإداريين والمساهمين ومعالجتها؛ -توقع مخاطر الانحرافات من حيث إساءة استخدام المنافع الاجتماعية واستعمال السلطة والاختلاس التي قد ترتكب في سياق المعاملات مع الأطراف ذات الصلة والقضاء عليها؛ -السهر على إدخال ميكانزمات الوقاية من الاخطار.	ضمان الاستقرار والسير الحسن للمؤسسة وفقا للقانون.

المصدر: ميثاق الحكم، 2009، ص 36.

ب- مهام الإدارة المتعلقة بمراقبة المؤسسة ومبادئ الحوكمة:

فيما يتعلق بمهام الرقابة الموكلة لمجلس الإدارة، فإنه يقع عليه واجب التأكد من أن المؤسسة تحوز على الأجهزة المناسبة في هذا المجال، لاسيما جهاز تسيير المخاطر والرقابة المالية والعملية فضلا عن احترام القانون والمعايير المطبقة. وتنص التشريعات بالفعل عن توظيف محافظ الحسابات يتولى المراقبة القانونية بكل استقلالية ويتفاعل وثيق مع مجلس الإدارة. هذا الأخير يجرس على إعداد الحسابات نهاية كل سنة، ومراجعتها مسبقا من طرف محافظ الحسابات حتى يتسنى لهم الوقت للفحص واستدعاء الجمعية العامة في الآجال القانونية، ويهدف ممارسة واجب المراقبة، يمكن لمجلس الإدارة أن يطلب الخبرة اللازمة.

وأخيرا، يمكن لمجلس الإدارة ان يضع تحت تصرفه لجنة مكونة من اداريين (لجنة المشورة)والتي تكون مسؤولة عن المساعدة في المراقبة المالية للمؤسسة و كذا توجيه أخذ القرارات.

وبصورة أعم، فإن مهام المراقبة يجب ان تخضع لأحكام تعتمد وتكرس من طرف مجلس الادارة.

الجدول رقم(5-3): مهام مجلس الإدارة المتعلقة بمراقبة المؤسسة ومبادئ الحوكمة

مهام المراقبة	مبادئ الحوكمة المقترنة بمراقبتها
- مراقبة مدى تنفيذ البرامج والمشاريع والميزانيات وتقييم نتائجها.	-التأكد من سلامة نظم المعلومات وبالأخص نظام المحاسبة؛ -التأكد من الاستقلالية التامة وعدم التحيز في مراجعة الحسابات(من طرف محافظ الحسابات)؛ -وضع نظام مراقبة خاص بالمؤسسة بواسطة اللجوء إلى التدقيق الخارجي.
- الإشراف على الفريق التنفيذي.	-السهر على وضع نظام تقريري فعال وتقييم شفاف ؛ -السهر على التحديد الدقيق للمسؤوليات.
- تنظيم أنشطة مجلس الإدارة.	-وضع اجراءات تنظيم وعمل مجلس الادارة تميزه الكفاءة والشفافية ؛ -السهر على التحديد الدقيق للمسؤوليات.
- متابعة شروط استقرار المؤسسة.	-مراقبة الممارسات الفعلية للمؤسسة فيما يتعلق بالتسيير الراشد واجراء التغييرات اللازمة، -متابعة مراحل نشر المعلومات والاتصال من طرف المؤسسة في اتجاه الأطراف الفاعلة الخارجيين، والسهر لأجل التأكد من عودة المعلومة وضمان كفاءة الأجهزة والإجراءات المتصلة بالمعلومة.

المصدر: ميثاق الحكم،2009، ص 37.

ج- مبادئ عمل مجلس الإدارة:

يعتبر مجلس الإدارة مسئول بالتضامن عن التنفيذ الحسن لمهامه، ولذا يجب أن يسعى الى جلب حكم موضوعي ومستقل عن سير شؤون المؤسسة والتصرف، وبسرعة، من أجل مصلحة هذه الاخيرة وكذا مساهميتها يجب عليه أن يؤدي هذه المهام بعلم بالأسباب وبحسن نية وبكل عناية.

وفي حالة ما إذا كانت لقراراته تأثيرا متفاوتا على الفئات المختلفة من المساهمين، يجب على المجلس أن يأخذ بعين الاعتبار المصالح الحاضرة ويسهر على معالجتها بالعدل، هذه القرارات والتحكيكات يجب أن تؤسس على معايير الإنصاف والشفافية وعلى المعايير الاخلاقية العالية حتى يتمكن مجلس الادارة من القيام بعمله على أكمل وجه، يجب ان تتوفر على الاقل ثلاثة شروط هي:

- أن على الاداريين واجب القيام بالمهام الموكلة لهم وبتفاني؛
- أن يكون بوسعهم الوصول الى المعلومات الدقيقة والحاسمة في الوقت المناسب؛
- ينبغي ان يتمتعوا بمهارات تكفل لهم ممارسة مسؤولياتهم.

د- تشكيلة مجلس الإدارة:

يجب أن تحتوي تشكيلة مجلس الادارة على التوازن من حيث الخبرة والمهارات التي تركبه، ويمكن أن يضم المساهمين ومسيري المؤسسة والإداريين الخارجيين، بحيث يتصرف أعضاء مجلس الإدارة ضمن هذه الهيئة كإداريين حتى لو كانوا في نفس الوقت من مُلّاك المؤسسة، فالإداريين الخارجيين هم أعضاء من مجلس الإدارة والذين لا ينتمون للفريق التنفيذي ولا للملّاك، وعلى العموم فيمكن اعتبارهم مستقلين إلا في حالة ما إذا وجدت علاقة بينهم وبين الفريق التنفيذي أو مع المساهمين مما قد يثير الشك.

إن وجود هذه الفئة (إداريين خارجيين) من ضمن أعضاء مجلس الإدارة شيء ثمين يساعد على ما يلي:

- إسداء نظرة موضوعية عن المؤسسة؛
- تقديم آراء ونصائح غير متحيزة بشأن المسائل التي يقع فيها التداخل بين المصالح الخاصة والمصالح العامة؛
- تقييد الفريق التنفيذي إلى مزيد من الانضباط والمسؤولية فيما يتعلق بجلب وتحويل المعلومة؛
- تفضيل التسيير الهادئ والواضح في حالات النزاعات والأزمات وذلك باتخاذ أحكام مخففة وفرص للوساطة.

3-1/المديرية:

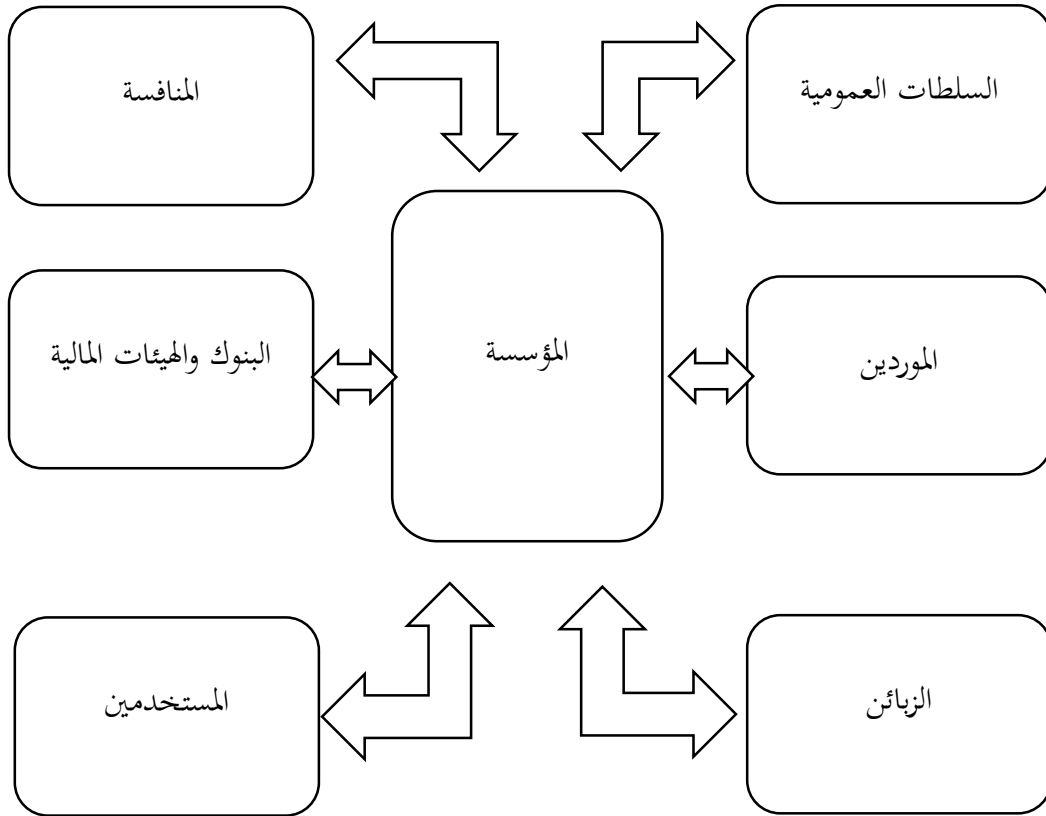
تُختار المديرية وتنصب من طرف مجلس الإدارة وتضطلع بمهامها تحت إشراف، فالأهداف المقررة من طرف المديرية يجب أن تكون متناسقة مع مصالح المؤسسة، والأهداف المرجو تحقيقها والموارد الواجب توفيرها، والقيم الواجب الدفاع عنها والسلطات المفوضة للمديرية، ويقع على مجلس الإدارة مهمة السهر على تناسق كل هذه الأبعاد، وتتمثل المهام الأساسية للمديرية فيما يلي:

- إعداد واقتراح استراتيجية المؤسسة وعرضها على مجلس الإدارة؛
- تنفيذ هذه الاستراتيجية بعد اعتمادها، في شكل مخططات سنوية وميزانيات معتمدة؛
- ضمان الإشراف والمراقبة على تسيير المؤسسة؛
- تقديم تقرير لمجلس الإدارة بالنتائج المحققة مقارنة مع الأهداف المحددة ضمن الاستراتيجية المعتمدة؛
- تزويد مجلس الإدارة بالمعلومة التي تمكنه من قيادة ومراقبة نشاطات المؤسسة.

2- علاقات المؤسسة مع الأطراف الفاعلة الخارجية:

تشكل المؤسسة جهاز مفتوح حول العديد من الأطراف الفاعلة الخارجيين وهي على اتصال دائم معهم، كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (5-1): علاقة المؤسسة مع الأطراف الفاعلة الخارجية



المصدر: ميثاق الحكم 2009، ص 44.

وعليه، فإن هناك مجموعة من التوصيات الواجب تنفيذها قصد ملاءمتها مع ظرف كل مؤسسة لكي تتمكن من تحسين علاقاتها مع الأطراف الفاعلة الخارجيين وتوسيع جاذبيتها اتجاههم، وتتكون الأطراف الخارجية عموما من:

1-2/ السلطات العمومية كشريك:

باعتبار الإدارات العمومية جزء لا يتجزأ من السلطة العمومية، فإنه من مصلحتها أن ترى المؤسسات تزدهر، وهذا ما تشهد عليه العديد من إجراءات الدعم والمساعدات المالية الممنوحة من طرف الدولة، ويجب عليها بالمقابل، أن تتشدد مع المؤسسات التي تكون مخالفة للقانون، وتتم عملية تحسين العلاقة مع الإدارات العمومية بما يقتضيه من المؤسسة من احترام للقانون، خاصة في ثلاثة مجالات هي: قانون العمل والضرائب وحماية البيئة. بالنسبة للمؤسسة، ينتج عنها ضرورة الانتباه لتطورات النصوص القانونية في المجالات الثلاثة وتنفيذ ما جاء فيها بتنفيذ الالتزامات المكرسة.

2-2/ البنوك والهيئات المالية الأخرى: ثقة وشفافية

- يجب أن تعمل الشركة على إرسال وفي الوقت المناسب المعلومات الشاملة والصحيحة عن الوضع المالي للمؤسسة، بحيث يجب أن يؤسس لعلاقة دائمة مبنية على الثقة مع ممثلي الهيئات المالية السابقين بواسطة قدرة المؤسسة على إرسال وفي وقت مناسب المعلومات الكاملة والصحيحة عن الوضعية المالية السابقة والحالية التقديرية للمؤسسة، ويشكل هذا من بين أهم الأساليب التي من أجلها يجب على المؤسسة أن يكون لديها محاسبة دقيقة وتعيين في حالة الحاجة، لمخطط أعمالها.
- يجب التفريق بين الأموال الخاصة للمؤسسة والأموال الخاصة: ومن جهة أخرى، للتأسيس لعلاقة قائمة على الثقة مع المقرضين، يجب المحافظة عن عدم الخلط بين الأموال الخاصة للمؤسسة والأموال الخاصة التابعة للمساهمين هذا شرط ملزم للمؤسسات الصغيرة العائلية.

3-2/ الموردون: من أجل تعاون دائم

- تستطيع المؤسسة أن تعتمد بصورة شبه هامة، وحسب الظرف، على مورديها، ويشكل هؤلاء أول حلقة في سلسلة القيم بواسطة المدخولات (المواد الأولية) التي يقدمونها وبذلك، يشكلون الدائنين الأوائل من خلال الأجال التي يمنحونها للمؤسسة لدفع مستحقاتهم.
- وعليه، فإن الاختبار الدقيق للموردين ونوعية العلاقات الموجودة بينهم وبين المؤسسة تشكل حجر الأساس بالنسبة للإنتاج الذي يضمن السير الحسن للمؤسسة.

4-2/ الزبائن: الملاك الحقيقيين للمؤسسة

- في مناخ اقتصادي تطبعه المنافسة الحادة، تتجلى أهمية إرضاء الزبائن التي يجب وضعها في قلب مهام المؤسسة. يجب على المؤسسة أن تطور وتنمي علاقة صادقة وأخلاقية مع الزبائن وذلك في إطار الاحترام لمبدأ الربح للجميع واحترام القوانين واللوائح حيز التنفيذ.

2-5/العمال: هم أول زبائن المؤسسة

بمعزل عما تشكله العلاقة الوطيدة بين العمال ورب العمل، فإن مجموع الأجراء يشكلون إحدى الأطراف الفاعلة الخارجيين، إن الموارد البشرية للمؤسسة يمثلون "أول الزبائن"، أين يقع عليها كسبهم لاعتبار أنها يقع عليهم الاعتماد الكبير لأجل تحقيق أهداف المؤسسة.

وعلى هذا النحو، فإن تحفيزهم وادماجهم أصبح شيئاً ضرورياً، لذا أصبح لزاماً وضع حيز التنفيذ لنظام أحور يعتمد على الاستحقاق والكفاءة وكذلك سياسة اصغاء ومعاملة عادلة لانشغالات الموارد البشرية. وأخيراً، يجب على المؤسسة أن تسهر على تكوين رأسمالها البشري وأن تؤدي التزاماتها الاجتماعية.

2-6/المنافسين: أخلاق وواجبات

لا تقتصر المنافسة على التخصص على حصص في السوق وعدد من الزبائن، ولكنها تبرز على أرض الواقع حين التموين لدى الموردين وتشغيل الكفاءات المطلوبة التقنية منها والتنفيذية وبصفة أكثر عموم، في مجال تمثيل علامة المنتج أمام الغير.

غير أن العلاقة مع المنافسين مقيدة باحتمالات وواجبات التعاون بوصفهم مهنيين وأشقاء في المهنة، مدعوون للتشاور حول الاهتمامات القطاعية الموحدة مثل: المنافسة الغير شرعية والمسائل المتعلقة بأخلاقيات المهنة والمشاركة في حوارات الاجتماعية داخل فرع النشاط.

3-النوعية ونشر المعلومات:**3-1/الالتزامات القانونية والخطوات التطوعية:**

ينص القانون على نشر الوضعية المالية السنوية للمؤسسة، أما عن تلك المدرجة في البورصة فهي مطالبة بنشر حالتها المالية في كل ثلاثي وكذا كل المعلومات التي لها أثر مادي على تقييم المؤسسة. بالإضافة إلى الالتزامات القانونية، فإن المؤسسة ملزمة بنشر المعلومات لفائدة الأطراف الفاعلة (كالمؤسسات المالية، الموردين، الزبائن، العمال، الأعضاء المشاركة) في اطار الالتزامات التعاقدية أو بنية إبداء الشفافية الإرادية.

3-2/المعلومات المالية:

يجب على المؤسسة أن تنتج في الوقت المناسب، معلومات مالية كاملة وصحيحة والتي قد يطلبها الشركاء الماليين، بحيث يتسنى اطلاعهم على الفور بكل التغيرات التي قد تؤثر على العلاقات التي فيما بينهم، وتبقى تشكل محاسبة المؤسسة أداة مهمة للتسيير، حيث أن العديد من المؤسسات قد تمكنت من التحكم فيها وبسرعة وأن البعض الآخر لا يزال بحاجة إلى اللجوء إلى المساعدة الخارجية لتحليل وتفسير المعطيات المالية.

لذلك فإن الانتقال لمعايير المحاسبة، المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للإفصاح المالي، سيشكل التحدي الجديد الذي ستواجهه مؤسساتنا، مما يستلزم اللجوء الى مساعدة تقنية خارجية لأجل اعتماد المعايير الجديدة لمحاسبة المؤسسات، والتي سوف تنتقل من نظام ينتج معلومات المحاسبة الى نظام ينتج المعلومات المالية، مما يجعل من المؤسسة أكثر شفافية وأكثر إقبالاً للمستثمرين وباقي المستعملين.

المطلب الثالث: تقييم واقع الحوكمة في الجزائر- تجربة شركة NC Rouiba-

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى واقع مؤشرات الحوكمة بالجزائر من خلال عرض تجربة شركة NC

Rouiba.

أولا-تقييم مؤشرات الحوكمة في الجزائر

يصدر عن البنك الدولي مؤشرات عن دور مؤسسات الدولة في عدالة المحاكم والسياسات التي تمارسها تجاه المواطنين ومدى فعاليتها في التصدي للمحسوبيات وقدرتها على صياغة وتنفيذ السياسات الفعالة والسليمة واحترام حقوق المواطنين، ودور القضاء في التصدي للفساد الإداري والرشاوي، إضافة إلى جميع العمليات التي يتم تحديدها ومراقبتها من قبل الحكومة والتي تصب في خدمة المواطن.

تنقسم مؤشرات المؤسسات والحوكمة الرشيدة إلى ستة مؤشرات رئيسية، يتم تقديرها حسب منهجية معتمدة (من طرف البنك الدولي)، تبلغ قيمة المؤشر بين (-2.5 و 2.5)، يشير ارتفاع قيمة المؤشر إلى الأفضل وهو يدل على أن الدولة قامت بإجراءات فعالة ساهمت في تحسين وضعيتها في مؤشر المؤسسات والحوكمة الرشيدة. وتم اختيار ثلاثة مؤشرات هامة تعكس فعالية ودور الدول في مكافحة الفساد والرشاوي والمحسوبيات وسيادة القانون.

1- فعالية الحكومة:

يُركز المؤشر على نوعية الخدمات العامة والمدنية وكفاءة موظفيها ودرجة استقلاليتهم بعيدا عن الضغوطات السياسية وكيفية تنفيذها من قبل الحكومة ومدى مصداقيتها والتزامها بهذه السياسات.

فبالنسبة للجزائر حلت المركز 15 عربيا بقيمة معيارية لم تتجاوز (-0.55) لمتوسط الفترات 2010-2013، في حين حققت دولة الامارات العربية المتحدة المركز الأول عربيا وبلغ متوسط مؤشر الأربع سنوات حوالي 1.17، وهذا يعود لما قامت به الدولة لغرض تحسين الأداء بإنشاء جوائز "أبو ظبي ودي للأداء الحكومي المتميز"، ليتمكن كافة الموظفين في المشاركة بتطوير الجودة الشاملة.

2- مؤشر سيادة القانون:

يُركز المؤشر على ثقة المواطنين ومدى التزامهم وفقا لقواعد المجتمع المدني والدولة وكذلك فعالية القضاء والمحاكم وكيفية تنفيذ العقود وحقوق الملكية. حلت الجزائر المرتبة 16 عربيا بقيمة معيارية تقدر بحوالي -0.75 لمتوسط الفترات 2010-2013، في حين استحوذت دولة قطر على المركز الأول عربيا بقيمة معيارية قُدرت بحوالي 1.310 لسنة 2013.

3- مؤشر مكافحة الفساد الإداري:

يُركز على مدى ممارسة الأفراد في السلطة العامة لتحقيق مكاسب خاصة، ومدى تفشي الفساد الإداري داخل السلطة القضائية وكذلك كل أنواع أشكال الفساد الذي يعيق من تنفيذ الأعمال، إضافة إلى جدية الدولة في مكافحة الفساد.

حيث حققت الجزائر بالنسبة لهذا المؤشر المرتبة 14 عربياً بقيمة معيارية قُدرت بحوالي - 0.49 لمتوسط الفترات 2010-2013، أما دولة قطر فحققت المركز الأول عربياً بقيمة معيارية حوالي 1.608، ويعود ذلك إلى ما قامت به الدولة بتأسيس مركز حُكم القانون ومكافحة الفساد، والذي ساهم في تحسن قيمة مكافحة الفساد لهذه الأخيرة. والجدول الموالي يبين تطور مؤشر قطاع المؤسسات والحوكمة الرشيدة في الجزائر لمتوسط الفترات 2010-2013:

الجدول رقم(4-5): مؤشر المؤسسات والحوكمة الرشيدة في الجزائر لمتوسط الفترات 2010-2013

قطاع المؤسسات والحوكمة الرشيدة				
2013	2012	2011	2010	
-0.60	-0.55	-0.58	-0.48	فعالية الحكومة
-0.68	-0.77	-0.79	-0.75	سيادة القانون
-0.48	-0.49	-0.51	-0.49	الفساد الإداري

المصدر: تقرير تنافسية الاقتصادات العربية 2016، ص 42.

تبين الأدلة النظرية والتطبيقية أن استقطاب الاستثمار وتشجيع الاستثمار المحلي يعتمدان على التطبيق الفعال لمبادئ الحاكمية الرشيدة والتوجيه الإداري السليم، في إطار هذا التقرير يشتمل التوجيه الإداري السليم على قدرة الحكومات على إدارة الموارد بكفاءة (نوعية البيروقراطية)، وعلى تقليص الفساد الإداري، واحترام الدولة والمواطنين للمؤسسات التي تحكم المعاملات الاقتصادية والاجتماعية المتبادلة بينهم.

وتجدر الإشارة إلى أن العوامل الثلاثة التي وقع اعتمادها لبناء مؤشر الحاكمية وفعالية المؤسسات (الفساد الإداري، احترام القانون والنظام والبيروقراطية) تقاس في الأساس بمتغيرات نوعية تنشرها وكالات تقدير المخاطر السياسية والتجارية وهي تشمل وجهات نظر الخبراء ورجال الأعمال وتغطي مجالاً واسعاً من الجوانب الهامة.

لكن بالنسبة للجزائر فهي تحتاج لمزيد من الإصلاحات في مجالات محاربة الفساد الإداري وتقليص المتطلبات الإدارية لإنجاز الأعمال التجارية والشخصية، بالإضافة إلى تقوية احترام القانون. بلغت فجوة المؤسسات حوالي 30%، مما يجعل الإصلاح المؤسساتي على رأس التحديات التي يواجهها الاقتصاد الجزائري، والتي تعتبر عاملاً حاسماً في إطار تحقيق النمو المستدام وبيئة مواتية للأعمال. لذلك تتطلب المنظومة العامة الجيدة لإدارة الحكم تحولاً جوهرياً في دور الدولة، مقابل التحول في دور الفاعلين والأطراف أصحاب المصلحة في التنمية. ويحتاج هذا التحول إلى رؤية استراتيجية للتنمية، تساعد في وضع سياسات وبرامج تمكن من تحقيق التكامل بين أنشطة وأهداف الدولة في مختلف القطاعات.

ففي مجال الفساد الإداري، تعاني الجزائر من تفشي هذه الظاهرة، التي تضاف إلى تكاليف القيام بالأعمال وتزيد من المخاطر، خاصة في مجال استقطاب الاستثمارات وتطوير سوق الأوراق المالي لها. أما في مجال احترام القانون والنظام فإن الوضع في الجزائر يدل على ارتفاع مستوى المخاطر، ويتطلب الأمر معالجة من أجل تقليل المخاطر وتحسين البيئة الاستثمارية بها.

وبهذا ما زالت الجزائر تحتل رتب متدنية في قائمة الدول الأكثر فسادا في العالم، حيث احتلت الرتبة 105 حسب التقرير الصادر عن منظمة الشفافية الدولية الذي صدر في ديسمبر 2012، وحسب التقرير الجديد الذي يتضمن استطلاعاً لرأي حول الفساد لسنة 2013، الذي يتضمن مجموعة من آراء المواطنين من كافة دول العالم من بينها الجزائر، حيث يشير تقرير " ترانسبرانسي أنترناشيونال " استناداً إلى العينة التي اعتمد عليها إلى أن كل القطاعات في الجزائر يشملها الفساد بنسب متفاوتة، كما يلفت التقرير إلى أن 74% من الجزائريين يعتقدون أن قطاع المال والأعمال من القطاعات الأكثر فساداً، وهذا ما يدل على أن تفعيل آليات الحوكمة مازال ضعيفاً رغم الجهود المبذولة¹.

ثانياً-متطلبات تحسين الحوكمة والشفافية:

تشكل الحوكمة الجيدة خير دليل على نزاهة النظام المالي وشفافيته بالنسبة إلى المؤسسات المالية وغيرها من المنظمات التي تصل إلى الأسواق المالية، وعليه فمن الأهمية بمكان أن تخضع المؤسسات المالية للحوكمة بطريقة تضمن حماية أصحاب المصلحة في النظام المالي، حيث وضعت كل من الجهات الرقابية الدولية معايير محسنة في مجال الحوكمة بناء على المعايير والمتطلبات الدولية الخاصة بالمنظمات الدولية مثل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية(OECD) والمنظمة الدولية لهيئات سوق المال(IOSCO).

كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين، ومؤشراً على المستوى الذي وصلت إليه إدارات الشركات في الالتزام المعني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرته التنافسية².

وفي المقابل، برزت بورصة الجزائر إلى الوجود بعدد محدود جداً من الشركات ولا زالت تسير على هذا النحو الأمر الذي انعكس في صغر حجم السوق وكفاءته، لذلك تمثل الحوكمة الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة، وهي تعد في غاية الأهمية بالنسبة للأسواق المالية والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي.

وعليه، إن الاهتمام بحوكمة الشركات في الجزائر خاصة المدرجة بسوق الأوراق المالية أصبح أمراً ضرورياً، حيث يتطلب ذلك من السلطات الوصية أن تقوم بالمبادرات الضرورية في سبيل إرسائها، فبالرغم من الجهود البسيطة التي اتخذتها وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إصدار ميثاق حوكمة الشركات فإنه يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(COSOB) وبالتعاون مع الجمعيات العمومية للمساهمين وكذا هيئات المحاسبين والمراجعين أن تطور هذا الميثاق ليتوافق بشكل أكبر مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وجعله كشرط

¹ محمد سيدمو، " منظمة الشفافية الدولية تكشف أن ثلث الجزائريين يعترفون بدفع الرشاوى"، مقال متوفر على الموقع التالي:

<http://www.elbilad.net/article/detail?id=1357> / 20/03/2016

² كمال بوعظم & زابدي عبد السلام، " حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات - مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية-"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، يومي 18-19 نوفمبر 2009، جامعة باجي مختار بعنابة، ص 54.

للقيد واستمرار القيد بالبورصة كما هو الشأن بالنسبة للبورصة المصرية، حيث تستطيع الشركات سواء المدرجة بالبورصة أو غيرها من المؤسسات العمومية الأخرى أن تسترشد بجدول عمل تأخذ به بالتدرج حتى تتوفق أوضاعها مع المبادئ الجديدة بشكل كامل، حيث يتم تقسيم عملية التطبيق على مراحل إلى أن تتم بشكل كامل كما يلي¹:

1- المرحلة الأولى:

وهي مرحلة انتقالية تتخذ خلالها الشركة الإجراءات التالية:

- إعداد سياسة مكتوبة خاصة بحوكمة الشركة تتمثل في القواعد الإجرائية، وأسلوب الرقابة والاشراف على تطبيقها؛
- تشكيل لجنة مؤقتة منبثقة عن مجلس الإدارة يجوز أن تتضمن خبراء من خارج المجلس، وذلك لتوفير متطلبات تنفيذ نظام الحوكمة.

2- المرحلة الثانية:

وهي مرحلة التنفيذ وتشمل الإجراءات التالية:

- وضع برنامج سنوي لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية لتطوير وتحديث معرفتهم بأهمية التقيد بمبادئ الحوكمة لضمان المشاركة الفاعلة في رفع كفاءة أداء الشركة؛
- صدور قرارات الجمعية العمومية للمساهمين بإقرار التعديلات الواجبة والتي تشمل:
- التنفيذ الكامل لمبادئ حوكمة الشركات والقواعد الإجرائية التي وضعتها الشركة؛
- وضع نظام لمراجعة وتقييم القواعد الإجرائية لحوكمة الشركات لتحديد الاحتياجات والتعديلات الواجبة.

3- المرحلة الثالثة:

وهي مرحلة تقييمية تشمل ما يلي:

- تلتزم الشركة بإعداد تقرير سنوي عن ممارسات حوكمة الشركات بما شاملا جميع البنود التي جاء بها ميثاق الحوكمة؛
- يقوم مجلس الإدارة بعرض تقريره للمناقشة مع المساهمين في الجمعية العمومية، موضحا النقاط التي لم يتم تطبيقها قصد تداركها.

ومنه يمكننا استنتاج أن الحوكمة تساعد في تنشيط وتحقيق سوق مالية كفؤة إذا ما تم الالتزام بمراحل العمل السابقة، وبالتالي تصبح المؤسسات أكثر جاذبية للمستثمرين خاصة الأجانب منهم، وهذا باعتبار أن الحوكمة تعمل على كسب ثقة المتعاملين من خلال تطوير نظام الإفصاح بها وبناء الشفافية في كل عملياتها من خلال ما يلي:

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع - إدارة الإصدار والافصاح-، " برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات"، مصر، متوفر على الموقع التالي:

- تعزيز الشفافية: وذلك من خلال اتخاذ خطوات مناسبة من أجل الحرص على التوفيق بين المعايير وأفضل الممارسات الدولية وضمان تعزيز ثقافة امتثال متينة على مستوى الشركات ورصد أي نشاط يسيء إلى ثقة المستثمر وتصويب مواطن الخلل فيه؛

- تعزيز ممارسات الإفصاح: وذلك من خلال اعتماد معايير صارمة تراعي ممارسات الإفصاح لا سيما فيما يخص قضايا التقييم والمخاطر، وكذا مراجعة الممارسات الحالية المتعلقة بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات والمتاحة للمدققين الخارجيين.

الأمر الذي يستدعي تدخل الجهات الوصية بإصلاحات جديدة من شأنها إلزام المؤسسات الجزائرية بتطبيق مبادئ الحوكمة، وكذا العمل على إدراج عدد أكبر من المؤسسات في البورصة من أجل الارتقاء بها ورفع كفاءتها.

ثانياً- تجربة شركة NC-Rouiba الجزائرية في حوكمة الشركات

سنتناول تجربة شركة NC Rouiba في مجال حوكمة الشركات كالتالي¹:

1- الخلفية:

طوال السبعينيات في القرن العشرين عملت شركة NC-Rouiba في تصنيع المنتجات الغذائية والزراعية، وفي ذلك الوقت وتحت سياسات الجزائر التي اتسمت بالقيادة الاشتراكية، تدخلت الحكومة في قرارات الشركة الاستثمارية، وكان أسلوب الإدارة بعيداً عن الشفافية. وبحلول الثمانينيات تراخت القيود الاقتصادية إلى حد ما وحصلت الشركة على موافقة للتوسع، غير أن الدولة واصلت قيودها على طاقة تشغيل معدات الشركة .

وفي التسعينيات بدأ عهد جديد من التحرر السياسي والاقتصادي. وجاءت هذه التغيرات السياسية والاقتصادية في وقت مهم، حيث واجه الجيل الثاني من العائلة التحدّي الرئيسي الذي يواجه العديد من الشركات العائلية: إذا لم تتوسع الشركة، سيتفوق حجم العائلة عن الشركة. وأدرك الرئيس التنفيذي أنه ستكون هناك حاجة إلى تمويل النمو المناسب. غير أنه كان من المستحيل أن يسعى للحصول على تمويل مصرفي لأن معدل الدين بالشركة كان مرتفعاً للغاية. ولذلك اتخذ قراراً شجاعاً بأن يدخل شركة خاصة من خارج العائلة، وعلى الرغم من التردد الشديد اقتنع أفراد العائلة في النهاية بأن هذه الخطوة هي الاختيار الوحيد المجدي اقتصادياً للنمو.

2- قدرة الشفافية على جذب الاستثمارات:

لاحظ الرئيس التنفيذي للشركة عام 1999 أنه نتيجة لانعدام وجود قواعد إرشادية واضحة تعود إلى تاريخ تأسيس الشركة، فإن الممارسات المحاسبية بها لا تتفق مع الممارسات الأفضل دولياً .

لقد كانت بيئة السياسات الحكومية والضرائب الباهظة سبباً في تثبيطهم ليس فقط بالنسبة لـ NC-Rouiba بل الكثير من شركات القطاع الخاص في الجزائر للإفصاح التام عن معلوماتها المالية، غير أن الرئيس التنفيذي كان

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، "تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تجارب وحلول"، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، فيفري 2011، ص ص 24-27.

متحمسًا لأن يدفع الشركة للتنافس على المستوى الدولي وأدرك أنه لتحقيق أهداف العمل يجب أن يضع في المقدمة قضايا مثل تأكيد الجودة وتسوية العمليات مع ذوي العالقة والشفافية مع المساهمين .

كان النشاط الرئيسي للشركة هو مصنع لتصنيع الأغذية غير أنه في نفس الوقت تقريبًا حصلت الشركة على ترخيص لتصنيع وبيع منتجات المرطبات، وكانت فرصة مثالية لتقديم أسلوب تشغيل جديد، وقد حافظت العائلة على الشركة الرئيسية غير أنها أبلغت بأن الفرع الجديد سينفذ أسلوب إدارة يقوم على أساس الشفافية التامة ما بين العائلة والعمالين وصناديق الاستثمار والبنوك وأصحاب المصالح . وقد جاء الحصول على امتياز وكالة المرطبات في لحظة سانحة فقد كانت هناك تغيرات عديدة في السوق ونتيجة لسلطة الدولة فقد كانت الشركة تعمل بأسلوب يقوده العرض بدون استجابة للسوق، وفي نفس الوقت، كان حجم العائلة أخذ في الكبر، وكان على الشركة أن تجد طريقًا للتوسع المريح . وقد درس الرئيس التنفيذي شبكات التوزيع وأعاد تنشيطها كما نظم خط الإنتاج وأدخل برامج تدريب للعمالين، وكانت تلك الخطوات اللازمة للحصول على رأس مال لتمويل توسع الشركة. وفي العام الأول كان نظام العمليات الجديد صعب التنفيذ غير أن الشركة القت زيادة في المبيعات قدرها 50% نتيجة لتحسن الأداء . وطوال تلك العملية، وضع الرئيس التنفيذي إطارًا منظمًا للتواصل المفتوح والدائم مع المساهمين، وتدخل المساهمون جميعًا بصورة مباشرة في القرارات الرئيسية، أو أبلغوا بها على الأقل . وبدون هذا التواصل المنظم ربما لم يكن باستطاعته الحصول على تأييد كافة المساهمين في الموافقة على رؤية الشركة الجديدة مما أدى في النهاية إلى نجاح الشركة الحالي .

3- أهمية التقرير السنوي في التواصل مع المساهمين:

منذ عام 2003، بدأت شركة NC-Rouiba في نشر تقرير سنوي مما يسمح بالتواصل الواضح والفعال ما بين المساهمين، والعمالين، والمستثمرين، والعائلة. ولم يعد المساهمون الذين من العائلة في الغالب بحاجة للاستفسار عن الأرباح والخسائر أو ما تقوم الشركة به؛ فقد نشر كل شيء في التقرير السنوي .

ولتشجيع تحمل المسؤولية تحمل رئيس كل إدارة المسؤولية عن إدارته أو إدارتها في التقرير السنوي، وقد تضمن أقسامًا عن التسويق والتمويل والبيئة، وكتب الرئيس التنفيذي ملخصًا تنفيذيًا لكافة الأقسام . وفي بداية كل عام قام الرئيس التنفيذي بإعداد رؤيته للعام التالي، وكان الخطاب الموجه إلى المدراء والمساهمين عبارة عن نظرة شاملة لكيفية رؤيته لأسلوب التشغيل في الشركة في العام القادم على المستويات الاستراتيجية والتنظيمية والتشغيلية، وكذلك بالنسبة للمبيعات والأسهم والاتجاه الاستراتيجي، كما تضمنت الوثيقة التقييم لتوقعات العام السابق في مقابل النتائج الواقعية» فور دخول صندوق الاستثمار الخاص إلى شركتنا في عام 2005، تغيرت الأمور تمامًا، تمكنا من جذب استثمارات جديدة و الارتقاء إلى مستوى جديد تمامًا في حوكمتنا» .

ويعتبر الأداء المالي والعمليات الراسخة من العوامل الرئيسية لجذب الاستثمار، غير أنه يلزم التواصل بشأن المعلومات الخاصة بالشركة بأسلوب واضح وشفاف يساعد الناس على تقدير وتقييم ما لدى الشركة. وفي ذلك الوقت، فشركة NC-Rouiba كانت من بين الشركات المحلية القليلة في الجزائر التي تصدر تقريرًا سنويًا، تضمن خطة الشركة التوسعية ورؤيتها وأرقام أرباحها وخسائرها، وكذلك مؤشرات الأداء الرئيسية.

واستطاعت الشركة بصورة فريدة في هذه السوق وبخطى سابقة لمنافسيها في مجال الشفافية أن تحظى بثقة المستثمرين وتجذب استثمارات جديدة من خلال صندوق الاستثمار الخاص الإقليمي المعروف باسم "إفريقيا إنفست"، عندما استثمر صندوق الاستثمار الخاص في عام 2005 طلب تغييرات جسيمة في حوكمة الشركة كأسلوب لحماية أمواله، وكما اتضح أن التغييرات كانت مريحة لجميع الأطراف. فقد أعطت التعديلات اللازمة للحكومة "إفريقيا إنفست" ثقة أكبر في استثماره، بينما حسنت أن سي أ - روية من هيكلها الداخلي، وزادت ثقتها ووسعت رأس مالها. وعادت زيادة نمو الشركة بالنفع على كل من إفريقيا إنفست و NC-Rouiba .

4- تسوية الخلافات:

في أية شركة ستكون هناك خلافات بين صناع القرار، غير أن حساسية العلاقات الشخصية في الشركات العائلية تضيف بعدًا إضافيًا ويمكن أن تنشأ صراعات خطيرة وأن تتخذ قرارات ليست هي الأنسب لصالح العمل. وفي شركة NC-Rouiba لم تتم معالجة غالبية خلافات العائلة كما ينبغي في اجتماعات المجلس، وكانت إجراءات قد وضعت للحد من الصراعات بتوثيق الوضع وفي كل حالة من حالات الاختلاف على قضية ما سجل الرئيس التنفيذي القضية والحل في خطاب رسمي، وأدت هذه الخطوة البسيطة إلى حل مشكلة من المشكلات الشائعة في العديد من الشركات (سواء العائلية أو غيرها)، وهي أن الاختلاف في وجهة النظر ومرور الوقت يؤدي إلى الاختلاف في تذكرو وقائع ما حدث بالفعل، ولذلك فقد كان بحاجة لأن يفكر في طرق جديدة لجذب رأس مال إلى الشركة بينما يحافظ على دور العائلة وقدرتها على المشاركة في NC-Rouiba .

وكانت المرحلة التالية من استراتيجية الشركة هي أن تدرج في سوق الأوراق المالية وعرض 20-25% من رأس مالها للتداول، غير أنه لدخول سوق الأوراق المالية بنجاح، على الشركة أن تتمتع بثقة السوق. ولحسن الحظ ساعدت تحسينات حوكمة الشركات في الشركة خاصة في مجال التقرير والشفافية في هذه الخطوة التالية، وكان التواصل والنقاش المتواصل ما بين أفراد العائلة من الضروري في أثناء تنفيذ التغييرات اللازمة لتسجيل الشركة في سوق الأوراق المالية. واحتاج أفراد العائلة لأن يدركوا محركات وآثار هذه القرارات حيث كانت ستؤثر على خططهم في البقاء في الشركة أو الخروج منها، وللقيام بهذا بصورة منظمة كلف الرئيس التنفيذي شخصًا من العائلة -يمتهن المحاماة- بمراجعة وتنسيق كافة القرارات الرئيسية والخطط الاستراتيجية مع بقية أفراد العائلة ونشر المعلومات الأخرى المتعلقة بهذه العملية.

5- واقع حوكمة الشركات ب NC-Rouiba :

تعتبر شركة NC-Rouiba من الشركات السبّاقة في تطبيق حوكمة الشركات على المستوى الوطني، كما يعتبر رئيس مجلس إدارتها من مؤسسي ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، فهي كانت واعية بأهمية حوكمة الشركات لتطورها، وهذا ما دفعها لتبني الكثير من الممارسات الفضلى، كالفصل بين مناصبي المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، كما يشكل المجلس لجان متعددة تساعد في دوره الرقابي. وبالنسبة للتدقيق، فللشركة وظيفة تدقيق داخلية مستقلة،

وتلجأ محافظ حسابات خارجي مستقل لتدقيق حساباتها، فضلا عن التعاقد مع مكاتب استشارة دولية وتبني ميثاق داخلي لحوكمة الشركات.

وهذا ما انعكس إيجابا على أدائها التجاري، حيث ارتفع حجم مبيعات الشركة من 80 مليون لتر سنة 2012 إلى 85 مليون لتر سنة 2013 وهو تاريخ إدراج أسهمها في البورصة ليرتفع إلى 104 مليون لتر سنة 2014، أي بزيادة تقدر بحوالي 23% . كما عرف رقم أعمال الشركة تطورا خلال السنوات الثلاث التي عرفت إدراج الشركة لأسهمها في البورصة وكذا تطبيق قواعد الحوكمة من 5.6 مليار دج سنة 2012 إلى 7 مليار دج سنة 2014، وهذا ما يعبر عن الأداء الجيد لشركة NC-Rouiba¹، مما جعلها رائدة في مجال حوكمة الشركات على مستوى المؤسسات المنتجة للمشروبات على المستوى الوطني.

المبحث الثاني: أهمية تطوير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

يأتي إنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، كهيئة مستقلة تتولى مهام التنظيم والاشراف والرقابة على بورصة الجزائر كخطوة هامة وإجراء فاعل باعتبار هذا النشاط أحد الركائز الأساسية للاقتصاد الوطني، ويشكل علامة فارقة في مسار السوق المحلي، وهي بهذا تشكل خطوة لتطوير البورصة وتوجهها هاما على صعيد الإصلاح الاقتصادي.

وهذا التحول يتطلب توافر سوق مالي محلي بمعايير عالمية ولن يتحقق ذلك بعيدا عن توفر هيئة مستقلة للبورصة تحقق القفزة المطلوبة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية يطلق على هذه الهيئة بـ "لجنة الأوراق المالية والبورصات" تتكون من خمسة أعضاء يصدر بشأنهم قرارا من الرئيس الأمريكي ويعتمده الكونغرس. وفي الامارات العربية المتحدة تتولى "هيئة الأوراق المالية والسلع" مهمة الرقابة على سوق الأوراق المالية، وتتكون من رئيس وخمسة أعضاء يعينون بقرار من مجلس الوزراء.

أما بالنسبة للجزائر فقد اعترف المشرع الجزائري بالاستقلال المالي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في المادة 20 من تعديل سنة 2003 لقانون بورصة القيم المنقولة، وأسندت مهام تعيين الأعضاء الستة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى السلطات التنفيذية.

المطلب الأول: أهمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)

قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في انتظار الانطلاق في المرحلة الأولى المتضمنة تقييم وتصميم مخطط عصرنة وتطوير السوق المالية التي يتعين عليها القيام بدور أكثر أهمية في عملية تمويل الاقتصاد، بالتشاور مع المتعاملين في الساحة المالية باتخاذ عدد معين من التدابير وبادرت بنشاطات من شأنها تشجيع سوق القيم المنقولة. ويتعلق الأمر بصورة أساسية بما يأتي:

¹ لمزيد من التفاصيل يمكن الاطلاع على الموقع الالكتروني الخاص بالشركة كالتالي www.rouiba.com.dz

1- تحيين شروط القبول لإعادة تنظيم جدول التسعيرة الرسمية التي ستشمل ما يأتي:

- أ- سوق رئيسية مخصصة للمؤسسات الكبرى التي تم تعديل شروط القبول بها على النحو الآتي:
 - يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها في التداول أن يكون لديها رأسمال محرر لا تقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000,00 دج) وليس مائة مليون دينار (100.000.000,00 دج)؛
 - يجب أن يتم توزيع سندات الرأسمال الموزعة على الجمهور لدى عدد لا يقل عن مائة وخمسين 150 مساهما في أجل أقصاه يوم الإدخال وليس ثلاثمائة (300) مساهم؛

ب- وزيادة على هذا القسم الرئيسي، فإن بورصة الجزائر تفتح ما يأتي:

- سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة،
 - سوق لتجمعات سندات الشبيهة للخرينة " بالجملة".
- وفي الأخير، تجدر الإشارة إلى أن سوق سندات الشركات المساهمة، والهيئات العمومية، وسندات دين الدولة، وشروط قبول سندات الاستحقاق في التداول قد جرى تعديلها أيضا، وتم رفع رصيد باقي السندات المسعرة إلى خمسمائة مليون دينار 500.000.000,00 دج بدل مائة مليون دينار 100.000.000,00 دج كما تم إلغاء الشرط الذي يقضي بوجود مائة (100) حائر في أجل أقصاه يوم دخولهم البورصة.

2- فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسندات الشبيهة للخرينة:

من خلال إنشاء قسمين (2) جديدين للتداول تم تخصيصهما، على التوالي، لقيم الدولة (السندات الشبيهة للخرينة) وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أ- تطبيق المخطط المحاسبي والمالي الجديد SCF:

طبقا للقانون رقم 07 المؤرخ في 25 نوفمبر سنة 2007 والمتضمن النظام المحاسبي المالي، وعملا بالمادة 62 من قانون المالية التكميلي لسنة 2008، فإن النظام المحاسبي المالي قد حلّ ابتداء من أول جانفي 2010 محلّ المخطط المحاسبي الوطني الذي كان يخضع لأحكام الأمر رقم 75-35 المؤرخ في 29 أفريل 1975.

فالنظام المحاسبي المالي الجديد يتوافق ويتمشى مع المعايير المحاسبية الدولية، مما يسمح بتطوير بورصة الجزائر من خلال المعلومات المالية المقدمة من طرف الشركات المدرجة في البورصة والتي تصبح ذات جودة عالية. لذلك فإن الشركات المسعرة في البورصة تدرك تمام الإدراك هذه التغييرات الهامة التي ترتبت على هذا النظام الجديد وعملت جاهدة على الاستعداد لذلك، ولا سيما في مجال تكوين المستخدمين في المحاسبة واقتناء البرامج المعلوماتية المطابقة أو بالأحرى التماس المساعدة من مكاتب الدراسات الخارجية المتخصصة وذلك بهدف مراقبتها في أشغال الانتقال من المخطط المحاسبي الوطني إلى النظام المحاسبي المالي الجديد.

ب- إنشاء سوق موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستجيب لحاجات دعم أهداف المخطط الخماسي 2010-2014، من خلال:

- البيئة الملائمة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمثل في الشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،
 - وجود مستثمرين من المؤسسات ومسيري الأصول على إثر إنشاء البنوك لشركات الرأسمال الاستثماري،
 - تدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة والعديد من المزايا التي يتيحها هذا القسم.
- ومن جهة أخرى، فإن إنشاء قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح هذه المؤسسات الكثير من

المزايا:

- التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي،
 - الحصول على موارد ثابتة يتم تخصيصها لتمويل الأصول طويلة الأجل في الميزانية،
 - دخول مبسط وبأقل التكاليف إلى البورصة،
 - فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الرأسمال الاستثماري،
 - ضمان بقائها وديمومتها عن طريق تحويل السندات.
- وتتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يُدعى "المتعهد بالترقية في البورصة" والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق. وعملا على تطبيق ذلك فقد جرى إدراج ترتيب في النظام العام لبورصة القيم بهدف تحديد شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وتوضّح الأحكام الجديدة بأنه يتعين على الشركة التي تطلب إدخال سنداتهما في التداول بالبورصة القيام بما يأتي:

- أن تكون قد نشرت كشوفها المالية المصدّق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين. ولم تُصبح شروط الاستفادة والرأسمال الأدنى مطروحة،
- أن تقوم بفتح رأسمالها في مستوى أدناه 10%، في أجل أقصاه يوم دخولها، ويمكن أن يتم ذلك من خلال رفع رأس المال أو من خلال العرض العلني للبيع أو من خلال التوظيف الذي يسبق التسعير،
- توزيع سنداتهما إما على خمسين (50) مساهما وإما على ثلاثة (3) مستثمرين من المؤسسات يمثلون على الأقل نسبة 10% من الرأسمال،
- وفي النهاية، تعيين "متعهد بالترقية في البورصة" تتمثل مهمته في تقديم المشورة للشركة ومرافقتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية.

3- إنشاء سوق مخصصة للسندات الشبيهة للخزينة:

المعاملات بالجملة التي تستجيب في آن واحد لمتطلبات الخزينة العمومية في مجال الشفافية ولحاجات المستثمرين من المؤسسات، والتي يتم تحديد قواعد سيرها المتماشية مع خصوصيات سوق قيم الخزينة من طرف شركة تسيير بورصة القيم وتوافق عليها لجنة تنظيم عمليات ومراقبتها. وهكذا لن يجر تداول السندات الشبيهة للخزينة" المعاملات بالجملة "خارج الدفتر المركزي، بل في البورصة من خلال الاتفاق المباشر بين المتخصصين في قيم الخزينة.

4- اعتماد أداة ضمان القروض السندية المقترحة من الشركة المالية الدولية:

لقد قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في إطار دراسة مدى ملاءمة ضمان الشركة المالية الدولية من أجل تطوير سوق القروض السندية في الجزائر، باستعراض عمليات الضمان التي أنجزتها الشركة المالية الدولية في مجال القروض الثنائية لدى البنوك المحلية من جهة، والسند القانوني لهذا الضمان ضمن السياق التنظيمي الجزائري من جهة أخرى.

ويعتبر تقديم الضمان هذا وعدا غير قابل للرجوع فيه عند الطلب الأول، والذي يمكن أن ترتفع جودته من خلال تعهد الشركة المالية الدولية بالإشراف دوريا على الصحة المالية للمصدرين ومختلف المخاطر المرتبطة بنشاطات هؤلاء المصدرين.

وهكذا، فإن مُصدري القروض السندية المضمونة من الشركة المالية الدولية يمكن أن يستفيدوا من تنقيط "AAA" يسمح لهم بالحصول على مصادر تمويل جديدة، وهو ما يشجع على وضع سندات ذات جودة عالية في السوق المالية تكون مشمولة بآجال طويلة الأمد، ويسمح بإعداد مؤشرات مرجعية في السوق. ويتميز هذا الضمان المالي بمزايا أكيدة ولا جدال فيها بالنسبة إلى الضمانات العينية (الرهون) ولا سيما على صعيد إجراءات تأسيسها وإنجازها في حال وقوع حوادث بشأن سدادها.

كما يسمح هذا الضمان بتنفيذ الأحكام الجديدة التي أقرها قانون المالية التكميلي لسنة 2009 والمتعلقة بالزامية تمويل المؤسسات الخاصة الخاضعة للقانون الجزائري على المستوى المحلي.

5- ألزمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في 2014، شركات والمهنيين المرخص لهم بتوفير مذكرة

للعلماء والمستثمرين تتضمن جميع المعلومات التي تعتبر مفيدة لقرار الاستثمار في الأوراق المالية والمنتجات المالية، كما يجب تقديم المذكرة إلى اللجنة قبل نشرها بفترة لا تقل عن 30 يوم على أن يتم تحديث المعلومات الواردة إلى المذكرة حسب الضرورة وذلك بإدخال التطورات الجديدة المتصلة بالمنتجات المعروضة، ويجب اخطار اللجنة بأي تغيير جوهري على المذكرة بحيث تتمكن اللجنة من إعادة النظر فيها حتى بعد إصدارها وطلب تعديل أو إلغائها.

المطلب الثاني: الاهتمام بالرقابة والافصاح وتبليغ المعلومات

تسهر لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عروض عمومية. وتمارس اللجنة زيادة على هذه المراقبة القبلية على الاعلام، مراقبة بعدية على الشركات المقبولة في التسعيرة، وتتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات: الكشوف المالية والتقارير السنوية.

ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييماً لنوعية العملية التي يقرّها المصدر، بل تعني أنّ المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتماب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.

وتهدف مراقبة السوق أساساً إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها. وتنصبّ على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات - حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير مُنصف،

- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر،

- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.

كما أن شفافية سوق القيم المنقولة لا يمكن ضمانها إلا من خلال نشر معلومات ذات جودة عالية. ويجري تقدير هذه المعلومات في المقام الأول من خلال مدى احترام الآجال التنظيمية لنشرها، ومدى وثوقيتها وصحتها ونزاهة محتواها، وفي النهاية من خلال جاهزيتها بالنسبة إلى مختلف المستعملين (المستثمرون، المحللون، أصحاب البنوك، الشركاء...).

أما في الوقت الحاضر، فإن السوق لا تكتفي بالمعلومات التاريخية فقط، إذ أن المستثمرين أصبحوا يهتمون أكثر فأكثر بالمعلومات ذات الطابع الاستراتيجي، ويكثرون على معرفة النتائج في مجال النموّ ومردودية الاستراتيجيات التي يعتمدها التسيير.

ولذلك، فإن تعزيز ثقة المستثمر لا يتحقق إلا بفضل الاتصال ذي الجودة العالية في المجال المالي .

ولهذا السبب، يتعين على الشركات المسعرة في البورصة أن تعمل على بذل جهود إضافية وتقوم بالمبادرات من خلال تنظيم اجتماعات إعلامية ونشر حوارات وإعلانات مالية ورسائل المساهمين وكذلك من خلال التحيين المنتظم لمواقع الويب على شبكة الإنترنت، وذلك عند نشر الكشوف المالية وغيرها من الأحداث ذات الدلالة في حياة الشركة.

غير أن ما يمكن ملاحظته هو أن المعلومات التي يتم تبليغها ببورصة الجزائر تعتبر معلومات موجزة ومختصرة وتفتقد لعناصر التحليل المتعلقة بنشاطات الاستثمار الحالية والمستقبلية. أما بالنسبة لنشر الكشوف المالية، نلاحظ تسجيل تأخر في نشر مثل هذه المعلومات والاكتفاء بعمليات نشر سنوية حيث نجد في هذا الإطار أن كل من شركتي روية ونزل الأوراسي المقيدتين في بورصة الجزائر لم يقوما بنشر المعلومات المالية المتعلقة بحصيلتهما السنوي لسنة 2015، في حين اكتفت شركة أليانس للتأمينات وكذا مؤسسة صيدال لنفس السنة بنشر الميزانية السنوية فقط.

كما يوجد ضمن مصدري السندات التي سُعت بالبورصة مؤسسة اتصالات الجزائر التي لم تقم بإيداع أي معلومة مالية خلال الفترة (2007-2011)، وبالرغم من هذا لم تصدر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أي عقوبات اتجاه هذا التأخر غير المبرر، واكتفت بتذكيرها بالالتزامات التي تعهدت بها هذه المؤسسة.

المطلب الثالث: تعزيز سياسات الاجتذاب والتطوير ببورصة الجزائر

قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بتصميم مخطط لعصرنة وتطوير السوق المالية عام 2009 التي يتعين عليها القيام بدور أكثر أهمية في عملية تمويل الاقتصاد، بالتشاور مع المتعاملين في الساحة المالية، والذي ينص بصورة رئيسية على التكفل بالحاجات الجديدة في مجال التمويل المباشر للاقتصاد الوطني من السوق، والمعبر عنها من خلال ما يأتي¹:

- القوام الجديد لتنظيم القطاع العام (الشركات الاقتصادية للتنمية، المجموعات ...) والشراكة مع مهنيين استراتيجيين من الخواص والأجانب؛
- ظهور مجموعات كبرى جديدة من القطاع الخاص في ميادين الفلاحة والصناعة والبناء والأشغال العمومية والخدمات؛
- تأهيل عدد متزايد الأهمية من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال برنامج متواصل على مدى العديد من السنوات؛
- برنامج إنجاز المشاريع الكبرى من المنشآت الأساسية والمركبات الصناعية من طرف الحكومة والجماعات المحلية؛
- الاهتمام المتزايد من المستثمرين الأجانب ببورصة الجزائر.

إن هذا التكفل بالحاجات إلى تمويل الاستثمار من خلال السوق لا يتحقق إلا بفضل الموقع النهائي الذي تشغله بورصة الجزائر ضمن الاقتصاد الوطني وفي صلب النمو.

وباعتبار أن السوق المالية في الجزائر تمرّ بالأطوار الأولى لتطورها فإن مستقبلها يبقى مرتبطا بما يأتي:

- ترقية واحترافية المهن المرتبطة بالسندات وبالسوق على مستوى الساحة المالية؛
- تأهيل مجموع المتعاملين والأنظمة والإجراءات والتنظيمات؛

¹ تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، ص ص 89-91

- تعزيز سلطة الضبط مع إطار تنظيمي متين وعصري ومساحة من التدخل واضحة المعالم؛
- وخصوصا، مرافقة المؤسسات الجديدة التابعة للقطاعين الخاص والعام في رفع الأموال من أجل تمويل نموها عن طريق بورصة الجزائر.
- وعلى مستوى هذه المرحلة، فإنه يجب القيام بخيارات وطنية هامة على مستوى ما يأتي:
- نموذج السوق المالية الواجب اعتماده وسير الأقسام الرئيسية للسوق الثانوية؛
- طرق التداول والمقاصة والتسوية والإشراف؛
- نمط التنظيم الخاص بالوسطاء ومسيري الصندوق وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، والمحللين والمستشارين في توظيف القيم المنقولة؛
- الإطار القانوني والتنظيمي باعتباره أداة لتأطير السوق والتدابير التحفيزية فيما يخص المصدرين والمستثمرين. ويجب أن تجري هذه الخيارات الحاسمة من خلال:
- مرحلة ابتدائية، على أساس التجارب الوطنية والدولية الماضية وعلى ضوء الاستراتيجية الواجب اعتمادها،
- وخصوصا من خلال مراعاة تطور الطلب على تمويل المؤسسات والاقتصاد الوطني.
- وعملا على تحقيق ذلك، فقد تم اعتماد خمسة (5) توجهات استراتيجية كبرى لتنظيم عملية تنفيذ مخطط تطوير السوق المالية في الجزائر وعصرنتها، وهي كما يأتي:
- 1-** ضرورة التوفر على موقع سهل الوصول إليه يكون وظيفيا وعصريا بهدف احتضان مقرات المؤسسات العاملة في السوق: والتشجيع على تجمع المتعاملين الرئيسيين في النشاط الخاص بالسندات من أجل توفير الظروف الملائمة للتآزر (المبادلات العلائقية) و بروز ساحة مالية ذات بُعد إقليمي.
- 2-** الضرورة الاستعجالية لاحترافية المتدخلين وحركيتهم:
- بالاعتماد على النتائج الإيجابية التي تم الحصول عليها أثناء المرحلة الممتدة من سنة 1997 إلى سنة 2009؛
- بالإسراع في رفع العراقيل التي تعيق تطور السوق؛
- بإبرام شراكة بين المهنيين في مجال السندات وأصحاب البنوك على مستوى الساحة المالية.
- 3-** ضرورة القيام بتأهيل المتعاملين والأنظمة والإجراءات والتنظيمات الموجودة في الساحة المالية على ضوء المعايير الدولية لتوفير الظروف الضرورية لتحقيق نجاح وأمن وفعالية جميع المهنيين والمصدرين والمستثمرين على مستوى الساحة.
- 4-** أهمية استحداث ظروف جديدة على الصعيد القانوني والتنظيمي والجبائي للتمكين من تحقيق ازدهار السوق المالية بفضل إصدار سندات رأسمال جديدة تتأتى من الشركات المزمع خوصصتها أو إنشائها، ومن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وغيرها.
- 5-** تحضير عمليات الخوصصة ذات الحجم الكبير من طرف بورصة الجزائر ورفع رأسمال المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة وكذلك تمويل عملية إنشاء مؤسسات جديدة.

وعملا على تحقيق ذلك، فإنه لا بد من اللجوء إلى الخبرة الدولية اللازمة بهدف الاستفادة من تجارب البلدان الأخرى، والاستفادة بكيفية كاملة من المساهمات المعتبرة لأصناف التقدم التكنولوجي في هذا الميدان، والقيام في الأخير بإدراج مبادئ الشفافية والنزاهة وديمومة الأسواق المالية التي تتطلبها المعايير الدولية. ويجب أن تشمل هذه الخبرة الدولية ميادين القانون المتعلق بالبورصة، والأنظمة والتكنولوجيات المتصلة بالبورصة، وممارسة المهنة المرتبطة بالسندات في السوق، والتنظيم الاستراتيجي للأسواق المالية، والاتصال في المجال المالي في نهاية المطاف.

كما تهدف هذه الخبرة إلى تقديم المشورة ومساعدة السلطات والمتعاملين في السوق المالية في ضبط المخطط المحدد الأهداف في مجال تنظيم السوق وسيرها، وفي إنجاز الخيارات الوطنية الكبرى في الميادين التي سبق ذكرها، وفي إعداد إطار قانوني وتنظيمي جديد، وفي مرافقة المتعاملين في عملية التأهيل واستغلال الأنظمة والإجراءات والتنظيمات المقرر وضعها قيد التنفيذ.

إن مخطط تطوير السوق المالية وعصرنتها في الجزائر يعتبر مشروعاً مهيكلاً ويتطلب مشاركة العديد من المتعاملين ويجب أن تحدد أهدافه وتدابيره بدقة كبيرة ومتناغمة في الزمان ويجب أن يشارك جميع المتعاملين المعنيين في حسن تنفيذه.

إن تنفيذ مخطط تطوير السوق المالية وعصرنتها في الجزائر يمتد على مرحلتين من خلال:

- خمس (5) ورشات كبرى من الواجب الإشراف عليها (صورة السوق، المتدخلون والمهنة في السوق، إصدار السندات، الأنظمة، تنظيمات السوق)،
- خمسة (5) مستويات من الخبرة الواجب توظيفها (القانون في مجال البورصة، الأنظمة الإعلامية والتكنولوجيا في البورصة، المهنة المتصلة بالبورصة، تنظيم السوق وسيرها، التسويق، الاتصال في المجال المالي).

المبحث الثالث: تعزيز التعاون التنظيمي مع البورصات الأجنبية

بإمكان التعاون المالي الدولي أن يُكسب بورصة الجزائر خبرات عديدة والارتقاء بمستواها على الصعيد المحلي وحتى على المستوى الدولي، وذلك بمواكبة التطورات والالتزام بتطبيق المعايير العالمية في مجالات تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية من خلال تحسين المستوى التشريعي بما يحقق العدالة والشفافية، إضافة إلى القيام بعقد عدد من الدورات التدريبية لتحسين المستوى المعرفي والعلمي للعاملين بهذا القطاع، إلى جانب تنمية التعاون المشترك مع عدة منظمات إقليمية ودولية، ويمكن تلخيص أهم أنشطة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB كالتالي:

المطلب الأول: تعزيز المشاركة بالأنشطة والفعاليات والمؤتمرات العربية والإقليمية والدولية

تشارك لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB سنويا بعدد من الاجتماعات والأنشطة، يمكن تلخيص أهمها:

1- المنظمة الدولية للجان القيم (IOSCO):

تشارك لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، العضو العادي في المنظمة الدولية للجان القيم منذ سنة 2001، في الاجتماع السنوي للجنة الأسواق الناشئة، وعلى سبيل التذكير، فإن لجنة الأسواق الناشئة هي لجنة من لجان المنظمة الدولية للجان القيم وتضم البلدان الأعضاء التي تعتبر السوق المالية فيها "سوقا ناشئة". وتعد هذه اللجنة اجتماعها كل سنة في بلد من البلدان الأعضاء لمناقشة المواضيع ذات الاهتمام المشترك بينها. ويتم تكريس الدورات المخصصة للأعضاء في المنظمة الدولية للجان القيم لتقديم التقارير عن مجموعات العمل المختلفة التي جرى إنشاؤها ضمن لجنة الأسواق الناشئة، وتتضمن ما يأتي:

- تقييم مدى تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) على مستوى الأسواق الناشئة؛
- مدى فاعلية التدخلات في الأسواق الناشئة؛
- الضبط الفعال لتنازع المصالح على مستوى الوسطاء؛
- مراقبة المعلومات وتبادلها؛
- تسيير الحافظة.

ويتم تكريس الجزء الثاني من اللقاء لعقد ثلاث (3) مجموعات عمل ينصب على المواضيع الآتية:

- الهندسة المالية الشاملة الجديدة بما يتصل مع التدابير الجديدة المتخذة في وضعية الأزمة المالية: هل يعتبر القائمون بضبط الأسواق الناشئة مجهزين فعلا للقيام بتسيير الخطر الموجود في النظام؛
- سوق سندات الاستحقاق في الأسواق الناشئة؛
- تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) في الأسواق الناشئة؛
- اللوغاريتمات والمبادلات المألوفة جدا والتحديات المطروحة على السوق وعلى القائمين بالضبط.

ومن جهة أخرى، فإن مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في هذه اللقاءات هي بمثابة فرصة سانحة لما يأتي:

- الاطلاع على مدى التفكير في التدابير المتخذة في ميدان السوق المالية ضمن سياق تميّزه الأزمة العالمية؛
- انتهاز فرصة حضور الخبراء والممثلين من مختلف البلدان للنقاش وتبادل التجارب في مجال تطوير السوق المالية وعصرنتها؛
- اغتنام مناسبة وجود ممثلي اللجان المماثلة لربط اتصالات وتحديد محاور التعاون.

2- المعهد الفرانكفوني للضبط المالي (IFREFI):

تشارك لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حضور الدورة السنوية للمعهد الفرانكفوني للضبط المالي، حيث تنصب مواضيع النقاش التي يجري طرحها في هذا اللقاء حول المحاور الآتية:

- الشروط القانونية للاعتماد وممارسة نشاط مقدمي الخدمات في مجال الاستثمار والحالة المقارنة بالممارسات الموجودة حالياً؛
- واجبات التعجيل المنوطة بمقدم خدمات الاستثمار إزاء زبائنه، ولا سيما منها:
 - معرفة الزبون والعراقل التي تحول دون هذه المعرفة وخصوصاً ضمن سياق السوق الناشئة؛
 - تحديد أصناف الزبائن؛
 - تعزيز واجبات تقديم المعلومات قبل الخدمة وبعدها؛
 - تقييم الطابع الملائم/المناسب للخدمة؛
 - جودة الخدمات التي يقدمها مقدم خدمات الاستثمار، ولا سيما منها قاعدة التنفيذ الأمثل وحياد مقدم الخدمة الاستثمارية (تفادي الوقوع في تنازع المصالح) والشفافية بشأن الأجور.

كما انصبّت النقاشات حول المحاور الآتية:

- مقارنة وقائية تتجسد من خلال وضع الترتيبات والآليات التي تستبِق وقوع الاختلالات والصعوبات أمام الوسطاء والمؤتمنين، وكذا تفادي وقوع تنازع المصالح بكيفية تساعد في ضمان أحسن حماية لأموال الزبائن؛
 - مقارنة علاجية تتجه أكثر نحو تفعيل آليات صندوق الضمان وإصلاح الأضرار التي من شأنها أن تلحق بالزبائن؛
 - مراقبة تقديم خدمات الاستثمار؛
 - العقوبات المسلطة على مقدمي خدمات الاستثمار؛ ويتعلق الأمر خصوصاً بالعقوبات التأديبية والإدارية: التوبيخ والغرامات والتجميد المؤقت عن ممارسة النشاطات، إلخ...
- وذلك، زيادة على الصعوبات التي تعترض أحيانا القائمين بمهمة الضبط فيما يخص العقوبات الجزائية والعلاقة مع محاكم القانون العام في مجال معالجة مثل هذه الجنح ذات الطابع الخاص.

3- الشراكة المتوسطة للمكلفين بالضبط في مجال القيم المنقولة (PMRVM):

وقعت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في 26 مارس 2009 في العاصمة باريس، على ميثاق الشراكة المؤسسية بين المكلفين بضبط الأسواق المالية على مستوى ضفتي البحر المتوسط. ولقد استهدفت هذه الشراكة ما يأتي:

- توفير الشروط الضرورية لتعزيز التعاون الميداني بين سلطات الضبط المالي؛
- القيام بالأعمال التي تندرج ضمن استكمال الأعمال المتعلقة بمحافل دولية أخرى (لجنة إفريقيا-الشرق الأوسط في المنظمة الدولية للجان القيم، والمعهد الفرانكفوني للضبط المالي).

وعملا على بلوغ هذه الأهداف، فقد تقرر ضبط برنامج تكوين وتبادل وتأسيس مجموعات خبراء ميدانيين في مجال المواضيع الخاصة بذلك. وتسمح هذه الشراكة بتبادل الممارسات والتجارب بين ممثلي سلطات الضبط واستيعاب الاختلافات بينها، والتوجه خصوصا نحو التقريب فيما بين الممارسات والبيئة القانونية المرتبطة بالمسائل المختلفة.

4- صندوق ضمان حماية الزبائن والأدوات المالية:

في إطار تنفيذ عملية وضع صندوق ضمان الزبائن المنصوص عليه بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير سنة 2003، وعملا على إثراء الأشغال التي تم الشروع فيها في هذا الإطار في سنة 2009، انتقل وفد يتكون من إطارين (2) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى فرنسا في شهر مارس سنة 2010 للقيام بمهمة دراسات لدى صندوق ضمان الودائع.

ولقد سمحت هذه المهمة للوفد بالاطلاع على آليات سير صندوق الضمان، ولا سيما منها النقاط المتعلقة بما يأتي:

- كفاءات تدخل الصندوق؛
 - موارد الصندوق ومختلف ضمانات المساهمات؛
 - آليات حماية المستثمرين؛
 - دور سلطة الرقابة الاحترازية وكفاءات تدخلها؛
 - طريقة حساب مساهمات المنتسبين إلى صندوق ضمان الودائع.
- وبالفعل، فإنه على إثر هذه المهمة الدراسية، جرى إدخال بعض التعديل والتميم في نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-04 المؤرخ في 9 سبتمبر سنة 2004 والمتعلق بصندوق الضمان ويتعلق الأمر على الخصوص بما يأتي:

- تأسيس لجنة استشارية للتسيير تتكون من ممثلي المنتسبين إلى الصندوق الذين يمثل دورهم في إبداء آراء معللة وتقديمها للجنة؛
- تعديل دورية دفع الاشتراكات لكي تصبح سنوية بعدما كانت تُدفع كل ستة أشهر؛
- تأسيس حق الانتساب؛
- تعديل قواعد وعاء الاشتراكات.

5- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية:

تأسس اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية عام 2007 كمؤسسة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة ولا يهدف للربح ومقره دولة الإمارات العربية المتحدة. ويضم الاتحاد في عضويته هيئات الأوراق المالية والجهات الرقابية على الأسواق. ويهدف الاتحاد إلى الارتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية بما يحقق العدالة والكفاءة والشفافية، وكذلك العمل على توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات في أسواق الأوراق المالية العربية فضلا عن التعاون والتنسيق المشترك بين أعضاء الاتحاد لتحقيق أقصى قدر من الانسجام والتوافق فيما يتعلق بالقوانين والأنظمة ذات العلاقة. كما يهدف الاتحاد إلى تذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، وتوسيع قاعدته وتنوع أدواته وتعميق ثقافة الاستثمار وكذلك تعميق مفاهيم الإفصاح والشفافية والحوكمة إضافة إلى تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية.

استضافت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الاجتماع السنوي التاسع للاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية في مدينة الجزائر بالجمهورية الجزائرية وذلك يوم الأربعاء الموافق 18 فيفري 2015، وقد ناقش مجلس الاتحاد بالاجتماع التقرير السنوي للاتحاد لعام 2014 وخطة عمله لعام 2015 إضافة إلى مجموعة من القضايا التي تمه هيئات الأوراق المالية العربية، وخاصة فيما يتعلق بتعزيز أوجه التعاون والتنسيق فيما بينها.

المطلب الثاني: تطوير المهارات ونقل المعرفة

على صعيد التدريب ونقل المعرفة، فقد قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB بتنظيم برامج تدريبية وملتقيات وندوات بهدف تحسين المستوى العلمي والمعرفي وتطوير القدرات والخبرات، نذكر أهمها:

- حددت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في هذا الإطار بمساعدة خبراء من برنامج المساعدة للشراكة الأورو متوسطية عدة برامج تكوينية لفائدة إطارات البنوك العمومية حول موضوع التمويل بالوساطة؛
- نظمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عدة ملتقيات كان أبرزها، الملتقى الأول والذي كان بعنوان "تنظيم بورصة القيم المنقولة وعملها"، والملتقى الثاني الذي كان بعنوان "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والنمو"، وذلك بمشاركة رؤساء الشركات العامة والخاصة والشركات المدرجة والبنوك والمؤسسات المالية فضلا عن ممثلين للمركز المالي الجزائري؛

- أطلقت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دورات تدريبية ابتداء من سنة 2013 لتكوين مختصين في الأسواق المالية مدتها 4 أشهر، وتختتم بالحصول على شهادة مختص معتمد في الأسواق المالية، لتتوالى بعدها هذه الدورات في كل سنة من شهر أكتوبر لسنة 2014 و2015؛

- ونظمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في إطار نشاطات مجلبها ورشة عمل موجهة للعاملين في السوق المالية الجزائرية حول بناء منحى العوائد وتجربة فرنسا في تعبئة الادخار؛

- عقدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالتعاون مع إرنست ويونغ "EY" ندوة حول مراحل وتحديات تقييم الشركات المتقدمة للإدراج بالبورصة، وقد تم خلال هذه الندوة عرض مختلف مراحل تقييم الشركات المتقدمة

بطلب الإدراج، وذلك من مرحلة وضع خطة العمل إلى مرحلة إيداع ملف الحصول على الترخيص من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها؛

- نظمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالتعاون مع الوكالة اليابانية للتعاون الدولي (JICA) ندوة حول سوق سندات الاستحقاق وذلك بهدف تقديم تجربة اليابان في مجال إنشاء سوق الدين وكذلك الوقوف على دور وكالات التصنيف الائتماني والدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية واتجاهات تطور الضبط المالي الدولي؛

- عقدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هامش الاجتماع السنوي التاسع لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية الذي عقد بالجزائر في 18 فيفري 2015، ندوة عن المنتجات المالية وذلك بحضور الوفود المشاركة في الاجتماع، وناقشت الندوة ثلاثة محاور تمثلت في تقييم واقع وآفاق الاقتصاد الجزائري، والسوق المالية الجزائرية وتطوير سوق السندات، والتمويل الإسلامي والصكوك وتطويرها، وافتتاح الأسواق المالية الناشئة على المستثمرين غير المقيمين؛

- كما أبرمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عدة اتفاقيات تعاون، كان أبرزها الاتفاقية مع معهد الاقتصاد الجمركي تخصص التكوين المهني لفائدة الوسطاء في البورصة، كما وقعت بورصة الجزائر والبورصة المصرية على اتفاقية تفاهم مشترك، ويتجلى الهدف من هذه المذكرة في سعي كل البورصتين لتعزيز التعاون وتبادل الخبرات، إلى جانب ذلك أبرمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها اتفاقية تعاون مع ممثلية الأسواق المالية الفرنسية « Paris »

في إطار دعم تطوير بورصة الجزائر ودعم الشركات لإدراجها في البورصة وتطوير نسيج تنظيم المشاريع التمويلية والمساعدة في مجالات الأبحاث والابتكار والتخطيط المالي، وعلى إثر هذه الاتفاقية قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم المنتدى المتوسطي السنوي الرابع للمسؤولين بهيئات الرقابة المالية وشاركت في منتدى « Paris Europlace » الاقتصادي الدولي في باريس؛

لكن تبقى هذه الاتفاقيات والنشاطات التي قامت بها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في مجال التعاون الدولي ونقل المعرفة محدودة، لأنه كان من باب أولى أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ببورصة الجزائر إلى تكثيف التعاون المالي مع أسواق عربية للأوراق المالية للاستفادة من تجربتها وخبرتها، كأسواق دبي وأبو ظبي وقطر والسعودية والمغرب للأوراق المالية، حتى تتمكن من رفع أداء وكفاءة بورصة الجزائر لتصل بها إلى الهدف المنشود، كما وجب عليها اتخاذ بعض التدابير المتمثلة في:

- وضع نظام للتدريب والكفاءة يبين الحد الأدنى من المهارات ومتطلبات المعرفة المطلوبة من الموظفين في أدوار محددة؛

- وضع خطة عمل من أجل إنشاء معهد تدريب مركزي يستوفي الحاجات التدريبية للجهات الرقابية والشركات في المستقبل؛

- إرساء التناغم بين برامج التدريب والتطوير وتشارك خطط التدريب السنوية والتعاون بشأنها؛

- وضع السياسات والخطوط التوجيهية خاصة بالحوافز للشركات للاستثمار في تدريب وتطوير الموظفين.

حيث تسعى التدابير السابقة الذكر إلى تعزيز المهارات في أسواق الأوراق المالية، والتي من شأنها أن تعمل على بناء استراتيجية وطنية لتنظيم بورصة الجزائر وإعادة بعث نشاطها.

المبحث الرابع: الاستفادة من تجارب تطوير بعض أسواق الأوراق المالية العربية

سعت الهيئات العربية إلى تعزيز التعاون المشترك الثنائي على الصعيدين الاقليمي والدولي من خلال إبرام العديد من اتفاقيات تعاون ومذكرات تفاهم مع منظمات إقليمية ودولية، والمشاركة في اجتماعات المياكل ذات العلاقة بأسواق المال، إضافة إلى تعزيز تواجدها في المنضمة الدولية، لذلك فمن أجل تطوير بورصة الجزائر وجب أن نعمل على الاستفادة من تجاربها.

المطلب الأول: تجربة دول الخليج في تطوير أسواق أوراقها المالية

سنقوم بعرض تجارب دول مختارة من الخليج في تطوير أسواق أوراقها المالية من خلال ما يلي:

1- سوق الأسهم السعودية:

تعود نشأة سوق السعودية للأسهم إلى سنة 1934 وهو تاريخ تأسيس أول شركة مساهمة سعودية والمتمثلة في " الشركة العربية للسيارات"، تلتها شركة الاسمنت العربية التي تأسست سنة 1954، غير أن هذه السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسسي إلا في نهاية السبعينيات على إثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر وما نتج عنها من تزايد ملحوظ في عدد الشركات المساهمة، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج شركات الكهرباء الخمسة في الشركة الموحدة للكهرباء بتوزيع أسهم إضافية دون مقابل على مساهميها، وقيام الحكومة أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص الوطني بطرح أسهمها للاكتتاب العام. وساهمت هذه العوامل مجتمعة في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين. وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم تحت إشراف مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء وبيع الأسهم. ونظرا لقيامها على أسس غير سليمة وظهور ممارسات غير قانونية كتنشر أسعار غير واقعية، صدر المرسوم الملكي رقم 8/1230 سنة 1984 المتعلق بتنظيم عملية تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، وكانت مؤسسة النقد العربي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق.

وقد شهدت سوق الأسهم السعودية منذ عام 1985 تطورات تقنية وتنظيمية حافلة بالنجاح والتحديث، ففي عام 1990 تم إنشاء نظام التداول الآلي في السوق بتشغيل ولأول مرة في الشرق الأوسط النظام الإلكتروني لتداول الأسهم عبر البنوك التجارية وهو النظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر، وبدأ العمل بهذا الإصدار في الربع الأخير من عام 2001 وبالتحديد في 06 أكتوبر 2001 وهو من أحدث وأرقى الأنظمة الشاملة على مستوى العالم والذي تتم عبره عمليات التداول عمليا بفتح الحسابات الإلكترونية، والبيع والشراء الآني والتداول بواسطة الإنترنت ونشر معلومات وأسعار السوق بواسطة الإنترنت والهاتف النقال، ويعتبر هذا النظام نقلة نوعية مهمة في أنظمة التداول الإلكترونية لما يوفره من مزايا وخصائص جديدة ومتنوعة للسوق والمستثمرين، ومع بداية العمل بهذا النظام أصبحت معلومات التداول تبت بشكل حي ومباشر عبر موقع نظام "تداول" على شبكة الإنترنت، الذي

يظهر أسعار الأسهم المتداولة وكمياتها، وأفضل طلبات الشراء وعروض البيع، وكذلك تضمن الموقع إحصائيات السوق، بالإضافة إلى أهم المعلومات عن الشركات¹.

واستجابة لتطلعات السوق المالية السعودية والتوسع الكبير الذي عرفته السوق السعودية، قامت "تداول" في عام 2006 بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد لنظام "Tadawul" على مراحل مع شركة (OMX) السويدية الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية حول العالم، بالإضافة إلى ضمان خدمات المساندة الفنية والصيانة اللازمة للأنظمة لمدة خمسة أعوام، كما عرفت سوق الأسهم السعودية في 20 أكتوبر 2007 تطبيق نظام التداول الجديد والذي يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة أثناء فترة التداول اليومية مقابل 400 ألف صفقة في النظام القديم، وتتكون أنظمة تداول الجديدة من عدد من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول من صفقات، تسويات ومقاصة، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي، كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأسعارها وتحديد أولوية التنفيذ تمهيدا لمطابقتها، إضافة إلى عدد كبير من العمليات الدقيقة التي يتطلب إنجازها سرعة فائقة استكمالاً لعمليات البيع والشراء، بالإضافة إلى بعض المزايا المتعلقة بأنظمة الرقابة، وبهذا سيسمح نظام التداول الجديد بنقل السوق المالية السعودية نقلة نوعية لمضاهاة الأسواق العالمية².

وعلى صعيد تقنية المعلومات، قامت الشركة في عام 2014 بالتعاون مع شركة ناسداك NASDAQ في العمل على مشروع مطور وواسع النطاق بهدف استبدال نظام SAXESS للتداول بنظام INET stream-X، وتم اطلاق نظام التداول الجديد في سبتمبر 2015. ويعد النظام الجديد من أحدث أنظمة التداول التي طورتها شركة ناسداك NASDAQ حتى الآن ويتميز بفعاليته وسرعته في تنفيذ الأوامر بشكل دقيق وآمن وذلك في تداول الأسهم والصكوك والسندات وصناديق المؤشرات. وسيتمكن النظام الجديد الشركة من تطوير المزيد من الخدمات المقدمة لجميع عملائها والتي تعزز من كفاءة وعمق السوق من خلال أكر من منصة جديدة لتداول العديد من الأصول والأوراق المالية بالإضافة إلى المزيد من القدرات الاستيعابية، حيث شهد عام 2015 حصول السوق المالية السعودية على جائزة أفضل سوق مالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا لعام 2015 في حفل جوائز "ISF Investor Global" هذا بالإضافة إلى وضع السوق على قائمة المراقبة لمؤشر FTSE من أجل النظر في ترقته إلى مرتبة الأسواق الناشئة الثانوية وذلك بعد فتح السوق أمام المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة³.

¹ حجاز بن عبد الله السحيمي، " سوق الأسهم السعودية مسيرة حافلة بالتطوير والإنجازات"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد2، خريف 2002، ص 2.

² محمد العمران، " إطلاق نظام تداول الجديد بنجاح"، مجلة تداول السوق المالية السعودية، العدد22، الربع الثالث 2007، ص ص 15-17.

³ التقرير السنوي 2015، تداول، السوق المالية السعودية، ص ص 12-13.

2- سوق الامارات للأوراق المالية:

لم تتوفر الإمارات قبل عام 2000 على سوق منظمة بالمعنى المتعارف عليه لتداول الأوراق المالية، وكل ما كان متوفراً عبارة عن سوق أولية لإصدار أسهم الشركات المساهمة التي أخذ عددها في التزايد منذ صدور قانون الشركات التجارية. وقد تطورت هذه السوق عبر مرحلتين، تميزت المرحلة الأولى بغياب القوانين الاتحادية والمحلية المنظمة لسوق الإصدار والاككتاب، مما ساهم في ظهور عدد من الشركات متضاربة الأغراض، وحالة من الفوضى والمضاربة غير الصحيحة كان لها آثار جسيمة على تسعير الأوراق المالية في السوق الموازية. أما المرحلة الثانية التي بدأت عقب تطبيق قانون الشركات التجارية الصادر عام 1985 فعرفت تنظيماً محكماً لسوق الإصدار والاككتاب تحت مظلة قانونية موحدة خاضعة لإشراف ورقابة وزارة الاقتصاد والتجارة. وفي السنوات التالية عرفت عدد الشركات المساهمة نمواً مطرداً بالإمارات. واستجابت الحكومة لذلك بإصدارها عام 1994 لقرار تشكيل لجنة لدراسة إمكانية تأسيس سوق منظمة لتداول الأوراق المالية.

وهكذا توجت الجهود المتواصلة بصدور القانون الاتحادي رقم 4 سنة 2000 المؤسس لهيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع¹، والتي تهدف إلى تنظيم وتطوير مراقبة أسواق المال وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها. كما نجد في الإمارات سوقين للأوراق المالية هما: أبو ظبي ودبي لتكون لتلك الهيئات التنفيذية أثر كبير في تنظيم عمليات التداول تدريجياً تم إدراج كافة الشركات في الوقت الذي تستوفي فيه هذه الشركات شروط الإدراج في السوق .

أ- سوق دبي المالي:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000 م، ولقد بدأ مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000 م، كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية، أو أية حكومات محلية، ووحدات صناديق الاستثمار، يتمتع سوق دبي المالي بموقع استراتيجي، وتنظيمات مستقلة، وبنية تحتية راسخة، الأمر الذي يوفر للشركات المسجلة فيه قدرة استثنائية على اغتنام الفرص الناتجة عن تنامي الطلب الإقليمي على خدمات المال والأعمال.

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام .

لقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب

201 مليار درهم وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM)².

¹ ياسر محمد جاد الله & سيد عبد الفضل، " الآفاق المستقبلية لأدار سوق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة"، ص ص 32-33.

² الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> ، تاريخ الاطلاع 2016/04/20

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس زيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، كما يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي، ويتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP) .

ومن أهم التطورات التي عرفها سوق دبي المالي تتمثل فيما يلي:

- أول سوق مالي إقليمي يدمج عملياته:

أنجز سوق دبي المالي بنجاح في العام 2010، تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة. وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلسلة عبر البورصتين، وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

ب- سوق أبو ظبي المالي:

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية طبقاً للقانون رقم (3) لسنة 2000، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15 نوفمبر 2000 كمؤسسة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام وقوانين تضمن الشفافية وسلامة التداول، وله الحق في إنشاء مراكز وفروع خارج إمارة أبو ظبي. ومن أهم التطورات التي عرفها سوق أبو ظبي للأوراق المالية تتمثل فيما يلي:

- اتفاقية تعاون مشترك بين بورصة "نيويورك يورونكس"، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية في 18 مارس 2008 من أجل تطوير فرص جديدة في نطاق أنظمة التداول والتكنولوجيا التابعة لها، والخدمات المقدمة للجهات المصدرة والمستثمرين، وفي مجال الأدوات الاستثمارية.

- أعلن سوق أبو ظبي للأوراق المالية عن تغيير الاسم الإنجليزي ليصبح: (ADX): Abu Dhabi

Securities Exchange والذي كان سابقاً تحت اسم (ADSM): Abu Dhabi Securities Market نظراً لوجود سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي عملت الهيئة على تحقيق الربط الإلكتروني بين السوقين، من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية، وإصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً، أطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية، وتقوم الهيئة سنوياً بإصدار تقرير عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية يتضمن كافة البيانات الخاصة بالسوق¹.

¹ الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع، <http://www.sca.gov.ae/Pages/home.htm>، تاريخ الاطلاع 20/04/2016

3- سوق الأوراق المالية في البحرين:

تأسست "بورصة البحرين" كشركة مساهمة مقفلة بموجب مرسوم رقم (60) لسنة 2010 الصادر عن مملكة البحرين لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية الذي تأسس عام 1987، وقد تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية في العام 1957 ليتواصل بعدها تأسيس الشركات المساهمة لتصل ذروتها في بداية الثمانينيات وهي الفترة التي شهدت نشاطاً كبيراً في تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ "سوق الجوهرية" الذي شهد انهياراً حاداً متزامناً مع الانهيار الذي شهده "سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينات في القرن الماضي، الأمر الذي قامت معه حكومة البحرين في ذلك الوقت بإجراء دراسة بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لتأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين، ونتيجة للتوصية التي توصلت إليها الدراسة قامت حكومة مملكة البحرين بتأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987 بموجب مرسوم رقم (4) لياشر السوق عمله بشكل رسمي في يونيو 1989، حيث كان عدد الشركات المدرجة حينها 29 شركة مساهمة عامة بحرينية وكانت الأسهم العادية هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة آنذاك. ومع بدأ عمل البورصة في عام 1989 تحت مسمى (سوق البحرين للأوراق المالية) كان نظام التداول المطبق هو نظام التداول اليدوي والذي كان يطلق عليه "نظام المزايدة المكتوبة"، ويقوم الدالون وفقاً لهذا النظام بكتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقونها من المستثمرين في الأماكن المخصصة لها في قاعة التداول، ويتم إتمام الصفقات عندما تتماثل أسعار العرض والطلب¹، ومع تطور البورصة بدأت المؤسسات الحكومية والشركات في إصدار عدد من الأدوات الاستثمارية، مستفيدة من البنية التشريعية والفنية التي أرسنها البورصة، حيث شهدت البورصة إدراج وتسجيل الأسهم الممتازة والسندات والصكوك الإسلامية بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية وتكون "بورصة البحرين" الأولى في المنطقة التي تدرج هذه الأدوات.

وفي عام 1999 بدأت "بورصة البحرين" بتطبيق نظام التداول الآلي، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليدوي الذي كان يُطبق سابقاً²، كما شهد عام 2002 انتقال المسئوليات التشريعية والرقابية على قطاع رأس المال من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي، لتصبح "بورصة البحرين" بذلك خاضعة لرقابة وإشراف المصرف المركزي، وفي عام 2010 انتقلت "بورصة البحرين" إلى مقرها الجديد في مرفأ البحرين المالي، وذلك بعد تجهيز المقر بأحدث التجهيزات الفنية والتقنية وأكثرها تطوراً بشكل يدعم جهود البورصة لتقديم مجموعة متنوعة ومتطورة من الخدمات التي تلي احتياجات مصدري الأوراق والأدوات والمالية بالإضافة إلى الوسطاء والمستثمرين.

منذ تأسيسها انضمت البورصة إلى العديد من المنظمات الإقليمية والدولية مثل اتحاد البورصات وأسواق المال العربية والاتحاد الدولي للبورصات (WFE) واتحاد البورصات الآسيوية والأوروبية (FEAS) ومنظمات الإيداع

¹ www.arab-exchanges.org/Members/Exchanges.aspx?lang=ar-kw 2016/04/20

² www.bahrainbourse.com

لأفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA)، ومؤسسة الترميز العالمية (ANNA)، مما أتاح لها الاطلاع بشكل دائم على آخر المستجدات التشريعية والفنية والإدارية في قطاع رأس المال.

المطلب الثاني: تجربة بعض دول شمال إفريقيا

تتمثل أهمها في كل من الدول التالية: مصر، المغرب

1- السوق المالية المصرية:

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم انشاء بورصة الاسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903¹. في عام 1907 احتلت بورصتي القاهرة والإسكندرية المرتبة الخامسة عالمياً من حيث المعاملات وقيمة التداول، حيث بلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة 228 شركة بإجمالي رأس مال قيمته 91 مليون جنيه مصري في ذلك الوقت، وفي الأربعينيات احتفظت البورصتان مجتمعتان بالمركز الرابع عالمياً لكن الاقتصاد المركزي والسياسات الاشتراكية للدولة المصرية بدءاً من أواسط الخمسينيات أدت بالبورصة المصرية لأن تكون في حالة من الجمود ما بين عامي 1961 و1992.

وفي مرحلة التسعينيات بدأت الحكومة المصرية برنامجاً لإصلاح الاقتصاد المصري وخصخصة الشركات الخاسرة التابعة للدولة ما أستلزم عودة البورصة المصرية² إلى النشاط مجدداً، وفي عام 1994 تحولت البورصتان من التداول اليدوي إلى استخدام نظام الكرتوني للتداول. وفي النصف الثاني من التسعينيات بدأت الحكومة في تطبيق برنامج الخصخصة والذي تم طرح عدد كبير من الشركات من خلال البورصة مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصري، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى في العهد الحديث.

وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها ثم تلى ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتان مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين.

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

¹Bassam I. Azab , « The Performance of the Egyptian Stock Market », The University of Birmingham , The Birmingham Business School, September 2002, p27.

² الهيئة العامة للرقابة المالية، "سوق رأس المال المصري"، متوفر على الموقع الإلكتروني التالي: www.efsa.gov.eg ، تاريخ الاطلاع: 2016/04/22

وفي عام 2002 تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً، كما تم إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة ليضم سوقاً للأوامر وأخر للصفقات¹.

وفي عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر CASE30 ليحل محل مؤشر CASE50، أما عام 2005 تم اتمام الربط الألي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة، وفي نفس العام تم قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات WFE.

وفي عام 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الانترنت كما شهد العام قيام شراكة استراتيجية بين البورصة المصرية وناسداك OMX من خلال التشارك في شركة مصر لنشر المعلومات. وفي عام 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+2 بدلاً من T+3، وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس العام. وبينما في عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والاسكندرية لتصبح البورصة المصرية. ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات تأثراً بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة².

وفي جويلية 2013 أطلقت البورصة المصرية استراتيجية جديدة ومتكاملة تستهدف إعادة هيكلة السوق المصري وإعادته لمكانته الرائدة وسط الأسواق الناشئة، وتضمنت الاستراتيجية انفتاحاً كبيراً للسوق المصري على الأسواق العالمية، حيث تم قيد مجموعة من الشركات الاقليمية في السوق المصري للمرة الأولى تقريبا في تاريخ البورصة المصرية، كما سيتم إطلاق أول أداة مشتقة (Future) للبورصة المصرية في الأسواق العالمية بالتعاون مع نيويورك يورنكست. كما سيبدأ تركيز البورصة على زيادة مساهمتها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال المشاركة في تأسيس شركات بنظام الاكتتاب العام لتحقيق أهداف مجتمعية كبناء المدارس والمستشفيات وغيرها، مما سيسهم في خلق المزيد من فرص العمل، لتستمر البورصة المصرية في رحلة خدمة الاقتصاد المصري لأكثر من 130 عام.

2- بورصة القيم المنقولة الدار البيضاء:

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماماً متزايداً. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني.

¹ الهيئة العامة للرقابة المالية، "أهم ملامح تطوير سوق رأس المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010"، سلسلة توعية المستثمر المصري، متوفر على الموقع الإلكتروني: www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_reports/rep2/htm تاريخ الاطلاع: 2016/04/22

² www.egx.com.eg/arabic/history/asp

إثر هذه المبادرة وتحديدًا سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك في سنة 1993 شهدت سوق البورصة إصلاحًا جذريًا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسّسة، ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثًا ملموسًا من خلال¹ :

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
 - الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة؛
 - إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليّون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
 - إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأس مالها شركات البورصة المرخص لها بحرص متساوية.
- ومن أجل رفع فعالية السوق بات إجباريًا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها، وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34.96 الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 93-211-1 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية ماروكليبر² في أكتوبر من سنة 1998.

ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشًا ملحوظًا، ففي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء.

وفي سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحويلات الهامة التي تشهدها. وأما من حيث تنظيم السوق واصلت بورصة الدار البيضاء انفتاحها على المجتمع المالي الدولي من أجل تشجيع تبادل التجارب مع أسواق بورصة أخرى، نتج عنه ما يلي³:

- انطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني في مارس 1997؛
- تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل في نوفمبر 1998؛
- اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في جانفي 2001؛
- تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام في ماي 2001؛

¹Bourse de Casablanca S.A, **Historique**, sur: www.casablanocabourse.com/bourseweb/content.aspx?idlink=3&cat=1

² Maroclear : Dépositaire Central Marocain des Valeurs Mobilières.

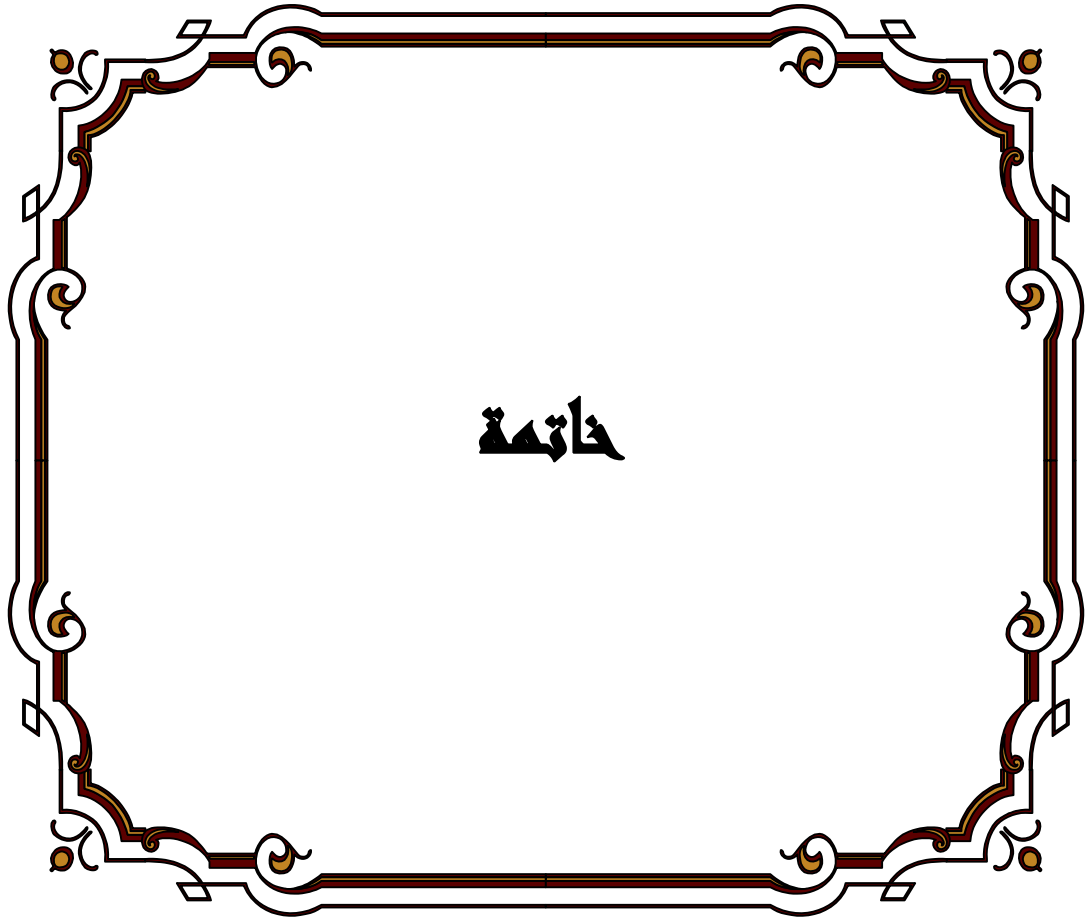
³ Bourse de Casablanca S.A, **Historique**

- إطلاق المؤشرات الجديدة مازي ومادكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية، ومؤشرات العملات في جانفي 2002، ثم الأخذ ابتداء من ديسمبر 2004 بالقيمة السوقية للرأس المال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات؛
- اعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة في البورصة في شهر مارس 2002؛
- بدأ تنفيذ القانون رقم 01-52 المعدل للظهير رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 والمتعلق ببورصة القيم، ليتم بذلك تبسيط شروط الإدراج في البورصة وإحداث 5 أسواق تداول: ثلاث أسواق للأسهم، وسوق للسندات وسوق آخر للرساميل، وذلك في أفريل من سنة 2004؛
- تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة في جانفي 2005؛
- في ماي 2007، تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المتغيرة بمثابة قانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم، وقانون رقم 1-93-122 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم وكذا القانون رقم 03-26 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.
- اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني، في شهر مارس 2008؛
- في ديسمبر 2008، أنشئت بورصة الدار البيضاء "لجنة متابعة" من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة؛
- في أفريل 2009، تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة؛
- في أكتوبر 2010، تم الانضمام الفعلي إلى الاتحاد العالمي للبورصات؛
- في جانفي 2011، قامت بورصة الدار البيضاء باتفاق شراكة مع مجموعة FTSE وذلك من أجل إطلاق مجموعة جديدة من المؤشرات؛
- في جوان 2014، وقعت بورصة الدار البيضاء ومجموعة لندن للأوراق المالية، على ثلاث اتفاقيات شراكة إستراتيجية تهدف إلى تموقع المغرب كمركز مالي جهوي. تهم هاته الاتفاقيات الجوانب التالية:
 - الجانب التكنولوجي من خلال شراء واستعمال نظام التسعير لمليونيوم (IT) شركة تابعة بنسبة 100% لمجموعة لندن للأوراق المالية)،
 - الجانب التمويلي عن طريق خلق سوق مخصص للمقاولات الصغرى والمتوسطة المغربية طبقا لنموذج بديل سوق الاستثمار، مع تيسير توسعها كذلك،
 - المنتجات والأسواق، عن طريق إقامة سوق مشتقات ومنتجات مالية جديدة، مع الاستفادة من خبرة مجموعة لندن للأوراق المالية في هذا المجال ووضع بنية تحتية للسوق مكيفة مع تطور السوق المالي المغربي.

خلاصة الفصل الخامس:

تطرق هذا الفصل إلى دراسة السياسات المساعدة بتعزيز التنمية المالية بورصة الجزائر، ومن خلال عرضنا لهذا الفصل توصلنا إلى أنه من أجل تفعيل دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزائري لا بد من العمل على كافة المستويات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، بهدف تجاوز العقبات التي أعاقت تطورها. نظرا للأهمية التي تكتسبها حوكمة الشركات في رفع كفاءة وأداء أسواق الأوراق المالية من خلال حماية حقوق المساهمين، فقد بادرت العديد من الدول إلى إصدار موائيق لحوكمة الشركات، من بينها الجزائر التي أصدرت ميثاق الحكم الراشد سنة 2009، كأول خطوة تتخذ للاستفادة من مزايا حوكمة الشركات، لكن يبقى مستوى حوكمة الشركات في الجزائر ضعيف مقارنة ببعض الدول العربية.

ولضمان السير الحسن لبورصة الجزائر تم إنشاء عدة هيكل أهمها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB التي تسعى إلى الاهتمام بالرقابة لحماية المستثمرين وشفافية السوق، والاهتمام بالإفصاح وتبليغ المعلومات، واعتماد أداة ضمان القروض السندية، إلا أن هذه الأساليب التي تمارسها اللجنة تعتبر غير كافية في تطوير السوق. كما أنه يمكن للتعاون الدولي أن يُكسب بورصة الجزائر خبرة تمكنها من التطوير وهذا من خلال الاطلاع على تجارب أسواق الأوراق المالية المختلفة في مجالات مختلفة، لكن تبقى هذه الاتفاقيات والنشاطات التي قامت بها اللجنة في مجال التعاون الدولي محدودة، لأنه كان من باب أولى أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ببورصة الجزائر إلى تكثيف التعاون المالي مع أسواق عربية للأوراق المالية للاستفادة من تجربتها وخبرتها، حتى تتمكن من رفع أدائها وكفاءتها.



خاتمة

خاتمة:

1- ملخص الدراسة:

عاجلنا من خلال دراستنا هذه موضوع متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة الإلمام بمختلف جوانبها، ولتحقيق هدف الدراسة قمنا بتقسيم الدراسة إلى خمسة فصول.

عرضنا في الفصل الأول الإطار المفاهيمي للتنمية المالية، وقد تناولنا من خلاله تتبع مفهوم التنمية المالية وتطورها التي تعبر عن التحسن في كمية ونوعية الخدمات المالية المقدمة والتي تنعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي، مع تحديد أهم الجوانب المعبرة عنها والتي تتمثل في الحجم المالي، نشاط وسيولة النظام المالي، الكفاءة، التحول الهيكلي المالي والانفتاح المالي، كما تناولنا استراتيجية التحرير المالي التي نادى بها كل من Shaw & Mckinnon وعلاقتها بالتنمية المالية، مع إبراز أهم العوامل المؤثرة في التنمية المالية -الاقتصادية، المؤسساتية، السياسية والهيكلية-، كما عاجلنا من خلال هذا الفصل استعراض مرجعي لأهم الدراسات التي تناولت قياس التنمية المالية، ليتم بعدها تحديد مؤشرات قياسها وكذا المشاكل التي يمكن مواجهتها في قياس التنمية المالية.

وخصصنا الفصل الثاني لعرض أثر التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال التعرض لمختلف المفاهيم المرتبطة بسوق الأوراق المالية وأهمية هذه الأسواق وما يتم إصداره وتداوله من أدوات مالية، بالإضافة إلى ذلك تناولنا مؤشرات أداء وتنمية سوق الأوراق المالية التي تعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار. وحللنا كذلك نظرية السوق الكفؤة التي ينصرف مفهومها إلى تلك السوق التي تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إليه. أما بالنسبة لأثر التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية يتمثل في ظاهرة العولمة المالية التي تنامت منذ عقد التسعينيات.

وقدمنا في الفصل الثالث أساليب تفعيل التنمية المالية في أسواق الأوراق المالية، وقد وجدنا أن للتكامل المالي أهمية كبيرة في تنمية أسواق الأوراق المالية المحلية عن طريق كل من Levine & Zervos 1998 حيث أكدوا على أهمية تدفقات رؤوس الأموال الدولية في تحسين سيولة الأوراق المالية وتخفيضها لعلاوة الخطر، كما تعتبر الحوكمة الجيدة بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمنان لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات بما يساهم في جعل هذه الأسواق محركاً لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها، وتساهم وكالات التصنيف الائتماني في رفع كفاءة الأسواق المالية بتوفير المعلومة الدقيقة للجميع، وكذا تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محلياً وعالمياً من خلال وضع المعلومات المتخصصة، ولوجود هيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية أهمية كبيرة في توفير المناخ الملائم لوجود سوق عادل وكفؤ لجميع المتعاملين فيه، وذلك

من خلال التحسين المستمر لأنظمة الرقابة وتطوير طرق إنفاذ القوانين، أما عن برامج توعية وتعليم المستثمرين، أظهرت المعلومات والبيانات المتوفرة حول هذا الموضوع اهتماما كبيرا ومتزايدا نظرا لدور هذه البرامج في توعية المستثمرين، الذي من شأنه أن يخلق بيئة استثمارية مناسبة وملائمة تساهم بدورها في تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية.

أما الفصل الرابع، فتناولنا من خلاله دراسة تحليلية لمؤشرات التنمية المالية ببورصة الجزائر، والذي من خلاله تم معالجة أهم الإصلاحات التي قامت بها الجزائر بغية التوجه نحو اقتصاد السوق ودوافع إنشاء بورصة الجزائر، ليتم بعدها التعرف على مراحل إنشاء بورصة الجزائر، تنظيمها، الأوامر وطرق التسعيرة بها، ثم تتبع تطور نشاطها للفترة الممتدة من (1999-2014)، لنستنتج أنه بالرغم مما بذلته الجزائر من جهود لتطوير البورصة إلا أن وضعها في هذا المجال لا زال متواضعا بالنظر للعديد من الدول وهذا ما فسره ضعف مؤشرات الأداء والنشاط ببورصة الجزائر، وهذا سمح لنا بتحديد أهم العوامل المعيقة للاستثمار في البورصة منها ما هو متعلق بأسباب سياسية، ومنها أسباب اقتصادية، وأخرى خاصة بالبورصة.

واستعرضنا في الفصل الخامس سبل تفعيل التنمية المالية ببورصة الجزائر، من خلال عرض دور الحوكمة في رفع أداء وكفاءة بورصة الجزائر وذلك بالتطرق لأهم محتويات ميثاق الحكم الراشد التي اعتمدهت الجزائر سنة 2009 كأول خطوة عملية تُتخذ باعتبار أن الحوكمة تعمل على كسب ثقة المتعاملين من خلال تطوير نظام الإفصاح بها وبناء الشفافية في كل عملياتها، كما قمنا بدراسة أهمية تطبيق حوكمة الشركات في البورصة بالاعتماد على تجربة شركة NC Rouiba، بالإضافة إلى ذلك يعتبر تطوير هيئة الرقابة والمتمثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB أسلوبا هاما في رفع كفاءة وأداء بورصة الجزائر، ويمكن للتعاون المالي الدولي أن يُكسب بورصة الجزائر خبرات عديدة والارتقاء بمستواها على الصعيد المحلي وحتى على المستوى الدولي.

2- نتائج الدراسة واختبار الفرضيات:

- تعبر التنمية المالية عن التحسينات والتطورات في كفاءة النظام المالي ومؤسساته (المصرفية، أسواق رأس المال) التي يمكن أن تسهم في زيادة كفاءة تعبئة وتوزيع الموارد المحلية والأجنبية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة؛
- تتباين مستويات التنمية المالية من بلد لآخر، نظرا للفروق في مستوى البيئة المؤسسية، الاقتصادية والهيكلية، فيزداد مستواها في الدول الأكثر تطورا، وتقلص في الدول النامية ذات الانفتاح المالي الضعيف؛
- تمثل أسواق الأوراق المالية إحدى الركائز الهامة في النظم المالية الحديثة التي تعد حجر الزاوية في عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية، لهذا يتمثل تأثير التنمية المالية على أسواق الأوراق المالية في ظاهرة العولمة المالية التي تعد الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي الذي يؤدي إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال؛
- تشير التطورات الراهنة في الاقتصاد العالمي إلى تزايد ظاهرة الاعتماد المالي المتبادل والمتمثلة بظاهرة التكامل المالي، لذا دأبت أغلب الدول وبالأخص النامية منها إلى خلق بيئة اقتصادية ملائمة فضلا عن إصلاح النظام

- المالي الذي يعد أحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية الاقتصادية لدوره في تعبئة الموارد وتوسيع نطاق الادخارات وتقليل المخاطر وتيسير تدفقات رؤوس الأموال، وبالتالي رفع مستويات التنمية المالية؛
- تسمح تجارب وخبرات تكامل واندماج أسواق الأوراق المالية العالمية والإقليمية وحتى العربية، بصياغة نماذج متعددة لتطوير البورصات المحلية وتنميتها؛
 - تعتبر حوكمة الشركات في معظم الاقتصاديات المتقدمة والناشئة شرطا أساسيا وضروريا لتحقيق الاستقرار في أسواق الأوراق المالية، وبالتالي تطويرها من خلال رفع مستويات التنمية المالية بها، وذلك من خلال تدعيم الإفصاح والشفافية، وتحسين محتوى ونوعية المعلومات في التقارير المنشورة؛
 - تلعب وكالات التصنيف الائتماني دورا أساسيا ومحوريا في أسواق الأوراق المالية العالمية في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار، من خلال زيادة الشفافية عن طريق توفير المعلومات للمقرضين والمقرضين عن مستوى المخاطر المالية، الأمر الذي من شأنه أن يعمل على رفع مستويات التنمية المالية؛
 - باعتبار أن أداء أسواق الأوراق المالية يتأثر بالعوامل التشريعية والمؤسسية والتنظيمية، فإن العمل على وضع التشريعات والآليات المناسبة لتطوير قواعد الشفافية والإفصاح والتعليم والتوعية، ووضع الأطر المؤسسية اللازمة لذلك قد أصبح أمرا ضروريا لضمان التزام جميع الجهات الخاضعة للرقابة بقواعد ومتطلبات الإفصاح والشفافية مما يسهل على المستثمرين والمتعاملين اتخاذ القرارات الاستثمارية ويساهم أيضا في توفير أسواق مالية عادلة وكفؤة وشفافة؛
 - إن التطورات الحديثة والمتسارعة في مجال تعليم وتوعية المستثمرين تؤكد على الأهمية الكبيرة لهذا الموضوع، والذي أصبح يحظى باهتمام دولي كبير انعكس ذلك من خلال إنشاء الملتقى الدولي لتعليم المستثمرين، بهدف وضع وتطوير معايير تعليم المستثمرين على المستوى الدولي وتسهيل تبادل المعلومات حول هذا الموضوع بين دول العالم وتشجيع إنشاء برامج تعليم وتوعية المستثمرين، الأمر الذي من شأنه أدى إلى قيام المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO بإطلاق نافذة مستقلة لتعليم وحماية المستثمرين، لكن على المستوى العربي فوجدنا أنه هناك تباين في هذا المجال، حيث تبين قيام عدد من هيئات الأوراق المالية العربية بتوجيه موارد كبيرة لهذا الجانب انعكس إيجابا في هذا المجال، في حين تبين افتقار بعض الهيئات العربية الأخرى لبرامج واضحة ومحددة مختصة بتعليم المستثمرين؛
 - بالرغم من الجهود المبذولة والتي مهدت لإنشاء البورصة الجزائرية عام 1999، إلا أن دورها في تمويل الاقتصاد ظل محتشما، وذلك من خلال مقارنة القيمة الرأسمالية (الرسمة) بالنتائج المحلي الخام والمقدر بـ 0.084 %، وهي نسبة تشير إلى عدم وجود ثقافة بورصية في سلوك المستثمرين بالجزائر، الأمر الذي يستدعي تطبيق آليات وأساليب جديدة من شأنها رفع نشاط بورصة الجزائر؛

- استطاعت الجزائر أن تضع خطواتها الأولى لتفعيل دور حوكمة الشركات وذلك من خلال إصدار ميثاق خاص بها، لكن ما يلاحظ على هذا الميثاق أنه متحفظ، الأمر الذي يتطلب مراجعة له بتدخل أطراف فاعلة لتعديله أو صياغة ميثاق جديد يساير مواثيق حوكمة الشركات بالعالم؛
- تعتبر شركة NC Rouiba من الشركات السبّاقة في تطبيق حوكمة الشركات على المستوى الوطني، كما يعتبر رئيس مجلس إدارتها من مؤسسي ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، فهي كانت واعية بأهمية حوكمة الشركات لتطورها، وهذا ما دفعها لتبني الكثير من الممارسات الفضلى، كالفصل بين مناصبي المدير العام ورئيس مجلس الإدارة وإدراج أسهمها في البورصة، مما جعلها رائدة في مجال حوكمة الشركات على مستوى المؤسسات المنتجة للمشروبات على المستوى الوطني؛
- يأتي إنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) كهيئة مستقلة تتولى مهام التنظيم والإشراف والرقابة على بورصة الجزائر كخطوة هامة وإجراء فاعل باعتبار هذا النشاط أحد الركائز الأساسية للاقتصاد الوطني، ويشكل علامة فارقة في مسار السوق المحلي، وهي بهذا تشكل خطوة لتطوير البورصة وتوجيهها هاما على صعيد الإصلاح الاقتصادي؛
- تمكنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) خلال السنوات الأخيرة من تحقيق إنجازات هامة في مجالات الرقابة والتشريع والتنظيم، إلا أن التطورات والتغيرات التي تشهدها الأسواق المالية العالمية تفرض عليها المزيد من العمل على وضع الأطر والآليات المناسبة لتعزيز قدراتها الرقابية؛
- يُمكن لبورصة الجزائر الاستفادة من الخبرات المكتسبة عن طريق الاتفاقيات المبرمة في إطار التعاون الدولي، ما يُمكنها من مواكبة التطورات الحاصلة والالتزام بتطبيق المعايير العالمية في مجالات تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية من خلال تحسين المستوى التشريعي بما يحقق العدالة والشفافية. بالإضافة إلى إمكانية الاستفادة من تجارب الدول العربية في تطوير أسواق أوراقها المالية.

3- التوصيات والمقترحات:

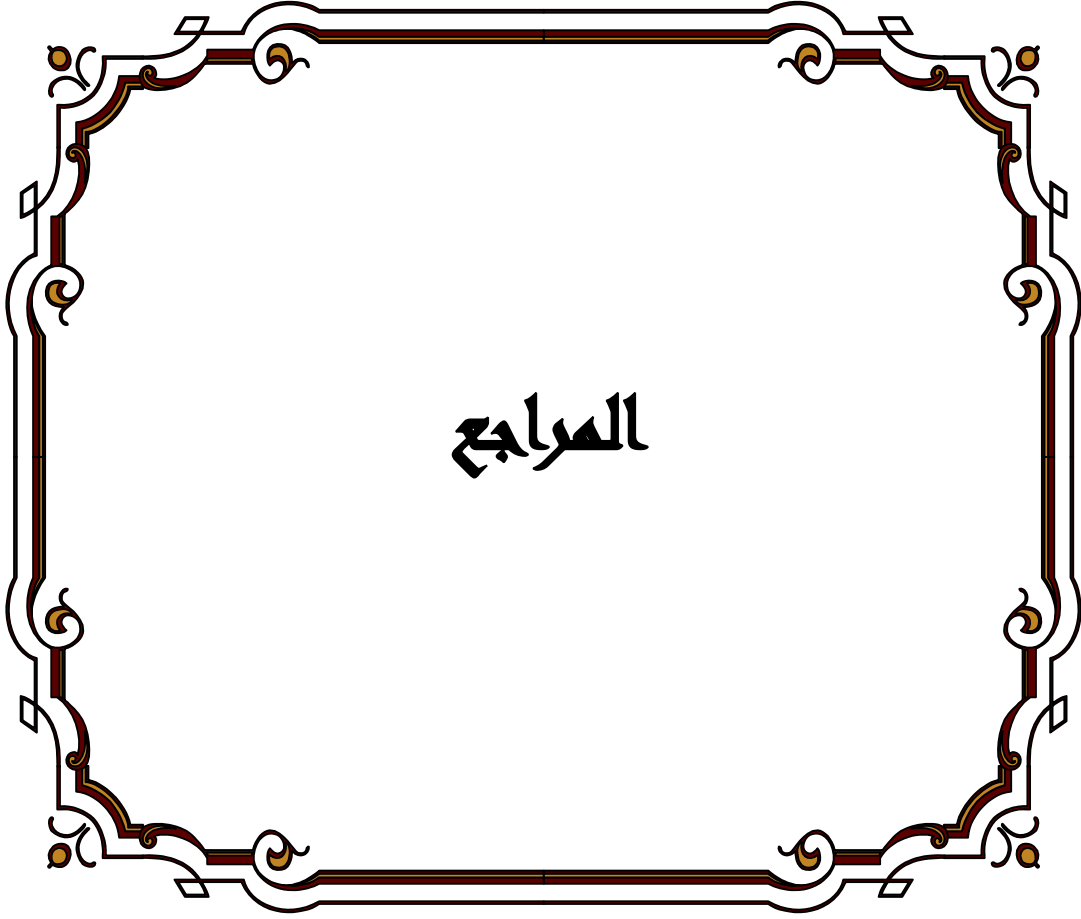
- تأسيسا على ما سبق، وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم جملة من التوصيات والاقتراحات من أجل تبني استراتيجية تتضمن متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة بورصة الجزائر من خلال ما يلي:
- تحديث الأنظمة والتشريعات التي تحكم أعمال أسواق الأوراق المالية بشكل عام، وبورصة الجزائر بشكل خاص بما ينسجم مع أفضل الممارسات والمعايير الدولية؛
 - الاهتمام بإعداد لائحة لحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة تتوافق مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وجعلها إجبارية التطبيق من خلال تفعيل الدور الرقابي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في أداء مهمة التحقق من مدى تطبيق هذه اللائحة من طرف الشركات المدرجة؛

- العمل على ربط سوق الأوراق المالية بالجزائر بالأسواق المالية الدولية والإقليمية والعربية بهدف الارتقاء بنشاطها؛
- إعادة هيكلة وبناء النظم الرقابية لكي يتواءم مع التطورات الحديثة التي طرأت على المؤسسات والآليات والممارسات المالية في ظل العولمة؛
- تأسيس مكاتب المعلومات الائتمانية التي تعمل على التغلب على العقبة الرئيسية أمام تنمية الأسواق المالية، فمكاتب المعلومات الائتمانية، تمثل قاعدة بيانات مركزية تتضمن المعلومات المالية الخاصة بالشركات، والتي تعمل على تنمية الوساطة المالية بكفاءة؛
- تبني استراتيجية وطنية لنشر الثقافة البورصية؛
- توفير مواقع متخصصة لتعليم وتوعية المستثمرين بالإضافة إلى تكليف فريق عمل ينفرد بمهام تعليم وتوعية المستثمرين، وكذلك توفير التدريب المناسب لهذا الفريق لمتابعة برامج تعليم المستثمرين، وتكليف هذا الفريق بمراجعة وتقييم هذه البرامج وتزويده بالمهارات اللازمة لقياس مدى تأثير هذه البرامج على قرارات المستثمرين.

4- الآفاق المستقبلية للدراسة:

كغيرها من الدراسات، تحتاج هذه الدراسة جهودا إضافية لإيجاد متطلبات أخرى لتفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية وخاصة في ظل التوجه نحو التكتلات واندماجات أسواق الأوراق المالية، والتي يمكن التطرق إليها من خلال:

- أثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي؛
- دور التكامل المالي في تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؛
- التنمية المالية - الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي؛
- دور برامج التوعية في نشر ثقافة الاستثمار بسوق الأوراق المالية بالجزائر.



قائمة المراجع

أولا-الكتب باللغة العربية

1. أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1998.
2. أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
3. أشواق بن قدور، "تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي-دراسة قياسية لعينة من الدول خلال الفترة 1965-2005"، الطبعة الأولى، دار الراية، عمان-الأردن، 2013.
4. أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، دار قباء للنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 2007.
5. جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002.
6. جمال جويدان الجمل، "دراسات في الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002.
7. حسني خريوش وآخرون، "الأسواق المالية-مفاهيم وتطبيقات-"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
8. حسين بن هاني، "الأسواق المالية-طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002.
9. حسين علي خريوش وآخرون، "إدارة المحفظة الاستثمارية"، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1999.
10. حمد عوض عبد الجواد & علي إبراهيم الشريفات، "الاستثمار في البورصة أسهم - سندات-أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2006.
11. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2001.
12. خبابة عبد الله & بوقرة رابح، الوقائع الاقتصادية: العولمة الاقتصادية- التنمية المستدامة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
13. خريوش حسني علي & عبد المعطي رضا أرشيد & محمود العتيبي، "الأسواق المالية"، المكتبة الوطنية، عمان، 1995.
14. الدسوقي إيهاب، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة-مصر، 2000.
15. رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2005.

16. رسمية قرياقص، " أسواق المال: أسواق - رأس المال-المؤسسات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
17. رمزي زكي، " العولمة المالية والاقتصاد السياسي لرأس المال الدولي"، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999.
18. رونالد ماكينون، " النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد"، ترجمة صليب بطرس & سعاد الطنبولي، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، مصر، 1996.
19. زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
20. زينب حسين عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية - مصر، 2007.
21. سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
22. سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية الإسلامية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.
23. السيد متولي عبد القادر، " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 2010.
24. سيف سعيد السويدي، " النقود والبنوك"، الطبعة الثالثة، دار الكتب القطرية، قطر، 2002.
25. الشافعي محمد زكي، "مقدمة في النقود والبنوك"، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 1952.
26. شذا جمال خطيب & صغفق الزكيبي، " العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
27. شمعون شمعون، "البورصة: بورصة الجزائر"، دار أطلس للنشر، الجزائر، الطبعة الأولى، 1993.
28. صلاح الدين حسن السيبي، " قضايا اقتصادية معاصرة - دراسات نظرية وتطبيقية-"، دار الآداب للنشر والتوزيع، الامارات، 1998.
29. صلاح الدين حسين السيبي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 2003.
30. ضياء مجيد موسوي، " البورصات (أسواق المال وأدواتها)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
31. الطاهر لطرش، " تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
32. عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
33. عباس كاظم الدعيمي، " السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
34. عبد الغفار حنفي & رسمية قرياقص، "أسواق المال-بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار-"، الدار الجامعية، مصر، 2000.
35. عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية -مصر، 2001.

36. عبد المجيد عبد المطلب، "العولمة واقتصاديات البنوك"، - الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
37. عبد المجيد قدي، " المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية-دراسة تحليلية وتقييمية-"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
38. عبد المطلب عبد الحميد، " اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010.
39. عبد المنعم السيد علي & نزار سعد الدين العيسى، " النقود والمصارف والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان -الأردن-، 2004.
40. عبد النافع الزري & غزي فرح، " الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن-، 2001.
41. عصام حسين، " أسواق الأوراق المالية"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2008.
42. عطية فياض، " سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة- مصر-، 1998.
43. علي كنعان، " الأسواق المالية"، مطبعة الروضة، جامعة دمشق، سوريا، 2009.
44. عمر صقر، " العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
45. فريد راغب النجار، " أسواق المال والمؤسسات المالية، محاور التمويل الاستراتيجي"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009.
46. فيصل محمد الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعملية-"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
47. لطفي السيد أحمد أمين، "دراسات متقدمة في المراجعة وخدمات التأكد"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007.
48. محروس حسن، " الأسواق المالية والاستثمارات المالية"، جامعة عين الشمس، مصر، 1993.
49. محسن أحمد الخضيري، " حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2005.
50. محمد أحمد حلمي الطواي، " البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001.
51. محمد سويلم، "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة-مصر-، 1992.
52. محمد صالح الحناوي & جلال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
53. محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية -مصر-، 1997.
54. محمد صالح جبر، "الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مطبعة الخليج، الكويت، 1982.

55. محمد عثمان إسماعيل، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، -1993.
56. محمد محمود عبد ربه محمد، "طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2000.
57. محمد مصطفى سليمان، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري - دراسة مقارنة"، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، -2009.
58. محمد مطر، "إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية -"، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
59. محمود الداغر، "الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للطباعة والنشر، عمان - الأردن، -2005.
60. مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
61. مصطفى رشدي شيخة & زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، القاهرة - مصر، -1993.
62. مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا.
63. نادية أبو فخرة مكاوي & محمود صبح، "إدارة المنشآت المالية"، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، -1991.
64. ناظم محمد نوري الشمري & طاهر فاضل البياتي & أحمد زكريا صيام، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، -1999.
65. هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة الإسلامية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، -2008.
66. هندي منير إبراهيم، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1993.
67. هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2003.
68. واثق حمد أبو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية"، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، 2003.
69. وليد صافي & أنس البكري، "الأسواق المالية الدولية"، دار المستقبل، عمان - الأردن، -2009.

1. إبراهيم أونور، " فعالية أسواق الأسهم العربية"، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد التاسع والثمانون، جانفي 2010.
2. إبراهيم منصور، " تنمية أسواق الأوراق المالية: بورصة الدار البيضاء نموذجا"، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلد 27، عدد 2، 1999.
3. أحمد رجب عبد الملك، " دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية-"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الأول، المجلد 45، جامعة الإسكندرية، جانفي 2008.
4. أحمد محمد فرج، "الإصلاحات الاقتصادية والسياسية في الصين"، مجلة السياسة الدولية، العدد 114، القاهرة، أكتوبر 1993
5. أدولفو باراهاس & رالف شامي & رضا سيد يوسف، " ثمار متباينة - التطور المالي لا يعطي نفس الدفعة لكل البلدان- "، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011.
6. أمين حواس & فاطمة الزهراء زرويط، " المؤسسات والنمو الاقتصادي"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 13، 2015.
7. أندرو لارج، "التطورات الرقابية في الفترة الأخيرة والبعد النظامي لها"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.
8. إيهاب كوزي & إسوار براساد & كنيث وجوف & شانج جن وي، "العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم- طريقة جديدة للنظر إلى العولمة المالية بإعادة فحص تكاليفها ومنافعها)، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 01، مارس 2007.
9. باري أيشينجرين & مايكل موسى، " صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 4، ديسمبر 1998.
10. بانايوتيس غافراس، "لعبة التصنيف"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 2012.
11. بسام عبد الله البسام، " الحوكمة الرشيدة: دراسة حالة العربية السعودية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 27-28/صيف-خريف 2014.
12. بلقاسم بن علال، "دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (1990/2011)"، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، العدد الثاني، ديسمبر 2014.
13. بن عبيد فريد، " تقييم السوق النقدية الجزائرية كأداة لإعادة التمويل"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الرابع عشر، 2013.
14. بول كوستر، "الهيكل الرقابي للنظام المالي الهولندي"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.

15. بول ماكو، "إعادة هيكّل النظم الرقابية في القطاع المالي-قانون دود فرونك-"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة.
16. ثورتن بيك & روس لفين، "أسواق الأوراق المالية والبنوك والنمو: ارتباط أو علاقة سببية"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، المجلد الثالث عشر، العدد الأول.
17. ثورتن بيك & روس لفين، "أسواق الأوراق المالية والبنوك والنمو: ارتباط أو علاقة سببية"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، المجلد الثالث عشر، العدد الأول.
18. جبار محفوظ، "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد 07، ديسمبر 2002.
19. جمّاز بن عبد الله السحيمي، "سوق الأسهم السعودية مسيرة حافلة بالتطوير والإنجازات"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد 2، حريف 2002.
20. حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27، 2004.
21. حسين قبلان، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية-"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة فرحات عباس بسطيف، 2011.
22. خالد بن حمد عبد الله القدير، "تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد الأول، الرياض، 2004.
23. خالص حسن يوسف الناصر & عبد الواحد غازي محمد النعيمي، "دور حوكمة الشركات في تطوير البيئة الاستثمارية واجتذاب الاستثمار الأجنبي في إقليم كردستان العراق"، مجلة جامعة نوروز، العدد (صفر)، 2012، دهوك، العراق.
24. دينا أحمد عمر، "أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي"، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العدد 96، مجلد 31، 2009.
25. رشيد بوكساني & نسيم أوكيل، "مقومات تطوير بورصة الجزائر"، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 05، 2010.
26. روبين بروكس & كريستين فويس، "الرقص بانسجام"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مجلد 40، العدد 2، جوان 2003.
27. روس لفين، "أسواق الأوراق المالية: دفعة للنمو الاقتصادي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 1996.
28. ريجوي مها، "الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين التعليمات - حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 24، العدد الأول، 2008.
29. سوزان كرين & أحمد مشفق مبارك & ريشي غويال & راندا ساب، "العمل المصرفي في سبيل التنمية"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 2003.

30. سوق المال، "ربط البورصات العربية.. ورحلة البحث عن التكامل"، مجلة اقتصادية متخصصة تصدرها بورصة فلسطين، العدد29، حزيران 2013.
31. شريف غياط & فيروز رجال، "حوكمة الشركات: أداة لرفع مستوى الإفصاح ومكافحة الفساد وأثرها على كفاءة السوق المالي"، مجلة الأكاديمية العربية في الدانمارك، العدد المزدوج 12/11، 2012.
32. صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثاني، جوان 2002.
33. صالح نصولي & منير راشد، "تحرير تدفقات رؤوس الأموال في جنوب المتوسط"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد4، ديسمبر 1998.
34. الطيب داودي & ماني عبد الحق، "تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية"، مجلة المفكر، جامعة بسكرة، العدد الثالث، فيفري 2008.
35. عبد الرحمان بن سانية، "قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 11، غرداية، 2011.
36. عبدي نعيمة، "أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات-دراسة نقدية تحليلية-"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، 2014.
37. عدنان عباس علي، "مخاطر التكامل المالي الدولي في البلدان النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلد 32، العدد2، 2004.
38. عزة محمد حجازي، "أثر التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية في الدول النامية (حالة مصر)"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 27-28، 2014.
39. علي مكيد & عماد معوشي، "الإصلاحات الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر وآفاق التحول نحو اقتصاد السوق"، مجلة المستقبل العربي.
40. عيد عبد الله الكشي الجهني، "تطور النظم المصرفية في دول مجلس التعاون الخليجي وأثره على النمو الاقتصادي"، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد 22، العدد 86، 2001.
41. عيسى محمد الغزالي، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004.
42. كويرك بيتر، "غسيل الأموال: يثير التشويش في الاقتصاد الكلي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 1، مارس 1997.
43. محمد آدم، "أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية"، مجلة النبأ، العدد59، بيروت، 2001.
44. محمد العمران، "إطلاق نظام تداول الجديد بنجاح"، مجلة تداول السوق المالية السعودية، العدد22، الربع الثالث 2007.
45. محمد قمر الإسلام، "تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات"، ترجمة: جلال شوشان & بدر الدين دبسي، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، مركز أنقرة.

46. محمود محي الدين، "من التنمية المالية وأثرها على النمو الاقتصادي"، سلسلة أوراق بحثية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، العدد 15، ماي 2001.
47. مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013.
48. المشتقات المالية، إضاءات مالية ومصرفية " نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية"، العدد الثاني، الكويت، جانفي 2010.
49. المعهد العربي للتخطيط، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة دورية، العدد 27، الكويت، 2004.
50. مفتاح صالح & معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 7، 2009.
51. مفيد ذنون وآخرون، "الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية"، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، 2008.
52. مناضل عباس حسين الجواري & خيضر مهدي صالح، "واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي"، مجلة جامعة بابل، العدد 17، 2009.
53. منذر بركات، "نماذج الرقابة المالية في ظل الأزمة المالية الحالية"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة.
54. مؤيد علي الفضل، "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة - دراسة حالة الأردن-"، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 112، المجلد 28، 2007.
55. ميرفت عبد السلام عبد المجيد، "التطور المالي والنمو الاقتصادي - دراسة تطبيقية-"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، مصر، العدد 2، 2010.
56. نايل أوتليه، "الحاجة إلى تكامل الأدوار الرقابية في القطاع المالي"، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.
57. نبيل حشاد، " دور القطاع المالي في التنمية العربية"، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية - أعمال المؤتمر التاسع -، مجلة المستقبل العربي، عدد 369، بيروت، 2009.
58. نصيرة لبحيري، "التجربة الجزائرية في الإصلاحات البنكية"، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، جامعة سكيكدة، العدد 05، ماي 2010.
59. نفين محمد إبراهيم طريح، "العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي - بدائل السياسة للاقتصاد المصري"، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، العدد 486، 2007.
60. هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة - مسح مرجعي -"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، الكويت، 1999.
61. هايزو هوانج وس & كال واجيد، "الاستقرار المالي في إطار التمويل العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 2002.

62. وليد عبد الحي، 'المكانة المستقبلية للصين في النظام الدولي 1978-2010'، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبو ظبي، 2000.
63. وليد عبده مولا، " دور القطاع التمويلي في التنمية"، مجلة حصر التنمية، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت، العدد 85، 2009.
64. ياسر بوحسون & شادي أحمد زهرة، " الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني - سورية دراسة استشرافية-"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، العدد 27، 2005.
65. يوسف عثمان إدريس، " تحرير حساب رأس المال: المزايا والمخاطر، تجربة الدول النامية"، مجلة المصرفي، بنك السودان المركزي، العدد 35، مارس 2005.
- ثالثاً- أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير
1. احمد بزيرية، "دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي -دراسة تقييمية مقارنة-"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2013-2014.
2. بلهادية عبد الله، "أثر الوساطة المصرفية على النمو الاقتصادي المستديم - دراسة قياسية للجزائر 1970-2006"، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلب - البليدة-، 2009.
3. رفيق مزاهدية، "الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر -باتنة-، 2014-2015.
4. نورين بومدين، "أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف-، 2006/2007.
- رابعاً-المؤتمرات والندوات العلمية
1. Paul Holden, Vassili Prokopenko، " التنمية المالية والحد من الفقر"، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2001.
2. إبراهيم الكراسنة، "إرشادات في تقييم الأسهم والسندات"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة-، 2005.
3. أحمد منير النجار، " عولمة الأسواق المالية وآثارها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالية الكويتي"، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، " استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة جامعة فيلادلفيا " 15-16 مارس 2005.
4. أشرف محمد دوابة، " المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة.
5. بسام عبد الله البسام، " الحوكمة الرشيدة: المملكة العربية السعودية دراسة حالة دراسية"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، يومي 19-20 نوفمبر 2013، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف.

6. بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟"، ورقة بحثية في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس بسطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
7. بن طلحة صليحة & معوشي بوعلام، "دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية"، ورقة بحثية قدمت في الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية - واقع وتحديات-، جامعة حسبية بن بوعللي بالشلف، يومي 14-15 ديسمبر 2004.
8. بن علال بلقاسم & بن بوزيان محمد، "التطور المالي أساس نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية: حالة النظام المصرفي الجزائري (2011/1990) - دراسة قياسية باستعمال طريقة التكامل المتزامن -"، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول "النظام المالي والنمو الاقتصادي"، المدرسة العليا للتجارة.
9. بن نعمون حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
10. بودخدخ كريم & كراش جميلة، "دور وكالات التقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، المنعقد بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة تبسة يومي 19-20 جوان 2013.
11. جابر محمد عبد الجواد، "تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة.
12. جبار محفوظ، "تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 17-19 أبريل 2007، جامعة عمار ثليجي بالأغواط.
13. حامد صالح السيف، "دور اتحاد الشركات الاستثمارية في تفعيل إنشاء هيئة أسواق المال في دولة الكويت"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثاني: تطوير السوق الرأسمالي في الكويت-مشروع هيئة أسواق المال"، الكويت، 16 مارس 2008.
14. حمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، بحث مقدم للمؤتمر الخامس عشر حول الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 2006.
15. د. سميحة فوزي، "تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية"، - سلسلة أوراق العمل - المركز المصري للدراسات الاقتصادية-ورقة عمل رقم (83) أبريل 2003.
16. زياد فريز، "التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن"، ورقة بحثية مقدمة خلال الندوة الثالثة بمعهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 7-8 ديسمبر 2003.
17. سوزان كرين وأحمد مشفق مبارك & ريشي غويال & راندا ساب، "التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، صندوق النقد الدولي، 2003.

18. الشريف بقة & عبد الحميد مرغيت، " تجربة الهند في تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات والدروس المستفادة للاقتصاد الجزائري"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات الانفتاح الاقتصادي والنمو بدول جنوب المتوسط"، جامعة الحاج لخضر باتنة، يومي 11-12 نوفمبر 2013.
19. صالح إبراهيم الحيسباني، " سوق الأسهم والنمو الاقتصادي"، ورقة عمل مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجامعة الاقتصاد السعودية والخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، الرياض، جوان 2007.
20. صفوت عبد السلام عوض الله، " الشفافية والافصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة.
21. عبد الله بن محمد الرزين، " الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي والمعرفة والتنمية الاقتصادية"، جامعة الزيتونة، عمان -الأردن-، خلال 16-18/ 1426/3هـ.
22. علي محي الدين القره داغي، " أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول"، دراسة فقهية اقتصادية، البنك الإسلامي للتنمية (المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب)، جدة-المملكة العربية السعودية-، 2003.
23. عماد حمد خلف، "قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في العراق"، جامعة بغداد، بحث مستل من أطروحة بعنوان Past and Present Study of Commercial Banking in (Iraq) منشورة في جامعة بونا ، الهند.
24. فخر الدين الفقي & محمد محمود وفاء، " أسواق الأوراق المالية بين الدور التنموي والإئمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي"، ورقة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب رؤى مستقبلية-، طرابلس 2005.
25. كمال بوعظم & زايدي عبد السلام، " حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات - مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية-"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، يومي 18-19 نوفمبر 2009، جامعة باجي مختار بعنابة.
26. ماجدة أحمد شلبي، "الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل"، مؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية والتطبيق، جامعة اليرموك - الأردن-، 22-24 ديسمبر 2002.
27. مانويل غينيا، " دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي والتصحيح الهيكلي"، بحث مقدم إلى ندوة السياسات المالية وأسواق المال العربية- تحرير سعيد النجار-، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 1994.
28. مبارك بن سليمان آل فواز، " الأسواق المالية من منظور إسلامي-مذكرة تدريبية-"، مركز النشر العلمي - جامعة الملك عبد العزيز -، جدة، 2010.

29. محمد بن بوزيان & عربي ناصر صلاح الدين، " أثر تحرير سعر الفائدة على حجم الادخار-حالة الجزائر"،
الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 2009.
30. محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، " إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق
المالية-مدخل تحليل لتفعيل اقتصاد المعرفة-"، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، الجزء
الثاني، المؤتمر الخامس، جامعة الإسكندرية، 2005.
31. محمد فنيش، "القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة"، وقائع الندوة المنعقدة في 23
أفريل 2000، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة.
32. نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، " أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الاوراق
المالية المصرية"، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، أكاديمية الشروق، مصر، جانفي 2012.
33. نزمين أبو العطا، " حوكمة الشركات ... سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، مقال متوفر في
الموقع التالي: http://www.cipe-arabia.org/images/abook_file/0811.pdf.
34. ياسر محمد جاد الله & سيد إبراهيم عبد الفيصل، " الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية
في ظل العولمة الاقتصادية"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الخامس عشر حول ، كلية الشريعة والقانون، جامعة
الإمارات العربية المتحدة.
35. يوسف طارق محمد، " الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات ومدى ارتباطهما بالمعايير
المحاسبية"، المؤتمر العربي الأول متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربي شرم الشيخ، جمهورية مصر
العربية، 2007 .
- خامسا-التقارير
1. الاتحاد الافريقي، " تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا"، إدارة الشؤون الاقتصادية،
ديسمبر 2008.
2. اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، " واقع برامج توعية وتعليم المستثمرين بأسواق رأس المال العربية ومقارنتها
مع بعض التجارب الدولية"، دبي، دولة الامارات العربية المتحدة، ماي 2014.
3. التقرير السنوي 2015، تداول، السوق المالية السعودية.
4. تقرير تنافسية الاقتصادات العربية 2016.
5. تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010.
6. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005.
7. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006.
8. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، " استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل
تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الأسكوا"، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004، ص12.
9. المعهد العربي للتخطيط، " وظائف النظام التمويلي"، محاضرة متوفرة في الموقع التالي: www.arab-api.org
10. ميثاق الحكم 2009.

1. إضاءات مالية ومصرفية، " التصنيفات الائتمانية"، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد04، نوفمبر2010.
2. إضاءات مالية ومصرفية، " الحوكمة"، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الثالث، أكتوبر2010.
3. أمار جيل، "حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدرجي"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.
4. بورصة الجزائر، " القيم المنقولة"، منشورات خاصة بالعموم، 2014. متوفرة على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf>
5. بورصة الجزائر، "أوامر البورصة"، منشورات خاصة للعموم، 2014.
6. سوليفيان جون وآخرون، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003.
7. شهيرة الرافي، " الحوكمة صمام أمان الشركات ضد الانهيار"، الأهرام الاقتصادي 2003/04/07.
_الصن عملاق ملياري يلتهم اقتصاد العالم ويستهلك طاقته ويكتسح أسواقه، مقال منشور في الموقع التالي:
www.annabaa.org/nbanews/55/047.htm
8. الكتيب التعريفي للمستثمرين، "كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي"، سوق دبي المالي، 2013
<http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About%20QE/About%20QE>
9. محمد سيدمو، " منظمة الشفافية الدولية تكشف أن ثلث الجزائريين يعترفون بدفع الرشاوى"، مقال متوفر على الموقع التالي:
<http://www.elbilad.net/article/detail?id=1357>
10. مركز المشروعات الدولية الخاصة، "تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تجارب وحلول"، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، فيفري 2011.
11. ناسداك دبي، "تحالف متنامي مع سوق دبي المالي"، تقرير الأعمال، 2009، تقرير منشور على الموقع الإلكتروني لناسداك دبي: www.nasdaqdubai.com/exchange/2009ar/business_review.html.
12. هيئة الأوراق المالية والسلع -إدارة الإصدار والافصاح-، " برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات"، مصر، متوفر على الموقع التالي:
13. www.sca.gov.ae/arabic/companies/documents/corporategovernanceprocedures.pdf
14. الهيئة العامة للرقابة المالية، "أهم ملامح تطوير سوق رأس المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010"، سلسلة توعية المستثمر المصري، متوفرة: www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_reports

1. القانون رقم 64-227 المؤرخ في 10/08/1964 المتعلق بتأسيس الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، الجريدة الرسمية العدد 26 الصادر بتاريخ 25/08/1964.
2. الأمر رقم 66-178 المؤرخ في 13/06/1966 المتعلق بتأسيس البنك الوطني الجزائري، الجريدة الرسمية العدد 51 الصادر بتاريخ 14/06/1966.
3. الأمر رقم 67-78 المؤرخ في 11/05/1967 المتضمن تأسيس القرض الشعبي الجزائري، الجريدة الرسمية العدد 40 الصادر بتاريخ 16/05/1967.
4. الأمر رقم 67-204 المؤرخ في 01/10/1967 المتضمن تأسيس البنك الخارجي الجزائري، الجريدة الرسمية العدد 82 الصادر بتاريخ 06/10/1967.
5. أمر رقم 69-107 المؤرخ في 31-12-1969 المتضمن لقانون المالية لسنة 1970، الجريدة الرسمية العدد 110 الصادر بتاريخ 31/12/1969.
6. أمر رقم 71-86 المؤرخ في 31-12-1971 المتضمن لقانون المالية لسنة 1972، الجريدة الرسمية العدد 108 الصادر بتاريخ 31/12/1971.
7. المادة رقم 05 من قانون 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية المؤرخ في 12/01/1988.
8. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر في 1993.
9. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر في 1993.
10. الأمر رقم 96-08 الصادر بتاريخ 10/01/1996 المتعلق بميثاق التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ثامناً-المراجع الأجنبية

I. الكتب:

1. Anthony Saunders & Marcia Cornett, « **Financial Markets and Institutions : A modern perspective** », MC Graw-Hill, New York, 2004
2. Belkeoui .A, « **Accounting theory** », Harcourt Brace Jovanovich , INC, New York, 1987.
3. Bernard Laget, « **Les nouveaux outils financiers** », Top Edition, Paris, 1990.
4. Daniel Goyeau & Amin Tarazi, « **La bourse** », 2^{eme} Edition, Paris, 2006.
5. David S Kidwell & Richard L. Peterson, « **Financial institutions, Markets, and money** », The Dryden Press, 3rd Edition, Chicago U.S.A, 1987.
6. Dominique Plihon, « **les enjeux de la globalisation financière – mondialisation au de la des mythes-** », Edition Casbah, Alger, 1997.
7. Donald E Fisher & Ronald J Jordan, « **Security analysis and portfolio management** », Printice – hall international, INC, New York, 1991.
8. Dourille feer Evelyne, « **la finance et la monnaie a l'âge de la mondialisation** », Edition L'harmattan, Paris, 2004.
9. Francis-Clarch, « **Managment of Investment** », MC Graw, Hill INC, 1983.

10. Frederic S. Mishkin, « **The Economics of Money, Banking, and financial markets** », Pearson Addison Wesley, 8 Edition, Boston, 2006.
11. Gilbert Koenig, « **analyse monétaire et financière** », Edition economica, Paris, 2000.
12. Guy Caudamine & Jean Montier, « **Banque et les marchés financiers** », Edition economica, Paris, 1998.
13. Haim Levy and Marshall Sarnat, « **Portfolio and Investment Selections : theory and practice** », prentice-hall, London, 1984.
14. Haugen R, « **Modern Investment Theory** », 3rd Edition, Prentice Hall, INC, 1993.
15. Jacqillat Bertrand & Solnik Bruno.H, « **Les Marchés Financiers et la Gestion de Portefeuille** », 2^{ème} Edition, Edition Dunod, Paris, 1976.
16. Jacques Bichot, « **La monnaie et les systèmes financiers** », Edition Ellipses, Les économiques, Paris, 1997.
17. Jean François Groux, « **Economie monétaire et financier –theorie-institutions, politiques** », Edition Economica, 3^{ème} Edition , Paris, 1998.
18. Jean pierre Paulet, « **mondialisation** », 4eme Edition, Edition Armand Colin, Paris, 2007.
19. Mansour mansouri, « **La bourse des Valeurs mobiliers d'Alger** », Edition Dar Houma, Alger, 2002.
20. Partington Iam, « **Applied Economics in Banking and Finance** », Oxford – University Press, London, 4th Edition, 1989.
21. Perry H Beaumont , « **Financial Engineering Principles : A unified theory financial product analysis and valuation,** » John Wiley and Sons, INC, Canada, 2003
22. Peter S Rose & James W. Kolari, « **Financial institution : Understanding and managing financial services** », 5 Edition, IRWIN, U.S.A, 1995.
23. Philippe D alvissement Jean & Piette petit, « **Economie internationale** », La place des Banques, Paris, Dunod, 1999.
24. Pierre Ramage, « **Le marché financier** », Edition d'organisation, Paris, 2002.
25. R.W. Goldsmith, « **Financial Structure and Development** », New Haven, YALE University Press, 1969.
26. Raymond E. Lombra & other, « **Money and the Financial system-theory, institutions, and Policy-** », Edition Raymand, U.S.A, 1980.
27. Robert F & Vincent K, « **Marché de capitaux et technique financiers** », Edition Economica, 4^{ème} Edition, Paris, 1997.
28. Rose Peter, « **Money and Capital Markets** », IRWIN, New York, 2000.
29. Scott .C & Russell. B, « **Putting investors first: real Solutions for better corporate governance** » ,1st edition, Bloomberg, New York ,2003.
30. Serge D'agostino, « **la mondialisation** », Edition Bréal, Paris, 2002.
31. Stiglitz J.E & Walsh C.E, « **Principes d'économie moderne** », Edition de Boek, 2^{ème} Edition, 2004.
32. Thomas D. Lairson & Devid Skidmore, « **Internantional political** », Economy Harcourt Brace Publishers, New York ,1997.
33. VALDONÈ DARŠKUVIENĖ, « **Financial Markets** », LEONARDO DAVINCI Transfer of Innovation, european commission, 2010.

1. Acemoglu Daron & Fabrizio Zilibotti, « **was promethens unbound bu chance ? risk diversification and growth** », the journal of political economy, volume 105, Issue 4, University CHICAGO , 1997.
2. Achy L, « **Financial liberalization, Saving investment, and growth in MENA countries** », Institut National de Statistique et d'Economie Appliquée Morocco,2003.
3. Ainul Islam & Mohamed Khaled, «**Tests of weak-form efficiency of the dhaka stock exchange** », Journal of Business Finance & Accounting, Vol 32, N°8, 2005.
4. Alamgir M, «**coorporate governance** » : A Risk prespective, paper presented to : coorporate governance and reform : paving the way to financial stability and development, a conference organized by the Egyptian Banking institute, cairo, may 2007.
5. Arjana Brezigar Masten & Fabrizio Coricelli & Igor Mastem, « **Non-linear Growth Effects of Financial DEvelopment : Does Financial Integration Matter ?** », Journal of International Money and Finance, ELSEVIER, Vol 28, 2008.
6. Asli Demirguc-Kunt & Vojislav Maksimovic, « **Stock Market Development and Financing Choices of Firms** », The world Bank Economic Review, Vol 10, N° 2 .
7. Aziakpono Jesse Meshach, « **Effects of financial integration on financial development and economic performance of the SACU countries** », Paper for presentation et the ECA/ADB African Economic Conference, 15-17 November 2007, ADDIS ABABA –Ethiopia-.
8. Baele L & Ferrando A & Hordahl P & Krylova E and Monnet C, « **Measuring European Financial Integration** », Oxford Review of economic policy, Vol 20, N° 4, 2004.
9. Bassam I .Azab , « **The Performance of the Egyptian Stock Market** », The University of Birmingham , The Birmingham Business School, September 2002.
10. Ben Naceur S. and Ghazouani S, « **Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region** », Research In International Business and Finance, 21, 2007.
11. Benallal belkacem, « **Les effets de l'application de la politique de libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie 1970-2010** », Etude économétrique avec la méthode de Co intégration, Friedrich EBERT STIFTNG, Fondation Friedrich Ebert, Bureau d'Alger.
12. Bencivenga & Smith D, «**Financial intermediation and Endogenous Growth** », Review of Economic Stadies, Vol 58, N 02, 1991.
13. Benjamin Rosner, « **The impact of financial development on poverty in developing countries** », UCL undergraduate journal of economic, Winter 2010, Vol 1, ISSUE 2.
14. Bizhan Abedini, « **Weak-form efficiency : Stock Market in the Gulf Co-operation Council Countries** », SCMS Journal of Indian Management , Vol 6,2009.

15. Boulila & Trabelsi, « **Financial Development and long – Run growth** », Granger Causality inabivariate, VAR standare 1962-1998, evidence from Tunis 2002.
16. Boulila & Trabelsi, « **The causality issue in the finance and growth nexus ; empirical evidence from MENA countries** », Faculté des sciences Economiques et de gestion de Tunis, Institut des Hautes Etudes Commerciales de Carthage,2004
17. Boyd J & Smith B , « **The Co-Evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process** », World Bank Economic Review, Vol10, N°2,1996.
18. Christopoulos, D. K., and Tsionas, E. G., « **Financial Development and Economic Growth** », Journal of Development Economics,N° 73,2004.
19. DW Diamond, « **Financial Intermediaries and DelegatedMonitoring** »,Review of Economic Studies, Vol 51, N°3.
20. Daniel Stavarek & Iveta Repkova & Katarina Gajdosova, «**Theory of financial integration and achivements in the European Union** », Munich Personal RePEC Archive (MPRA), paper N° 34393, July 2011.
21. Darrat A, « **Are financial deepening and economic growth causally related ? Another look at the evidence** », International Economic Journal, Vol 13, N°3 ? 1999.
22. De Gregorio, «**Financial Integration, Financial Development and Economic Growth** », Estudios de Economia, Vol 26, N° 2.
23. Demetriades and Hussein, « **Does Financial Development Cause Economic Growth ?-Time Series Evidence from 16 countries** », Journal of Development Economics, Vol 51, December 1996
24. Demirguç-kunt & Levine R, « **Finance , financial sector policies, and long-Run Growth** », Policy Reasearch Working Paper N 4469, World Bank ,2008.
25. Demirguç-kunt & Levine R, « **Finance , financial sector policies, and long-Run Growth** », Policy Reasearch Working Paper N 4469, World Bank ,2008.
26. Dermirguc-Kunt & Levine Ross, « **Stock market development and financial intermediation : Stylized Facts** », Tha World Bank Economic Review, WPS 1462, 1996 .
27. Douglas W Diamond & Robert E Verrcchia, « **Disclosure, Liquidity and the Clientele of Capital** », Journal of Finance, Vol 46, N° 4, September 1991.
28. Eatwell John & Taylor Lance, « **Internantional Capital Markets and the future of economic policy** », CEPA Working Paper Series III, Working Paper No. 9,New York, August 1998.
29. Edison H & Levine R & Ricci L & Slock T, « **Internantional financial integration and economic growth** », Journal of international Money and Finance, Vol 21, 2002.
30. Eugene Fama, « **Efficient capital markets : A review of theory and empirical work** », Journal of finance, Vol 25, May 1970.
31. Free Land c, « **Basel committee guidance on coorporate governance for Banks** », paper presented to : coorporate governance and reform : paving the way to financial stability and development, a conference organized by the Egyptian Banking institute, cairo, may 2007.
32. Fry Maxwell, « **Money and Capital or Financial Deepening In Economic Development ?** », Journal of Money Crédit and Banking, Vol 10, N°1, 1978.

33. Geert Bekaert & Campbell Harvey , « **Time- Varying World Market integration** », Journal of Finance, Vol N°2, 1995
34. Gerd Haussier, «**la mondialisation da la finance** », revue finance et développement, volume 39, N° 01, Mars 2002.
35. Giovanni Favara, « **An Empirical Reassessment of The Relationship Between Finance and Growth** », Internantional Monetary Fund Working Papers, WP/03/123, June 2003.
36. Greenwood J & B. Jovanovic, « **Financial Development Growth and the distribution of Income** », Journal of Political Economy », Vol 95, 1990 .
37. Hakimi Abdeleaziz & autre, « **Financial liberalization and banking profitability : A panel data analysis for tunisian banks** », International journal of economics and financial Issues, 2011, volume1, N° 2.
38. Hee-Yol Chai & Yeongseop Rhee, « **Financial Integration and Financial efficiency in East Asia** », Paper presented to Claremont-Krip International conference in November 2005.
39. Horioka Charles & Feldstein Martin, «**Domestic Saving and International Capital Flows** », The Economic Journal, Vol 90, N° 358, 1980.
40. J B Ang, « **A Survey of Recent Development In The literature of Finance and Growth** », Journal of Economics Surveys, Vol 22, N°3, 2008.
41. John T. Cuddington, « capital Flights ; Estimates, Issues, and Explanations », Princeton Studies in International Finance, INTERNATIONAL FINANCE SECTION, N° 58, 1986.
42. King & Levine, « **Finance, entrepreneurship, and Growth** », Journal of Monetary Economics, Vol 32, 1993.
43. King & R.Levine, « **Finance and growth : schumpeter migth be right** », Quarterly Journal of Economics, Vol108, 1993..
44. King R & Levine R, « **Financial Intermediation and Economic Developmnet** », 1993a.
45. Klein Michael & Giovanni Olivei, « **Capital Account Liberalization, Financial Depht and Economic Growth** , Journal of International Money and Finance, Vol 27, N°6.
46. Lawrence K. Duke and Michael G. Papaioannou, « **Accessing Emerging Stock Markets Prerequisites for International Investor** », The Journal of Investing, Vol2,N° 2, 1993.
47. Levine R & Zervos , « **Stock market development and long –run growth** », **World Bank Economic** », Vol 10, 1996.
48. Levine R & Zervos S, « **Stock Markets, Banks, and Economic Growth** », American Economic Review, Vol 88, 1998a.
49. Liu,L & Garcia,R, « **Macro Economic Determinant of stock market development** », journal of applied economic,1999, vol 2, n1.
50. M Angeles de Frutos & Carolina Manzano, «**Trade disclosure and price dispersion** », Journal of Financial Markets, Volume 8, May 2005
51. M.Ayhan Kose & Eswar Parasad, «**La libéralisation du compte de capital** », Finance & developpement, L'ABC DE L'ÉCONOMIE, Septembre 2004.
52. Members/ Exchanges.aspx ?lang=ar-kw

53. Murat Ucer, « **Notes on financial liberalization** », Procrée songs of the seminar – macroeconomic management : New methods and current policy issues, Turkey, 2000.
54. Nouree Adnan, « **Measurement of financial development : afresh approach** », 8th international conference on Ilamic economics and finance, Center for Islamic Economics and Finance Qatar faculty of Islamic studies, Qatar foundation.
55. Parasad E & Rogoff K & Wei S & Kose M A, « **Effets of financial globalisation on developing countries : some empirical evidence** », IMF paper, 2003.
56. R. Goldsmith, « **in financial structure and development** », The economic Journal, Vol 80, N 318, 1970.
57. Rajan R G & Zingales L, « **Financial Dependence and Growth** », American Economic Review, Vol 88, 1998.
58. Riad Dahel, « **Volatility in Arab Stock Markets** », Paper presented at the workshop on “Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance”, organized at the Arab Planning Institute, Kuwait, March 15-16, 1999.
59. Rioja & Valev, « **Does one size fit all ? A re-examination of Finance and Growth relationship** », Journal of Development Economic, Vol 74, 2004a.
60. Rioja & Valev, « **Finance and the sources of growth at various stages of economic development** », Economic Inquiry, Vol 42, 2004b.
61. Robert A. Korajczyk, « **A measure of stock market integration for developed and emerging markets** », The world Bank Economic Review, Vol 10, N° 2, 1996.
62. Ross Levine & Robert King, « **Finance, entrepreneurship, and growth : Theory and evidence** », Journal of Monetary Economics, Vol 32, North –Holland 199 ».
63. Ross Levine & Sara Zervos, « **capital control liberalisation and stock market development** », POLICY RESEARCH WORKING PAPER 1622, World Bank, Washington, 1996.
64. Ross Levine , « **Finance and growth – theory and evidence** » , NBER, Working paper 10766, Cambridge, 2004.
65. Ross Levine, « **Financial Development and Economic Growth- Views and agenda** », Journal of Economic Literature, vol 35, N 2, 1997.
66. Ross Levine, « **Financial Development and Economic Growth-views and agenda-** », Journal of Economic Literature, Vol XXXV, 1997.
67. Rousseau & Wachtel, « **Equity Markets and Groxth-Cross Country Evidence on Timing and Outcomes** », Journal Bank , Finance, Vol 24, 2000.
68. Saint Paul, « **Technological choice, Financial markets and Economic development** » , European Economic Review, Vol 36, N 4, 1992.
69. Sassi, S., & Goaid, M. (2011), "**Financial development, islamic banking and economic growth evidence from MENA region**", International Journal of Business and Management Science, N° 4(2).
70. Schmukler S.L & Zoido-Lobaton.P, « **financial globalization : Opportunities and challenges for developing countries** », World Bank Paper, 2001.
71. Tobin J, « **On the efficiency of the financial system** », Lolyds Bank Review, July 1984.

72. William Schwert, « **why does stock market volatility change over time ?** », The journal of finance, Vol N° 5, 1989.
73. Xing & Abbott, « **The effects of Trade, Specialisation and Financial Integration of Bysiness Cycle Syncchronisation** », Department of Economics and International Development, Working Paper, 2007.

III. أوراق عمل

1. Arteta, C., Eichengreen, B. and Wyplosz, C, « **When does Capital Account Liberalization Help More than it Hurts?** », NBER Working Paper, N° 8414.
2. Barry M Jackson, « **Obtaining a Municipal Credit Rating** », Commonwealth Local Government Forum , CLGF Research Series, 2008.
3. Cadbury, « **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance** », 1 December 1992.
4. Christian Biales, « **L'intermédiation financière** », professeur de chaire supérieure en économie et gestion, Montpellier – France-, 2013, www.christian-biales.net, a consulté le 06/04/2014.
5. Darine BAKKOUR, « **Un essai de définition du concept de gouvernance** », unité mixte de recherche, Etudes et Synthèses, N°5,2013.
6. Edwards Sebastian, « **Capital Mobility and Economic Performance : Are Emerging Economies Different ?** », Working Paper 8076, National Bureau of Economic Reasearch, Cambridge,2001, in <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/kiel6.pdf>
7. Edwards Sebastian, « **Capital Mobility and Economic Performance :Are Emerging Economies Different ?** », NBER, Working Paper N° 8076,2001.
8. ESCWA, « **Economic trend and impact banking sector lending be havoir and efficiency in selected ESCWA member countries, NEW YORK , ISSUE N 1, 2005.**
9. Fitch Ratings , « **The Rating Process** », Fitch Ratings Know Your Risk, New York, 2006.
10. Gérard Gourguechon , « **Les agences de notation** », document disponible sur le site;<http://alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/files/agences-de-notation26p.pdf>, délivré le 17/01/2012.
11. Jézabel Couppey-Soubeyran, « **les principaux indicateurs de développement financier** », document téléchargé : www.puf.com/puf_wiki/images/1/19/Encadré_2_MBF.pdf.
12. Joyce Michel. Mounayar, « **Country Risk : The Major Determinants of credit risk rating** », Project American University of Beirut, Dept of Economics, 2006.
13. Kent Jason Go Cheng, « **The Bi-directional relation ship of financial development & financial integration** », University Reasearch Associate II, Institute of Health Policy and Development Studies, University of the Philippines Manila.
14. Klein Michael & Giovanni Olivei, « **Capital Account Liberalization, Financial Depht and Economic Growth** », NBER, Working Paper N° 7384, 1999.

15. Klein Michael , « **Capital Account Openess and the Varieties of Growth Experience** », NBER, Working Paper N° 9500.
16. Kose M & Parasad E & Rogoff K & Wei S, « **Financial Globalisation : A Reappraisal** », IMF working paper, N°06/189,2006 ..
17. Kraay A, « **In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization** », The World Bank, Washington, 1998.
18. Nouredine Khadraoui, « **Financial Integration and Growth Volatility : The Threshold Effects of Financial Development** », Document disponible : www.med-eu.org/document/MED4/Dossier3/Khadraoui.pdf
19. Philippe Mamas, « **La libération financière et croissance économique** », Dissertation préparation Capes 2001-2002 – IUFM, Paris I, p1 consulter sur le site : static2.destocch.com/docs/57191610/ consulté le 5/03/2014.
20. Ratna Sahay & Others, « **Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets** », IMF Staff Discussion Note, SND 15/08 , May 2015.
21. Saoussen Ben Gamra & Mickael Clévenot, « **les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement, croissance économique ou instabilité financière ?** », Université Paris XIII, 2008.
22. Saoussen Ben Gamra & Mickael Clévenot, « **Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions** », Université Paris XIII, 2005.
23. Stulz R, « **International Portfolio Flows and Security Markets : International Capital Flows** », University of Chicago, 2004.
24. Tino Raphaël Toupane, « **La gouvernance : evolution, approches theoriques et critiques du concept** », SEMINARUL GEOGRAFIC “D, CANTEMIR” NR. 29 / 2009.
25. Valpy Fitz Gerald, « **Financial Development and Economic Growth : A Critical View** », Background Paper For World Economic and Social Survey, Oxford University
26. Varouj A. Aivazian, « **Microeconomic Elements of Financial Liberalization: Perspectives from Finance Theory**; Financial Reform in Developing Countries » (edited by M. Fanelli and R. Medhora), MacMillan, London,1998.
27. Winkler, Adalbert , « **Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance** » , Working Paper Series: Finance and Accounting 12,1998.
28. Xavier Ducreux, « **Economie d’endettement et économie de marchés financiers**», document téléchargé www.crdpmontpellier.fr/ressources/dda/finances/dda4_a2.html. Le 06/04/2014.
29. Zingales, Luigi, « **Corporate Governance** », NEBR Working Paper series , Working Paper 6309, December 1997.

.IV أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير:

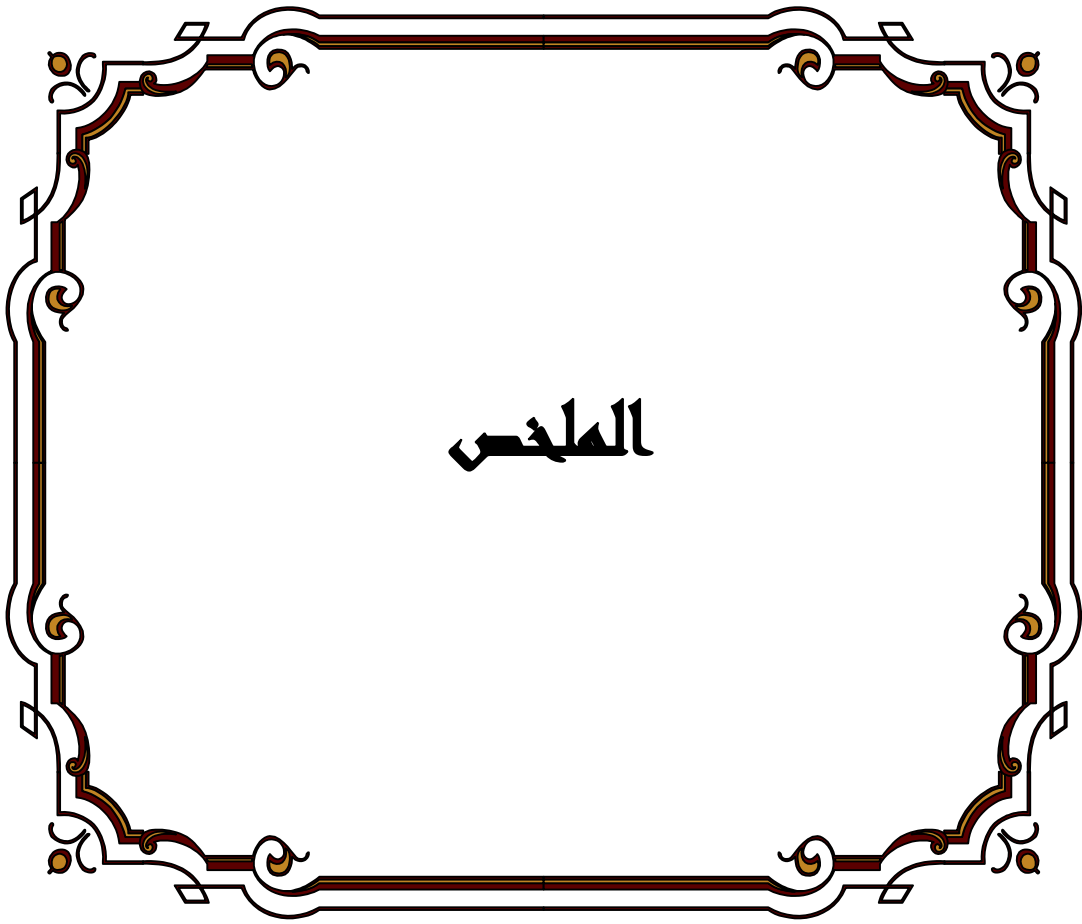
1. Clotide Wester , « **la finance comportementale ; d'une meilleure compréhension a une nouvelle régulation des marchés financiers** », thèse de master, université paris, panthéon Assas,2008.
2. Kangni Kpodar, « **Développement financier, instabilité financière et croissance économique-implications pour la réduction de la pauvreté-** », thèse de doctorat en science économique, université d'auvergne Clermont, 2006.
3. Moez Oumi, « **Etude Empirique de la relation entre le système monétaire et financier et la croissance économique** », thèse doctorat, université de Neuchâtel – Suisse-, 2011.
4. Samouel Beji, « **le developpement financier pour les pays du sud de la miditerrancee à l'epreuve de la mondialisation financiere** », these de doctorat, universite de Paris xlll Nord, 2009.

.V التقارير

1. COSOB, « Rapport annuel »,2004.
2. COSOB, « Rapport annuel »,2008.
3. COSOB, « Rapport annuel »,2010.
4. COSOB, « Rapport annuel »,2012.
5. COSOB, « Rapport annuel »,2014.
6. Rapport de CNES, Le secteur informel-illusions et réalités,

.VI المواقع الالكترونية

1. www.arab-exchange.org
2. www.bahrainbourse.com
3. www.casablancabourse.com
4. www.cosob.org
5. www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm
6. www.efsa.gov.eg
7. www.egx.com.eg/arabic/history.aspx
8. www.fese.eu
9. www.sca.gov.ae/Pages/home.htm
10. www.sgbv.dz
11. www.world-exchanges



"متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الجزائر-"

ملخص:

موضوع هذه الأطروحة يتمثل في دراسة نظرية وتطبيقية تم من خلالها التطرق إلى الأسس النظرية للتنمية المالية وعلاقتها بسوق الأوراق المالية، وتقييم طبيعة الأثر المحتمل لهذه الأخيرة على تطوير سوق الأوراق المالية في ظل وجود بعض المتطلبات والسياسات المساعدة لذلك، وذلك من طريق إجراء دراسة تطبيقية لحالة الجزائر باستعمال المعطيات المتاحة ببورصة الجزائر للفترة الممتدة ما بين 1999-2014، حيث تعتمد هذه الدراسة بالأساس على تحليل مؤشرات التنمية المالية ببورصة الجزائر لتتبع تطور الأداء بها.

وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن دور البورصة الجزائرية في تمويل الاقتصاد الوطني يعتبر محتشما من خلال ما بينته معدلات مؤشرات التنمية المالية بها، وهذا ما يعكس عجز البورصة على استقطاب المدخرات وتعبئتها، وهذا راجع للعديد من المعوقات التي اعترضت مسارها.

كما تم التوصل كذلك من خلال هذه الدراسة إلى أن تفعيل التنمية المالية ببورصة الجزائر يجب أن يسبقه تعزيز لمستويات الحوكمة، وكذا تطوير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، كما أنه يمكن للتعاون الدولي أن يُكسب البورصة خبرة تمكنها من التطور وهذا من خلال الاطلاع على تجارب أسواق الأوراق المالية المختلفة وخاصة العربية منها.

مفاتيح البحث: التنمية المالية، سوق الأوراق المالية، التحرير المالي، التكامل المالي، العولمة المالية.

**" The Requirements Activation of Financial development to Improve the
performance and efficiency of the stock market "**
- A study of the case of Algeria-

Abstract:

The theme of this thesis is the theoretical and practical study through which to address the theoretical foundations of financial development and its relationship to the stock market, and assess the nature of the potential impact of the latter on the development of the stock market in the presence of some of the requirements and policies of assistance to it, and your shadow are by performing a practical study of the state of Algeria using available data Algeria Stock Exchange for the period between 1999-2014, where this study is based mainly on the analysis of financial development indicators Stock Exchange Algeria to track the evolution of their performance.

We have reached through this study that the role of the Algerian stock market to finance the national economy is considered modest by as demonstrated rates of its financial development indicators, and this reflects the stock inability to attract savings and packaged, and this is due to many obstacles encountered on track.

As well as reach through this study that the activation of financial development Stock Exchange Algeria must be preceded by enhancing levels of governance, as well as the development of the organizing committee of the stock exchange operations and control COSOB, as it can for international cooperation to gain stock market experience to enable them to evolve and this is through access to the experiences various stock markets, Especially Arab experiences in the development of stock markets.

Keywords: Financial development, stock market, financial liberalization, financial integration and financial globalization.

"Les Exigences d'Activation du développement financier pour améliorer la performance et l'efficacité du marché boursier " **-Une étude du cas de l'Algérie-**

Résumé:

Le thème de cette thèse est l'étude théorique et pratique à travers lequel aborder les fondements théoriques du développement financier et de sa relation avec le marché boursier, et d'évaluer la nature de l'impact potentiel de ce dernier sur le développement du marché boursier, en présence de quelques-unes des exigences et des politiques d'aide à elle, et votre ombre sont en effectuant une étude pratique de l'état de l'Algérie en utilisant les données disponibles Algérie Stock Exchange pour la période 1999-2014, où cette étude est principalement basée sur l'analyse des indicateurs de développement financier Bourse Algérie pour suivre l'évolution de leur performance.

Nous avons atteint grâce à cette étude que le rôle du marché boursier algérien pour financer l'économie nationale est jugée modeste par des taux comme preuve de ses indicateurs de développement financier, et cela reflète le stock incapacité à attirer l'épargne et emballés, et cela est dû à de nombreux obstacles rencontrés sur la bonne voie.

En plus atteindre à travers cette étude que l'activation du développement financier Stock Exchange Algérie doit être précédée d'améliorer les niveaux de gouvernance, ainsi que le développement du comité d'organisation des opérations de bourse et le contrôle COSOB, comme il peut pour la coopération internationale pour acquérir de l'expérience sur le marché boursier afin de leur permettre d'évoluer et cela en regardant les expériences des marchés différents, en particulier les expériences arabes dans le développement des marchés des valeurs mobilières.

Mots-clés: Le développement financier, marché boursier, la libéralisation financière, l'intégration financière ,la mondialisation financière.

