

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف  
كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير

## أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية  
فرع : نقود و مالية

تحت إشراف الأستاذ الدكتور :

راتول محمد

من إعداد الطالب :

نورين بومدين

### أعضاء لجنة المناقشة

رئيساً	.....	الدكتور: كتوش عاشور
مشرفاً ومقرراً	.....	الأستاذ الدكتور : راتول محمد
عضواً ممتحناً	.....	الأستاذ الدكتور : كساب علي
عضواً ممتحناً	.....	الدكتور : بلعزوز بن علي
عضواً ممتحناً	.....	الدكتور : بطاهر علي

السنة الجامعية : 2007/2006

## الفهرس العام

رقم الصفحة	الموضوع
V - I	الفهرس العام
أ - د	المقدمة العامة

### الفصل الأول : الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

01	تمهيد
02	المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية
02	المطلب الأول : سوق الأوراق المالية مفهومه ، تاريخ نشأته ، أنواعه
02	أولاً : تعريف سوق الأوراق المالية وموقعه من سوق المال
07	ثانياً : تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية
09	ثالثاً : أنواع سوق الأوراق المالية
11	المطلب الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية
11	أولاً : الأهمية المالية
13	ثانياً : الأهمية الإقتصادية
15	المطلب الثالث : هيكل سوق الأوراق المالية
15	أولاً : لجنة إدارة سوق الأوراق المالية
16	ثانياً : سماسرة الأوراق المالية
19	ثالثاً : طالبوا وعارضوا الأموال
20	المبحث الثاني : أدوات سوق الأوراق المالية و طرق تسييرها
20	المطلب الأول : أدوات سوق الأوراق المالية
20	أولاً : الأسهم ، مفهومها ، خصائصها ، أنواعها
26	ثانياً : السندات ، مفهومها ، خصائصها ، أنواعها
29	ثالثاً : مقارنة بين الأسهم السندات
31	المطلب الثاني : تسيير محفظة الأوراق المالية
31	أولاً : محفظة الأوراق المالية المفهوم ، الأنواع ، الأهداف
33	ثانياً : إجراءات تسيير محفظة الأوراق المالية

36	المبحث الثالث : إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية .....
36	المطلب الأول : التسعير والأوامر في سوق الأوراق المالية .....
36	أولا : تسعير الأوراق المالية .....
37	ثانيا : أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية .....
38	ثالثا : إجراءات تنفيذ أوامر سوق الأوراق المالية .....
39	المطلب الثاني : سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية .....
39	أولا : كفاءة سوق الأوراق المالية .....
44	ثانيا : سيولة سوق الأوراق المالية .....
47	المطلب الثالث : مؤشرات سوق الأوراق المالية .....
47	أولا : مفهوم المؤشر ،أسس بنائه،إستخداماته .....
49	ثانيا : أهم المؤشرات العالمية .....
52	نتائج الفصل الأول .....

## الفصل الثاني : دراسة تجارب بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

53	تمهيد .....
54	المبحث الأول : ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة و مؤشرات نموها .....
54	المطلب الأول : ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة .....
54	أولا : تعريف أسواق المالية الناشئة و مراحل نموها .....
55	ثانيا : تصنيفات أسواق الأوراق المالية الناشئة .....
57	ثالثا : محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة .....
60	المطلب الثاني : مؤشرات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة .....
60	أولا: مؤشر حجم السوق .....
65	ثانيا : مؤشرات السيولة .....
68	ثالثا : مؤشر تمركز السوق .....
69	رابعا : مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية .....
71	المبحث الثاني :دراسة تجربة سوق الأوراق المالية في ماليزيا .....
71	المطلب الأول : نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا .....
71	أولا : النظام المالي في ماليزيا .....
75	ثانيا : تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا .....

79	المطلب الثاني : الهيكل المؤسسي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا و نظام التداول بها ..
79	أولا : الهيكل المؤسسي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا.....
81	ثانيا : نظام التداول في سوق الأوراق المالية بماليزيا .....
83	المطلب الثالث : مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا.....
83	أولا : مؤشرات نمو السوق قبل الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997 .....
87	ثانيا : مؤشرات نمو السوق خلال الأزمة المالية الآسيوية وما بعدها .....
91	المبحث الثالث : دراسة تجارب بعض أسواق الأوراق المالية في الدول العربية .....
91	المطلب الأول : أسواق الأوراق المالية الخليجية .....
91	أولا : سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية .....
95	ثانيا : سوق الأوراق المالية في البحرين .....
98	المطلب الثاني : أسواق الأوراق المالية في بلاد الشام .....
98	أولا : سوق الأوراق المالية في الأردن .....
101	ثانيا : سوق الأوراق المالية في فلسطين .....
105	المطلب الثالث : أسواق الأوراق المالية في بعض دول شمال إفريقيا .....
105	أولا : سوق الأوراق المالية في مصر .....
109	ثانيا : سوق الأوراق المالية في المغرب .....
113	نتائج الفصل الثاني .....
	<b>الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية في الجزائر الواقع و أساليب التفعيل</b>
114	تمهيد .....
115	المبحث الأول : التحول لإقتصاد السوق في الجزائر .....
115	المطلب الأول : المؤسسة الجزائرية والنظام المالي في ظل الإقتصاد الموجه .....
115	أولا : المؤسسة العمومية في ظل الإقتصاد الموجه .....
117	ثانيا : النظام المالي الجزائري في ظل الإقتصاد الموجه .....
120	المطلب الثاني : المؤسسة الجزائرية والنظام المالي في مرحلة الإصلاحات الإقتصادية ....
120	أولا : إصلاح المؤسسات العمومية .....
126	ثانيا : إصلاح النظام المالي الجزائري .....

129	المبحث الثاني : نشأة وتنظيم سوق الأوراق المالية في الجزائر .....
129	المطلب الأول : دوافع و مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر .....
129	أولاً: دوافع إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر .....
130	ثانياً : مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر .....
131	المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الجزائر .....
131	أولاً : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB .....
135	ثانياً : شركة إدارة بورصة القيم SGBV .....
137	ثالثاً : المتدخلون في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
142	المطلب الثالث: نظام التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
142	أولاً : الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
144	ثانياً : الأوامر ونظام التسعير في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
145	ثالثاً : مقاصة وتسوية الصفقات في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
146	المبحث الثالث : تجربة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
146	المطلب الأول: شروط وإجراءات قيد المؤسسات في سوق الأوراق المالية بالجزائر ....
146	أولاً : شروط إدراج المؤسسات في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
148	ثانياً : طرق إدراج المؤسسات في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
149	المطلب الثاني : تجربة المؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر .....
149	أولاً : سهم مجمع صيدال .....
154	ثانياً : سهم إرياض سطيف .....
158	ثالثاً : سهم فندق الأوراسي .....
161	المبحث الرابع : سوق الأوراق المالية في الجزائر معوقات الأداء و أساليب التفعيل .....
161	المطلب الأول : أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر .....
161	أولاً : مؤشرات حجم السوق .....
164	ثانياً : مؤشرات سيولة السوق .....
165	المطلب الثاني : معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر .....
165	أولاً : المعوقات الإقتصادية .....
168	ثانياً : المعوقات السياسية و التشريعية .....
169	ثالثاً : المعوقات الإجتماعية و الثقافية و الدينية .....

169	..... رابعا : المعوقات التنظيمية
170	..... المطلب الثالث : أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر
170	..... أولا : التحكم في المحيط الإقتصادي الكلي
173	..... ثانيا : مقترحات تمس الجانب التنظيمي لسوق الأوراق المالية بالجزائر
174	..... ثالثا : مقترحات بخصوص الجانب السياسي و التشريعي
174	..... رابعا : مقترحات تخص الجانب الثقافي و الديني
175	..... خامسا : الإستفادة من برامج تطوير المنتهجة في بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة ...
178	..... نتائج الفصل الثالث
179	..... الخاتمة العامة
184	..... قائمة الجداول
185	..... قائمة الأشكال
186	..... قائمة المراجع

## المقدمة العامة

إن لأسواق الأوراق المالية دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية ، و ذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الإستثمارية، و بالتالي فهي تمثل فرص إستثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية. كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها العمومية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة قصد تحقيق التنمية الاقتصادية. و نظرا لهذه الأهمية التي تكتسيها هذه الأسواق قامت الجزائر بإنشاء هذا النوع على غرار باقي الدول النامية، وقد جاء إنشائها في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر على هيكليتها الإقتصادي. إذ أنه بعد الإستقلال إنتهجت سياسة إقتصادية مبنية على أسس النظام الإشتراكي. لكن مع التطورات السياسية والإقتصادية أصبحت تلك السياسة لا تلي متطلبات الواقع المعاش، إضافة إلى أنها أورثت البلاد إقتصادا هشاً. وقد حاولت الدولة تدارك الهفوة الناجمة عن تلك السياسة بإنتهاج مخطط متفتح يشمل مجالات إقتصادية متعددة. من خلال الشروع في العديد من الإصلاحات الإقتصادية من أجل الخروج من التخطيط المركزي المبني على هيمنة القطاع العام إلى إقتصاد يلعب فيه القطاع الخاص دورا مهما في تحقيق التنمية الإقتصادية. نظرا لمجموعة من الأسباب سواء كانت إقتصادية أو إجتماعية أو سياسية، فقام المشرع الجزائري بإصدار مجموعة من التشريعات والتنظيمات من ذلك و إنعاش الإقتصاد الوطني، من خلال إنتهاج نظام إقتصاد السوق وذلك قصد الإستفادة من الآليات الموجودة به، وأهمها وجود سوق للأوراق المالية، لما لها من دور مهم وحيوي في عمليات التمويل المالي للمشاريع الإقتصادية المختلفة. حيث يرتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات المنتجة وذلك من خلال شبكة الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها وتديرها وتقوم بتهيئتها للوحدات الباحثة عن رؤوس الأموال ، ورغم إنشائها ما تزال سوق الأوراق المالية في الجزائر تواجهها العديد من الصعوبات حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها. لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية إحتياجات المشاريع الإستثمارية.

### أهمية الدراسة :

لا شك أن تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر من شأنه أن يساهم في الإنتقال من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد الأسواق المالية حيث يعمل سوق الأوراق المالية على إيجاد موارد مالية مستمرة لتمويل الإقتصاد القومي ، وبالتالي نقل الإقتصاد الجزائري من مرحلة الإقتصاد ذو المورد الواحد إلى إقتصاد متعدد فيه الموارد في إطار إقتصاد السوق.

أهداف الدراسة:

- مهدف من خلال هذا البحث إلى :
- إبراز أهمية أسواق الأوراق المالية في توفير الموارد المالية اللازمة لنشاط المؤسسات بما يخدم إستراتيجيات التنمية الإقتصادية، وذلك من خلال التعريف بهذه الأسواق.
  - البحث في عوامل نجاح بعض الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية قصد الإستفادة منها في تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر
  - تشخيص أهم العقبات و المشاكل التي تواجه سوق الأوراق المالية بالجزائر التي تحول دون تحقيق الفعالية الأهداف المرجوة من إنشائها.
  - إبراز مختلف الجوانب التي يمكن تساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.
  - إن تحسين أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر، سيسهم في المحافظة على التوازنات المالية للمؤسسات الإقتصادية وبالتالي جعلها تسير العولمة الإقتصادية مما يؤدي إلى تحسين ظروف العمل والرفع من نوعية المنتجات ومنه زيادة رفاهية الفرد والمجتمع.
  - لاشك أن توفير الموارد المالية للمؤسسة عن طريق سوق الأوراق المالية سيؤدي بالمؤسسة إلى زيادة إستثماراتها ، مما يتطلب المزيد من اليد العاملة ، و بالتالي المساهمة بقدر وافر في تقليص معدلات البطالة ، و معالجة ما ينتج عنها من آفات إجتماعية
  - إن الإستقرار السياسي في العالم اليوم مرتبط أساسا بالإستقرار الإقتصادي للمؤسسات العاملة في الإقتصاد الوطني والذي يعني إستمرارها في تحقيق الأرباح ومن ثمة مواجهة المنافسة الأجنبية ومسايرة ظروف العولمة الزاحفة.

السؤال الرئيسي:

تأسيسا على ما سبق فإن السؤال الذي سنحاول الإجابة عليه من خلال هذا البحث هو على النحو التالي:

ما هي سبل أو أدوات تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر؟

التساؤلات الفرعية:

من خلال السؤال الرئيسي إرتأيت طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- نظرا للأهمية التي يكتسبها سوق الأوراق المالية، فما هو و ما هي أدواته وفيما تتمثل أهميته؟.
- لقد وجد أن أسواق الأوراق المالية الناشئة قد نمت بشكل ملفت للإنتباه و أصبحت محل إهتمام العديد من المستثمرين الأجانب في الأدوات المالية، فمتى نطلق عن سوق مالي ما أنه ناشئ وما هي العوامل التي أدت إلى نمو هذا النوع من الأسواق ؟ و ما هي مؤشرات قياس هذا النمو؟



- إن الجزائر كغيرها من الدول قامت بإنشاء سوق للأوراق المالية قصد توفير الآلية الملائمة لتمويل المؤسسات عمومية كانت أم خاصة. فما هي المتغيرات الإقتصادية التي كان لها الأثر الكبير في إيجاد هذه السوق؟

- يلاحظ أنه رغم مرور عدة سنوات على إنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر إلا أن أداءه لازال ضعيفا بالنظر إلى المؤشرات الرئيسية المعتمدة في قياس فعالية و نمو أي سوق مالي ، و هذا ما جعله غير قادر على تحقيق الأهداف المرجوة من إنشائه. فما هي المعوقات التي إعتضت سوق الأوراق المالية في الجزائر ما هي الإجراءات الضرورية لترقيته؟

### الفرضيات :

- تعد السياسات الإقتصادية المنتهجة في بعض الدول الناشئة من أهم العوامل التي ساهمت في نمو أسواقها المالية.
- يعتبر إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر ضرورة حتمية للإنتقال من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد الأسواق المالية
- تعتبر التشريعات المعمول بها في سوق الأوراق المالية بالجزائر من أهم العوائق التي تحول دون فعاليتها.
- يعتبر الإحجام عن الإستثمار في سوق الأوراق المالية في الجزائر نتيجة لعدم التنوع في الأوراق المالية
- تتوقف عدم فعالية سوق الأوراق المالية إلى عدم توفر قاعدة بيانات واسعة عن هذه السوق.

### حدود الدراسة :

لقد إقتضت منا هذه الدراسة التعرض إلى أهمية أسواق الأوراق المالية في تنمية الإقتصاد الوطني، لذا كان لابد علينا من دراسة كل الجوانب المتعلقة بهذا النوع من الأسواق ، سواء فيما تعلق بالمفهوم أو بآليات التعامل فيه وكذا تنظيمه الداخلي. و نظرا لكون أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تشهد نموا ملحوظا كان لزاما علينا التطرق إليها من خلال دراسة بعض النماذج كدراسة تجربة ماليزيا في هذا المجال وكذا بعض أسواق الأوراق المالية العربية، بهدف الإستفادة من عوامل نمو تلك الأسواق في تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر الذي كان محل دراسة مفصلة، قصد إبراز المعوقات التي حالت دون فعاليته، وذلك بناء على مؤشرات و بالتالي إستنتاج أهم الأساليب التي تسهم في تحقيق الفعالية المرجوة منه.

### منهج الدراسة :

نظرا لطبيعة موضوع الدراسة، فقد إعتمدنا على المنهج الإستنباطي وأداته التوصيف و ذلك عند التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية ، غير أن الدراسة لم تخل من المنهج الإستقرائي و ذلك عند رصد أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة و سوق الأوراق المالية في الجزائر بدرجة خاصة بهدف إستنتاج العقبات التي تعيق فعالية هذا الأخير و التي على أساسها يمكن تقديم أهم الحلول الكفيلة بإحداث الفعالية المتوخاة من إنشائه.

الدراسات السابقة:

لعل من أبرز المواضيع التي تناولت موضوع أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها نجد الرسائل التالية :  
- " الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق " وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2003، من طرف الباحث وليد أحمد الصافي، وقد كانت إشكالية البحث هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية، وقد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول حيث خصص الفصل الأول لدراسة المبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني فتعرض فيه إلى أساليب الربط بين البورصات وفي الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية كأزمة المكسيك والأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا. كما تم تناول واقع الأسواق المالية العربية في الفصل الرابع، أما في الفصل الخامس والأخير فقد تطرق إلى أهم الإسهامات التي من شأنها أن تؤدي إلى تنشيط البورصات العربية.

- " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها " وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، من طرف الباحث بوكساني رشيد، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية و المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة. وقد قسم الباحث رسالته إلى باين حيث تناول في الباب الأول الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية ، إذ قسمه إلى ثلاثة فصول، تعرض في الفصل الأول إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني فقد تطرق إلى كفاءة ومؤشرات أسواق الأوراق المالية وأثر العولمة عليها. أما في الفصل الثالث فتناول فيه أسواق الأوراق المالية في كل من الدول المتقدمة والناشئة.

أما في الباب الثاني فقد تناول فيه واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها من خلال ثلاثة فصول ففي الفصل الأول عالج واقع أسواق الأوراق المالية العربية و في الفصل الثاني تطرق إلى أهم العقبات التي تعترض الأسواق المالية العربية، أما في الفصل الثالث فقد تطرق إلى آليات تطوير وترابط أسواق الأوراق المالية العربية.

- " الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر " وهي عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة البليدة سنة 2005، من طرف الباحثة قاسم شاوش لمياء، إذ تدور إشكالية البحث عن إمكانية التمويل عن طريق الأسواق المالية كبديل عن التمويل بالإستدانة، وقد قسمت الباحثة رسالتها إلى خمسة فصول تناولت في الفصل الأول التمويل وبورصة القيم المنقولة أما في الفصل الثاني فعالجت تقنيات العمل في بورصة القيم المنقولة، وفي الفصل الثالث تطرقت إلى مفهوم الأسواق المالية الناشئة وعلاقتها بالإستثمار الأجنبي المباشر، أما في الفصل الرابع فتم التطرق عن حدود

التمويل عن طريق الأسواق المالية الناشئة في إطار الانتقال من إقتصاديات المديونية إلى إقتصاديات الأسواق المالية. أما الفصل الخامس والأخير فقد خصص لدراسة بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

### أقسام الدراسة :

لقد إستهدفت هذه الدراسة دراسة مختلف الأساليب التي من شأنها أن تسهم في تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر و قد قسمت الدراسة إلى ثلاثة فصول.

تناولت في الفصل الأول الإطار النظري لسوق الأوراق المالية ، فذكرت تعريفا لسوق الأوراق المالية و موقعه من سوق المال و أهميته بالنسبة للأعوان الإقتصاديين و تقسيماته مع الإشارة إلى تاريخ نشأته ونظرا لكون أن أي سوق لابد له من توفر الأطراف المتعاملين به، كان لزاما علينا أن يتناول هذا الفصل الإطار الهيكلي لسوق الأوراق المالية حيث تطرقنا لمختلف المتعاملين فيه، كما لا يخفى على الدارسين أن لكل في سوق منتجات يتم التعامل على أساسها بيعا كان أو شراء ، فإن المنتجات التي يتعامل بها في سوق الأوراق المالية هي الأوراق المالية بنوعها الأسهم و السندات ، التي كانت من ضمن ما تناولناه في هذا الفصل حيث عرضنا لمفهوم و أنواع كل منهما مع إبراز خصائص كل نوع على حدى ، و كذا آليات التعامل بهما في سوق الأوراق المالية.

أما في الفصل الثاني فقد إقتصرت على دراسة واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة، إذ تم التطرق إلى تعريف هذه الأسواق و مراحل نموها، كما تم دراسة بعض النماذج في بعض الدول الناشئة و العربية اعتمادا على بعض المؤشرات للوقوف على أهم الخصائص التي تميزت بها هذه الأسواق.

في حين إقتصرنا في الفصل الثالث على دراسة معوقات و سبل تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال التطرق إلى الظروف المحيطة بإنشائه ثم قمنا بدراسة واقعه من خلال إستقراء نشاطه منذ إنشائه و من ثم إبراز أهم الصعوبات التي تواجه نشاط سوق الأوراق المالية في الجزائر والأساليب التي من شأنها أن تساهم في تفعيل نشاطه.

## الفصل الأول : الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

### تمهيد

تؤدي أسواق الأوراق المالية "البورصات" دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص إستثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية وتهدف البورصات إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام الإنتاجي أو في إضافة وحدات إنتاجية جديدة. فبواسطتها تتمكن الدولة من سد إحتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة ولتمويل أهداف التنمية وذلك بإصدار سندات طويلة الأجل. والبورصات هي سوق تحدد فيه الأسعار وفقا لقانون الطلب والعرض . إن سوق الأوراق المالية بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف إقتصاد بلد ما، وهذا بصفة مستمرة، أو هو دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الإقتصادي وذلك من خلال الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات. من أجل هذا كله كان سوق الأوراق المالية محل إهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة. والهدف من دراسة هذا الفصل هو الوقوف على المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق الأوراق المالية وهذا من خلال المباحث التالية:

❖ المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية

❖ المبحث الثاني : أدوات سوق الأوراق المالية وطرق تسييرها

❖ المبحث الثالث : إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

**المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية**

إن تحقيق النمو الإقتصادي ، وضمان إستمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الإقتصادية في كل الدول ، إذ يرتبط بدرجة كبيرة بأداء و مردودية المؤسسات الإقتصادية التي تعتبر نواة الإقتصاد الوطني ، وقصد توسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك ، ولا يتأتى لها ذلك إلا من خلال توفير الموارد المالية اللازمة سواء عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو تمويل إستثماراتها من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي ، وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر. أو أنهما تلجأ إلى آلية التمويل المباشر التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور أفرادا كانوا أو مؤسسات بصورة مباشرة عن طريق سوق الأوراق المالية الذي يلعب دورا هاما في تمويل المشاريع الإقتصادية في معظم الدول. و معرفة ماهية هذه الأداة الفعالة في إقتصاد أي بلد إرتأينا أن نتناوله من خلال المطالب التالية:

**المطلب الأول : سوق الأوراق المالية مفهومه ، تاريخ نشأته ، أنواعه**

يعد سوق الأوراق المالية من أهم مكونات السوق المالي الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال طويلة الأجل وقصد التعرف على هذا السوق يمكن التطرق إليه من خلال النقاط التالية:

**أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية وموقعه من سوق المال**

قبل التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية لابد من معرفة مصطلح البورصة بشكل عام. عموما تعد البورصة سوقا يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة. ومن ثم فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع حاجاتهم ورغباتهم.<sup>(1)</sup> أو بعبارة أخرى البورصة هي سوق منظم ينعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية و تؤدي كلمة البورصة معنيين هما:<sup>(2)</sup>

- المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء.

- مجموع العمليات التي تنعقد فيه.

من خلال هذا التعريف نجد أن تعريف البورصة شمل كافة المبادلات التي تتم بين المتعاملين الإقتصاديين لهذا برزت عدة أنواع من البورصات منها بورصة البضائع، بورصة العملة الصعبة والمعادن النفيسة وأخيرا بورصة الأوراق المالية أو ما يعرف بسوق الأوراق المالية. ال ذي سنركز عليه في دراستنا هذه بإعتباره الأكثر إنتشارا في العالم لما له من أهمية في الحياة الإقتصادية .

(1) محسن أحمد الخضيري، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة "، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية 1999، ص 09 .

(2) شمعون شمعون، " البورصة - بورصة الجزائر - "، دار هومة للطباعة و النشر، الطبعة الثانية الجزائر، 2005 ص 07 .

## 1- تعريف سوق القروض

هو مكان التقاء عرض الأموال ( المدخرين ) بالطلب عليها ( المستثمرين ) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة ، و بالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج ، إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع ( المدخرات ) و توجيهها نحو مجالات الإستثمار ، و ذلك بوضع حد لصعوبة إنتقال الأموال مباشرة بين الطرفين الناجمة عن كل أو بعض الأسباب الآتية<sup>(1)</sup> :

- عدم معرفة كل طرف للآخر.
- عدم وجود الثقة بين الطرفين.
- الإختلاف حول آجال إستحقاق الأموال.
- الإختلاف حول درجة المخاطرة في الإستثمار.

## 2- أقسام سوق القروض

يشتمل السوق القروض على نوعين من الأسواق هما سوق النقد والسوق المالي.

### أ- سوق النقد

يمكن التعرض لسوق النقد على النحو التالي :

### أ-1- تعريف سوق النقد

السوق النقدي هو سوق رؤوس الأموال القصيرة والمتوسطة الأجل<sup>(3)</sup> وبالتالي فهو الآلية التي يتم من خلالها إصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل ، ففي هذا السوق يتركز عرض و طلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام ، و يتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل الحصول على عائدها ، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة مقابل دفع فائدة ما.<sup>(4)</sup>

### أ-2- هيكل سوق النقد

يتكون سوق النقد من سوقين فرعيين حسب نوع العمليات التي تتم في كل منها وهما : سوق الخصم و سوق القروض قصيرة الأجل. وفيما يلي لمحة موجزة عن كل سوق من هذين السوقين:

(1) صالح السيد جودة ، " بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا " ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية 2000 ، ص 20 .

(3) Christian et Mireille Zambotto , " Gestion financière " , Dunod , paris 1997, p 04

(4) عبد النعيم مبارك ، محمود يونس ، " النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 133 .

– سوق الخصم

ويتم فيه خصم أدوات الإئتمان قصيرة الأجل، من أهمها: الأوراق التجارية العادية (الكيميالات والسندات الأذنية)، القبولات المصرفية BANKER ACCEPTANCE\* ، أذونات الخزانة

– سوق القروض قصيرة الأجل

وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة. ويكون قوامها الأساسي المؤسسات والأفراد من ناحية . و المصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى. وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذا السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوروبا ( ألمانيا و إنجلترا ) إلى ليلة واحدة، بحيث يتم تحديد القرض في كل يوم لليوم التالي، ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم. ومن الجدير بالذكر أنه كلما إتسع نطاق التعامل في سوق الخصم، وتضاءل الحد الأدنى لفترة الإقراض القصير الأجل، كلما كان سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة. ومن المعروف أن سوق النقد في الدول المتخلفة لا يكون بالإتساع المشاهد في الدول المتقدمة وذلك لعدم توافر فرص الإستثمار المأمون لفترات قصيرة في هذه الدول فضلا عن أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها تسوى نقدا. ومن التحليل السابق لسوق النقد نستنتج أن الإلتزامات التي يتم تداولها في هذا السوق، تتمتع عادة بدرجة عالية من الأمان لكونها تعتبر أصلا عن نشاط مقترضين ممتازين (الحكومة والمؤسسات الكبيرة والأفراد ذوي الملاة المالية والسمعة الطيبة) وكذلك لأنها توفر سيولة كبيرة لحاملها بحكم قصر أجلها فضلا عن أنها تعتمد على عنصري البساطة والسرعة في التعامل (حيث يتم عادة إنجاز هذا التعامل هاتفيا أو بالتلكس أو من خلال شبكات الحاسوب).<sup>(1)</sup>

أ-3- أهمية سوق النقد

إن لسوق النقد أهمية كبيرة بالنسبة للإقتصاد الكلي أو بالنسبة للنظام البنكي يمكن إبرازها كما يلي :

– بالنسبة للإقتصاد الوطني

تأمين السيولة النقدية للنظام المصرفي وتمكينه من تلبية الإحتياجات التمويلية اللازمة للإقتصاد الوطني.

\* القبولات المصرفية هي سحبوات زمنية مقبولة أو مكفولة من مؤسسة تنشأ عن التجارة الداخلية أو الخارجية . ويتم تداول القبولات المصرفية كإحدى أدوات السوق النقدية، ويتم تداولها عادة بخصم معين من قيمتها الاسمية.

(1) إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، " اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية" ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2002 ، ص 127.

**- بالنسبة للبنوك التجارية**

يمكنها من توظيف بعض أموالها كما يسمح السوق النقدي بتمويل البنوك المحتاجة للسيولة في إطار ما يسمى بسوق ما بين البنوك le marché Intrbancaire الذي نجد من أهم المتدخلين فيه البنوك التجارية والمؤسسات المالية المتمثلة أساسا في شركات التأمين وصناديق التقاعد التي تتدخل في هذا السوق في حالات إستثنائية.

**- بالنسبة للبنك المركزي**

إن وجود سوق نقدية يمكنه من التأثير على كمية النقود المتداولة في الإقتصاد الوطني عن طريق سياسة نقدية واضحة.

**ب- السوق المالي**

بالنظر إلى مكونات سوق مال نجد أن سوق رأس المال يعتبر الشق الثاني منه والذي يمكن أن نتطرق إليه من خلال النقاط التالية :

**ب-1- تعريف السوق المالي**

يعرف على أنه سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل،<sup>(1)</sup> كما يعرف سوق على أنه " تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد و تجميع و توزيع إدخارات الشركات و الحكومات إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية أو غير الإنتاجية " .<sup>(2)</sup> حيث تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات.<sup>(3)</sup>

**ب-2- مكونات السوق المالي**

يتكون سوق السوق المالي من قسمين أساسيين هما :

**ب-2-1- المؤسسات المالية غير العاملة في سوق الأوراق المالية :**

وهي تلك المؤسسات التي تتعامل في غير الأوراق المالية وأهمها : البنوك التي تتعامل بالرهن بشقي أنواعها، وكذا شركات التأمين.

**ب-2-1- سوق الأوراق المالية:**

وهو نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية .<sup>(4)</sup> من خصائص هذه الأوراق أنها طويلة الأجل؛ كما أن المعاملات التي تتم على هذه الأوراق المالية تكون في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات

(1) Luc BENET.Ronald, " principe technique bancaire ", Dunod, paris 2001, page 320

(2) مروان عطون ، "أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث " ، الديوان المطبوعات الجامعية ، الجزء الأول 1993 ص 16 .

(3) صالح السيد جودة ، مرجع سبق ذكره ، ص 21 .

(4) عبد الغفار حنفي ، " الإستثمار في الأوراق المالية " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2000 ، ص 37 .



على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.<sup>(1)</sup> ويتم تداول الأوراق المالية في هذا السوق وفق نوعين من العمليات هما :

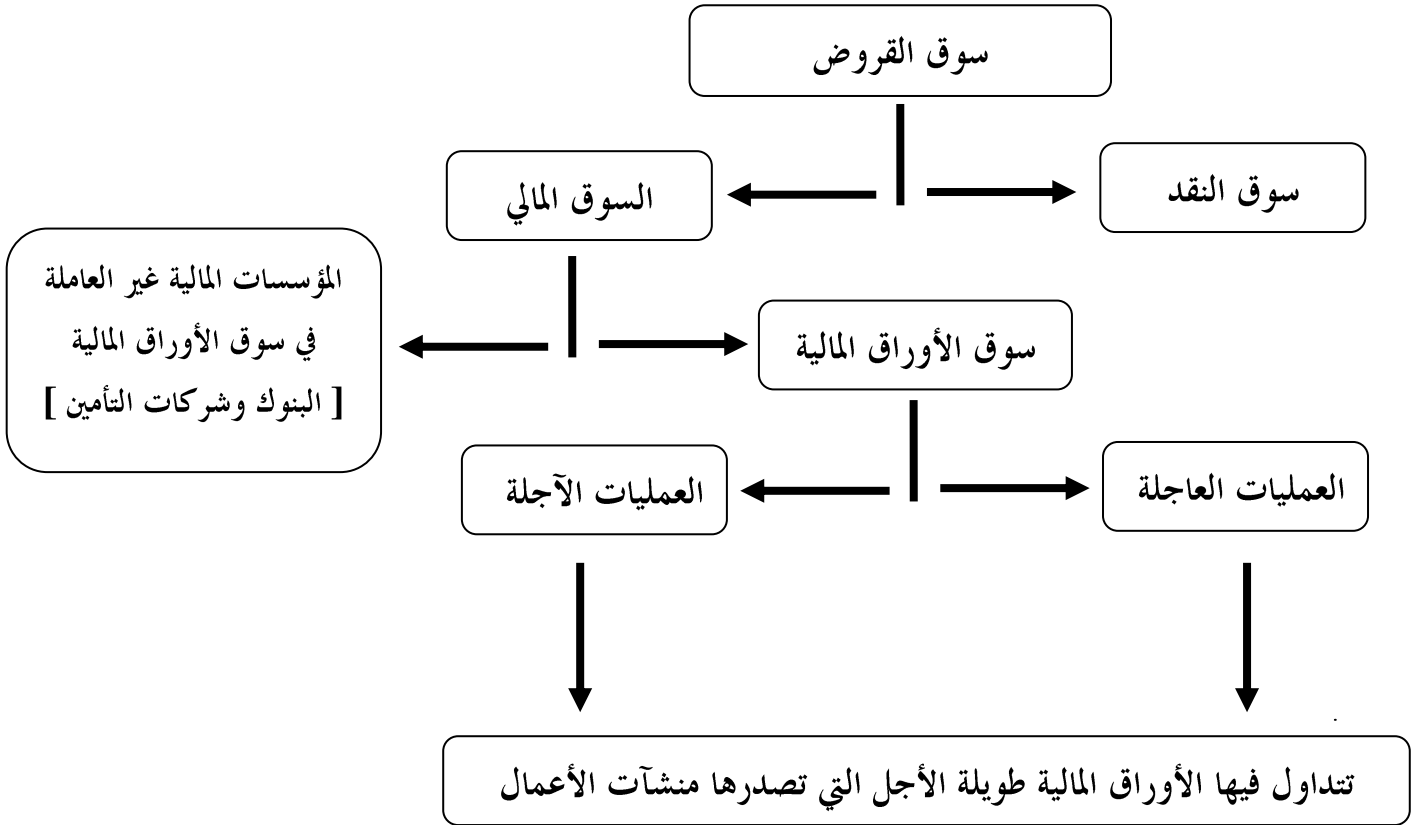
- العمليات العاجلة

حيث تنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة و ذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

- العمليات الآجلة

و يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل أيضاً في الأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و إتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة المالية و يتسلمها في تاريخ لاحق، و الغرض من وجود هذه الأسواق هو تجنب مخاطر تغير السعر.

شكل رقم (1-1): مكونات سوق القروض



المصدر : من إعداد الطالب.

من خلال الشكل رقم (1-1) و مما تطرقنا إليه في السابق يتضح لنا أن سوق الأوراق المالية يمثل في الشق الثاني من هيكل السوق المالي .  
وكمحصلة عامة يمكن :

(1) وليد أحمد صافي، أنس البكري، " الأسواق المالية الدولية " ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى 2002 ، ص 61.

## ثانيا : تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية

يعود أصل كلمة بورصة إلى إسم العائلة فان در بورسن Van der Bursen البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بروج Bruges مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع. وكان نُشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرز Anvers.<sup>(1)</sup>

وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، لإبرام الصفقات والعقود والإتفاق الحاضر أو الآجل عليها. وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد. فعلى سبيل المثال كان الفراغة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والإتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامه. كما عرف تجار العرب نظام بورصات السلع من خلال الشيخ " بندر التاجر " وتمويلها والإتفاق الآجل عليها.<sup>(2)</sup> كما أن الرومان كانوا أول من عرف الأسواق المالية وذلك بإنشاء collegin Marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد ، وكذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا . إن ما يلاحظ من خلال إستقراءنا لتاريخ نشأة سوق الأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة الأوراق المالية أنها لم تنشأ بمياكلها ونظمها وإدارتها كما هو مشاهد اليوم بصورة فجائية بل هناك مراحل لنشوء هذه السوق يمكن تقسيمها نظريا إلى أربعة مراحل :

### 1- مرحلة إنشاء بورصات البضائع

إن التطور و الإنتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن ، أدى إلى إزدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويلا منظما بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فافتضى وجود سوق عالمي للإتجار بالمنتجات الزراعية ، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار ، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الإبتجار ، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار فنشأت البورصات في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحصولات سميت ببورصة البضائع. فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 م، وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام عام 1608 م التي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع.<sup>(3)</sup>

(1) حسام الدين محمد ، " ما هي البورصة وفوائدها للشخص "

. http://www.islamonline.net/arabic/economics date de consultation : 10 / 04 / 2006

(2) محسن أحمد الخضيرى ، مرجع سبق ذكره، ص 23

(3) شعبان محمد إسلام البرواري ، " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "، دار الفكر المعاصر، بيروت 2001 ، ص 33 .

## **2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية**

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول. وفي إنكلترا سنة 1688 م كان التعامل في سندات الإئتمان ، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599 م.

## **3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق**

خلال هذه المرحلة أصبح المتعاملون في الأوراق المالية يديرون معاملاتهم على الأوراق المالية على قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة. ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع، كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع ، وفي الأيام الممطرة كانوا يتجهون إلى المقاهي كمقهى جوناثان. وفي أمريكا في عام 1790 أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد، وكان التعامل في هذه الصكوك في المقاهي والطرقات. وكان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ستريت Wall Street ، ثم إنتقل التعامل إلى مقهى تونتين. وفي فرنسا قبل إفتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع كانانبوا.

## **4- مرحلة إستقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها**

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية. فتمو الإقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية ، ورواج التعامل في الأوراق المالية أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة ، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها. ومن البورصات التي إشتهرت في العالم واستقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر نجد بورصة لندن التي ظهرت في عام 1773 م ، وكذا بورصة نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية.<sup>(1)</sup> أما في فرنسا فتعتبر مدينة Lyon أول من نظمت بورصة للقيم ثم جاءت بورصة تولوز وباريس وهذا عامي 1549 – 1963 على التوالي. لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا 08 سنوات بعد ظهور بورصة باريس. أما في إيطاليا فقد تم إنشاء بورصة روما بإيطاليا عام 1566، ثم جاءت بورصة ميلانو عام 1808. وفي سويسرا تم إنشاء بورصة بال عام 1683 ، وفي فيينا عام 1762 وفي بروكسل عام 1801 وفي مدريد عام 1831 .

(1) ALAIN CHOINEL. GERARD ROYER, " le marche financier structures et acteurs", la revue banque éditeur, 7 eme edition, paris 1999, p 99.

ثالثاً: أنواع سوق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من أنواع سوق الأوراق المالية هما :

### 1- السوق الأولي (سوق الإصدار)

السوق الأولي هو الذي يتم فيه الإكتتاب في الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم شركات قطاع الأعمال بطرح سندات أو أسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الإستثمار، وهنا تقوم المؤسسات المالية ولاسيما البنوك كمتعهد لطرح هذه الأوراق.

فعن طريقه الشركة على الموارد المالية لتمويل استثماراتها عندما تطرح أصولها المالية، ولذلك فهو يمثل سوق الإستثمار الحقيقي للشركة، الإستثمار المالي للشخص الذي إكتتب في الورقة المالية. فإذا قام هذا الأخير ببيع تلك الورقة المالية بعد ذلك في السوق الثانوي، فلن يوجد إستثمار حقيقي، بل يوجد إستثمار مالي حقيقي لأن السوق الثانوي هو سوق الإستثمار المالي وليس الإستثمار الحقيقي.<sup>(2)</sup> كثيراً ما تلجأ المؤسسات إلى البنوك لتتولى نيابة عنها إصدار الأوراق المالية فيتم الإكتتاب عن طريق البنك لصالح المؤسسة، وهناك ثلاث أنواع من عروض الإكتتاب هي :<sup>(3)</sup>

- **عروض الإكتتاب الكامل:** وفيها يلتزم البنك بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل ومهما كانت إستجابة السوق.

- **عروض بذل أقصى جهد:** وفيها يلتزم البنك ببذل أقصى جهد لتحقيق الإكتتاب الكامل للعملية ولكنه لا يقدم في النهاية إلى المؤسسة إلا ما توصل إليه إكتتابات فعلية مهما كانت نسبتها من إجمالي العملية.

- **العروض المزدوجة:** ويلتزم فيها البنك إلتزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي يبذل فيه أقصى جهد.

تتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية وغير متكررة. وإذا رغب المستثمر الذي إكتتب في أسهم الشركة ببيع هذه الأسهم فإن البائع للسهم في هذه الحالة غير الشركة التي أصدرت السهم لأول مرة .

### 2- السوق الثانوي (سوق التداول)

يقصد بالسوق الثانوي أو سوق التداول ذلك الذي تتداول فيه الأسهم والسندات بعد إصدارها. بمعنى آخر الذي يتم فيه التعامل على الأسهم والسندات التي تم إصدارها ويكون تداولها بين المستثمرين . وفيها تقوم المؤسسات المالية مثل شركات السمسرة وصناديق الإستثمار و شركات إدارة محافظ الأوراق المالية بتنشيط تداول الأوراق المالية و توفير عنصر السيولة. وتنقسم الأسواق الثانوية إلى :

(2) محمد أبو الفتوح علي الناقه، "نظرية النقود والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية الطبعة الأولى 2001، ص 14  
(3) سعيد سيف أبو الفتوح النصر، "دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء"، مؤسسة شيلب الجامعة، الإسكندرية 2000، ص 288.

## أ- الأسواق المنظمة

وهي تلك الأسواق التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تحدد أسعارها من خلال المزاد، لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد من أمثلتها بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم (NYSE) New York Stock Exchange وهي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم، والتي يطلق عليه أحيانا بالمجلس الكبير حيث تتعامل في حوالي 80 % من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة.<sup>(1)</sup> هذا مع ملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الإكتتاب العام. وبمجرد إستيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة كما أنه يتعين على الشركة المقيدة بالبورصة نشر التقارير المالية الخاصة بها.

## ب- الأسواق غير المنظمة

يطلق إصطلاح الأسواق غير المنظمة Unorganized Markets على المعاملات التي تجرى خارج البورصات ، و التي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة. وترجع هذه التسمية تاريخيا إلى حقيقة أن البنوك كانت تتولى دور الوسيط الأساسي في عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها. وقد تم الإحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر .<sup>(2)</sup> ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط الهاتف أو الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الإتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين. و من خلال شبكة الإتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجري إتصالاته بالسماسرة و التجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر. وبدوره فإن هذا النوع من الأسواق يتفرع إلى أقسام فرعية أخرى تتمثل أساسا في:<sup>(3)</sup>

## ب-1- السوق الثالث

يمثل السوق الثالث The Third Market قطاع من السوق غير المنظم ، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة و إن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق . و هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على إستعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق و بأي

(1) منير إبراهيم هندي ، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف ، الإسكندرية 2002 ، ص 95 .

(2) محمد صالح الخناوي ، جلال إبراهيم العبد ، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2002 ، ص 68 .

(3) منير إبراهيم هندي ، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، مرجع سبق ذكره ، ص 96-97

كمية مهما كبرت أو صغرت. وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة . أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ، و من ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث.

## **ب-2- السوق الرابع**

يقصد بالسوق الرابع The Fourth Market المؤسسات الإستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، و ذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. و يتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف أو الحاسوب. هذا و لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل فيها، و من ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه لها المستثمر أمواله. بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، و من ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة ، التي قد يحصل عليها بمجرد إبرام صفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته. و في ظل السوق الرابع تيرم الصفقات بسرعة أكبر.

## **المطلب الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية**

إن لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة للإقتصاد الوطني لما لها من أثر كبير في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل خطط التنمية ويمكن تصنيف هذه الأهمية إلى نوعين هما :

### **أولا : الأهمية المالية**

لتمويل العمليات الإقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على إستقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة. و لجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بهذا فإن الإستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح و تستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل و عليه فإن البورصة تؤدي دورا مزدوجا إذ تفيّد المستثمر من جهة و المؤسسات الإقتصادية من جهة أخرى.

## 1- بالنسبة للمستثمر

يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و إستعادة قيمتها، فالتعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين و المعنويين المستثمرة في شكل أسهم و سندات، والمعروف أن دوافع الإدخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا لظروفه الطارئة و التي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضا في إسترداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.<sup>(1)</sup> إذا فحامل السهم لا يمكنه إسترجاع مدخراته من الشركة التي يساهم بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الإقتصادية و تبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة، و عليه فلحملة الأسهم الحق في التنـازل عنها لغيرهم بالبيع في سوق الأوراق المالية. وبهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن من ناحية العرض و الطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع إحتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الإستثمارات المختلفة و الإحتياجات الخاصة.

## 2- بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية

وتمثل في الحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، من خلال الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بسوق الأوراق المالية، عكس المؤسسة غير المقيدة به. و عليه فإن القيد ببيعته نوعا من الإعتراف بقدره الشركة و كفاءتها و ضمان لربحيتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها و وضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الإطمئنان و الثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى إقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الإقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و إحتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الأجل الذي توفره سوق الأوراق المالية للشركات فهي تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة بالقروض التي تلجأ إليها الشركات بإعتبارها مصدرا للتمويل من جهة و وسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى. هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة ؛ إذ تؤثر على النشاط الإقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الإستثمارات المرجحة إلى إلتزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للإحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد ، في حين أنهم لا يمكنهم إسترداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها . ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية بسرعة و يسر ، إذا ما

(1) عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، " أسواق المال " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 09 .

احتاجوا إلى إسترداد مدخراتهم . و من خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الإستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية ، مما يؤدي إلى زيادة الإستثمارات.

### ثانيا : الأهمية الاقتصادية

إن الدور الإقتصادي الذي يلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الإستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الإقتصادية الخاصة و العامة و هذا ما يعود بالإيجاب على الإقتصاد الكلي ليووجهه نحو الإنتعاش و تسريع وتيرة التنمية. هذا هو الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي إهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الإقتصادية.

### 1- دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية

ييعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الإستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن إنضمام الشركة إلى هذا السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الإقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول. و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.(1) و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الإنعاش الإقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

### 2- دوره في زيادة الإدخار

حيث يساهم سوق الأوراق المالية في زيادة الميل نحو الإدخار من خلال ما يوفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض، كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهو يشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الإستهلاكي لصالح الإدخار.

### 3- دوره في علاج المديونية

فمن خلال جذبته للمدخرات الأجنبية للإستثمار في الأسهم المصدرة محليا ييهاهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقتراض الخارجي ، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين . كما ييهاهم في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية . وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه

(1) فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16.



التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.<sup>(1)</sup>

#### **4- دوره في عملية الخوصصة**

عمدت الكثير من الدول إلى إنتهاج سياسة الإصلاح الإقتصادي وذلك عن طريق تحرير الإقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق ، وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الإقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية ، قيام تلك الدول بتصنيفية القطاع العام وبيعه أو تحويل إدارته منشآته إلى القطاع الخاص وهو ما يعرف بالخوصصة. ولكن عملية الخوصصة يعترها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية ، حيث أن العلاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الإستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.<sup>(2)</sup>

وتشير تجارب الخوصصة في دول العالم بلأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح بإستيغاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها ، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخوصصة أو عدم إستيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخوصصة بنجاح ، حيث أن العلاقة بينهما وطيدة . فسوق الأوراق المالية يدهر وتوسع وتعمق بوجود عمليات الخوصصة ، وكذا هذه الأخيرة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادر على تسهيل عمليات الخوصصة . ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخوصصة ما يلي :

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين
- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.
- التقليل من التدخل السياسي في عملية إتخاذ القرار داخل المؤسسة مما يؤدي إلى رفع مستوى الكفاءة و تطوير أداء المؤسسة .
- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة

#### **5- دوره في تمويل خطط التنمية**

وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في سوق الأوراق المالية. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة إزدياد لجوء الحكومات إلى الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد

(1) عمر صقر ، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 125 .

(2) حسان خضر ، "تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص 08 .

نفتقهما المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

## **6- دوره في تقييم الشركات**

إن سوق الأوراق المالية يعتبر أداة هامة لتقييم الشركات. حيث يجباهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها .

## **7- دوره في تجنب الآثار التضخمية**

إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الإئتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية ، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.<sup>(1)</sup>

## **المطلب الثالث: هيكل سوق الأوراق المالية**

بما أن سوق الأوراق المالية هو مكان منظم من طرف الدولة فإنه من الضروري توافره على مجموعة من الهياكل التنظيمية تشرف على إدارته ووجود عدد من المتدخلين من أجل السير الحسن له ومن أهم المتدخلين في سوق الأوراق المالية نجد :

## **أولا : لجنة إدارة سوق الأوراق المالية**

وهي أحد التنظيمات الرئيسية في سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن هيئة مستقلة، مهمتها السهر على تنظيم وتسيير العمليات الخاصة بالتوظيفات المسيرة من قبل كل الأطراف و تقوم هذه اللجنة بعدة مهام تتمثل في :

### **1- التنظيم : تنظم سير السوق ومراقبة ذلك ميدانياً.**

### **2- فحص المعلومات : حيث تقوم بتقديم تأشيرة، أو تقدم رقم التسجيل فحيا يخص المعلومات الخاصة**

بالمؤسسات التي تلجأ إلى إصدار الأسهم والسندات، فهي تقوم بطلب المعلومات التالية:

– المعلومات الخاصة بالمؤسسة، نشاطها، حساباتها، مسيرتها، أفاقها المستقبلية وهذا حماية للمستثمرين.<sup>(1)</sup>

(1) صلاح الدين السبسي، "دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2003، ص 90 .

(1) GASTON DEFOSSE. PAIRE BALLEY, " la bourse des valeurs et les opérations de bourse ", édition Bouchene, Alger 1993, page 13.

- وصف المعايير أو المقاييس الخاصة بالعملية (تفاصيل العملية)، وتقديم الهدف المرجو تحقيقه من هذه العملية.

وبذلك فإن لجنة عمليات البورصة تسهر على تطبيق الالتزامات المقدمة من طرف المؤسسات (نشر رقم الأعمال، النتائج الفصلية، الحسابات السنوية...).

### **3- تقديم الإعتماد Agreement :** هذه اللجنة لها السلطة في تقديم الإعتماد لصالح :

- شركات تسيير محفظة الأوراق المالية (فردية، أو جماعية).

- شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير.

قبل تقديم أو تسليم الإعتماد، فإن اللجنة تقوم بمجموعة من التحريات مثل رأس المال الأساسي والكافي واللازم، السمعة الحسنة وخبرة المسيرين، الشكل القانوني. إضافة إلى تقديمها للإعتماد، فإن هذه اللجنة تقوم بسحب هذا الإعتماد من الشركات المذكورة سابقاً كإجراء عقابي تتخذه هذه اللجنة.

**4- المراقبة وتسييل العقوبة :** إن هدف اللجنة هو ضمان السير الحسن للبورصة، إضافة إلى ذلك فهي تعمل على حماية المدخرين في ظل المعلومات الخاطئة التي تقدمها المؤسسات مثل الميزانيات الخاطئة. إن التحريات التي تقوم بها لجنة عمليات البورصة تؤدي إلى تسليط عقوبات على الأشخاص الذين يخالفون الأحكام والقواعد المعمول بها وهذا عن طريق:

- سحب الإعتماد

- توجيه ملاحظات وإنذارات للأشخاص المخالفين للقواعد المعمول بها إلى السلطات التأديبية أو القضائية المكلفة بالمتابعة.<sup>(1)</sup>

### **ثانيا : سماسة الأوراق المالية**

إن لمسار الأوراق المالية دور كبير في السوق من خلال التقريب بين كل من طالبي وعارضي الأموال وهذا ما يدفعنا إلى دراسته على النحو التالي :

### **1- مفهوم سمسار الأوراق المالية**

هو شخص ذو مؤهلات و مواصفات معينة ، يتلقى أوامر العملاء للبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم ، مقابل عمولة محددة. ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في إحدى شركات السمسرة.<sup>(2)</sup>

(1) Luc BERNET-ROLLANDE, OP.CIT, Pages 359-361

(2) شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سبق ذكره ، ص 55 .

## **2- الشروط الواجب توافرها في السمسار**

من خلال تعريف السمسار نستنتج أن وظيفته الأساسية تتمثل في تنفيذ أوامر العملاء بيعة و شراءً للأوراق المالية. غير أن هناك وظائف أخرى يقوم بها تتمثل في :

- تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق ، وعن التعامل على أوراق مالية معينة ، وعن موقف أي منها في الحاضر وإتجاهها في المستقبل كتطور الأسعار وتقلباتها.

- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل إسم المشتري الجديد ، والإتصال بالجهة المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء.

- حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت.

## **3- أهم أنواع السماسرة المتواجدون بسوق الأوراق المالية**

هناك عدة أنواع من السماسرة العاملين في سوق الأوراق المالية نذكر منهم :

### **أ- السماسرة الوكلاء**

السمسار الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة و يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة كما قد يعمل تاجرا لحاسبه الخاص. وليبوت السمسرة الكبيرة مصدرين للسيطرة على هؤلاء الأعضاء . فهناك السيطرة المباشرة و التي تنشأ من جراء قيام بيت السمسرة بإقراض السماسرة رسم العضوية، و يظل القرض قائما دون حاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السماسرة في خدمة بيت السمسرة . و في غياب السيطرة المباشرة مازال هناك سبيل آخر هو ضخامة حجم معاملاتها بشكل يجعل خدمتها موزعا للمنافسة بين هؤلاء الأعضاء ، خاصة و هم يعلمون أن بإمكان بيت السمسرة اللجوء إلى سماسرة الصالة لتنفيذ معاملاته .

### **ب- سماسرة الصالة**

يطلق على سمسار الصالة أحيانا سمسار السماسرة وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها ، ومن ثم فإن عليه أن يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة . و في فترات ذروة النشاط يقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة. وهكذا فإن وجود سمسار الصالة يساهم في الحد من إمكانية حدوث إختناق في المعاملات، كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعدد قليل من السماسرة الوكلاء ، وذلك طالما يمكنها الإعتماد على سلهرة الصالة لإتمام معاملاتها .

### **ج- تجارة الصالة**

يطلق على تجارة الصالة بالمضاربون. كما قد يطلق عليهم التجارة المسجلون. وهم يشبهون سماسرة الصالة في أنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، غير أنهم يختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم

فقط.. بمعنى أنهم لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو لحساب سماسرة، بل ينتهزون فرص ساخنة للبيع أو الشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح.

#### **د- المتخصصون**

يقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد فهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحدد للأوراق التي يتعامل فيها. وهو ما يعد بالطبع نوعاً من الإحتكار. ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة. ويحدد مجلس المحافظين المكان المخصص الذي سيعمل فيه كل متخصص. ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة و الإلتجار فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، كما أنه يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه بيعة و شراء بهدف تحقيق الربح. و يعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم و المستثمر في سوق الأوراق المالية. ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة يعتمد المتخصص إلى تخفيض هامش الربح لجذب مشتريين جدد كما يبدي في ذات الوقت إستعداده لشراء ما يعرض منها ليضيفه إلى المخزون، وذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن. ومن ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد أو يرفعون الأسعار ( بزيادة الهامش ) و هو في ذلك ملتزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة بما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق ، و ليس هدف تحقيق أرباح طائلة. وهكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصون. ونظراً لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.

#### **هـ- تجار الطلبات الصغيرة**

يقصد بتجار الطلبات الصغيرة أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة (100 سهم أو مضاعفاً) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة (أقل من 100 سهم). و يتقاضى هؤلاء التجار عمولة (الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء) أكبر نسبياً بالمقياس بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة، غير أن دخول بيوت السمسرة و المتخصصون في سوق الطلبات الصغيرة قد أدى إلى إجبار هؤلاء التجار على تخفيض مقدار العمولة التي يتقاضونها.

#### **و- سمسار الخصم**

يقصد بسمسار الخصم السمسار الذي يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه، و التي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع و الشراء . و يتناسب مقدار العمولة التي يحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التي يقدمها. و يعد هذا النوع من السماسرة ملائماً لأولئك المستثمرين الذين

يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم في الإخطي أو توقيت القرار، و لإعطاء فكرة عن مدى ضآلة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السماسرة، قد يكون من الملائم الإشارة إلى الخدمة الكاملة التي يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة و التي تحصل في مقابلها على عمولة كاملة. و تتمثل تلك الخدمات في حفظ و حماية محفظة العميل، توفير المعلومات، تقديم خدمة الإتجار وتقديم التسهيلات الإئتمانية كما تقدم النصح و المشورة إلى جانب خدمات أخرى إضافية.

### **ي- تجار الطلبيات الكبيرة**

يقصد بالطلبيات الكبيرة بيع الأوراق المالية ( الأسهم على وجه التحديد ) في طلبيات لا يقل حجم الطلبية فيها عن 10 000 سهم، و لا يمنع أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر. و عادة ما تبرم تلك الصفقات بواسطة سماسرة متخصصين يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة ، التي يتوافر لها رأس المال الكافي للإستثمار في تلك الصفقات الضخمة، و التي تملك شبكة إتصالات قوية تمكنها من الوصول إلى كبار العملاء الذين يتعاملون في تلك الصفقات. أما نسبة العمولة فعادة ما تكون صغيرة نظرا للوفورات في التكاليف الناجمة عن ضخامة الصفقة الواحدة.

### **ثالثا : طالبو وعارضو الأموال**

فبالنسبة لطالبي الأموال فنجد المؤسسات المصدرة للأوراق المالية بهدف تمويل عملياتها الإستثمارية أما بالنسبة لعارضي الأموال فنجد كل من الأسر و مؤسسات التأمين:

#### **1- الشركات المصدرة للأوراق المالية**

قبل أن تتخذ المؤسسة قرار إصدار أسهم أو سندات عليها أن تراعي ما يلي:

- حجم الأموال المطلوب الحصول عليها.

- توقيت الإصدار ونوع الورقة التي ينبغي إصدارها ( سهم أو سند ).

- إختيار بنك الإستثمار.

و لا يخرج بنك الإستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، و بين الجهة التي قررت إصدارها. فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور. و كما يبدو فهو لا يمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المعروف كما أن تمويله لشراء الإصدار على النحو المشار إليه لا يمثل إستثمارا دائما ، بل هو إستثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في بيع الأوراق المالية المصدرة. و لا يعد بنك الإستثمار السبيل الوحيد لإصدار و تصريف الأوراق المالية، فهناك طريقتين آخريين هما؛ الأسلوب المباشر و الزاد. و يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالإتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها . أما الزاد فهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق

مالية. و بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها و سعر الشراء و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.

## **2- الأسر وشركات التأمين**

حيث تعمل الأسر على استثمار أموالها المدخرة في سوق الأوراق المالية نظرا لإمكانية إسترجاع الشكل النقدي في أي وقت من أوقات إنعقاد جلسات سوق الأوراق المالية. أما الفئة الثانية فتتمثل في مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد والضمان الإجتماعي. وتعتبر مؤسسات التأمين من أهم عارضي الأموال لماله من دور في إستقطاب أموال الم العاملين الإقتصاديين وغيرهم من خلال عمليات التأمين. إذ تستعملها كأسهم في مؤسسات قريبة إليها حتى تتمكن من تحقيق إيرادات من ورائها في إنتظار طلب التعويضات من زبائنها.

## **المبحث الثاني : أدوات سوق الأوراق المالية و طرق تسييرها**

تمثل الأوراق المالية المصدرة من شركات الأعمال السلعة الرئيسية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية ، وتعرف الورقة المالية بأنها صك ذو حق في التدفقات النقدية المتوقعة ، وهي بذلك مستند ملكية أو دين يثبت حقوق ومطالب المستثمر .

و يمكن جمع الأصول المالية كالأسهم والسندات فيما يسمى بالمحفظة الإستثمارية أو محفظة الأوراق المالية التي من خلالها يمكن تسيير الإستثمار في سوق الأوراق المالية.

## **المطلب الأول : أدوات سوق الأوراق المالية**

نظرا لأن لكل سوق منتجات يتم التعامل على أساسها فإن منتجات سوق الأوراق المالية هي الأدوات المالية من أسهم وسندات والتي سنتطرق إليها على النحو التالي:

### **أولا : الأسهم ، مفهومها ، خصائصها ، أنواعها**

تعتبر الأسهم من أهم الأدوات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية الأمر الذي يدفعنا إلى ضرورة دراستها من حيث المفهوم والخصائص والأنواع.

## **1- تعريف السهم**

### **أ- السهم في اللغة**

يطلق السهم في اللغة على عدة معان ، منها الحظ ، النصيب ، الشيء من أشياء ، النبل ، القدح الذي يقارع به. ويقال أسهم بينهم أي أقرع ، وسأهمه أي قاسمه. وأخذ سهما أي نصيبا.<sup>(1)</sup>

(1) أبو بكر الرازي ، " مختار الصحاح " ، دار الفكر ، بيروت 1981 ، ص 319.

## ب- مفهوم السهم في الإصطلاح الإقتصادي

عرف السهم في الإقتصاد والقانون التجاري بعدة تعاريف نذكر منها :

- السهم هو جزء من مجموع رأس مال الشركة ، والمثبت في صك له قيمة إسمية ، وتشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة.

- الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتا لحقه.

إذا فالسهم هو عبارة عن "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأس المال الشركة" (2) وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة إذ تطرح للإكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار.

## 2- خصائص السهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي :

### أ- عدم قابلية السهم للتجزئة

عدم قابلية السهم للتجزئة، تعني عدم جواز تعدد مالك السهم، أمام الشركة. وبناء على ذلك، فإن اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد، نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، لا يسري في مواجهة الشركة، على الرغم من صحته. ولذلك، يلتزم أصحاب السهم بإختيار شخص فيما بينهم، يتولّى الحقوق المتصلة بالسهم إتجاه الشركة. ويُعدّ هذا الشخص، أمام الشركة الحائز الوحيد فلا يكون لكل من مالكي السهم الحق في الحصول على ما يمثله نصيبه في السهم من أرباح، كما لا يكون لكل منهم صوت في الجمعية العمومية.

### ب- تداول الأسهم

من أهم خصائص السهم قابليته للتداول، على خلاف الحصة في شركات الأشخاص، التي لا يجوز، في الأصل، التنازل عنها لأجنبي من الشركاء؛ إذ تكون المرتبة الأولى للإعتبار الشخصي. وقابلية السهم للتداول، تجيز حرية التنازل عنها لأجنبي من الشركاء. من دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة على ذلك، ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ بالإعتبار المالي، دون الإعتبار الشخصي. وتختلف سبل تداول الأسهم، بإختلاف أنواعها.

### ج- تساوي قيمة الأسهم

يقسم رأس مال شركة المساهمة، إلى أسهم متساوية القيمة، وتحدد القوانين التجارية للدول، الحد الأدنى، والحد الأقصى، لقيمة كل سهم، ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق، التي يمنحها

(2) محمد مطر، "إدارة الإستثمارات الإطار النظري و التطبيقى"، مؤسسة الوارق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الثانية 1999، ص 179.



السهم وهي الحق في الأرباح والتصويت وكذلك المساواة في الإلتزامات التي يرتبها السهم. إلا أن هذه المساواة ليست من النظام العام، وذلك لجواز نص نظام الشركة على إصدار أسهم ممتازة تُحول لأصحابها الأولوية في الأرباح أو في موجودات الشركة أو في منح أصحابها عددًا أكبر من الأصوات. وعلى الرغم من أن هذا النوع من الأسهم يعطي بعض الميزات لأصحابها إلا أنه يجب أن تتحقق المساواة بين الأسهم المتشابهة التي تنتمي إلى فئة واحدة وهذا ما يعني وجوب تساوي قيمة الأسهم الممتازة، التي تصدرها الشركة نفسها في القيمة والحقوق والإلتزامات.

#### **د- الحق في التصويت**

بمجرد أن يشتري الفرد أو أي متعامل إقتصادي آخر سهم لإحدى الشركات المصدرة للأسهم يتحصل على شهادة أو صك ملكية تعطي له الحق في التصويت بالجمعية العمومية للشركة.<sup>(1)</sup>

#### **هـ- الحصول على الأرباح**

إن الهدف من شراء الأسهم هو الحصول على عائد، لكن المساهم ليس له الحق في الحصول على أرباح إلا عند وجودها و إتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين.

#### **و- الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة**

وهذا يعني بأن لمساهمي الشركة الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة التي قد تقرر الشركة إصدارها ولهذا الحق مزايا عديدة من أهمها:

- المحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لصالح المكتتبين.

- المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح الموزعة، وأيضاً الإحتياطات في حالة بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية.

#### **ي- الحصول على جزء من موجودات الشركة**

في حالة تصفية الشركة وبعد سداد حقوق الدائنين، وكذا أصحاب الأسهم الممتازة يحق لحملة الأسهم الحصول على جزء من موجودات الشركة.<sup>(2)</sup>

### **3- أنواع الأسهم**

يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع متعددة بحسب عدة إعتبارات ، وذلك على النحو التالي :

#### **أ- إعتبار الشكل القانوني**

وهنا نميز بين نوعين هما:

(1) Abdelkader Beltas, " le développement du marche du capitaux et la structure des taux d'interet ", édition el Borhane, 2002 page 58.

(2) مروان عطون ، " الأسواق النقدية والمالية"، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 1993، ص 84.

أ-1- الأسهم الإسمية

هي تلك الأسهم التي تحمل إسم حاملها وتحتوي على البيانات التالية :

- إسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم.

- نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها.

- نوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها التجاري.

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

أ-2- أسهم لحاملها

هي التي لا يذكر فيه إسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب حيازته المادية، التي تعتبر قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في سند الملكية. ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداورات الشركة في جمعياتها العمومية والإشتراك في قسمة أموالها وأرباحها. ولا تلتزم الشركة بالإعتراف إلا بمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير بطرق غير قانونية.

أ-3- السهم لأمر

وهو ذلك السهم الذي يكتب عليه عبارة ( للأمر ) و يتداول بطريقة التظهير. وللشركة أن تصدر أسهما لأمر وتشتترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الإسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع تعقب تداول الأسهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من أصل قيمة السهم.

ب- أسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها

وحسب هذا المعيار نميز بين :

ب-1- السهم العادي

وهي التي تتساوى فيها قيمتها وتعطي المساهمين حقوقا متساوية ، ويحصل حاملها على قدر من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو ميزة أخرى، ويتحمل الخسارة بقدر أسهمه. ولقد ظهرت في سنوات الثمانينيات من القرن الماضي أنواع جديدة من الأسهم العادية أهمها :

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

الأصل أن يكون للمؤسسة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.<sup>(1)</sup>

(1) عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقس ، " الأسواق والمؤسسات المالية " ، مرجع سبق ذكره ، ص 265 .

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة . و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لإشراكهم في ملكية الشركة بخصم تلك التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة .

- الأسهم العادية المضمونة

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على المؤسسة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية ، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار. وهذا التعويض يمكن أن يأخذ عدة أشكال ؛ إما بإصدار أسهم عادية إضافية وفي هذه الحالة يتوقف نصيب كل مساهم على عدد الأسهم التي اشتراها ، أو على مقدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم . و إما أن يكون التعويض في شكل صورة نقدية ، أو بإصدار أسهم ممتازة بشرط أن تكون القيمة الإسمية للسهم الممتاز مساوية للقيمة الإسمية للسهم العادي.

ب-2- السهم الممتاز: (1)

هو ورقة مالية تشبه سمات سهم العادي. ويختص السهم الممتاز دون غيره ببعض المزايا، ويطلق عليه إسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية ويتخذ الإمتياز الممنوح لهذا السهم إحدى الصور التالية :

- منح حامله حق الأولوية في الأرباح.

- لحامل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة، فتستوفى قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية .

هذا و يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم الممتازة أهمها: (2)

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح

وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها المؤسسة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب .

(1) شمعون شمعون البورصة ، مرجع سبق ذكره ، ص 24 .

(2) محمد مطر ، مرجع سبق ذكره ، ص 183 .

### - الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد حصولهم على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى .

### - الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، مما يحقق له مكاسب رأسمالية .

### - الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقبليتها للإستدعاء أو السداد من قبل المؤسسة المصدرة إذا كانت قابلة للإستدعاء أو غير قابلة للإستدعاء. وقابلية السهم الممتاز للإستدعاء تعطي المؤسسة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها إلى المؤسسة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار ، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إستهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال إذ يمكنها تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين. وغالبا ما يصدر شرط القابلية للإستدعاء مقترنا بشرط قابلية التحويل إلى أسهم عادية ، وذلك على إعتبار أن شرط القابلية للتحويل في صالح المساهم ، في حين يعتبر شرط القابلية للإستدعاء في صالح الشركة .

### ب-3- أسهم التمتع :

هي صكوك يتسلمها المساهم عندما يستوفي كل القيمة الإسمية لسهمه، و يشترط في تقديم هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة، و يتم ذلك عن طريق القرعة. و أسهم التمتع تعطي للمساهمين بدلا من الأسهم التي تم إستهلاكها بطريق القرعة و يكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الإمتياز الحكومي، أي أن الحكومة يؤول إليها جميع ما تملكه الشركة صاحبة الإمتياز، و من ثم تقوم الشركة بإستهلاك نصيب من الأسهم، حتى يتم إستهلاك جميع الأسهم بإنتهاء مدة الإمتياز .

**ج- باعتبار الحصة المدفوعة**

**ج-1- السهم النقدي**

هو الذي يكتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا. ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها

**ج-2- السهم العيني**

هو الذي يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة يصادق عليه من طرف الجمعية التأسيسية. فلا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها.

**ثانيا : السندات ، مفهوما ، خصائصها ، أنواعها**

تعتبر السندات الأداة الرئيسية الثانية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية وسوف نتعرض إليها كما يلي :

**1- تعريف السند**

**أ- السند في اللغة**

يأتي بمعنى الإعتماد والركون إليه و الإتكاء عليه ، و ما يرتفع من الأرض و جمعه إسناد ، و لكن عندما أصبح السند علما لنوع من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات.<sup>(1)</sup>

**ب- السند في الإصطلاح الإقتصادي**

السندات صكوك متساوية القيمة ، تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها ، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال ، أو إقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد إستحقاقها ، و تكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية.<sup>(2)</sup>

**2- خصائص السندات**

هناك عدة خصائص للسند أهمها :

**أ- السند أداة دين**

يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية ، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية لذا يكون لحامل السند الأولوية على حامل السهم في إستفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة ، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية .

(1) أبو بكر الرازي ، مرجع سبق ذكره ، ص 133.

(2) د. شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سبق ذكره ، ص 129.

**ب- السندات أداة استثمار ثابتة الدخل**

يعتبر السند من أدوات الإستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة ، بينما يتغير 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 الممتاز .

**ج- محدودية الأجل**

يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله ، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار ، هذا عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما مادامت الشركة المصدرة قائمة ، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند ( الكوبون ) وكذلك سعره السوقى .

**د- القابلية للتداول**

حيث يشبه السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم، وخصائية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

**3- أنواع السندات**

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة منها :

**أ- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار**

**أ-1- السندات حكومية**

تصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها ، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية . والهدف من إصدار هذه السندات هو تمويل النفقات العامة للدولة.

**أ-2- السندات الخاصة**

وهي تلك السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص ، أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية ، و ذلك لتمويل مشاريعها.

**ب- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار**

**ب-1- سندات لحاملها**

يكون السند لحامله عند ما يصدر خال من إسم المستثمر، ويتم تداوله بالتسليم و لا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو إثبات التنازل في سجلاتها. (1)

**ب-2- سندات إسمية أو مسجلة**

ويكون السند إسمي أو مسجلا متى حمل إسم مالكة على الصك كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة ، يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كل من الدين والفائدة ، أو أن تكون

(1) صالح السيد جودة ، مرجع سبق ذكره ، ص 182 .

مسجلة تسجيلاً جزئياً ويقتصر التسجيل هنا على تسجيل أصل الدين فقط. ولا تتداول هذه السندات إلا بعد موافقة الشركة و إثبات التنازل عنها في سجلات الشركة.

### **ج- تقسيم السندات على أساس الإستحقاق**

#### **ج-1- سندات ذات إستحقاق ثابت**

و هي سندات ذات قيمة واحدة ، تعطى عليها فوائد ثابتة ، فضلا عن قيمتها عند نهاية مدة القرض .

#### **ج-2- سندات ذات إستحقاق بعلاوة إصدار**

هي سندات تصدر بقيمة إسمية معينة تكون أعلى من القيمة النقدية عند الإكتتاب ( سعر الإصدار) \* عندها يسمى الفرق بين سعر الإصدار و السعر الإسمي بعلاوة الإصدار.<sup>(1)</sup>

### **د- تقسيم السندات على أساس الأجل**

#### **د-1- سندات قصيرة الأجل**

وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا ويعتبر هذا النوع أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد ، ومن بينها سندات الخزينة ، وتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب إنخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها ، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا

#### **د-2- السندات الطويلة الأجل**

وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 سنوات وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق الأوراق المالية ، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى ، ومن أمثلتها السندات العقارية .

### **هـ- تقسيم السندات على أساس الضمان**

#### **هـ-1- السندات المضمونة**

مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته .

#### **هـ-2- السندات غير المضمونة**

يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين ، ويطلق على السندات الغير مضمونة - السندات العادية - والضمان الوحيد الذي يتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة .

\* هو المبلغ الحقيقي المدفوع من طرف المكتب

(1) شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سبق ذكره ، ص 135.

و- تقسيم السندات حسب نوع العائد

و- 1- سندات ذات فائدة دورية ثابتة

وهي تلك السندات التي تستحق فائدة بمعدل ثابت بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.

و- 2- سندات ذات إيراد متغير

حيث ينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية ودخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة ، ويسمى هذا النوع بسندات الدخل.

ي- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل

يمكن تقسيم السندات حسب هذا المعيار إلى :

ي- 1- السندات القابلة للتحويل

وهي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أو كليهما.

ي- 2- السندات غير القابلة للتحويل

هي التي لا تعطي للمستثمر فيها حق التحويل وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

ثالثا : مقارنة بين الأسهم والسندات

من الضروري الإشارة إلى وجود إختلافات جوهرية بين الأسهم و السندات، تتمثل في تلك الفروقات و العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الإعتبار عندما يريد إتخاذ قرار إقتناء الأسهم و السندات و أهم هذه الإختلافات تتمثل في:

- السهم جزء من رأسمال الشركة و حامله شريك بقدر رأسماله، في حين السند دين على الشركة و حامله دائما لها بقيمة سنده.

- ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة و قد تكون هناك خسارة، بينما ربح السند ثابت لا يتأثر لا بالربح و لا بالخسارة.

- للسندات أجل محدد يتوجب على الشركة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها، بينما الأسهم ليس لها أجل محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة.

- لحامل السهم الحق في الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة، بعكس حامل السند.

- يمكن لحامل السهم أن يسترد رأسماله، ببيع أسهمه في البورصة، لكن لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده، فقد يزيد أو ينقص بينما حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المتفق عليه تاما، لا يزيد و لا ينقص.



- نصيب حامل السهم عند تصفية الشركة أو الخسارة، الباقي بعد تسوية كافة الديون، بينما حامل السند فله حق الأولوية في الحصول على مستحقاته، أي أنه عند تصفية الشركة يحصل حملة السندات على حقوقهم قبل حصول حملة الأسهم على أي جزء من حقوقهم.
- من وجهة نظر الشركة المصدرة، تعتبر فوائد السندات من النفقات فهي لا تخضع للضريبة بينما عوائد الأسهم فإنها تعتبر توزيع للأرباح أي أنها تخضع للضريبة.
- و يمكن إضافة بعض الخصائص و الاختلافات بين الأسهم و السندات من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (1-1): المقارنة بين الأسهم و السندات

السند	السهم	عامل المقارنة
دين على الشركة و حامله دائن لها بقيمة السند.	جزء من رأسمال الشركة، و حامله شريك فيها بقدر رأسماله.	التعريف
حامله ليس له الحق في الإدارة.	حامله له الحق في الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	دور حاملها في إدارة الشركة:
ربح السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة.	ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة و قد تكون هناك خسارة.	الدخل الذي يوفره لحامله:
لا يتعرض لأخطار لأن حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد للإستحقاق.	حامله لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة.	الأخطار
حامله تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	عند الخسارة و تصفية الشركة، يكون نصيب حامله الباقي بعد تسديد كافة الديون.	الأولوية في التسديد
السند له أجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمته لحامله.	الأسهم ليس لها أجل إستحقاق محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة.	أجل الإستحقاق

Source : www.sarambite.com date de consultation le : 22-03-2006

**المطلب الثاني : تسيير محفظة الأوراق المالية**

عادة ما يلجأ كثير من المستثمرين في سوق الأوراق المالية إلى تكوين محفظة للأوراق المالية تتكون من تشكيلة مختلفة الأوراق المالية بهدف تجنب المخاطر أو تخفيفها و هذا ما يدفعنا إلى ضرورة دراسة هذه المحفظة على النحو التالي :

**أولاً : محفظة الأوراق المالية المفهوم ، الأنواع ، الأهداف**

تعتبر محفظة الأوراق المالية من أهم الإستراتيجيات التي يتخذها المستثمر في الأوراق المالية لما لها من أهمية كبيرة في تجنب مخاطر الإستثمار أو تخفيفها ومن يتعين دراستها من خلال النقاط التالية :

**1- تعريف المحفظة الإستثمارية**

المحفظة الإستثمارية هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الإستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة.<sup>(1)</sup>

و بهذا فإن المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي ، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط و في هذه الحالة تسمى المحفظة - محفظة أسهم - أو تكون سندات فقط و تسمى المحفظة - محفظة سندات - كما قد تكون المحفظة مشكلة من الإثنين معا و يطلق عليها إسم ( المحفظة المهجنة ).

وتمتاز المحفظة الإستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة ، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة إقتصادية ملموسة مثل العقارات ، الذهب و الفضة والمشاريع الإقتصادية و على أصول مالية مثل الأسهم والسندات ، أذونات الخزينة و الخيارات أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و المخاطر و أخرى مرتفعة العوائد و المخاطر .

**2- أهداف المحفظة الإستثمارية**

تتمثل أهداف تكوين و إدارة المحفظة فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- تعتبر المحفظة الإستثمارية أسلوبا فعالا لتحليل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية ، لأنها تركز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الإستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة .

- تطوير البيانات المالية و المحاسبية للشركات و توفيرها للمستثمر بالأسلوب و الكيفية التي تمكنه من إتخاذ القرار الإستثماري المناسب بإعتبارها مدخلات .

(1) ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، " أساسيات الإستثمار العيني و المالي " ، دار وائل للنشر و الطباعة ، عمان ، 1999 ، ص 261 .

(2) منير إبراهيم هندي ، " إدارة الأسواق و المنشآت المالية " ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية 1999 ، ص 424 .

- إضافة إلى هذه الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين وخاصة البنوك وشركات التأمين بإستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد و ضمان تلبية حاجة البنك و المؤسسة المالية للسيولة و تجنب التعرض لخطر الإفلاس و عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين .

### **3- أنواع المحافظ الإستثمارية**

هناك عدة أنواع من المحافظ الإستثمارية أهمها : (1)

#### **أ- محفظة الدخل**

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات ، غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين و الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يجذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عائد أكبر

#### **ب- محفظة النمو**

ترتكز محفظة النمو على أدوات الإستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها ، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى رسملة إحتياجاتها وذلك من أجل إستخدام هذه الأموال في عملياتها ، ويتفاهم المستثمرون في محافظ النمو على هذه السياسة ، إذ همهم هو زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح .

#### **ج- المحفظة المختلطة**

وترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها و تقوم المحافظ المختلطة بتنويع إستثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الإستثمارية .

#### **د- المحفظة المتوازنة**

و هي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات ، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات و في نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر. (2)

(1) حسن خربوش و آخرون ، " الإستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق " ، مؤسسة التجهيز المكتبية ، عمان 1996 ، ص 58 .

(2) Russell J. Fuller and James L. Fdrrell Jr, " Modern Investment and Security Analysis " , Mc. Graw hill ,USA 1987, P 563-565

هـ- المحافظ المتخصصة في الصناعات

هي تلك المحافظ التي تخصص في استثمار أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها .

ثانيا : إجراءات تسيير محفظة الأوراق المالية

يتم تسيير محفظة الأوراق المالية وفق مجموعة من الإجراءات يمكن عرضها على النحو التالي :

1- السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الإستثمارية :

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الإستثمارية هي: (1)

أ- السياسة الهجومية

هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد ، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان ومنه فإن إهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكلة للمحفظة ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ - محافظ رأس المال - ، أما عن الأدوات الإستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% إلى 90% من قيمة المحفظة .

ب- السياسة الدفاعية

في هذه السياسة المستثمر يكون جد متحفظ إتجاه عنصر المخاطرة ، الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد ، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الإستثمارية ذات الدخل الثابت ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ - محفظة الدخل - ، حيث تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80% من رأس مال المحفظة .

ج- السياسة المتوازنة

تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمر ون الذين يهدفون إلى تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة ، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة ، وتتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ من تشكيلة متوازنة من الأدوات الإستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة ، إضافة إلى الأدوات الإستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية و الممتازة و السندات الطويلة الأجل ، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له إنتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى .

(1) طاهر حيدر جردان ، " مبادئ الإستثمار " ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان الطبعة الأولى 1997 ، ص 81 .

**2- المراحل الأساسية لتسيير المحفظة الإستثمارية :**

يتم تسيير المحفظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي: (1)

أ- تحديد أهداف المستثمر : وتمثل الأهداف الأساسية التي يأخذها بعين الإعتبار فيما يلي :

**أ-1- حفظ رأس المال**

عندما يقبل المستثمر على الإستثمار ، فإن هدفه يكون على الأقل الحفاظ على رأس ماله ليس فقط بنفس القيمة المستثمرة ولكن الحفاظ أيضا على القوة الشرائية للأموال المستثمرة ، فالمستثمر الذي يفضل الإستثمار بأمان ، يجب عليه إختيار محفظة مكونة من سندات الخزينة وسندات ذات جودة عالية بحيث يضمن له ذلك حماية مثلى لرأس ماله عكس المحافظ التي تتكون من أسهم فإنها لا تضمن الحماية لرأس المال لأنها تنطوي على مخاطرة كبيرة .

**أ-2- العائد**

إن الهدف الأساسي للمستثمر هو الحصول على عائد دوري ، مستمر ومرتفع نسبيا ، وعليه يجب إختيار محفظة تتكون من سندات و أسهم التي تقوم بتوزيعات مرتفعة ، بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال .

**أ-3- السيولة والقابلية للتداول**

تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول إذا كان بالإمكان بيعها بسهولة وبسرعة ويعتبر حيازة أوراق مالية ذات سيولة عالية وتجنب الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جدا لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة .

**أ-4- سهولة التمييز**

تتطلب بعض الأوراق المالية متابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية لإتخاذ قرار بشأنها ، وهذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقت وجهد وتكاليف كبيرة لتسييرها وبالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير محفظته عليه تجنب الأوراق المالية المعقدة التسيير

**أ-5- المزايا الجبائية**

تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الإستثمارية ، وذلك لأن المعالجة الجبائية تختلف من فرصة إستثمارية إلى أخرى ، وعليه فالمستثمر يسعى لتوظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة ، بمعنى أن المستثمر يقارن بين البدائل الإستثمارية ويختار أفضلها على أساس العائد.

(1) Mourissette, " Valeurs Mobiliers et Gestion de Portefeuille ", S.M.G, Québec Canada, 2eme édition 1993, P 116.

**ب- تحليل مختلف الفرص الإستثمارية**

يقوم المستثمر بحصر مختلف الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق ، وتجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها وفقا إلى أهداف المستثمر وذلك بهدف تشكيل محفظة تعكس أهدافه الإستثمارية .

**ج- تقييم كفاءة المحفظة الإستثمارية**

إذ يقوم المستثمر بتقييم كفاءة المحفظة الإستثمارية على ضوء النتائج المحصل عليها و التغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر .

**3- طرق تسيير المحفظة الإستثمارية**

يمكن للمستثمر إختيار إحدى الطرق التالية لتسيير محفظته المالية :

**أ- التسيير المباشر**

هذا النوع يقوم به مالك المحفظة ، ويصبح معقدا إذا كان السوق متطورا ويتداول فيه العديد من الأوراق المالية ، لأنه في هذه الحالة يتطلب تسيير المحفظة الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء و البيع وإصدار الأوامر .

**ب- التسيير بالوكالة**

في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير المحفظة لحساب المالك، هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير وتحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة ، وكذلك كيفية تسديد مستحقات المسير .

**ج- التسيير الجماعي**

يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية ، حيث أن التنوع الكبير لشركات الإستثمار ذات رأس مال متغير و الصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين .

**د- التسيير بالإستشارة**

هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار مالي حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر و مستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين .

**المبحث الثالث : إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية**

إن التعامل في سوق الأوراق المالية يكتسي أهمية بالغة سواء بالنسبة للمستثمر أو بالنسبة للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية فالمستثمر يهدف إلى تحقيق أعظم ربح و بأقل مخاطرة في حين أن المؤسسة تهدف إلى تعظيم قيمتها السوقية و بالتالي تحقيق أكبر المكاسب. و عليه فإن على كل طرف معرفة إجراءات التعامل في هذه السوق.

**المطلب الأول : التسعير والأوامر في سوق الأوراق المالية**

هناك عدة أنواع من الأوامر وطرق تسعير الأوراق المالية يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية أهمها :  
**أولاً : تسعير الأوراق المالية**

سعر السوق هي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في سوق الأوراق المالية و الذي يسجل بعد إنتهائها في لوحة التسعيرة، ويتحدد السعر في سوق الأوراق المالية عند تلاقي العرض و الطلب وهنا نميز بين عدة طرق لتحديد السعر للأوراق المالية أهمها:

**1- التسعير بالمناداة**

حيث يجتمع الوسطاء في صالة البورصة و ينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي يجوزتم ، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة ، وذلك بوضع الساعد أفقياً في إتجاه الجسم في حالة الشراء و رأسياً في حالة البيع.

**2- التسعير بالأدراج**

في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم ، حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الإختصاصي الذي يحدد السعر ، وفقاً لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة .

**3- التسعير بالإعتراض أو المقارنة**

حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء ، و تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية ، و حدود الأسعار المعروضة ، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

**4- التسعير بالصندوق**

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة ، فيلجأ الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

## 5- التسعير بالمطابقة

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين ، يتعلق أحدهما بالبيع و الآخر بالشراء و بالكمية نفسها يقوم الوسيط بالشراء من الأول لحساب الثاني . غير أن هذه الطريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية ، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عروض أو طلبات أكثر ملائمة.

### ثانيا : أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل. وتقسم أوامر العملاء إلى أربعة مجموعات رئيسية:

#### 1- أوامر السوق Market Order

وهي من أكثر الأوامر شيوعاً، وبعتمتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة و بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت إستلام الأمر. ففي حالة الشراء يكون أفضل سعر هو أقل سعر يمكن الحصول عليه ، أما في حالة البيع يكون أعلى سعر هو أفضل سعر للبيع. ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادةً ما تنفذ في دقائق معدودة. و تلتمن مزايا هذا النوع من الأوامر في سرعة و ضمان تنفيذه. أما عيوبه فتكمن في عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به. ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية (بورصة نيويورك مثلاً) لا تكون لتلك العيوب وزن كبير، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادةً ما تكون محدودة.

#### 2- أوامر محددة السعر<sup>(1)</sup>

و هنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسمسار ، فإن السمسار سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه. و إذا كان الأمر خاص بالبيع فإن السمسار سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه. و هذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر الشراء و الحد الأدنى له في حالة أوامر البيع. و تكمن مزاياه في أن المستثمر يعرف مسبقاً وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء. أما عن عيوبه فتظهر في أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة. حتى وإن كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولاً ينفذ أولاً قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً.

#### 3- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ Time Limit of Orders

هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها. و قد تتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً (أي لا يوحد تاريخ محدد للتنفيذ).

(1) محمد صالح الحناوي، "أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية 1997، ص 23.



#### 4- الأوامر التي تجمع بين السعر والوقت

في هذا النوع من الأوامر يتم تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

#### 5- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال :

و هو أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه. في العادة يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم . و تكمن مزايا هذا النوع من الأوامر في إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار بما يمكنه من التصرف وإغتنام الفرص المواتية. ويمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة. أما عيب هذا الأمر هو أن السماسرة يرون أن ذلك عبئاً عليهم ويخشون من عدم إرضاء العملاء بالكامل. فضلاً عن صعوبة معرفة العملاء بمركزهم المالي دون الإتصال بالسمسار.

#### ثالثاً : إجراءات تنفيذ أوامر سوق الأوراق المالية

تتم عملية تنفيذ الأوامر في السوق وفق الخطوات التالية: (1)

1- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة.

2- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب. وعادةً ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت، وكل من سعر الشراء وسعر البيع ، ويتم إبلاغ المستثمر بتلك المعلومات.

3- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

4- بمجرد الإنتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر

5- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم التداول به في السوق). وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المتصل بالإتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.

(1) حسان حضر ، " قواعد و إجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية " ، المعهد العربي للتخطيط

6- على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لإستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو بالإستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

7- بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.

8- وترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

### **المطلب الثاني : سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية**

من أهم شروط قيام سوق أوراق مالية فعالة هي توافره على درجة عالية من السيولة والكفاءة قصد إستقطاب أكبر عدد من المتعاملين إليه ومن هنا لابد علينا من دراسة كل منهما.

#### **أولاً : كفاءة سوق الأوراق المالية**

إن سوق الأوراق المالية الفعال هو ذلك السوق الذي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة تجعل منه أكثر إستقطاب للمستثمرين وفي هذا العنصر سنحاول التعرف على مواصفات السوق الكفاء على النحو التالي :

#### **1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية**

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، وذلك من خلال مختلف أجهزة الإعلام المتوفرة.<sup>(1)</sup> و بالتالي فإن سعر السهم في السوق الكفاء يعكس كافة المعلومات عن المؤسسة التي قامت بإصدار هذا السهم حيث أن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة هي قيمة عادلة لأنها تعكس قيمته الحقيقية حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية بسبب قرارات المستثمرين التي تدفع الأسعار نحو القيمة الحقيقية و في هذه الحالة فإنه لا يمكن لأي من المتعاملين في سوق الأوراق المالية أن يحقق عائداً غير عادي يزيد عن العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر الإستثمار في السهم.<sup>(2)</sup> هذا و ينطوي مفهوم الكفاءة بالشكل السابق على ضرورة توافر كافة البيانات والمعلومات المتاحة لجميع المستثمرين و في نفس الوقت ، و لكن هذا لا يعني تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعة و مستوى المخاطرة ، ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعاً مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات أسواق الأوراق المالية.

(1) صلاح الدين السيبي ، مرجع سبق ذكره ، ص 90 .

(2) محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، " تحليل و تقييم الأوراق المالية " ، الدار الجامعية ،الإسكندرية 2002 ، ص 123 .

## 2- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

في مجال كفاءة سوق الأوراق المالية نميز بين كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية

### أ- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية

تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، و من ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره<sup>(1)</sup>. و لتحقيق الكفاءة الكاملة لابد من توفر الشروط التالية:<sup>(2)</sup>

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة و بدون تكاليف، و في ظل هذه الشروط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتمائل المعلومات المتاحة لكل منهم.

- أن لا توجد أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري و يبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها و ذلك بيسر و سهولة، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق و ذلك بالنسبة للمستثمرين أو المؤسسات الراغبة في الحصول على الأموال.

- أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين، و من ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم و هذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.

- أن يتصف المستثمرون بالرشد، و من ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء إستغلال ثرواتهم.

### ب- الكفاءة الإقتصادية

و في ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، و هو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، لكن و بسبب تكلفة المعاملات و الضرائب و غيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

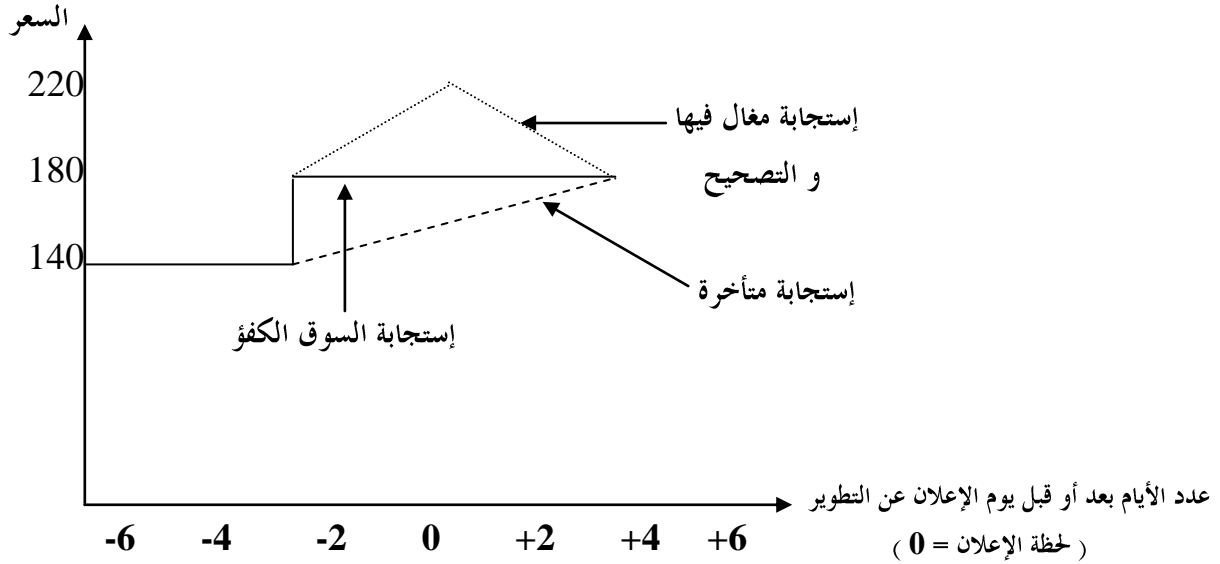
و تستند هذه الكفاءة إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر لتعظيم منفعته الخاصة ، و بالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات و المعلومات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف و يكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق و بين إنعكاس

(1) عبد الغفار حنفي ، " بورصة الأوراق المالية" ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية 2003 ، ص 173.

(2) منير إبراهيم هندي ، " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية 2002 ، ص 491.

أثرها على الأسعار السوقية ، و بالتالي توقع إنحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية لبعض الوقت . ويمكن توضيح كيفية مسار السعر في ظل الكفاءة الكاملة و الكفاءة الإقتصادية من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (1-2) : الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفاء و غير الكفاء



المصدر : عبد الغفار حنفي " بورصة الأوراق المالية " مرجع سبق ذكره ص 174 .

يلاحظ من الشكل السابق أن الخط المتصل يعبر عن مسار سعر السهم في السوق الكفاء ففي مثل تلك الأحوال السعر يتعدل فوراً مع ورود المعلومات الجديدة و لا يوجد أي مجال لمزيد من التغير في سعر السهم، أما الخط المتقطع فيعبر عن الإستجابة المتأخرة لسعر السهم حيث يتطلب الأمر مرور ثمانية أيام حتى يستوعب السوق هذه المعلومات و من ثم يتعدل سعر السهم بالكامل إلى الوضع الذي كان يجب أن يكون عليه، كما يبين المنحنى المنقطع الإستجابة المفرطة و من ثم تعديل السعر إلى الوضع الصحيح.

### 3- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاث صيغ لكفاءة سوق الأوراق المالية هي :

#### أ- الصيغة الضعيفة

تقتضي الصيغة الضعيفة الكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم و على حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، و هو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى.

ب- الصيغة المتوسطة

تقضي الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم عليها تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة. بما في ذلك التقارير المالية و غيرها من التقارير و التحليلات التي تتاح للجمهور.

ج- الصيغة القوية

تقضي الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتين. و يختصر تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته. و في ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، و حتى لو كان هو رئيس مجلس إدارة المؤسسة المصدرة للسهم.

4- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية :

من أجل تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية لا بد من تحقق كل من:<sup>(1)</sup>

أ- كفاءة التسعير ( الكفاءة الخارجية )

و تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية في سبيل الحصول عليها ، بما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة. و بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة واحدة ، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق أرباح.

ب- كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية )

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، و كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

(1) حسان خضر ، " تحليل الأسواق المالية "، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص 10 .

## 5- شروط قيام سوق الأوراق المالية الكفاء:

إن قيام سوق مالي كفؤ يتوقف على توفر المواصفات التالية:<sup>(1)</sup>

### أ- شرط الذرية L'atomicité

يفترض هذا الشرط وجود عدد كافي من المتدخلين، بمعنى وجود عدد كبير من المشترين والبائعين وإلا يصبح سوق الأوراق المالية غير تنافسي ولا يستطيع جلب الإدخار إلا بصعوبة. و يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ هي:

#### أ-1- مبدأ تعايش قسيمي السوق

حيث تقوم سوق الأوراق المالية بإعداد قناة مباشرة بين الأعوان الإقتصاديين الذين لديهم إحتياجات في التمويل، والذين لديهم القدرة على التمويل، هذا فيما يخص السوق الأولية كما يسمح بإعتباره سوقا للقيم المنقولة الصادرة سابقا بتوفير سيولة الإدخار طويل الأجل.

#### أ-2- مبدأ تعدد المتدخلين في السوق المالية

يتدخل في السوق المالية كل من طالي وعارضي رؤوس الأموال حفاظا على حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال للسوق المالية.

#### أ-3- مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة

يتم هذا المبدأ على ظاهرتين حديثتين هما:

- الإيداع فيما يخص الإدخار.

- التوزيع المتزايد فيما يخص إحتياجات المستثمرين الماليين، الحرصين على تقليص المخاطر ورفع توظيفاتهم إلى حد أقصى.

الأمر الذي يؤدي إلى إصدار منتوجات مالية متنوعة يتم التفاوض عليها في السوق المالية، مثل الأوراق المالية ذات الدخل القصير أو الأوراق المالية ذات الدخل الثابت.

### ب- شرط السيولة Fluidité

يهدف شرط السيولة إلى ضمان فعالية سير سوق الأوراق المالية ويتم تحقيقها عن طريق مجموعة من المبادئ هي:

#### ب-1- مبدأ الدخول والخروج

بمعنى سهولة الدخول إلى السوق المالية، وكذا الخروج منها دون مضايقات أو أية حواجز.

(1) عبد المجيد قدي ، " المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية " ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 2003 ، ص 266.

**ب-2- مبدأ حرية الإستثمار**

يعني عدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق المالية يخضع لها الجميع.

**ب-3- مبدأ عدم إستقرار رأس المال:**

وهو مبدأ يسعى إلى ضمان سيولة الإدخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

**ب-4- مبدأ الإستقرارية**

هناك نوعين من المخاطر تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ويتعلق الأمر بالخطر الخاص بالمؤسسة والذي يمكن تقليصه أو حتى إزالته عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية. والخطر النظامي وينجم عن عدم إستقرارية المحيط الشامل الداخلي والخارجي ، من جميع النواحي السياسية، الإقتصادية، الإجتماعية والثقافية.

**ج- شرط الشفافية**

تتوقف فعالية الأسواق المالية على مدى فاعلية نظامها الإعلامي الإقتصادي عامة وعلى نظام المعلومات الخاصة بهذا النوع من الأسواق، وبالفعل فإن نظام الإعلام الإقتصادي الفعّال يفرض أن تكون المعلومات الخاصة بالإستثمار ومحيطه دقيقة وبكمية وافرة، ويمكن الحصول عليها دون تمييز بين المتدخلين في سوق الأوراق المالية.

**ثانيا : سيولة سوق الأوراق المالية**

**1- تعريف سيولة السوق**

يقصد بالسيولة سهولة التسويق أي إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة، و بسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة على فرض عدم ورود معلومات جديدة.<sup>(1)</sup>

إن لسيولة الأوراق المالية أهمية بالغة سواء بالنسبة للمؤسسة المصدرة لهذه الأوراق ، أو المستثمرين بشكل عام ، و لعل من أهم آثار إرتفاع سيولة الورقة المالية هو زيادة إقبال المستثمرين على تداول مثل هذه الأوراق مما يكسب المؤسسة ثقة كبيرة في نفسها ، إذ تباع أسهمها بقيمة عالية على النحو الذي يرفع من حصيلة إصداراتها .

(1) منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 525.

## 2- خصائص سيولة السوق

حتى تتميز سوق الأوراق المالية بالسيولة العالية لا بد من توفر الخصائص التالية :

### أ- عمق السوق MARKET DEPTH (1)

إن السوق العميق ه و الذي يوجد فيه عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر شراء) المستعدين دائما للتداول بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي إختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين) و تدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة Shallow Markets لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً.

### ب- إتساع السوق MARKET BREADTH (2)

على عكس السوق المحدود THIN MARKET يتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع و الشراء للورقة المعنية، مما يخلق إستقرار نسبياً في سعرها و يقلل بالتالي من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية. و في مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك إرتفاع معدل دوران الورقة المعنية.

### ج- سرعة إستجابة السوق

يقصد بسرعة إستجابة السوق Resiliency أن أي خلل محتمل في العرض و الطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل فرصة تردده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق كما سبقت الإشارة إليه في السوق العميق ، فلن تحقيق خاصية سرعة إستجابة السوق تقتضي ربط مختلف المتدخلين في السوق بوسائل إتصالات فعالة تمكنهم من معرفة مختلف العمليات و ما يطرأ على السوق من تغيرات ، حتى يتمكن كل مستثمر من إتخاذ القرارات المناسبة من خلال ردود أفعال مدروسة و رشيدة.

(1) محمد أيمن عزت الميداني ، " إشكالية تطوير أسواق الرأسمال في سورية "

[http://www.mafhoum.com/syr/articles\\_02/midani/midani.htm#1](http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm#1), date de consultation : 12/08/2006

(2) منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 535.



### 3- كيفية قياس السيولة

يمكن قياس سيولة سوق الأوراق المالية من خلال عدة مؤشرات أهمها:

#### أ- هامش ربح صانع السوق

إن هامش الربح الذي يصنعه صانع السوق هو ذلك الفرق الذي ينتج عن السعر الذي إشتري به الورقة المالية و السعر الذي يبيعهها به .

$$\text{هامش الربح} = \text{سعر بيع الورقة المالية} - \text{سعر شراء الورقة المالية}$$

#### ب- نسبة السيولة

يقصد بنسبة السيولة متوسط قيمة حجم الصفقات التي أبرمت على الورقة في الأربع أسابيع الأخيرة، إلى متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق في سعرها اليومي خلال نفس الفترة .

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\frac{1ق + 2ق + 3ق + \dots + nق}{N}}{\frac{1ن + 2ن + 3ن + \dots + nن}{N}}$$

حيث:

1ق: حجم الصفقات التي أبرمت على الورقة المالية في اليوم الأول من الأسبوع الأول.

nق: حجم الصفقات التي أبرمت على الورقة المالية في اليوم الأخير من الأسبوع الرابع.

1ن: النسبة المئوية للتغير المطلق في سعر الورقة المالية في اليوم الأول من الأسبوع الأول.

nن: النسبة المئوية للتغير المطلق في سعر الورقة المالية في اليوم الأخير من الأسبوع الرابع.

N: فترة أربع أسابيع.

#### ج- معدل الدوران<sup>(1)</sup>

يمكن أن يتخذ معدل تداول أسهم الشركة في البورصة كمؤشر للإقبال على ما تصدره من أوراق مالية. و يحسب هذا المعدل إما على أساس عدد المرات التي تم فيها التداول على أسهم الشركة ، أو على أساس العلاقة بين قيمة الأوراق المتداولة و قيمة الأوراق المسجلة في البورصة لنفس الشركة .

$$\text{معدل الدوران ( \% )} = \frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة}}{\text{قيمة الأسهم المقيدة}}$$

(1) عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، ص 361 .

و تجدر الإشارة إلى أنه يجب عدم الإقتصار على مؤشر معدل الدوران وحده عند الحكم على درجة نشاط تداول أسهم شركة أو قطاع معين ، بل يجب أن يؤخذ في الإعتبار أيضا عدد العمليات التي تمت على الأسهم ، فقد تكون شركة معينة غير نشطة من حيث معدل دوران أوراقها المالية ، إلا أنها تعتبر أكثر الشركات نشاطا من حيث عدد العمليات ، كما يمكن أن يتم في صفقة واحدة تداول نسبة كبيرة من أسهم شركة معينة مما يؤدي إلى إرتفاع معدل الدوران على الرغم من أن التداول لم يجرى سوى مرة واحدة .

### **المطلب الثالث : مؤشرات سوق الأوراق المالية**

نظرا لأن سوق الأوراق المالية يتواجد به عدد كبير من الأوراق المالية يصعب على المستثمرين تتبع حركة سعر كل ورقة مالية على حدى، كان من الضروري وجود مؤشر يرجع إليه لأخذ فكره عامة عن أسعار تلك الأوراق المالية والذي سنحاول دراسته على النحو التالي:

**أولا : مفهوم المؤشر ، أسس بنائه، إستخداماته**

#### **1- مفهوم المؤشر**

المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معين سواء بالزيادة أو بالنقصان. حيث يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق ، بالإستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها . وغالبا ما يتم إختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق الأوراق المالية المستهدف قياسه.

و تعتبر المؤشرات مقياسا لسوق الأسهم ككل وليس للشركات الناجحة فقط وبالتالي فالعينة التي يحسب على أساسها المؤشر تتضمن شركات ناجحة وأخرى متوسطة النجاح، والتي تعاني من مشاكل . و يوجد نوعين من المؤشرات ، الأول يقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA ومؤشر 500 لستاندرد أندبور S&P500 . أما النوع الثاني فهو عبارة عن مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داوجونز لصناعة النقل أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

#### **2- أسس بناء المؤشر :**

على الرغم من التفاوت في كيفية إحتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية ، إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي : عينة ملائمة ، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة ، طريقة حساب المؤشر. (1)

(1) حسان خضر ، مرجع سبق ذكره ، ص 08.

**أ- ملاءمة العينة**

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر ، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والإتساع والمصدر . فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لحالة السوق . أما الإتساع فيقصد به مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق أما المصدر فنعني به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر ، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

**ب- الأوزان النسبية**

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر . وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي :

**الأول:** هو تحديد الوزن على أساس السعر ، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر .

**الثاني:** هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر .

**الثالث والأخير:** وهو مدخل القيمة أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر .

**ج- إجراءات حساب قيمة المؤشر**

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر . فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر . وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب المؤشر .

**3- إستخدامات المؤشر**

لمؤشرات سوق الأوراق المالية عدة إستخدامات تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال . وفي طليعة تلك الاستخدامات نجد :

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الإستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. وإذا كانت إستثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر .

- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج Naïve Diversification يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق

(متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق .

- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ما يعرف بالتحليل الأساسي Financial Analysis فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما إن 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 .

### ثانياً : أهم المؤشرات العالمية

من أهم المؤشرات العالمية نجد ما يلي:

#### 1- مؤشر داجونز DOWJONSE لمتوسط الصناعة

##### أ- تعريف مؤشر داجونز DOWJONSE لمتوسط الصناعة

يعد هذا المؤشر من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 03 جويلية من عام 1884 وذلك بإسم الشخص الذي صممه وهو CHARLES DOW الذي أصبح فيما بعد محرراً لتلك الصحيفة. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، إرتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي من عام 1898 ثم إلى 20 سهم في عام 1916. وفي عام 1928 إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً. ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة.<sup>(1)</sup> هذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة بمعدل سهم لكل شركة.

##### ب- كيفية حساب قيمة مؤشر DOWJONSE

في بداية الأمر كان يحسب هذا المؤشر على أساس قسمة قيمة مجموع أسعار الأسهم الممثلة للمؤشر على عددها، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح غير مقبول خاصة عندما يحدث ما يسمى بإشتقاق الأسهم STOCKS PLIT \* لإحدى الشركات الممثلة في المؤشر. وعليه يمكن تحديد قيمة مؤشر DOWJONSE

في يوم ما وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر في يوم ما} = \frac{\text{ق}}{\text{و}}$$

حيث: ق: قيمة مجموع أسعار الأسهم ( 30 ) ، "و" : المقسوم عليه DIVISER

$$\text{ويحدد "و" بالعلاقة التالية:} \quad \frac{\text{ق} - 1}{\text{و}} = \frac{\text{ق} - 2}{\text{و}}$$

(1) منير إبراهيم هندي ، " أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية " ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية 1999 ، ص 142.

\* إشتقاق الأسهم هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال مما ينجم عنه إنخفاض في قيمة السهم

حيث :

قم<sub>1</sub> : قيمة مجموع أسعار الأسهم قبل الإشتقاق.

قم<sub>2</sub> : قيمة مجموع أسعار الأسهم بعد الإشتقاق.

ع : عدد الأسهم قبل الإشتقاق.

مثال توضيحي:

لنفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاثة شركات هي أ، ب، ج. وأن السعر الذي يباع به سهم كل شركة هو \$10، \$20، \$30 على التوالي. ففي ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر هي:

$$30+20+10$$

$$\text{قيمة المؤشر في يوم ما} = \frac{20 \text{ نقطة}}{3}$$

والآن دعنا نفترض أنه حدث إشتقاق لأسهم الشركة ج. بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم ومن ثمة فقد أصبح سعر السهم هو \$10 بعد الإشتقاق. ففي هذه الحالة سوف تنخفض قيمة السهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لأسعار الأسهم الثلاثة لتصبح : \$40=10+20+10

$$\text{عندئذ تصبح قيمة المؤشر هي:} \quad \text{قيمة المؤشر} = \frac{40}{3} = 13.33 \text{ نقطة}$$

إن هذا الإنخفاض من 20 نقطة إلى 13.33 نقطة لا يعزى إلى سوء حالة السوق إذ لا توجد أي معلومة عن ذلك. وإنما يعزى ذلك إلى الإشتقاق الذي حدث في أسهم الشركة ج.

وللتغلب على هذا الخلل الناجم عن إنخفاض قيمة السهم بسبب الإشتقاق الذي حدث، ينبغي حساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ق}}{\text{و}}$$

أ. لحسب قيمة المقسوم عليه DIVISER

$$\text{لدينا:} \quad \frac{\text{قم}_1}{\text{ع}} = \frac{\text{قم}_2}{\text{و}}$$

ولدينا المعطيات التالية: قم<sub>1</sub> : 1 : \$60 ، قم<sub>2</sub> : 2 : \$40 ، ع : 3

$$\text{فيصبح لدينا:} \quad \frac{\text{قم}_1}{\text{ع}} = \frac{\text{قم}_2}{\text{و}} \quad \Leftrightarrow \quad \text{و} = \frac{\text{قم}_2 \times \text{ع}}{\text{قم}_1}$$

$$\text{إذن:} \quad \text{و} = \frac{40 \times 3}{60} = 2$$

وعليه فإن:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{40}{2} = 20 \text{ نقطة}$$

2- مؤشر ستاندرد أندبور 500

أ- تعريف مؤشر ستاندرد أندبور 500

تتضمن العينة التي يقوم عليها هذا المؤشر من 500 سهم. تمثل 400 مؤسسة صناعية، 40 مؤسسة ذات منفعة عامة و 20 مؤسسة نقل و 40 مؤسسة مالية. وعلى عكس مؤشر DOWJONSE لا يعتبر مؤشر ستاندرد أندبور 500 متوسطاً، بل رقماً قياساً حيث أن فترة الأساس فيه هي 1941←1943 وأعطى للمؤشر فيها قيمة جزافية مقدارها 10.

ب- كيفية حساب قيمة مؤشر ستاندرد أندبور 500

يتم حسابه في يوم ما وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{قم} - \text{قـ}^*}{10} \times 10$$

10 القيمة الجزافية التي أعطيت للمؤشر في فترة الأساس

حيث : قم : القيمة الكلية للأسعار في اليوم الجاري / قم = س × ن

قـ\* : القيمة الكلية للأسعار في اليوم السابق / قـ\* = س\* × ن

3- مؤشر CAC 40

أ- تعريف مؤشر CAC 40 :

مؤشر CAC 40 هو مؤشرة بورصة باريس . يحسب إنطلاقاً من عينة لأربعين شركة فرنسية تمتلك أسهم مسعرة في بورصة باريس.(1)

ب- طريقة حساب المؤشر:(2)

$$\text{مؤشر CAC 40} = \frac{(1 \cdot \text{ن} \cdot 1\text{t} + \dots + 40 \cdot \text{ن} \cdot 40\text{t})}{(1 \cdot \text{ن} \cdot 1\text{t} + \dots + 40 \cdot \text{ن} \cdot 40\text{t})} \times 1000$$

حيث :

1.....ن40: عدد أسهم الشركات الأربعين المكونة لعينة المؤشر.

س1.....س40: أسعار أسهم تلك الشركات في 31 ديسمبر 1987 ( الأساس ) .

س1.....س40: : أسعار أسهم تلك الشركات في الفترة t محل الحساب .

(1) <http://www.club-du-cac40.com/definition.htm> le 28/03/2006

(2) [http://www.schumann-bourse.fr/articles/bourse\\_indice%20boursier.htm](http://www.schumann-bourse.fr/articles/bourse_indice%20boursier.htm) le 28.03.2006

## نتائج الفصل الأول

- تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات مالية من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي. إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة وتمويل أهداف التنمية وذلك بإصدار سندات طويلة الأجل. لذا فأهم ما يمكن أن نستخلصه من هذا الفصل هو كالاتي :
- إن سوق الأوراق المالية قسم من قسمني سوق المال و هو مكان منظم يتم فيه إلتقاء عررضي الأموال بطالبيها حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة.
  - كما أن لكل سوق سلعة يتم تداولها فيه، فإن الأوراق المالية من أسهم وسندات هي السلعة الرئيسية لسوق الأوراق المالية.
  - لتفادي أو للتقليل من مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية يمكن الإستعانة بمحفظة الأوراق المالية مع مراعاة مراحل وطرق تسييرها.
  - إن سوق الأوراق المالية الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة و المتوفرة عنها و لا بد من توفر ميزتين أساسيتين فيه هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل، و بالتالي جعل السوق أكثر سيولة.
  - نظرا لإتساع حجم التداولات في سوق الأوراق المالية فإنه من الصعب تتبع حركة أسعار الأسهم لكل سهم على حدى لذا وجدت مؤشرات سوق الأوراق المالية لإعطاء فكرة عامة عن حركة أسعار تلك الأسهم.
- نظرا لهذه الأهمية التي يكتسيها سوق الأوراق المالية كانت محل إهتمام العديد من الدول خاصة النامية منها التي عملت على إنشاء هذا النوع من الأسواق والتي نمت بشكل كبير في إطار ما يعرف بأسواق الأوراق المالية الناشئة، هذا ما يضطرنا إلى دراسة واقع تلك الأسواق الناشئة من خلال الفصل الثاني.

## الفصل الثاني : دراسة تجارب بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

### تمهيد

لقد أدت العولمة دورا هاما و بارزا في نشأة و تطور الأسواق المالية في كثير من دول العالم ذات الإقتصاديات النامية. إذ أن تلك الأسواق لم تنشأ فقط لتزايد الطلب على الإستثمارات الأجنبية و المحلية لسد الفجوة التمويلية في هذه الدول و لتوفير إحتياجات التمويل للنشاط الإقتصادي و الإنتاجي طويل الأجل فيها ، بل ظهرت أيضا كنتيجة لل رغبات المتزايدة للإستثمارات الدولية في البحث عن أسواق متعددة لتنويع إستثماراتها قليلا للمخاطر.

و قد جذبت أسواق الأوراق المالية الناشئة إهتمام المستثمرين الدوليين الأمر الذي ترتب عله زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي للإستثمار في تلك الأسواق. و لم تأت تلك الزيادة في التدفقات الإستثمارية للدول النامية بمحض الصدفة بل جاءت نتيجة لحدوث مجموعة من المتغيرات الدولية، وكذلك إتباع تلك الدول لمجموعة من السياسات التي كان لها أثر كبير في نمو أسواقها المالية. كما كان لإنخفاض أسعار الفائدة العالمية أثر في ذلك. من خلال ما سبق يمكن دراسة واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة وفق النقاط التالية :

❖ **المبحث الأول :** ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة و مؤشرات نموها

❖ **المبحث الثاني :** دراسة تجربة سوق الأوراق المالية في ماليزيا

❖ **المبحث الثالث :** دراسة تجارب بعض أسواق الأوراق المالية في الدول العربية



**المبحث الأول : ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة و مؤشرات نموها**

من الملامح التي ظهرت في السنوات الأخيرة في أسواق الأوراق المالية الدولية النمو الكبير في أسواق عدد من الدول النامية ، والتي عرفت بإسم الأسواق الناشئة. و قد إرتبط نمو هذه الأسواق بحجم التدفقات الرأسمالية الوافدة عبر الحدود التي جاءت كنتيجة لقيام تلك الدول بفتح أسواقها وتحريرها من كافة القيود و بالتالي العمل على زيادة جاذبية أسواقها و قدرتها التنافسية في مجال الخدمات المالية و إستقطاب الإستثمارات المحلية و الأجنبية. لهذا سنتناول الأسواق الناشئة من خلال النقاط التالية :

**المطلب الأول : ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة**

تعتبر أزمة المديونية التي عرفتها الدول النامية في بداية الثمانينات من أهم الدوافع الأساسية للتغيير في البنية المالية للدول النامية، إذا أصبحت تلك الدول تفكر في جلب موارد مالية خارجية بعيدة عن الديون وبالتالي كان التوجه نحو الإعتماد على الإستثمارات الأجنبية المباشرة والإستثمار في محفظة الأوراق المالية. وبلجوء الدول النامية إلى الأسواق العالمية للإستفادة من التدفقات الخاصة إضافة إلى التحرر المالي الذي شهده العالم في إطار العولمة المالية، ووجد ما يعرف بأسواق الأوراق المالية الناشئة. التي ستكون محل دراستنا على النحو التالي:

**أولاً : تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة و مراحل نموها**

يطلق مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة والذي تم إستخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة إنتقالية و يكون حجم نشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد .

فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة Standard & Poor إذا توفر فيها أحد الشرطين التاليين على الأقل: (1)

- أن تنتمي لإقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي .
  - أن يكون رأس مال السوق القابل للإستثمار منخفض مقارنة بالنتائج المحلي الخام .
- لقد كان تعريف S&P للأسواق الناشئة إلى غاية 1995 يعتمد على تصنيف البنك الدولي للإقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل. حيث تصنف الإقتصاديات كناشئة إذا كان نصيب الفرد من الناتج المحلي الخام لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل. إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة ، فالإعتماد على الدولار لحساب الناتج الوطني الخام للفرد يتأثر بالتقلبات

(1) سامية زيطاري ، " ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية " ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية فرع القياس الإقتصادي ، جامعة الجزائر ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير ، 2004 ، ص 44.

الحادة لمعدل سعر الصرف ، هذا بالإضافة إلى أن إعداد الإحصائيات المتعلقة بالنتائج المحلي الخام يستلزم الكثير من الوقت و بالتالي تنشر متأخرة .

ولتجاوز هذا الضعف لجأ S&P إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة نصيب الفرد من الناتج المحلي الخام خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعتبة التي يحددها البنك الدولي . و يكفي لتصنيف البلد ضمن قائمة الدول الناشئة أن يكون نصيب الفرد من الناتج المحلي خلال السنوات الثلاثة الماضية أقل من العتبة التي يحددها البنك العالمي.

من جهة أخرى يمكن القول أن البلدان الناشئة هي كل الدول خارج نطاق مجموعة الخمسة عشرة أو مجموعة دول منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية OCDE.<sup>(1)</sup>

و يمكن تعريف الأسواق الناشئة إستنادا لمؤسسة التمويل الدولية بأكثر من طريقة ، فمن ناحية يعني لفظ " ناشئة " أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث و أن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات ، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم و النشاط و لا يوحى ببوادر أي تغيير ، و من جهة أخرى يمكن أن يعني لفظ سوق ناشئ لسوق أوراق مالية في أي إقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاته ، و يرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية بنمو الإقتصاد المعني ، و يحتفظ خبراء مؤسسة التمويل الدولية بالمفهوم الأول، وبذلك يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ " سوق ناشئ " إذا إنطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين :<sup>(2)</sup>

- إذا تواجد هذا السوق في إقتصاد نام.

- إذا كان السوق ذاته بصدد نمو .

### ثانيا : تصنيفات أسواق الأوراق المالية الناشئة

يترجم عادة التباين الموجود فيما بين أسواق الأوراق المالية الناشئة من دولة نامية لأخرى بليختلاف عدد الشركات المسجلة ، و عدد الشركات الجديدة و القيمة السوقية للأسهم ، و القدرة على تجميع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي ، و يرجع هذا التباين في أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى الإختلاف في مقومات البيئة الاقتصادية و التمويلية في الدول النامية و التي تتمثل أهم مكوناتها فيما يلي :<sup>(3)</sup>

- دور و حجم القطاع الخاص .

- قدرة المستثمرين الأجانب على الوصول إلى سوق الأوراق المالية.

(1) D.Grimbert et autre , " Les marches émergents " , PARIS , Septembre , 1995 , p 61.

(2) هالة حلمي السعيد ، " الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الإقتصادية في ظل العولمة " ، العدد 58، بنك الكويت الصناعي الكويت سبتمبر 1999، ص 23.

(3) عمر صقر " العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة " الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2003 ، ص 106-107.

- دور مصادر التمويل البديلة.

- الوضع المؤسسي و الإشراف و الإفصاح و الترتيبات القائمة .

- الإطار التشريعي و التنظيمي الذي يحكم الإستثمار المحلي و الأجنبي .

وتقسم الأسواق الناشئة تبعا لخصائصها إلى أربع مجموعات بينها قدر من التداخل، و نشير أن هذه الأسواق ستزداد نضجا بمرور الوقت و تنتقل إلى المجموعات الأكثر تطورا و تنطبق إليها فيما يلي :

#### **أ- الأسواق الناشئة التي في حالة ركود**

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور و التي تتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة ( أو المسعرة ) و إنخفاض عدد الأسهم و تعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار volatility مع ارتفاع درجة التركيز<sup>(1)</sup>، و إنخفاض السيولة و ضعف إطارها المؤسسي ، و تبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين و تصبح أكثر قبولا كبديل إستثماري للودائع المصرفية التقليدية و كثيرا ما تكون بديلا للسندات الحكومية، و تشمل هذه المجموعة أسواقا عديدة في أفريقيا ( كوت ديفوار ، زيمبابوي ) و في أوروبا الوسطى و الشرقية و في دول الإتحاد السوفياتي سابقا ( أوكرانيا ) و بعض الدول الإشتراكية في آسيا، و تتميز أغلبية هذه الدول بوجود صعوبات تعترض عمله ا و بمردود ضعيف للإقتصاد، و تدفق ضعيف لرؤوس الأموال الدولية، كما أن الأسواق المالية فيها مازالت في مرحلة الإنشاء .

#### **ب- الأسواق الناشئة بالمعنى الحرفي**

تتميز الأسواق في هذه المجموعة بلارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، و نظرا لأن أسواق الأسهم الآن إكتسبت قدرا من المصدقية فلن الضغط الخارجي من أجل زيادة فرصة الوصول إلى ذلك السوق و الضغوط في الداخل من أجل الحصول على التمويل بسعر منخفض، أدى إلى تخفيض حدة الضوابط المفروضة على سوق المال الداخلية، مع إزدياد سيولة السوق بدأ المستثمرون الدوليون يدركون مميزات التنوع الناشئة عن الإستثمار في هذه الأسواق، و مع ذلك تبقى صغيرة بالنسبة لإقتصاد الدولة بالرغم من تزايد الإعتماد عليها كمصدر للتمويل، و قد دخلت أسواق الأسهم في الصين و كولومبيا و الهند و باكستان و بيرو والفلبين كلها في هذه المرحلة .

#### **ج- الأسواق الناشئة الأكثر تقدما**

تتميز إقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها أسواق هذه المجموعة بمعدل تضخم منخفض، إستقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي و بنكي متطور، الإندماج في الأسواق الدولية للأسهم و السندات.

(1) أحمد بوراس ، " العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية " ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة قسنطينة ، عدد 17 ، جوان 2002 ، ص 28 .

وتكون العائدات السوقية أقل تقلبا وتحديث زيادة سريعة في نشاط التداول و في حجم الأسهم المصدرة و يزداد حجم التعامل بصورة ملموسة، وتنخفض معه علاوة مخاطر الأوراق المالية. كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في إقتصاد الدولة، كما هو الحال في هونغ كونغ، كوريا، المكسيك سنغافورة و تايوان.

### **ثالثا : محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة**

لقد كان للعملة الأثر الكبير في نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة في كثير من الدول النامية نتيجة لتزايد الطلب على الإستثمارات الأجنبية والمحلية لسد الفجوة التمويلية في هذه الدول قصد توفير إحتياجات التمويل للنشاط الإقتصادي والإنتاجي طويل الأجل فيها، إضافة إلى الرغبات المتزايدة للمستثمرين الدوليين في البحث عن أسواق متعددة لتنوع إستثماراتهم تقليلا للمخاطر، ويشير هذان السببان إلى وجود منفعة متبادلة بين الدول النامية المضيفة للإستثمارات الأجنبية والمحلية والدول المتقدمة صاحبة رؤوس الأموال المستثمرة من إنشاء أسواق مالية في الدول النامية<sup>(1)</sup>. وترجع أسباب نمو الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية وزيادة قدرتها على جذب الإستثمارات الأجنبية على نوعين من العوامل هما :

#### **1- العوامل الداخلية ( عوامل الجذب )**

و هي مجموع السياسات الإقتصادية التي من شأنها أن تساعد على جذب الإستثمارات إلى الأسواق الناشئة و تتمثل هذه العوامل في :

- برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها كثير من الدول النامية ، وأهم هذه البرامج برامج الخصخصة، التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية ، و ساهمت هذه العملية في زيادة رسملة سوق الأوراق المالية و نشاطه عن طريق زيادة توفر الأسهم و تعميق أسواق المال المحلية الذي يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية.<sup>(2)</sup>
- إرتفاع معدلات النمو الإقتصادي في الإقتصاديات الناشئة الذي يشجع على الإستثمار في أسواق تلك الدول فعلى سبيل المثال تحقق تايوان و كوريا و إندونيسيا معدلات نمو إقتصادي أعلى من تلك التي تحقها الدول المتقدمة ، و من هنا يفضل مديرو المحافظ المالية الإستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة. نظرا لتمتع هذه الدول بإنخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي و لذلك فإن زيادة حجم الإستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على نموها. إضافة إلى أن هناك إعتقاد سائد لدى بعض مديري الإستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 م ستكون أكثر من 50 % من مكونات أي محفظة إستثمارية دولية عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة

(1) خالد سعد زغلول، " العولمة و الأسواق المالية الناشئة "، مجلة الحقوق العدد الأول، السنة السادسة و العشرون، الكويت مارس 2002، ص 54.

(2) هالة حلمي السعيد ، مرجع سابق ، ص 19.

النمو في آسيا و أمريكا اللاتينية، نظرا لأن التحول إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة يعتبر ضروريا في ظل معدلات النمو العالية التي تسجلها إقتصاديات تلك الدول ، والتي تتراوح بين 5 % و 8 % سنويا .

- إصلاح القطاع المالي الذي يعتبر أحد الدعائم الرئيسية التي ساعدت على النمو السريع لأسواق الأوراق المالية بها ، فقامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة و التخلي عن الإئتمان الموجه .

- إتباع الدول النامية لعمليات المفاضلة SWAP ، و هي تعني ( مفاضلة الدين بأسهم ) . بمعنى تحويل ديونها إلى أسهم و بيعها في أسواق الأسهم ، فلقد تم تحويل المليارات من الدولارات من الديون في الدول النامية إلى أسهم هذه الدول ، مما يسمح بالمزيد من تدفقات الإستثمارات المالية لأسواقها .

- خفض معدلات الضرائب على المعاملات و الأرباح الرأسمالية ، فضلا عن تنظيم قواعد الإفصاح المالي والتسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق و رفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية .

## **2- العوامل الخارجية ( عوامل الدفع )**

تعتبر العوامل الخارجية من المحددات الهامة لنمو الأسواق الناشئة و تتمثل أهم هذه العوامل في :

- إنخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية ، حيث إنخفضت معدلات فائدة البنوك الفدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9.8 % في أبريل 1989 م إلى 2.9 % في نوفمبر 1992 ، وقد حفز هذا الإنخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الإستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة ذات العائد المرتفع.<sup>(1)</sup>

- تسهيل الدول المتقدمة دخول مصدري الأوراق المالية من الدول النامية لأسواقها من خلال إتباع تدابير من شأنها تخفيض كلفة المعاملات في أسواق الأوراق المالية فيها ، و من ثم تشجيع إصدار الأوراق المالية فيها لتلبية إحتياجات الدول النامية .

- تباطؤ النشاط الإقتصادي في الدول المتقدمة وإنعكاسه بالسالب على نمو الناتج المحلي الإجمالي .

- يعتبر الإتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي ، مثل صناديق المعاشات و شركات التأمين من بين العوامل الخارجية التي أدت إلى نمو الأسواق المالية الناشئة ، خاصة و أن تلك المؤسسات تستوعب نصيبا متزايدا من الإدخار العالمي . حيث يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الإستثمار في الأوراق المالية لأمريكا الجنوبية في حين يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في اليابان الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا .<sup>(2)</sup>

(1) Rober A. Feldman and Manmohan S.Kumar" Emerging Equity markets Growth Benefits and policy Issue" World bank research observer .vol 10.n<sup>02</sup> August 1995. page 189.

(2) مسعود أحمد و سودارستان غونيو، " الإستثمار بالحفاضة و تدفقه إلى البلدان النامية "، مجلة التمويل والتنمية ، مارس 1993، ص 101.

و من أهم الدراسات التي أعطت أهمية نسبية لعوامل الدفع دراسة " كالفو جليرمو ورينهات " حيث أكدت على أن السبب الرئيسي وراء التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى عشر دول من دول أمريكا اللاتينية يتمثل في عوامل الدورة الإقتصادية للسوق العالمي و بصفة خاصة إنخفاض سعر الفائدة الأمريكي والكساد في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية <sup>(1)</sup>. كما أكدت دراسة "فرننداز أريز " نفس النتيجة ، حيث قام بتحليل أسباب التحسن في الجدارة الائتمانية و التي يعود جزء كبير منها إلى الإنخفاض في سعر الفائدة العالمي في حين جاء الجزء الآخر نتيجة لتحسن البيئة الإقتصادية المحلية لتلك الدول و خلص إلى أن 86 % من الزيادة في التدفقات في محفظة الأوراق المالية إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة 1989 – 1993 كانت نتيجة لإنخفاض أسعار الفائدة العالمية <sup>(2)</sup>. وهي ذات النتيجة التي توصل إليها فرانكل وروز في تحليلهما لمحددات تدفقات محفظة الأوراق المالية في عشرة دول من أمريكا اللاتينية و لبعض دول جنوب شرق آسيا. <sup>(3)</sup> و توصل " كوهان و كلازنس و مايني " إلى نتائج مشابهة بالنسبة لتدفقات الأسهم و السندات من الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث تفسر العوامل الخارجية نحو نصف التدفقات التي إتجهت إلى دول أمريكا اللاتينية ، بينما تشترك كل من العوامل الداخلية و الخارجية في تفسير تلك التدفقات ( من الأسهم و السندات ) إلى الدول الآسيوية ، وإن كانت المتغيرات الداخلية تزيد في أهميتها على المتغيرات الخارجية بنحو 3 – 4 مرات في تفسير سلوك تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول الآسيوية. <sup>(4)</sup> و أكد كل من " هارندز و رادولف " على أن العوامل الداخلية هي التي تفسر تدفق رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى كل من آسيا و أمريكا اللاتينية . أضف إلى ذلك أن الإصلاحات الداخلية ، و التي ينظر إليها على أنها وقتية ، تحفز تدفق رؤوس الأموال حيث يفسر ذلك برغبة المستثمرين بجني الأرباح قبل تغيير السياسات القائمة. <sup>(5)</sup> و يمكن إبراز مختلف التدفقات الرأسمالية إلى الدول النامية من خلال الجدول التالي :

(1) Calvo, Guillermo A & Sleonario Liederman and Carmen M.Reinhart , " capital inflows and the real exchange factors " , IMF working paper . August 1992 . P 17.

(2) Fernandez Arias , Eduardo " the new wave of capital inflows : push or pull " , journal of development economics vol 48 , 1996 . p 23.

(3) Frankel,Jeffery.A and Andrew K Rose,"currency crashes in emerging markets an empirical treatment " , journal of development economics vol 41 , 1998 . p 17.

(4) Chuham , Ppunan , Stiji C;aessens , and Nandu Maming , " equity and bond flows to Asia and Latin America" the role of global and country factors " world bank , working paper , n0: 1160 July 1993 p 01.

(5) Rumeen Islam , " should capital flouws be regulated A look at issue policies " , working paper N0 2293 , world bank 2000,p 18-25.

الجدول رقم ( 1-2 ) : صافي التدفقات الرأسمالية إلى الدول النامية

الوحدة : مليار دولار

السنة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
قروض البنوك	3.2	4.8	16.3	3.3	13.9	32.4	43.7	60.1	25.1
إستثمارات الحافظة	4.9	18.4	25.2	88.2	71.9	62.7	102.7	27.8	44.3
إستثمار أجنبي مباشر	24.5	34.4	46.1	70.0	88.5	105.4	126.4	163.4	155
أخرى	11.4	3.0	10.7	8.6	3.7	1.0	3.0	2.6	2.7
المجموع	43.9	60.5	98.3	167	178.11	201.5	275.9	299	227

المصدر : شذا جمال الخطيب " العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال "، مؤسسة طابا، القاهرة 2002 ، ص 30

من خلال الجدول يتضح لنا أن عقد التسعينات من القرن الماضي شهد طفرة في حجم التدفقات الرأسمالية إلى الدول النامية إذ بلغت في عام 1996 نحو 275.9 مليار دولار أمريكي ، أي نحو ستة أضعاف ما كانت عليه في بداية التسعينات.

**المطلب الثاني : مؤشرات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة**

هناك مجموعة من المؤشرات يمكن على أساسها الحكم على درجة نمو أي سوق للأوراق المالية في الدول النامية وهي :

**أولا : مؤشرات حجم السوق**

ثمة مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية هما نسبة رأس مال السوق Market capitalisation و عدد الشركات المدرجة بالسوق.

**1- نسبة رأس مال السوق Market capitalisation**

تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي. و من الناحية الإقتصادية ثمة فرض يتضمنه إستخدام هذا المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد و تعبئة رأس المال. بيد أن هذا المؤشر يعاني من بعض القصور التي تحول دون الإعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تنمية السوق ، إذ أن بعض الأسواق تتميز بإرتفاع نسبة رأس مال السوق ، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا . و مضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد يكون كبير وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق و لكنه غير نشط.

و يمكن إبراز نسبة رأس مال السوق في الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتطورة من خلال الجدول التالي :

الفصل الثاني : دراسة تجارب بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

الجدول رقم ( 2-2 ) : نسبة رأس مال السوق في بعض الأسواق المتطورة و الناشئة لعام 2003.

نسبة الرسملة البورصية إلى الناتج المحلي الإجمالي %	الرسملة البورصية	الناتج المحلي الإجمالي	الوحدة : مليار دولار أمريكي		
103.0	11329.0	11004.1	نيويورك	الأسواق الأوراق المالية المتطورة	
102.5	888.7	866.8	تورنتو		
136.8	2 460.1	1 797.8	لندن		
76.3	2 076.4	2 719.8	*Euronext		
41.9	614.8	1 468.3	إيطاليا		
86.6	726.2	838.6	إسبانيا		
142.0	37.3	26.3	لكسمبورغ		
227.5	727.1	319.7	سويسرا		
115.3	585.4	507.7	أستراليا		
42.7	33.0	77.4	نيوزيلندا		
68.8	2 953.1	4 294.2	طوكيو		
93.77	22431.1	23920.7	المجموع		
27.0	35.0	129.7	الأرجنتين		الأسواق الأوراق المالية الناشئة
46.0	226.4	492.3	البرازيل		
119.8	86.3	72.1	الشيلي		
19.6	122.5	626.1	المكسيك		
156.0	161.0	103.2	ماليزيا		
456.1	714.6	156.7	هونغ كونغ		
190.3	173.8	91.3	سنغافورة		
132.5	379.1	286.0	تايوان		
83.1	119.0	143.2	تايلاند		
48.5	293.9	605.4	كوريا		
25.5	360.1	1 412.3	الصين Shanghai		
163.1	260.7	159.9	جنوب إفريقيا		
40.7	1.8	4.5	مالطا		
14.5	28.8	198.3	بولندا		
66.12	2963	4481	المجموع		

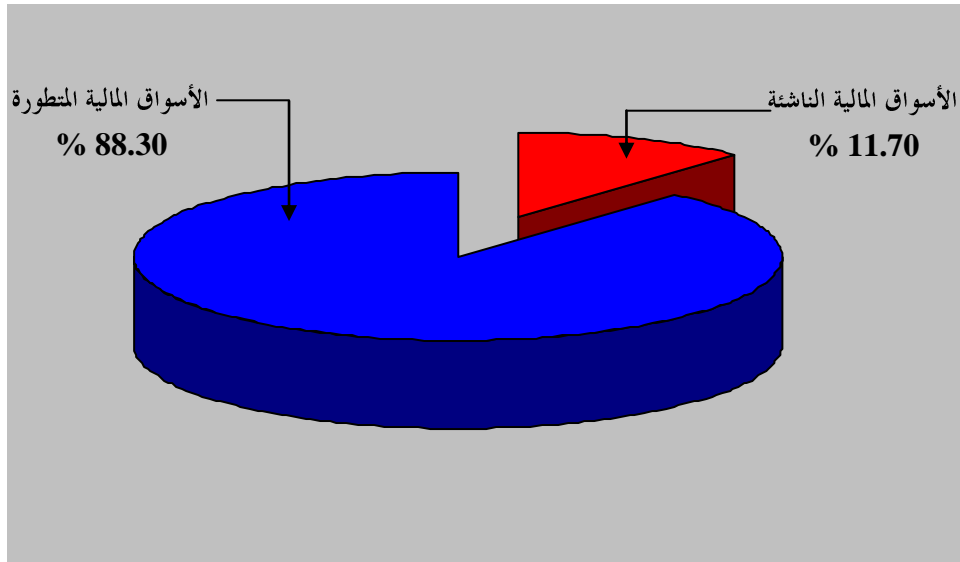
Source : WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2004, p 100.

\* و تشمل كل من بورصة أمستردام ، بورصة لشبونة ، بورصة بروكسل ، بورصة باريس



من خلال الجدول نجد بشكل عام أن أداء أسواق الأوراق المالية في بعض الدول المتقدمة مقارنة مع نظيراتها في الدول الناشئة كان جيدا، حيث بلغت نسبة رأس مال السوق في الدول المتقدمة 93.77 % و هذا راجع إلى الوزن الكبير و أهمية تلك الأسواق في الدول المتقدمة، فعلى سبيل المثال بلغت هذا النسبة في كل من نيويورك، تورنتو، لندن، لكسمبورغ، سويسرا وأستراليا نحو 103.0 %، 102.5 %، 136.8 %، 142.0 %، 227.5 %، 115.3 % على التوالي. بينما بلغت تلك النسبة في الدول الناشئة 66.12 % أما إذا تحدثنا عن أداء الأسواق المالية الناشئة بشكل منفرد فنجد أن بعض الدول كان أداء أسواقها أحسن بكثير مما هو عليه في بعض الدول المتقدمة . فمن خلال الجدول نلاحظ أن نسبة رأس مال الأسواق الناشئة في بعض دول جنوب شرق آسيا قد فاقت عتبة 100 % . وكانت 119.8 %، 156.0 %، 456.1 %، 190.3 %، 132.5 %، 163.1 % في كل من الشيلي ، ماليزيا ، هونغ كونغ ، سنغافورة ، تايوان ، جنوب إفريقيا على التوالي. في حين إنخفضت تلك النسبة في بعض الدول كالأرجنتين ، البرازيل ، كوريا ، الصين مالطا بولندا. إذ بلغت 27 %، 46 %، 19.6 %، 48.5 %، 25.5 %، 40.7 %، 14.5 % على التوالي. أما إذا أردنا معرفة وزن رأس مال السوق في الأسواق الناشئة من رأس مال السوق العالمي فيمكن إظهار ذلك من خلال الشكل التالي :

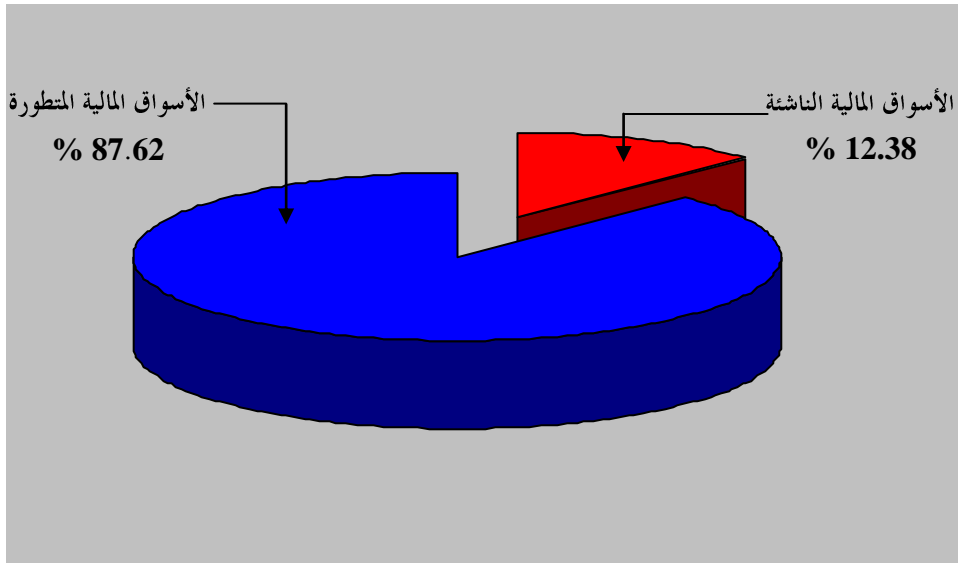
الشكل رقم ( 1-2 ) : حصة الأسواق الناشئة من رأس مال السوق الكلي لسنة 2003



المصدر : من إعداد الطالب إستنادا إلى :

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS "PARIS ,2004 p 50.

الشكل رقم ( 2-2 ) : حصة الأسواق الناشئة من رأس مال السوق الكلي لسنة 2004



المصدر : من إعداد الطالب إستنادا إلى :

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS "PARIS ,2004 p 50.

تتسم الأسواق الناشئة بشكل عام بصغر حجم رسمتها مقارنة بما هو عليه في الأسواق المتطورة إذ تراوحت في مجملها في عام 2003 حوالي 2971621.90 مليون دولار أمريكي مقارنة بـ 22431205.30 مليون دولار أمريكي في الأسواق المتطورة الأمر الذي انعكس سلبا على حصة الأسواق الناشئة من الرسملة الإجمالية إذ بلغت نسبتها حوالي 12.38 % مقارنة بـ 87.62 % بالنسبة للأسواق المتطورة .

أما في عام 2004 فنجد أن حجم نمو الأسواق الناشئة كان أكبر مما هو عليه في الأسواق المتطورة إذ بلغ معدل نمو الرسملة في الأسواق الناشئة 24.44 % بقيمة إجمالية تقدر بـ 3698039.40 مليون دولار أمريكي مقارنة بـ 2971621.90 مليون دولار أمريكي عام 2003. لذا نجد أن حصة الأسواق الناشئة من الرسملة الإجمالية قد إرتفعت خلال عام 2004 حيث بلغت 12.38 % مقابل 11.70 % في عام 2003. و يعود ذلك إلى إرتفاع عدد الشركات المدرجة في تلك الأسواق كما سيتم توضيحه لاحقا.

2- عدد الشركات المدرجة

يمكن إدراج عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق . غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر رأس مال السوق . إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيراً لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً.

الجدول رقم ( 2-3 ): عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق الناشئة بين عامي [ 2004/ 2003 ]

2004			2003			البيان
المجموع	الأجنبية	المحلية	المجموع	الأجنبية	المحلية	
107	04	103	110	04	106	الأرجنتين
388	02	386	391	02	389	البرازيل
240	01	239	240	01	239	الشيلي
326	175	151	237	79	158	المكسيك
959	04	955	902	04	898	ماليزيا
1096	10	1086	1037	10	1027	هونغ كونغ
633	25	608	560	26	534	سنغافورة
702	05	697	674	05	669	تايوان
463	00	463	420	00	420	تايلاند
683	00	683	684	00	684	كوريا
837	00	837	780	00	780	الصين Shanghai
389	21	368	411	21	390	جنوب إفريقيا
13	00	13	13	00	13	مالطا
230	05	225	203	01	202	بولندا
7066	252	6814	6662	153	6509	المجموع

Source : WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " ,PARIS 2004, p 53.

من خلال الجدول نجد أن عدد الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة قد ارتفع من 6662 شركة في عام 2003 إلى 7066 شركة في عام 2004 و هذا إن دل على شيء فإنما يدل على سعي السلطات في تلك الدول إلى تطوير أسواقها المالية ، و يبدو ذلك جلياً من خلال ارتفاع عدد الشركات الأجنبية المدرجة في تلك الأسواق إذ بلغ عددها عام 2003 نحو 153 شركة أجنبية مدرجة ليرتفع في عام 2004 إلى 252 شركة أجنبية مدرجة.

**ثانيا : مؤشرات السيولة**

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية و لأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة و بتكلفة يسيرة، فهي تجعل الإستثمار المالي أقل خطرا و تسهل من الإستثمار طويل الأجل . و تواجه الأسواق التي تفتقر إلى السيولة بحذر من المستثمرين لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه. و في السوق ذات السيولة المرتفعة تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على إحتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، سواء عن طريق إصدار سندات أو بزيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم. و ثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما : نسبة حجم التداول أو التعاملات ، و معدل الدوران.

**1- نسبة حجم التداول**

تمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. و تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الإقتصاد القومي و هي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني . و الجدول التالي يوضح لنا نسب حجم التداول في بعض الأسواق الناشئة لعام 2003.

الجدول رقم ( 2-4 ) : نسبة حجم التداول في بعض الأسواق الناشئة لعام 2003

الوحدة مليار دولار أمريكي	الناتج المحلي الإجمالي	حجم التداولات	نسبة حجم التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي %
الأرجنتين	129.7	3.0782	2.37
البرازيل	492.3	66.4275	13.49
الشيلي	72.1	6.6473	9.21
المكسيك	626.1	25.8680	4.13
ماليزيا	103.2	52.2334	50.61
هونغ كونغ	156.7	296.1559	188.99
سنغافورة	91.3	91.9282	100.68
تايوان	286.0	591.7176	206.89
تايلاند	143.2	102.4208	71.52
كوريا	605.4	459.0351	75.82
الصين Shanghai	1 412.3	255.9647	18.12
جنوب إفريقيا	159.9	101.1269	63.24
مالطا	4.5	0.0466	1.03
بولندا	198.3	9.6627	4.87

Source: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS "PARIS 2004, p 50,57

من خلال الجدول نجد أن بعض الدول الناشئة تتمتع بنسب تداول مرتفعة مثل ماليزيا ، هونغ كونغ سنغافورة ، تايوان ، تايلاند ، كوريا ، جنوب إفريقيا إذ بلغت في عام 2003 نحو 50.61 % ، 188.99 % ، 100.68 % ، 206.89 % ، 71.52 % ، 75.82 % ، 63.24 % على التوالي. الأمر الذي يعكس إرتفاع مستويات السيولة في أسواق تلك الدول ، بينما بلغت تلك النسبة في بعض البلدان الأخرى مثل الأرجنتين ، البرازيل ، الشيلي ، المكسيك نحو 2.37 % ، 13.49 % ، 9.21 % ، 4.13 % على التوالي . الأمر الذي يعكس تدني مستويات السيولة في أسواق تلك الدول.

و كما قلنا سابقا أن نسبة حجم التداول تكمل نسبة رأس مال السوق عند تحليلنا لدرجة نمو السوق فمثلا نجد أن ماليزيا ترتفع فيها كل من نسبة حجم التداول ونسبة رأس مال السوق إذ بلغت الأولى في عام 2003 نحو 50.61 % بينما بلغت الثانية خلال نفس السنة نحو 156.0 % . في حين أنه في الشيلي تميزت نسبة رأس مال السوق بالإرتفاع إذ بلغت نحو 119.8 % ، بينما نسبة التداول تميزت بالإنخفاض حيث بلغت نحو 9.21 % . هذا ما يعزز القول بأن نسبة رأس مال السوق يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الإعتماد عليه كليا للدلالة على درجة نمو السوق.

## 2- معدل الدوران

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق ، و يكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق ، فالسوق قد يكون صغير ونشط . فهو صغير لإنخفاض نسبة رأس مال السوق و نشط لإرتفاع معدل الدوران . ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم ( 2- 5 ) : معدل دوران الأسهم في بعض الأسواق الناشئة لعام 2003

الوحدة: مليار دولار أمريكي	رأس مال السوق	حجم التعاملات	نسبة رأس مال السوق	معدل الدوران %
الأرجنتين	34.9947	3.0782	27.0	8.0
البرازيل	226.3577	66.4275	46.0	29
الشيلي	86.2914	6.6473	119.8	7.0
المكسيك	122.5330	25.8680	19.6	21
ماليزيا	160.9703	52.2334	156.0	32
هونغ كونغ	714.5974	296.1559	456.1	41
سنغافورة	173.8170	91.9282	190.3	52
تاوان	379.0604	591.7176	132.5	156
تايلاند	119.0172	102.4208	83.1	86
كوريا	293.8742	459.0351	48,5	156
الصين Shanghai	360.1063	255.9647	25.5	71
جنوب إفريقي	260.7491	101.1269	163.1	38
مالطا	1.8487	0.0466	40.7	2.0
بولندا	37.4045	9.662,7	14.5	25

المصدر : من إعداد الطالب إستنادا إلى :

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS "PARIS 2004, p 50,57

من خلال الجدول نجد أن سوق الأوراق المالية في كوريا كانت بها نسبة رأس مال السوق لعام 2003 منخفضة إذ قدرت بـ 48.5 % ، في حين أن معدل الدوران بها كان مرتفعا . إذ قدر بـ 156 % و هذا ما يعكس النشاط الكبير بالسوق رغم إنخفاض نسبة رأس مال السوق بها . نفس الأمر بالنسبة لبورصة Shanghai بالصين التي بلغت فيها نسبة رأس مال السوق نحو 25.5 % في حين أن معدل الدوران بها كان مرتفعا إذ بلغ نحو 71 % . في حين أن هناك بعض الدول كانت بها نسبة رأس مال

السوق مرتفعة غير أن معدل الدوران بها كان منخفضا كما هو الحال بالنسبة لكل من الشيلي و جنوب إفريقيا إذ بلغا هذين المؤشرين بما في عام 2003 نحو 119.8 % ، 7.0 % بالنسبة للشيلي و 163.1 % ، 38 % بالنسبة لجنوب إفريقيا. و يرجع ذلك إلى أنه في كثير من هذه الأسواق قد تكون هناك حصة كبيرة من الأسهم المسجلة غير متداولة في الواقع لأنها مملوكة للحكومة أو للبنوك أو للعائلات و من ناحية أخرى يكمل معدل الدوران نسبة التداول ، إذ توضح نسبة التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الإقتصاد القومي بينما يقيس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق.

### ثالثا : مؤشر تركز السوق Market Concentration

في العديد من البلدان تسيطر بعض الشركات على السوق الأمر الذي يعني إرتفاع درجة التركز فيها . و تعد درجة التركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق. و تقاس درجة التركز من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق. و الجدول التالي يوضح لنا درجة تركز السوق في بعض الأسواق الناشئة.

#### الجدول رقم ( 2-6 ) : درجة تركيز السوق في بعض الأسواق الناشئة لعام 2004

نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق %	حصة أكبر عشر شركات من حجم التداول %	
79.3	81.6	الأرجنتين
49.0	47.3	البرازيل
44.5	51.5	الشيلي
62.0	68.7	المكسيك
36.0	11.9	ماليزيا
52.2	39.5	هونغ كونغ
47.8	40.9	سنغافورة
35.0	24.7	تاوان
44.8	25.3	تايلاند
47.8	38.1	كوريا
29.0	15.0	الصين Shanghai
39.4	68.1	جنوب إفريقي
98.5	96.4	مالطا
65.9	65.1	بولندا

Source :WORLD FEDERATION OF EXCHANGES,"ANNUAL REPORT AND STATISTICS",PARIS 2004 p 68.

يلاحظ من الجدول أعلاه وجود درجة كبيرة من التركيز في بعض الأسواق الناشئة مقاسا بنصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوق في الأسواق الناشئة ، إذ نلمس وجود بعض المؤسسات تسيطر على أغلب السوق ، ففي الأرجنتين توجد 10 مؤسسات كبيرة تمثل 79.3% من الرسملة الإجمالية ، هذه النسبة ترتفع إلى 98.5% في السوق المالي بمالطا . نفس الشيء يمكن قوله بالنسبة لدرجة التركيز من حيث قيمة التداول إذ في الأجتين توجد عشر مؤسسات كبيرة تستحوذ على 81.6% من حجم التعاملات ، لترتفع هذا النسبة إلى 96.4% بمالطا. و هذا التركيز من شأنه أن يؤدي إلى خطر سيولة مرتفع و بالتالي التقليل من جاذبية هذه الأسواق.<sup>(1)</sup>

#### رابعا : مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية

يمكن للعوامل المؤسسية والتنظيمية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية ، فقواعد الإفصاح الإجمالية توفر معلومات عن الشركات و الوسطاء الماليين ، مما يعزز من مشاركة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية. و رغم صعوبة قياس التنمية المؤسسية و التنظيمية التي تتسم بطابعها الكيفي ، إلا أن هذا لم يمنع من وجود محاولات لقياسها . و أبرز تلك المحاولات ما قام به كل من **Dermirguc Kunt & Levine** حيث قاما بتجميع معلومات من مؤسسة التمويل الدولية **IFC** : تتعلق بأسواق الأوراق المالية في بعض الدول و على أساسها تم اعتماد سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية هي كالتالي :

#### 1- المؤشر الأول

يوضح ما إذا كانت الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية تنشر المعلومات المتعلقة بالأسعار و الأرباح. و تعطى قيمة صفر أو واحد [ 1/0 ] ، إذ تشير القيمة واحد إلى أن المعلومات دقيقة وشاملة و تنشر على المستوى الدولي.

#### 2- المؤشر الثاني

يقيس مستوى المعايير المحاسبية المطبقة ، حيث تخصص قيم صفر ، واحد ، إثنان [ 2/1/0 ] للدول التي تتبنى معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أو حسنة على التوالي .

#### 3- المؤشر الثالث

يقيس نوعية و جودة قوانين حماية المستثمرين وفقا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية **IFC**. حيث تعطى قيم صفر ، واحد، إثنان [ 2/1/0 ] للإشارة إلى أن قوانين حماية المستثمرين المطبقة ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي .

#### 4- المؤشر الرابع

يشير إلى وجود لجنة سوق الأوراق المالية و نظم المقاصة و تسوية المعاملات.

(1) E.TCHEMENI, "Marches émergents", in Y-SIMON, Encyclopédie des marches financiers, PARIS, Economica , 1997, p 919.



5- أما بالنسبة للمؤشرات الخامس ، السادس ، السابع فتقيس القيود على إعادة تحويل التوزيعات و الأرباح و كذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج ( المؤشر الخامس ، المؤشر السادس ) و إمكانية مشاركة الأجانب في الإستثمارات الداخلية ( المؤشر السابع ). حيث تعطى قيم صفر ، واحد إثنان [ 2/1/0 ] للإشارة إلى أن تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل مقيد بشكل مطلق أو نسبي أو محررة بالكامل على التوالي. و يتم حساب المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية بأخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة ، فإذا كانت  $S_1, S_2, S_3, \dots, S_n$  هي مؤشرات التنمية المؤسسية

$$S = \sum_{i=1}^n S_i / N$$

والتنظيمية ، فإن المؤشر المتوسط لها [S] يحسب على النحو التالي :

و تختلف الدول فيما بينها في مدى توافر عناصر التنمية المؤسسية و التنظيمية ، إذ أنه خلال الفترة الممتدة من 1986 – 1993 سمحت الأردن مثلاً بتدفق رؤوس الأموال الدولية ، و لكنها لم يتوافر لديها معلومات دقيقة منشورة دولياً عن أسعار أسهم و أرباح الشركات ، كما إتبع معايير محاسبية فقيرة . في حين تميزت الهند خلال نفس الفترة بوجود معايير محاسبية جيدة على المستوى الدولي ، بيد أنها قيدت من حرية التدفقات الداخلة لرأس المال و حرية تحويل رأس المال و الأرباح إلى الخارج.<sup>(1)</sup>

الجدول رقم (2-7) : مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية لأسواق الأوراق المالية في بعض الدول عام 1992.

المؤشر	نوعية	مؤشر القيود على	مؤشر القيود على	مؤشر القيود على	مؤشر وجود	مؤشر	مؤشر	
المتوسط	قوانين	مشاركة الأجانب	تحويل رأس المال	إعادة تحويل عوائد	مؤشر وجود	المعايير	المعلومات عن	
للتنمية	حماية	في الإستثمار المحلي	للخارج	الإستثمار الأجنبي	لجنة البورصة	المحاسبية	الأرباح	
المؤسسية	المستثمرين			للخارج				
1.71	2	2	2	2	1	2	1	البرازيل
1.71	2	2	2	2	1	2	1	المكسيك
1.71	2	2	2	2	1	2	1	ماليزيا
1.71	2	2	2	2	1	2	1	كوريا
1.43	1	2	2	2	1	1	1	تايلاند
1.43	1	2	2	2	1	1	1	تركيا
1.29	1	2	2	2	1	0	0	باكستان
1.29	2	1	1	1	1	1	1	الهند
1.29	1	2	2	2	1	0	0	الأردن
0.57	1	0	0	0	1	0	0	زيمبابوي

المصدر : عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2005 ص 100.

(1) عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2005 ص 100.

**المبحث الثاني : دراسة تجربة سوق الأوراق المالية في ماليزيا**

لقد نمت إقتصاديات دول شرق آسيا بداية بالتمور الأربعة ( كوريا ، هونغ كونغ ، سنغافورة ، تايوان ) و إنتهاء بالتمور الحديثة ( ماليزيا ، إندونيسيا ، تايلاند ) بمعدلات سريعة خلال العقود الثلاثة الأخيرة بإستثناء سنوات الأزمة المالية. ولقد ساعد الأداء الجيد لإقتصاديات دول جنوب شرق آسيا عدة عوامل أهمها إرتفاع معدلات الإدخار ومن ثم الإستثمار. ولقد لعب النظام المالي في تلك الدول دورا هاما في حشد الموارد المالية و تخصيصها بين الإستثمارات المختلفة. و لعل أبرز ملامح القطاع المالي في دول جنوب شرق آسيا هو تنامي دور أسواق الأوراق المالية فيها بل قد أصبحت من أهم المراكز المالية العالمية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية. لذا إرتأينا في هذا المبحث إلى دراسة التجربة الماليزية في هذا المجال.

**المطلب الأول : نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا**

يعتبر سوق الأوراق المالية في ماليزيا من أهم المراكز المالية الدولية في جنوب شرق آسيا التي تشد إنتباه المستثمرين الدوليين لما يتمتع به من مجموعة من الخصائص ساهمت في نموه، الأمر الذي يدفعنا إلى ضرورة دراسة سوق الأوراق المالية في ماليزيا من خلال العناصر التالية :

**أولا : النظام المالي في ماليزيا**

إتصف النظام المالي الماليزي بطبيعة خاصة يعكسها تعدد أدواته وتنوع مؤسساته و خضوعه دائما و بشكل مستمر للتطوير ، كما إتسم بسياسته الحذرة و المتروية التي ظهرت بوضوح في تعامله مع الأزمات المالية التي صادفت الإقتصاد الماليزي خلال حقبي الثمانينات و التسعينات من القرن الماضي حيث إتخذت ماليزيا نهجا تدريجيا كأساس للإصلاح ، إتزم بالتدرج السليم . ونتيجة لذلك كان الإقتصاد الماليزي هو الأقل تضررا من الأزمات المالية التي عصفت بإقتصاديات دول شرق آسيا عام 1997. فخلال النصف الأول من الثمانينات واجهت ماليزيا أزمة إقتصادية حادة تمثلت في إرتفاع نسبة المديونية نتيجة لسياستها الهادفة في ذلك الوقت إلى إنشاء الصناعات الثقيلة و المشروعات العملاقة ، كما إرتفعت معدلات التضخم وتدهورت من ثم شروط التبادل التجاري في غير صالح الإقتصاد الماليزي نتيجة لإنخفاض أسعار الصادرات الماليزية و خصوصا البترول الأمر الذي رتب آثارا سلبية على الإقتصاد الماليزي ، وقد صاحب هذه الأزمة تزايد الركود الإقتصادي و تدهور قيمة الينجيت. وكان من نتائج الركود الإقتصادي تقلص حجم التدفقات النقدية الداخلة إلى العديد من الشركات و المؤسسات ، الأمر الذي إنعكس بالسلب على قدرتها على سداد مديونيتها ، وضعفت من ثم قدرتها على الحصول على موارد مالية منخفضة التكلفة ، وبقي في مواجهتها فرص الإقتراض ذات التكلفة المرتفعة كوسيلة وحيدة

لمواجهة مشكلة القصور في السيولة. و قد إنتقل الركوند أيضا إلى أسواق الأسهم و العقارات ، فإنخفضت أسعارها ، الأمر الذي أدى إلى تدهور قيم الأصول و من ثم ضمانات القروض التي قدمت إلى المؤسسات المالية . و تبعا لذلك إرتفعت قيمة القروض المصرفية غير المؤداة بشكل أضر كثيرا بالمؤسسات المالية في عامي 1985-1986 . وقد إزداد تفاقم الأزمة المالية نتيجة لأسباب أخرى أهمها سوء الإدارة ، والفساد والرقابة الضعيفة على المؤسسات المالية ، إلى حد أن بلغت معه قيمة إجمالي الخسائر التي تحملها القطاع الماليزي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي 4.3 % في عام 1986.(1)

ونتيجة لما تقدم إتبعته الحكومة الماليزية برنامجا للإصلاح الوطني يهدف إلى تحويل الإقتصاد الماليزي إلى إقتصاد تشكل الصناعات التصديرية ركيزة أساسية لتحقيق النمو و يولي للقطاع المالي أهمية خاصة. و قد إنتهجت الحكومة خلاله سياسة إقتصادية كلية إحترازية عملت على تخفيض معدلات التضخم، وتدعيم رصيد الإقتصاد الماليزي من الإحتياطيات الدولية و تحقيق فوائض في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات. وقد سبق هذا في نهاية سبعينات القرن الماضي إتباع برنامج إقتصادي يعمل على إعادة توزيع الدخل القومي بهدف تذويب الفروق الإقتصادية بين العرقيات ، خصوصا بين الأقليات الصينية و الهندية التي كانت تمتلك معظم الثروة و الأغلبية المالاوية التي لا تمتلك إلا القليل. وفي إطار خطة البنك المركزي الهادفة إلى بناء الثقة في القطاع المالي، قام البنك المركزي بتغيير معظم إدرات المؤسسات المالية كما حض المساهمين على إعادة حقن موارد جديدة لزيادة رؤوس أموال هذه المؤسسات. وفي إطار خطته لتعزيز مستوى الكفاءة في التعامل مع القطاع المالي، جعل البنك المركزي من الينجيت الماليزي عملة قابلة للتحويل إعتبارا من عام 1986 كوسيلة لتعديل ميزان المدفوعات ، كما قام بتعديل برامجه بهدف تشجيع تمويل إئتمان التصدير من خلال تخفيض متطلبات الإحتياطي و السيولة لمؤسسات الجهاز المصرفي، بشكل أدى إلى خفض تكلفة الأموال ومن ثم تحرير موارد مالية أستخدمت في تمويل الإستثمار الموجه للتصدير. ورغم أن أسعار الفائدة كانت دائما في ماليزيا موجبة إلا أنه كانت مقيدة بسقوف لا يمكن تجاوزها. وتأسيسا على ذلك بدأ البنك المركزي الماليزي عملية تحرير أسعار الفائدة و لكن بشكل تدريجي بهدف حشد الموارد اللازمة لتدعيم قدرات الجهاز المصرفي في تمويل المشروعات الإستثمارية ، ولتخفيض حجم الديون الخارجية الماليزية عملت الحكومة على إنتهاج برنامج لخصوصية المؤسسات العمومية إستخدمت عوائده في سداد ديونها. كما عملت على تنمية الإيرادات العامة من خلال إصلاح ضريبي وتنمية قدراته الإيرادية، وقد أدى المحور الأخير من الإصلاح إلى خفض عجز الموازنة في الثمانينات ومن خفض الإعتماد على تمويله من مصادر خارجية بشكل حد من درجة حساسية الموازنة العامة لمخاطر سعر الصرف.(2)

(1) Institute for international economics , " case studies ... Malaysia " , <http://www.iie.com> le 08/08/06

(2) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص 194.

وقد خرج الإقتصاد الماليزي بفعل البرنامج الإصلاح أكثر قوة تعكسها إنخفاض نسبة الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتحقيق توازن الموازنة العامة، وإرتفاع معدل النمو بشكل غير مسبوق إذ بلغ 9.2 % في عام 1994، كما خرج مكتسبا لخبرة التعامل مع الأزمات الإقتصادية و المالية. بيد أن هذا لم يمنع من تأثره بتداعيات الأزمة المالية الآسيوية عام 1997، حيث إنتقلت الأزمة بشكل أقل مقارنة بدول الأزمة الأخرى. ويعتبر الجهاز المصرفي محور النظام المالي الماليزي إذ بلغت قيمة أصوله في نهاية عام 1997 نحو 480 بليون رينجيت بنسبة 108 % من الناتج القومي الماليزي. ووجهت معظم قروضه إلى القطاع الخاص وخلال سنتي ما قبل الأزمة كان إهتمام البنك المركزي الماليزي أكبر بالرقابة على المديونية الخارجية للإقتصاد الماليزي بشكل جعل من حجمها بالنسبة لحجم الإقتصاد الماليزي معقولا. غير أنه لم يعط إهتمام مماثل لتطوير هيكل اللوائح الإحترازية والإشرافية للقطاع المالي بصفة عامة وللجهاز المصرفي بصفة خاصة ، وقد توازن هذا القصور الإشرافي مع تزايد إفراط الجهاز المصرفي في الإقراض. وقد لعب سوق رأس المال في ماليزيا وعلى وجه الخصوص سوق الأسهم دورا غير مباشر في زيادة القروض المصرفية، إذ لجأت البنوك إلى بشكل مكثف لتوسيع نطاق قاعدتها الرأسمالية. وكان الوجه الآخر لتضخم القروض المصرفية هو تزايد مديونيات وحدات القطاع العام خصوصا الكبيرة منها. ومع إنتهاء فترة الرواج ودخول الإقتصاد الماليزي مرحلة الركود، تراجعت التدفقات المالية لهذه الوحدات في وقت كان عليها أن تسوي ديونها الضخمة من الجهاز المصرفي ومن سوق السندات، و مع إفلاس العديد من هذه الشركات تزايدت نسبة القروض غير المؤداة لدى العديد من وحدات الجهاز المصرفي، وقد ساهم في إرتفاع هذه النسبة تزايد القروض المقدمة من البنوك إلى شركات سمسرة الأوراق المالية لتمويل شراء الأسهم، إذ أدى إنخفاض أسعار الأسهم في ظل تداعيات أزمة 1997 إلى تعرض المؤسسات المصرفية و شركات سمسرة الأوراق المالية على حد سواء لخسائر كبيرة نتجت عن إمتناع عملاء شركات سمسرة الأوراق المالية على سداد ديونها . وقد تعاملت الحكومة الماليزية مع هذه المشكلة بشكل سريع فاتخذت إجراءات في أول جانفي 1998 بهدف دعم القاعدة الرأسمالية لشركات سمسرة الأوراق المالية و تنمية قدراتها على إدارة الخطر وكان أهم هذه الإجراءات هي : وضع حدود قصوى للإلتئمان الممنوح للعميل الواحد أو الموجه لورقة مالية واحدة ، ألا يقل رأس مال الشركة الواحدة عن 20 مليون رينجت ، أن يكون الحد الأدنى للأصول السائلة 500000 رينجت أو ما يعادل 5 % من إجمالي الدين الكلي. و تجدر الإشارة أن إحتياجات القطاع الخاص من الموارد المالية قبل الأزمة كانت متاحة بشكل مستقر في كل من البنوك التجارية و سوق الأسهم و الأسواق الخارجية نتيجة لتحرير الأسواق المالية وإزالة اللوائح خلال عقد التسعينات من القرن الماضي ، غير أن البيئة المالية كانت قد بدأت في التغير ، وفي ظل ذلك واجه القطاع الخاص صعوبات في تأمين مصادر الأموال للأسباب التالية :

- مشاكل السيولة التي واجهت البنوك.

- إرتفاع تكلفة القروض الخارجية نتيجة لإنخفاض قيمة الرينخت الماليزي في مواجهة العملات الأجنبية الرئيسية.

و مع الصعوبات التي واجهتها الحكومة نتيجة لإنخفاض الإيرادات العامة من المصادر التقليدية بشكل دفعها إلى تقييد الإنفاق العام و تأجيل العديد من المشروعات العامة ، نشأت الحاجة بشكل جاد إلى اللجوء إلى سوق السندات كمصدر بديل للأموال لكل من القطاعين الخاص و الحكومي.

و قد واجهت ماليزيا تداعيات الأزمة التي تمثلت أهمها في إنخفاض سعر صرف الرينجيت و إهيار أسعار الأسهم في البورصة بإتباع إجراءات تقييدية بدأت في سبتمبر 1998 بتثبيت سعر الدولار عند 3.8 رينجيت، ثم قصرت تداول الأسهم فقط على بورصة كوالالمبور KLSE، ورغم أن الحكومة الماليزية قد سمحت للأجانب ببيع الأسهم في أي وقت، إلا أنها حظرت تحويل حصيلة البيع إلى عملات أجنبية ما لم تكن حيازة الأسهم قد تمت لفترة لا تقل عن السنة. وكان الهدف من الإجراءات السابقة هو إستعادة الإستقلال النقدي وجعل الإقتصاد الماليزي بمنأى عن الآثار السلبية التي يمكن أن تزيد الوضع سوءا نتيجة للتقلبات التي قد تحدث على مستوى الإقتصاد العالمي و البيئة المالية العالمية. كما هدفت إجراءات البورصة إلى إستعادة الثقة فيها من خلال ضمان سوق عادل ومنتظم وتحسين مستويات الشفافية. و قد رفضت حكومة مهاتير محمد الأخذ برأي صندوق النقد الدولي إتجاه الأزمة بإعتبار أن الوضع في ماليزيا شديد الخصوصية، وأعزت عدم الإستقرار في سعر الصرف إلى تزايد التدفقات الخارجة من الرينخت إلى الأسواق الخارجية بسبب وجود نظام تبادل حر للعملة الوطنية الماليزية الأمر الذي أدى إلى نشوء أسواق خارجية الرينجيت، وقد حاولت ماليزيا التغلب على ذلك فأوقفت كميات من الرينجيت التي كانت تستخدم لتمويل تجارة العملة، بيد أن توافر الرينجيت خارج ماليزيا وخصوصا في سنغافورة أضعف من تأثير الإجراء السابق في منع تجارة العملة، و تأسيسا على ذلك إضطرت الحكومة الماليزية إلى إيقاف تحركات الرينجيت عبر الحدود الماليزية، الأمر الذي حد من المضاربة عليه، وقد ساعد على تحقيق إستقرار سعر الرينجيت تحقيق الميزان التجاري الماليزي لفائض كبير.

و من ناحية أخرى رأت حكومة مهاتير محمد أن أحد أهم أسباب الأزمة في ماليزيا هو حركة الأموال الساخنة ، فعمدت إلى السيطرة على التدفقات المالية قصيرة الأجل من خلال تحديد مدة مؤقتة حددت بسنة واحدة يمنع من خلالها خروج الإستثمارات قصيرة الأجل الأمر الذي حد من تصفية هذه الإستثمارات ومن ثمة الحد من هروبها خارج ماليزيا بالأرباح المحققة ، و نتيجة للسيطرة على حركة الأموال الساخنة تحسن أداء أسواق المال في ماليزيا.

و قد زاد توجه البنك المركزي بعد الأزمة نحو إستخدام سياسة نقدية يقل فيها بقدر الإمكان الإعتماد على الأدوات المباشرة في مواجهة تزايد الإعتماد على الأدوات غير المباشرة و أهمها عمليات السوق المفتوحة ، فقام بتخفيض نسبة الإحتياطي القانوني من 13.5% إلى 4% على أربع مرات منذ فيفري 1998، كما خفض من نسبة السيولة لوحدة الجهاز المصرفي من 17% إلى 15% في 16 سبتمبر 1998. غير أن التوجه نحو تطبيق عمليات السوق المفتوحة قوبل بصعوبات أهمها عدم وجود عرض كاف من الأدوات المالية في السوق بشكل يسمح بالتطبيق الكفاء لها، فضلا على أن الرصيد الموجود من السندات الحكومية قد تم إصداره بأسعار فائدة منخفضة بالمقارنة بالأسعار السائدة في السوق آنذاك و تأسيسا على ذلك قرر البنك المركزي الإعتماد على أدوات سوق النقد قصيرة الأجل في إدارة عمليات السوق المفتوحة ، مع السير في محور تطوير سوق السندات بما يسمح بتطبيق عمليات السوق المفتوحة في أقرب وقت ممكن بشكل فعال.<sup>(1)</sup> وهكذا وجدت الحكومة الماليزية نفسها خلال سنتي الأزمة و ما بعدها مطالبة بتحقيق مايلي :

- تزايد الإعتماد على سوق الأوراق المالية من خلال رفع وزنه النسبي في داخل القطاع المالي الماليزي قصد تخفيض الإعتماد الكبير على الجهاز المصرفي.

- تطوير سوق السندات الحكومية و السندات الخاصة.

- إعادة النظر في اللوائح و الإجراءات الإحترازية في أسواق رأس المال الماليزية بصفة عامة و سوق الأوراق المالية بصفة خاصة في ضوء التغيرات المستمرة في البيئة الإقتصادية و المالية و الإقليمية و الدولية و قد إنعكس هذا التوجه الجديد في هيكل النظام المالي الماليزي الراهن و تشكلت بنيتها المؤسسية و التشريعية و التنظيمية الراهنة في ضوء عمليات التطوير المستمرة التي خضع لها.

### ثانيا: تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا

بالرغم من أن إنشاء أول سوق للأوراق المالية في ماليزيا يعتبر حديثا نسبيا، إلا أن جذور صناعة الأوراق المالية ترجع إلى نهاية القرن التاسع عشر كإمتداد طبيعي لوجود الشركات البريطانية خصوصا في صناعات المطاط و القصدير. وقد بدأ الإتجاه نحو إنشاء سوق منظم للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حين تم إنشاء إتحاد لحائزي الأوراق المالية. غير أن تشكيل بورصة للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960. حينما تم تأسيس بورصة الملايو ، وبدأ تداول الأوراق المالية بها في نفس العام ، و قد تشكلت غرفتين للتعامل في عام 1961 إحداها في ماليزيا و الأخرى في سنغافورة أعتبرتا بمثابة سوق واحد تم ربطها بإستخدام خطوط الهاتف و تسجل و تتداول فيها نفس الأسهم .

(1) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 197.

و في عام 1963 تم تشكيل سوق ماليزيا للأوراق المالية،و مع خروج سنغافورة من الإتحاد الماليزي إستمر السوق في أداء وظائفه و لكن كسوق مشترك بين كل من دولتي ماليزيا وسنغافورة. وفي عام 1973 إنقسمت إلى كيانين مستقلين هما؛بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE،و بورصة سنغافورة للأوراق المالية SES،بيد أن الإرتباط بين البورصتين ظل قائما،حيث إستمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين،وإستمر هذا الإرتباط قائما حتى عام 1990 حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة و إلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور.

و تعتبر بورصة كوالالمبور في الوقت الراهن أساس سوق الأوراق المالية في ماليزيا والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الأوراق المالية في تعاملات الأوراق المالية. كما أنها تشتمل على مجموعة من الفروع بغية إستهداف فئة عريضة من المستثمرين تتمثل في :

### **1- سوق [ MESDAQ ] Malaysian Exchange of Securities & Automated Quotation**

و يهدف هذا السوق إلى توفير الأموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا والشركات ذات فرص النمو المرتفعة،ورأس مال المخاطر ، وقد بدأ العمل في 06 أكتوبر من عام 1997.<sup>(1)</sup> ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسات مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى كسوق NASDAQ في الولايات المتحدة ، وسوق JASDAQ في اليابان،و سوق الإستثمار البديل في المملكة المتحدة ، و شبكة التعامل في كندا Canadian Dealing Network ، و التي كرست جميعها لخدمة هدف تمويل صناعات التكنولوجيا وتمويل رأس مال المخاطر.ويلعب سوق MESDAQ دورا فعالا في تنمية قطاع التكنولوجيا و المعلومات،وعلى وجه الخصوص صناعة البرمجيات وقد جاء إنشاء هذا السوق إنعكاسا لرغبة ماليزيا في تشجيع الصناعات المكثفة لإستخدام التكنولوجيا ا وكذا في جعل كوالالمبور بمثابة مركز مالي إقليمي في منطقة جنوب وشرق آسيا يوفر إحتياجات المنطقة من التمويل.ويجمع سوق MESDAQ بين خصائص السوق الرسمي و خصائص السوق غير الرسمي،إذ يتعين على الشركات التي تسجل في هذا السوق أن تؤمن خدمات صنع السوق أسوة بما هو متبع في الأسواق غير الرسمية ، كما يلتزم السماسرة فيه بتقديم عروض للأسهم كما هو الحال في أي سوق رسمي .

### **2- السوق المالي الإسلامي لرأس المال**

يلعب هذا السوق دورا هاما شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الإقتصادي في ماليزيا، كما تلي إحتياجات الأغلبية المالاوية الإسلامية من الموارد المالية و أدوات الإستثمار المالي الإسلامي،و قد بدأت

(1) <http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ>. le 08/08/2006.

السوق الإسلامي كسوق موازي للسوق التقليدي للأوراق المالية، وشكل مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا. غير أن تطوره ظل مرهونا بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية له. وكانت المبادرة لأولى لتحقيق هذا الهدف هو إنشاء وحدة للسوق الإسلامي لرأس المال، أوكلت لها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث اللازمة في هذا المجال، وتتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذا السوق و أهمها أدوات الدين الإسلامية مثل سندات المقارضة. (1) وأسهم الشركات التي تستثمر وفقا للأسس والقواعد الإسلامية و كذا الصكوك الإسلامية بأنواعها التي تصدرها البنوك الإسلامية. (2) وقد تم تكوين مؤشرات لهذا السوق تتضمن أسهم الشركات الإسلامية لتساعد المستثمرين الذين يرغبون العمل في هذا السوق. (3)

### **3- البورصة الماليزية للمشتقات**

في إطار النهج التدريجي المستمر الذي إتبعته ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، ومع تزايد الإستثمارات الأجنبية في ماليزيا، نشأت الحاجة إلى إدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية و تطورا. و بالفعل بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع Kuala Lumpur Commodity Exchange KLCE . و التي أعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا. و قد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات و المستقبلات المالية ( KLOFFE ) Kuala Lumpur Option & Financial Futures Exchange في نهاية عام 1995 ، ليصبح في السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر. و قد أعقب ذلك تأسيس بورصة ماليزيا للنقد في عام 1996 ( MME ) Malaysian Monetary Exchange و في عام 1998 تم إندماج بورصة KLCE مع بورصة MME لتشكل بورصة ماليزيا للسلع والنقود ( Commex Malaysia ) Commodity & Monetary Exchange Malaysia . و في عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات Malaysia Derivatives Exchange ككيان جديد نشأ من إندماج بورصة KLOFFE و بورصة Commex يعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية و النقدية والمالية. و تعمل بورصة MEDX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية ، ويحكمها قانون المستقبلات الذي صدر في عام 1993، وتتداول في هذا السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية.

(1) حمود سامي " الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة " ، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث ، جدة 1996 ، ص 72.

(2) محسن أحمد الحضيري " البنوك الإسلامية " ، إيتراك للنشر و التوزيع ، القاهرة ، ص 110 - 112.

(3) <http://www.Islamic-world.net/ Malaysian Islamic Capital market le 08/08/06>.



#### 4- مركز Labouan

قررت الحكومة الماليزية في إطار خطتها الهادفة لدعم القطاع المالي بحيث تشكل الخدمات المالية أكبر نسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، إنشاء مركز مالي دولي في عام 1990 هو Labouan International Offshore Financial Centre ( LIOFC )<sup>(1)</sup> ، وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي ، و أخضع لإشراف هيئة متخصصة هي Labouan Offshore Financial Authority عملت على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها المركز ويتمتع فيها بمعاملة ضريبية تفضيلية و بإعفاء من القيود على الصرف الأجنبي ، و بتكلفة تشغيل منخفضة. و قد تركزت إستراتيجية المركز على جذب أكبر قاعدة ممكنة من المؤسسات المالية العالمية التي تتمتع بسمعة حسنة ويمكنها أن توفر أفضل الخدمات والمنتجات المالية للمستثمرين الراغبين في العمل بالمنطقة . وقد نجح المركز في جذب العديد من المؤسسات المالية التي بلغت نحو 60 بنكا عالميا، و 78 شركة تأمين أو شركات مرتبطة بأعمال التأمين ، و 20 شركة أمانات و ودائع .

و يؤكد العرض السابق حقيقة التطور المستمر لسوق الأوراق المالية في ماليزيا و تميزه بخصائص التنوع والإستجابة لرغبات الأطراف العاملة في السوق فضلا عن التعدد في تحقيق الأهداف . فإنشاء سوق المشتقات فرضته ضرورة وجود آلية لتغطية المخاطر لتشجيع الإستثمار الأجنبي ، كما جاء السوق المالي الإسلامي بمثابة تقويم لدعائم النظام المالي الإسلامي لتلبية رغبات و إحتياجات الأغلبية المالاوية الإسلامية في ماليزيا و يساهم في تحقيق أحد الأهداف السياسية و الإجتماعية المتمثل في إعادة توزيع الثروة في صالح الأغلبية في مواجهة الأقليات الصينية و الهندية. بينما جاء إنشاء سوق MESDAQ لتنمية الصناعات المكثفة لإستخدام التكنولوجيا ، و أخيرا تأسس مركز Labouan لتحقيق هدف تعظيم مساهمة القطاع المالي في الإقتصاد الماليزي و تأكيد لهدف الحكومة الماليزية نحو إنشاء مركز إقليمي متطور في منطقة شرق آسيا . و في إطار هذه المنظومة خضع مركزها و أساسها المتمثل في بورصة KLSE للتطوير المستمر إلى أن أصبحت أحد أكثر بورصات الأسهم تطورا و نموا على المستوى الإقليمي و العالمي. الأمر الذي يدفعنا إلى ضرورة عرض هيكلها المؤسسي و آليات العمل بها.

(1) [http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC le 08/08/2006](http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC%20le%2008/08/2006).

**المطلب الثاني : الهيكل المؤسسي لسوق الأوراق المالية بماليزيا ونظام التداول بها**

لقد خضع الهيكل المؤسسي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى مجموعة من التطورات سواء فيما يتعلق بالجانب التنظيمي أو فيما يخص التعامل في السوق وهذا ما سنعرض له كما يلي :

**أولاً: الهيكل المؤسسي لسوق الأوراق المالية بماليزيا**

تعتبر بورصة KLSE كياناً مستقلاً و إن كان يخضع لإشراف لجنة الأوراق المالية ، و يحكم البورصة عدة قوانين أهمها : قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983، و قانون الحفظ المركزي لسنة 1991، و قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993، إلى جانب قانون الشركات الصادر عام 1965. وتشكل عضوية البورصة من شركات سمسة الأوراق المالية التي تعد بحكم القانون الجهات الوحيدة المسموح لها بممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية ، ويتعين أن تتخذ هذه الشركات من شكل شركات المساهمة أساساً قانونياً لها. وقد تطور الهيكل المؤسسي لبورصة KLSE بشكل كبير إلى حد أنه بات يتضمن في الوقت الراهن مجموعة من الشركات التابعة أهمها :

### **1- بورصة LFX**

تأسست بورصة [ LFX ] Labouan International Financial Exchange في إطار خطة تطوير مركز Labouan . و قد بدأ العمل بها في نوفمبر 2000. <sup>(1)</sup> كشركة تابعة كلياً لبورصة KLSE و تهدف بورصة LFX إلى تسهيل تدفق الأموال من خلال تسجيل و تداول الأوراق المالية. و قد سعت هذه البورصة إلى تعزيز سمعتها بهدف جذب المستثمرين من خلال توفير أكبر قدر ممكن من الشفافية ، وإستخدام أحدث الوسائل في مجال تقنية الإتصالات و المعلومات ، و تعمل هذه البورصة على تلبية الإحتياجات المتغيرة والمتجددة للمستثمرين ، و يتم تسجيل الأدوات المالية بمختلف العملات الدولية الرئيسية . و قد ساعد إستخدام البورصة المكثف للتكنولوجيا في تعزيز كفاءة المعاملات بها ، و تدنية تكلفة التعامل بها الأمر الذي مكن الوسطاء الماليين من المشاركة في السوق عند مستوى تكلفة معقولة . و قد ساهم أيضاً في خفض التكاليف بساطة خطوات القيد و التعامل في هذه البورصة و إحتزالها في خطوات محدودة .

و توفر بورصة LFX موارد مالية هامة للشركات العاملة في منطقة آسيا و المحيط الهادي ، كما تتميز بتنوع أدواتها المالية بين الأدوات التقليدية و الأدوات المالية الإسلامية.

(1) Kuala Lumpur Stock Exchange , " Annual Report 2001 " , page 57.

## **2- شركة SCANS**

تمثل شركة [ SCANS ] Securities Clearing Automated Network Service sdn إحدى الشركات التابعة لبورصة KLSE ، و تتمثل مهامها في تقديم خدمات مقاصة وتسوية المعاملات في سوق الأوراق المالية في ماليزيا .وقد تأسست هذه الشركة في عام 1983 برأس مال قدره 300 مليون رينجيت ،وقد نجحت الشركة في نوفمبر 2002 في الإستحواذ على بيت المقاصة الماليزي للمشتقات Malaysian Derivatives Clearing House [ MDCH ] ، ليضاف إلى مهامها عمليات مقاصة وتسوية المشتقات و تأمين عملية تغطية المخاطر في الإستثمار المالي.

## **3- شركة MCD**

تعتبر شركة ماليزيا للحفظ المركزي Malaysian Central Depository Sdn.bhd [ MCD ] إحدى الشركات التابعة لبورصة KLSE و قد تأسست في عام 1990 برأس مال قدره 20 مليون رينجيت . ويتمثل النشاط الرئيسي لهذه الشركة في تشغيل وصيانة نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية ، و حسب هذا النظام لا يتم تداول شهادات الأسهم الأمر الذي خلق بيئة آمنة لتداول الأوراق المالية ، و يلتزم كافة المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات بفتح حساب في نظام الحفظ المركزي.

## **4- شركة KULBER**

تشكلت شركة [ KULBER ] KLSE Bernoma Real Time Information Service bhd في جانفي 1986 بإتفاق بين شركة SCANS و وكالة أنباء ماليزيا Bernoma، وجاء هذا الإتفاق بهدف توفير قناة رئيسية توكل إليها مهمة توفير معلومات دقيقة و سريعة عن أسعار الأسهم و عروض البيع و الشراء لكافة الأطراف المتعاملة في السوق ، سواء كانوا داخل ماليزيا أم خارجها. و يعكس إنشاء هذه الشركة رغبة الحكومة الماليزية في رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق و من ثم رفع مستويات الشفافية بها.

## **5- شركة MSRS**

تأسست شركة [ MSRS ] Malaysian Share Registration Securities sdn.bhd في مارس 1996 . برأس مال قدره 10 مليون رينجيت ، وذلك بهدف تقديم خدمات تسجيل الأسهم . و قد عملت الشركة على خلق بيئة جديدة يمكن من خلالها إنجاز عمليات تسجيل الأسهم و تحويل ملكيتها بإستخدام نظام [ SERTS ] SCANS Electronic Registration and Transfer Service . و هو نظام إلكتروني لتسجيل الأسهم و تحويل ملكيتها يتصل بنظام الحفظ المركزي الذي تديره شركة MCD . و قد ساهم هذا الربط بين كلا من النظامين إلى تحسين أداء دورة عمليات التسجيل بشكل إيجابي على الشركات و حملة أسهمها.

## 6- شركة KPM

تأسست شركة [ KPM ] KLSE Property Management sdn.bhd التابعة لبورصة KLSE في أول ماي من عام 2000 بهدف تقديم خدمات الإدارة فيما يتعلق بضمان و تعزيز البنية الأساسية لبورصة KLSE من مباني و تسهيلات ، إلى جانب تقديم الخدمات الأمنية لمجموعة شركات البورصة.

## 7- معهد ماليزيا لبحوث محلي الإستثمار RIIAM

تم إنشاء معهد [ RIIAM ] Research Institute of Investment Analysts Malaysis كمؤسسة تابعة لبورصة KLSE في ماي 1985. بهدف تعزيز و رفع كفاءة مستويات بحوث الإستثمار من خلال تنظيم الدورات التدريبية و الندوات البحثية فعلى سبيل المثال كنف المعهد من نشاطاته خلال موسم 2000/1999 إذ نظم حوالي 200 دورة تدريبية حول الإستثمار في الأوراق المالية حضرها ما يقارب 9000 متربص.<sup>(1)</sup> كما يقوم المعهد بتنفيذ البحوث و الدراسات المتعلقة بالمشاكل الجوهرية المتصلة بصناعة الأوراق المالية ، إلى جانب دوره في تنفيذ المسوح و البحوث المتصلة بالمجالات الإقتصادية و المالية و بإتجاهات الصناعات ، كما يوفر المعهد فرص التدريب المهني في مجال الإستثمار في الأوراق المالية.

## ثانيا : نظام التداول في سوق الأوراق المالية بماليزيا

خضع نظام التداول في بورصة KLSE للتطوير المستمر، فبعد أن كانت عملية التداول تتم يدويا شهد النظام عام 1989 تطورا نوعيا كبيرا حينما تم إدخال نظام System on Computerised Order Routing and Execution [ SCORE ] حيز التنفيذ كنظام شبه آلي للتداول ، تم بموجب مكننة عمليات قيد و إدخال الأوامر. بينما ظلت عمليات مقابلة الأوامر بشكل يدوي إلى أن تم مكنتها في أكتوبر عام 1992. وبذلك أصبح نظام التداول ممكنا بالكامل. وثمة تطورت أخرى في التداول شهدتها بورصة KLSE أهمها :  
- أصبحت نماذج طلب أسهم الإصدارات العامة الجديدة متاحة بالصحف إعتبارا من عام 1995.  
- تم تطبيق نظام آلي للإقتراع Balloting لتسريع عملية تخصيص الأسهم على المكتتبين.  
- تم رفع القيود على إنشاء شركات جديدة للسمسرة في الأوراق المالية.  
و قد أجازت الحكومة الماليزية في عام 1995 في إطار خطتها الهادفة لتشجيع التداول في السوق عمليات إقراض وإقتراض الأوراق المالية، وأعقب ذلك في عام 1996 تنفيذ نظام مدار للبيع على المكشوف في أسهم مختارة بلغ عددها 50 سهما. و في إطار خطتها لتحقيق إستقرار في السوق أقرت الحكومة في عام 1997 نظاما يسمح لشركات الإكتتاب العام بإعادة شراء أسهمها، وقد ساعد هذا الإجراء في تحقيق إستقرار العرض و الطلب في السوق ومن ثم أسعار الأسهم.

(1) Kuala Lumpur Stock Exchange, " Annual Report 2000 " , page 10.

وقد رصدت الحكومة الماليزية الأداء الضعيف لشركات سمسرة الأوراق المالية ، ذلك الأداء الذي أسهم في تضخم مشكلة الديون المصرفية غير المؤداة. ونتيجة لذلك أولت الحكومة الماليزية لهذه الشركات عناية كبيرة لتصحيح مسارها، وفرضت عليها متطلبات إحترازية تهدف إلى تنمية قدراتها لتلبية الإحتياجات المتزايدة لصناعة الأوراق المالية في ماليزيا. وكانت أهم هذه المتطلبات ما يلي :

- أن يزيد الحد الأدنى لرأس مال هذه الشركات عن 30 مليون رينجيت .
- ألا يقل الحد الأدنى للأصول السائلة لهذه الشركات عن 500 ألف رينجيت.
- وضع حد أقصى للإئتمان الممنوح للعميل الواحد أو الإئتمان الموجه لورقة مالية واحدة.

وقد جاء رد فعل هذه الشركات سريعا، إذ عمدت الشركات الصغيرة منها إلى الإندماج لتكوين كيانات كبيرة تستوفي المتطلبات المذكورة سابقا. وقد عملت الحكومة الماليزية بقدر الإمكان على تخفيض تكلفة المعاملات في السوق بهدف تنشيط حركة التعامل في السوق، ومن ثم رفع مستوى السيولة به. و تتمثل تكلفة المعاملات في ماليزيا في العناصر التالية :<sup>(1)</sup>

### **1- العمولة**

ظلت ماليزيا لفترات طويلة تتبع نظام العمولة الثابتة. بما يميزه من عدم المرونة، إلى أن قررت في عام 1995 تطبيق نظام متدرج للعمولات يهدف إلى زيادة القدرة التنافسية للسوق الماليزي فيما يتعلق بتكلفة المعاملات. وفي سبتمبر من عام 2000 تقرر تطبيق نظام جديد تخضع بموجبه العمولة للتفاوض بين طرفي المعاملة بصرف النظر عن قيمة العقد و ذلك بالنسبة للأسهم العادية و الأسهم الممتازة ، بينما أخضعت الأوراق المالية الأخرى لحد من العمولة و حد أقصى يبلغ 0.7 % من قيمة الصفقة.

### **2- مصاريف المقاصة**

إستمرت مصاريف المقاصة محددة بنسبة 0.05 % من قيمة الصفقة إلى أن قررت الحكومة تخفيضها إعتبارا من أول جويلية 2000، وطبقا لهذا التعديل ميزت الحكومة بين العمليات التي تتم في السوق والعمليات المباشرة بين الأفراد كالتالي :

- 0.04 % من قيمة الصفقة للمعاملات التي تتم من خلال السوق يدفعها كل من البائع و المشتري على أن يكون الحد الأقصى للمصاريف 200 رينجيت لكل عقد و بدون حد أدنى.
- 0.04 % من قيمة الصفقة للمعاملات المباشرة يدفعها كل من البائع و المشتري بحد أقصى 200 رينجيت و حد أدنى 10 رينجيت.

### **3- رسوم الدمغة**

يدفع كل من البائع و المشتري واحد رينجيت لكل 1000 رينجيت من قيمة الأوراق المالية.

(1) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 218 .

#### 4- مصاريف التسجيل

يدفع مبلغ 3 رينجيت عن كل شهادة سهم إلى مسجل الشركات كمقابل لإصدار شهادات جديدة . و لتحقيق المزيد من التخفيض في تكلفة المعاملات في السوق الماليزية بما يضمن تنشيط تلك المعاملات؛ تم إعفاء الأرباح الرأسمالية الناتجة من بيع الأوراق المالية من الضرائب على الدخل.

كما بدأ أول تطور حقيقي في نظام المقاصة إعتباراً من 1984 مع تأسيس شركة SCANS حيث تم مكنته نظام المقاصة، وفي عام 1990 تم تطبيق نظام الحفظ المركزي عن طريق شركة MCD، وقد أتاح هذا النظام للشركات فتح حسابات للحفظ المركزي، وكان ذلك بمثابة إستكمال لجزء هام من نظام متكامل للحفظ و المقاصة والتسوية، ومع نهاية عام 1993 أصبح لمعظم الشركات المسجلة في البورصة حسابات للحفظ المركزي. و قد شهدت مدة تسوية المعاملات تطوراً كبيراً حيث أصبحت عمليات المقاصة و التسوية تستغرق مدة 3 + T. وتجدد الإشارة أن بورصة KLSE في إطار خطتها الهادفة لتطوير خدمات المقاصة و التسوية قدمت ما يسمى بخدمة التسوية المؤسسية عن طريق شركة SCANS و تتمثل هذه الخدمة في إتباع نظام للتسليم في مواجهة الدفع عند تسوية الأوراق المالية وذلك لمؤسسات الإستثمار في الأوراق المالية، ويهدف هذا النظام إلى تشجيع الإستثمار المؤسسي في البورصة لتنشيط حركة التعامل في سوق الأوراق المالية.

#### المطلب الثالث : مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا

قصد الوقوف على مدى نمو سوق الأوراق مالية في ماليزيا كان من الضروري دراسة مؤشرات نموها قبل الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997 وبعدها كما يلي :

#### أولاً : مؤشرات نمو السوق قبل الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997

##### 1- مؤشرات حجم السوق

##### أ- عدد الشركات المدرجة

باستقراء بيان عدد الشركات المسجلة كما هو موضح في الجدول رقم (2-8) يتبين لنا أن ثمة تطور في عددها في سوق الأوراق المالية بماليزيا إذ تزايد العدد من 288 شركة في عام 1986 إلى 621 شركة في عام 1996. و لقد جاء هذا التطور كنتيجة طبيعية للإجراءات المستمرة لإصلاح السوق.

الجدول رقم ( 2-8) :تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة [ 1986 – 1996 ]

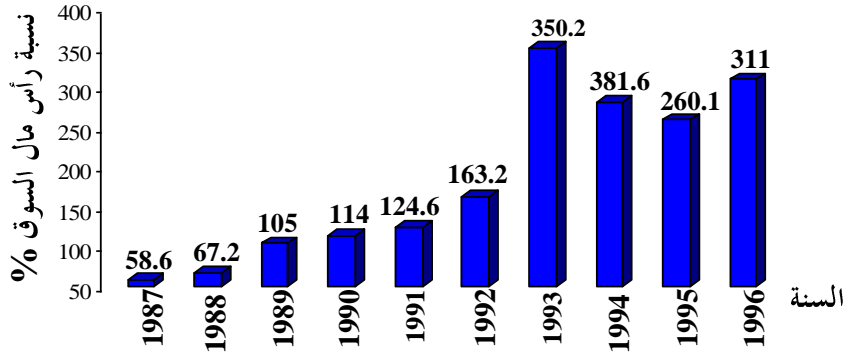
السنة	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
عدد الشركات	288	291	295	307	285	324	369	413	478	529	621

Source : <http://www.klse.com.my/website/aboutus> le 01/04/2006.

ب- نسبة رأس مال السوق

يمكن إبراز تطور نسبة رأس مال السوق في سوق الأوراق المالية بماليزيا من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (2-3) : نسبة رأس مال السوق في ماليزيا خلال الفترة [ 1987 – 1996 ]



المصدر: عاطف وليم أندراوس مرجع سبق ذكره ص 223 .

من خلال الشكل نلاحظ أن نسبة رأس مال السوق قد تزايدت بمعدلات كبيرة حتى وصلت عام 1993 إلى 350.2 % بفعل برامج الخصخصة التي إنتهجتها الحكومة الماليزية آنذاك ، غير أن هذه النسبة سرعان ما بدأت في التراجع لتصل إلى 260.1 % في عام 1995 بسبب أن قيمة الإرتفاع في الناتج المحلي الإجمالي كانت أكبر من قيمة رأس مال السوق. وقد جاء ترتيب السوق الماليزي للأوراق المالية حسب مؤشرات عدد الشركات المدرجة ، وقيمة رأس المال ، الحادي عشر ، و التاسع عشر وفقا لتصنيف مؤسسة التمويل الدولية في قائمة شملت 40 سوقا متقدمة و ناشئة. الأمر الذي يشير إلى مدى كبر حجم السوق الماليزي بدلالة مؤشرات حجم السوق.<sup>(1)</sup>

2- مؤشرات سيولة السوق

يشير الجدول رقم (2-9) إلى إرتفاع نسبة التداول في فترة التسعينات مقارنة بها في نهاية الثمانينات فحين بلغت النسبة في عام 1987 نحو 12.1 % إرتفعت خلال التسعينات إلى 244.5 % في عام 1993 قبل أن تنخفض في عامي 1994، 1995 إلى 178.7 %، 90 % على التوالي. بيد أن الإجراءات التي إتخذتها الحكومة عام 1996 بهدف تطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا أسهمت في تنشيط حركة التعامل ، أضف إلى ذلك تزايد الطلب الأجنبي على الأوراق المالية في السوق الماليزي ، إذ إتجهت العديد من المؤسسات المالية نحو الإستثمار في أسواق شرق آسيا، كما ساد إعتقاد لدى المستثمرين أن معدلات

(1) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 224 .

الفائدة قد وصلت إلى حدودها القصوى و تبعا لذلك فإنه من غير الممكن للبنك المركزي أن يرفع من سعر الفائدة الأمر الذي أسهم في إنتعاش حركة التعاملات في السوق.

الجدول رقم ( 2-9 ) : تطور مؤشري السيولة في سوق الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة [ 1987 – 1996 ]

السنة	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
نسبة التداول %	12.1	7.6	18.2	25.4	22.7	37.7	244.5	178.7	90	175.5
معدل الدوران %	21	11	17	22	18	23	70	64	35	57

المصدر : عاطف وليم أندراوس مرجع سبق ذكره ص 224.

و من ناحية أخرى أخذ معدل الدوران في السوق الماليزي نفس منحى نسبة التداول فبعد تسجيله لزيادة مستمرة في بداية التسعينات إلى أن بلغ عام 1993 نحو 70 % مقارنة بـ 21 % في عام 1987. أخذ هذا المعدل في التراجع حتى بلغ 30 % في عام 1995 قبل أن يعاود إرتفاعه إلى 57 % في عام 1996 لنفس الأسباب السالفة الذكر. هذا و تجدر الإشارة إلى أن السوق الماليزي قد جاءت في تصنيف مؤسسة التمويل الدولية في عام 1996 في المركز الثالث عشر حسب مؤشر نسبة التداول في قائمة شملت 40 سوقا من الأسواق المتقدمة و الناشئة. بينما جاءت في نفس العام حسب مؤشر معدل الدوران في المركز الخامس عشر من بين قائمة شملت 84 سوقا من الأسواق المتقدمة و الناشئة.

### 3- مؤشر درجة تركيز السوق

لقد بلغ نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق في ماليزيا في عام 1994 نحو 29.6 % بينما بلغ نصيبها من حجم التداول 13.5 % كما هو موضح في الجدول رقم ( 2-10 ) ومنه يتضح إنخفاض قيمة مؤشري التركز في رأسمال السوق و حجم التداول في السوق الماليزي مقارنة بأسواق دول أمريكا اللاتينية بينما يماثل مؤشر التركز في رأس مال السوق في ماليزيا تقريبا نظيره كل من أسواق الصين و إندونيسيا و تايوان و باكستان و يزيد بكثير عن ما هو في الهند و كوريا اللتان يتمتع سوق الأوراق المالية في كل منهما بإنخفاض قيمة درجة التركز في التداول و عموما تعتبر قيمة مؤشر التركز في السوق الماليزي منخفضة إذا ما قورنت بالأسواق المالية الآسيوية الأخرى.



الجدول رقم ( 2-10 ) : مؤشرات التمرکز في أسواق بعض الدول خلال عام 1994

نصيب أكبر عشر شركات من الرسالة %	نصيب أكبر عشر شركات من حجم التداول %	
29.8	35.8	إندونيسيا
29.8	12.8	الصين
19.4	6.2	الهند
29.9	12.8	كوريا
29.6	13.5	ماليزيا
32.4	30.5	باكستان
32.7	21.7	تاوان
41.7	47.7	الأرجنتين
35.5	36.7	البرازيل
46.4	57.7	الشيلي
61.2	52.5	كولومبيا
33.7	57.6	المكسيك
73.8	80.8	فنزويلا

SOURCE : E-TCHEMENI ,OP-CIT, P 918.

#### 4- مؤشرات التنمية المؤسسية

بالإستناد إلى مؤشرات التنمية المؤسسية السالفة الذكر يمكن القول أن ماليزيا تتميز بإرتفاع درجة التنمية المؤسسية ، فحتى ما قبل الأزمة المالية الآسيوية لم تكن هناك قيود مفروضة على المستثمرين في تحويل أصل رأس المال و عوائده إلى الخارج ، و لم تكن هناك قيود تفرض على مشاركة الأجانب في الإستثمار المحلي. كما خضع نظام المعلومات و متطلبات الإفصاح لتطوير و تحسين مستمرين مما رفع من مستوى الشفافية في سوق الأوراق المالية بماليزيا ، إضافة إلى وجود قوانين لحماية المستثمرين. و تأسيسا على ما سبق كان من الطبيعي أن تأتي دراسة ( Asli Demirgu & Ross Levine ) ( 1996 ) متفقة مع ما تقدم. إذ أوضحت الدراسة أن المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية و التنظيمية لسوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة [ 1986 – 1993 ] قد بلغ نحو 1.36، وقد أوضحت الدراسة ذاتها أن ترتيب السوق الماليزية وفقا لذلك المؤشر يأتي في المرتبة الأولى من بين 21 سوقا متطورة و ناشئة توافر بشأنها بيانات عن مؤشرات التنمية المؤسسية.

ثانيا : مؤشرات نمو السوق خلال الأزمة المالية الآسيوية و ما بعدها

### **1- جذور الأزمة المالية الآسيوية**

إن جوهر الأزمة المالية الآسيوية يكمن في نوع من الخلل بين جودة أداء الإقتصاد العيني من ناحية ، و التوسع المفرط في نمو الإقتصاد المالي بما يشمله من أسواق الصرف الأجنبي و الإستثمار في الأسهم و الصكوك و المشتقات المالية في الأسواق المالية ، من ناحية أخرى. و إذا ما حاولنا أن نقرب بدرجة أكبر من مشاكل القطاع المالي التي تسببت في إحداث الأزمة يمكن تلخيصها في المجالات التالية:

- إرتفاع مديونيات البنوك المحلية و المشتركة بالعملات الأجنبية ، إذ توسعت تلك البنوك في الإقتراض قصير الأجل بالدولار لتمويل عمليات التوسع في الإقراض ، مما عرضها إلى مخاطر كبيرة عندما حدث تخفيض كبير في سعر صرف العملة المحلية كما حدث في كل من تايلاند و ماليزيا و إندونيسيا و كوريا الجنوبية.<sup>(1)</sup>

- التوسع في تمويل عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال إقتراض من الخارج في صورة تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل ، إذ كان الجانب الأكبر من تلك التدفقات يمثل بالدرجة الأولى أموالا ساخنة **Hot Money** تجيد الكر و الفر. إذ تأتي في فترات الرواج ، وتخرج على وجه السرعة عندما تلوح بادرة أزمة مالية. وهذا ما حدث لمعظم البلدان الآسيوية. هذا لكون أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت في شكل محافظ إستثمارية في أسواق الأسهم و السندات المحلية وهي تتصف بسهولة تسيلها عند الطلب على خلاف الإستثمارات المباشرة الطويلة الأجل.<sup>(2)</sup>

- إشتداد موجة المضاربات على أسعار صرف العملات المحلية مما أدى إلى إنخفاضها و تدني الأرباح في أسواق الأسهم كما حدث في ماليزيا إذ تراجع سعر الرينجيت الماليزي بنسبة 40 % الأمر الذي أسهم في إنخفاض أسعار الأسهم و هو إنخفاض لا علاقة له بالأداء الحقيقي للإقتصاد الماليزي.<sup>(3)</sup>

- إرتفاع نسبة قروض المجاملة نتيجة الفساد و التوسع في التمويل العقاري مما أدى إلى إرتفاع نسبة الديون الرديئة و المشكوك فيها ضمن محافظ الإقراض في معظم بنوك بلدان جنوب شرق آسيا الناشئة.

(1) محمود عبد الفضيل، " العرب و التجربة الآسيوية الدروس المستفادة "، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى بيروت 2000، ص 198.

(2) عبد المطلب عبد الحميد، " العولمة و اقتصاديات البنوك "، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2001 ، ص 285.

(3) طارق عبد العال حماد ، " تطورات العلمية و انعكاساتها على أعمال البنوك "، الدار الجامعية ، الجزء الأول الإسكندرية 1999، ص 232

## 2- مؤشرات نمو السوق

لقد أدت تداعيات الأزمة المالية الآسيوية إلى إضعاف ثقة المستثمرين الأجانب في الإقتصاد الماليزي الأمر الذي دفع العديد منهم إلى الخروج من السوق الماليزي، كما إستترفت هذه الأزمة جزء كبيرا من إحتياطات ماليزيا من الصرف الأجنبي . نتيجة لذلك قررت الحكومة الماليزية تخفيض حجم الإنفاق العام بتأجيل العديد من مشروعات البنية التحتية التي كان من المزمع تنفيذها . و على خلاف دول الأزمة الأخرى رفضت حكومة مهاتير محمد تدخل صندوق النقد الدولي لحل الأزمة ، حيث رأت أن الصندوق قد أخفق في توصيف المشكلات في آسيا و حاول أن يطبق نفس الحلول التي إقترحها من قبل في أمريكا اللاتينية بتركيز إهتمامه على سداد الديون المستحقة على البنوك التجارية قبل الدول التي تعرضت للأزمة. كما أن تركيزه على ضرورة تبني أسعار فائدة أعلى تضعف من قدرة الحكومة و المؤسسات الخاصة على سداد الديون. و حسب رؤية مهاتير محمد فإن صندوق النقد الدولي وقع في خطأ نتيجة لعدم تفهمه للعلاقة القوية بين سوق الصرف الأجنبي و سوق الأوراق المالية. حيث أن خفض سعر الصرف قد يؤدي إلى خفض قيمة المعاملات في سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأسهم الأمر الذي يسهم في تزايد مديونيات عدد كبير من الأفراد و المؤسسات بشكل إنعكس على درجة سيولة العديد من البنوك التجارية نتيجة لإرتفاع نسبة الديون غير المسددة. و نتيجة لذلك نهجت الحكومة الماليزية نهجا مستقلا في التعامل مع الأزمة و إتخذت الإجراءات التالية :

- تثبيت العملة الماليزية أمام الدولار [ الدولار = 3.8 رينجيت ] و منع تحويلها إلى الخارج.
- وخفض الإنفاق الحكومي العام، وفتح الشركات و المؤسسات المراد خصصتها أمام الماليزيين وليس أمام الشركات الأجنبية، و تقديم إعفاءات ضريبية مشجعة.
- قصر تداول الأسهم الماليزية فقط في بورصة KLSE دون غيرها من البورصات الأخرى خصوصا البورصة الإقليمية.
- حظر تحويل حصيلة بيع الأجانب من الأسهم إلى عملات أجنبية إذا كان قد تمت حيازتها لفترات تقل عن السنة.
- فرض المزيد من الضوابط على شركات سمسة الأوراق المالية.
- وضع سقف على عمليات تمويل شراء الأسهم بهدف تحجيم خسائر البنوك التجارية نتيجة لعدم قدرة العملاء على السداد و من ثم تحجيم مشكلة الديون المصرفية غير المؤداة.
- تحديد مدة مؤقتة يسمح بعدها بخروج التدفقات المالية قصيرة الأجل ، و قد فسرت حكومة مهاتير محمد هذا الإجراء بدافع تحجيم عمليات المضاربة على الأموال قصيرة الأجل. إذ كانت الأرباح المسجلة و العوائد الناجمة عن بيع أصول الإستثمارات الأجنبية المباشرة تذهب إلى خارج ماليزيا. و في ظل هذه

الإجراءات التي إتخذتها الحكومة الماليزية للتعامل مع الأزمة كان من البديهي أن يؤثر بالسلب على مستوى تنمية سوق الأوراق المالية في ماليزيا مقارنة بمستواه قبل الأزمة والجدول التالي يوضح لنا ذلك :

**الجدول رقم ( 2-11 ) : مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الأزمة و مابعدھا**

2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	البيان
907,43	793,94	646.3	696.1	679.6	812.3	586.1	594.4	1236	مؤشر السوق [ نقطة ]
14.3	22.8	-7.2	2.4	-16.3	38.6	-1.4	- 52	24.4	التغير في المؤشر %
722.0	640.3	481.6	465.0	444.4	552.7	374.5	93,608 <sup>(*)</sup>	775.78	رأس مال السوق مليار رينجيت
442,483	394,200	361,624	334,404	343,215	343.215	283.712	-	249.553	الناتج المحلي الإجمالي مليار رينجيت
7.1	5.4	4.4	0.3	8.9	6.1	-7.4	9.3	-	معدل النمو الإقتصادي
163	162.43	133	139	129.5	184	132	95.1	311	نسبة رأس مال السوق %
243.9	206.3	131.9	96.0	244.1	-	112.9	-	436.523	حجم التداولات مليون رينجيت
55	52	36.5	29	71	-	40	149	175	نسبة التداول %
963	906	865	816	798	-	736	708	621	عدد الشركات المدرجة
55.12	52.33	36.47	28.70	71.12	-	30.14	-	56.26	معدل دوران السهم %

**المصدر :** من إعداد الطالب إستنادا إلى :

1. عاطف وليم أندراوس مرجع سبق ذكره ص 221.

2. Malaysia Statistical Appendix, IMF Country Report No. 05/102, March 2005. pages 09,23.

3. World economic outlook Globalization and Inflation, International Monetary Fund ,April 2006, page 186

4. Kuala Lumpur Stock Exchange , " Annual Report 2004 " , page 06.

5. <http://www.klse.com.my/website/aboutus le 01/04/2006>.

من خلال الجدول يتضح لنا ما يلي :

### 1- مؤشر السوق

سجل مؤشر السوق تراجعا كبيرا خلال عام 1997 فبعد أن كانت نسبة التغير في قيمة المؤشر إيجابية خلال عام 1996 بمعدل نمو قدره 24.4 % بقيمة قدرها 1236 نقطة، إذ إنخفضت قيمة المؤشر في عام 1997 بنسبة 52 % بقيمة 594.4 نقطة بينما بلغت نسبة الإنخفاض في قيمة المؤشر في عام 1998 نحو 1.4 % . غير أنه نتيجة للإجراءات الإصلاحية التي إتخذتها الحكومة الماليزية سجل المؤشر نمو معدل موجب خلال عام 1999 بلغ نحو 38.6 % بقيمة 812.3 نقطة. نظرا للأداء الجيد للإقتصاد الماليزي خلال نفس السنة و بالتالي الخروج من الأزمة . هذا وقد إنخفض معدل النمو الإقتصادي في سنة 1998

(\*) مليار دولار أمريكي

بنسبة 7.4 % وهذا بسبب تداعيات الأزمة المالية التي عصفت بالإقتصاد الماليزي آنذاك ولكن مع الإجراءات التي إتخذتها الحكومة سرعان ما تحسن أداء الإقتصاد الماليزي، إذ كان معدل النمو موجب عام 1999 حيث بلغ 6.1%. ليواصل تطوره خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2004 حيث بلغ أعلى قيمة له في سنة 2000 بمعدل نمو موجب قدره 8.9%. لينخفض سنة 2001 بنسبة 0.3 % ليعاود الإرتفاع من جديد حيث بلغ سنة 2004، 7.1%. غير أن مؤشر السوق خلال هذه الفترة شهد تذبذب راجع إلى توقعات المستثمرين حول أرباح الشركات حيث بلغت قيمة المؤشر في عام 2000 نحو 679.6 نقطة بإنخفاض قدره 16.3 % ليعاود الإرتفاع في سنة 2001 حيث بلغ نحو 696.1 نقطة بزيادة قدرها 2.4 % . لينخفض من جديد في عام 2002 إلى 646.3 نقطة بنسبة 7.2%. ثم إستمرت الزيادة في قيمة المؤشر إلى 907.43 نقطة بنسبة 14.3 %.

## **2- مؤشرات حجم السوق**

### **أ- عدد الشركات المدرجة**

من خلال الجدول ( 2- 11 ) نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة قد إزداد بشكل كبير حتى في سنتي الأزمة ليصل إلى 963 شركة مدرجة في عام 2004.

### **ب- نسبة رأس مال السوق**

من خلال الجدول نجد أن نسبة رأس مال السوق قد إنخفضت خلال سنتي الأزمة فبعد أن كانت النسبة في عام 1996 تبلغ 311 % إنخفضت إلى 95.1 % و 132 % في عامي 1997 و 1998 على التوالي. لترتفع سنة 1999 إلى 182 % غير أنها إنخفضت في سنة 2000 لتبلغ نسبة 129.5 % نظرا لإنخفاض رأس مال السوق إلى 444.4 مليار رينجيت ماليزي بعد أن كان في عام 1999 نحو 552.7 مليار رينجيت. نفس الشيء يمكن قوله في سنة 2002 عندما بلغت هذه النسبة 133 % مقارنة عما كانت عليه في سنة 2001 حين بلغت 139 %. إلا أنه خلال عامي 2003 و 2004 شهدت تزايد مستمر إذ بلغت 162.43 % و 163 % على التوالي.

### **3- مؤشرات السيولة**

لقد تأثرت نسبة التداول في السوق الماليزي كثيرا فبعد أن كانت 175 % في سنة 1996 إنخفضت إلى 149 %، 40 % في عامي 1997، 1998 على التوالي ويفسر هذا التراجع ع إلى قرار الحكومة الماليزية في عام 1998 بقصر التعامل في الأسهم الماليزية فقط على بورصة كوالالمبور مما أدى إلى تراجع طلب المستثمرين الأجانب على هذه الأسهم. لكن سرعان ما إرتفعت في عام 2000 إلى 71%. بحكم عودة ثقة المستثمرين في الإقتصاد الماليزي وهذا ما أنعش حركة التعاملات في سوق الأوراق المالية بماليزيا. لتتخفف

هذه النسبة في عام 2001 إلى 29 %، هذا لكون أن نمو الإقتصاد الماليزي في هذه السنة كان بطيئا حيث قدر بـ 0.3 %، لترتفع هذه النسبة من جديد لتبلغ نسبة 55 % عام 2004 بحكم نمو عدد الشركات المدرجة و بالتالي زيادة رأس مال السوق حيث وصلت إلى 722 مليار رينجيت مقارنة مع ما كان عليه في عام 2001 أين وصل إلى 465 مليار رينجيت. و من ناحية أخرى أخذ معدل الدوران في السوق الماليزي نفس منحى نسبة التداول فبعد تسجيله لنسبة 56.26 % في عام 1996. أخذ هذا المعدل في التراجع حتى بلغ 30.14 % في عام 1998 قبل أن يعاود إرتفاعه إلى 71.12 % في عام 1996 لنفس الأسباب السالفة الذكر.

#### **4- مؤشر درجة تركيز السوق**

لقد بلغ نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق في ماليزيا في عام 2004 نحو 36 % بينما بلغ نصيبها من حجم التداول 11.9 % كما هو موضح في الجدول رقم (2- 06) ومنه يتضح إنخفاض قيمة مؤشري التركز في رأس مال السوق وحجم التداول في السوق الماليزي مقارنة بأسواق دول أمريكا اللاتينية و نفس الشيء إذا ما قورنت في الأسواق الآسيوية الأخرى.

#### **المبحث الثالث : دراسة تجارب بعض أسواق الأوراق المالية في الدول العربية**

لقد جاء إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية كنتيجة حتمية للظروف الإقتصادية التي ميزتها، خاصة الجانب المالي الذي لطالما ظل عاجزا أمام الحاجة الملحة والدائمة للمؤسسات القائمة أو التي هي قيد الإنشاء في توفير الأموال اللازمة لأنشطتها المختلفة. و تختلف أسواق الأوراق المالية العربية من حيث ظروف و تاريخ إنشائها و عدد الشركات المدرجة فيها و حجم التعاملات، و غيرها من السمات و الخصائص التي ترتبط بأسواق الأوراق المالية. مما سبق يمكن تناول أسواق الأوراق المالية العربية من خلال ما يلي:

#### **المطلب الأول : أسواق الأوراق المالية الخليجية**

تعتبر دول الخليج من الإقتصاديات التي تتمتع بفوائض مالية كبيرة كان لها الأثر الإيجابي في تطور أسواق أوراقها المالية وفي هذا المطلب سنتطرق إلى دراسة سوق الأوراق المالية في كل من المملكة العربية السعودية والبحرين.

#### **أولا : سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية**

لقد شهد سوق الأوراق المالية في السعودية تطورا ملحوظا وهذا ما سنحاول دراسته على النحو التالي :

#### **1- تاريخ سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية**

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات. ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة

مساهمة، وقد أدى النمو الإقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات السعودة للبنوك الأجنبية في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. وقد تم طرح كم هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة. وبقي السوق غير رسمي حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك. وفي عام 1984 صدر الأمر الملكي القاضي بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق مكونة من وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي إنبثق عنها لجنة إشراف مشكلة من تلك الجهات. وقد أوكلت لمؤسسة النقد العربي السعودي مهمة المراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على عمليات تداول الأسهم في السوق . وتم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول كما تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية. إذ تقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية ومقاصة جميع عمليات الأسهم. وقد أدخل نظام التسوية الآلية و التقاص في عام 1989. وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم، وتشغيله من قبل المؤسسة المعروف بـ ESIS وذلك في عام 1990. وإبتداء من أكتوبر من عام 2001 تم إطلاق نظام تداول الذي أحدث نقلة نوعية وذلك بإدخال تقنيات متقدمة وإضافة مزايا وخصائص جديدة لنظام التداول.

وفي 31 جويلية من عام 2003 م تأسست هيئة السوق المالية بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم ( م / 30 ). وتمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة وتنظيم السوق المالي السعودية ، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والإستقلال المالي والإداري، وتهدف الهيئة لتنظيم وتطوير السوق المالي في المملكة.<sup>(1)</sup>

## **2- إجراءات التداول في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية**

يتم فتح الحسابات في كل من البنوك ومركز الإيداع، ويتوجب على كل مستثمر أن يفتح حسابا إما في البنك (وهو ما نشير إليه بحساب العضو)، أو في مركز الإيداع (وهو ما نشير إليه بحساب السوق). ويمكن للمستثمرين أن يفتحوا عدة حسابات أعضاء مع بنك واحد أو عدة بنوك، إلا أن لكل مستثمر فتح حساب واحد فقط في مركز الإيداع. وللمستثمر الحق في الحصول بشكل دوري على كشف بجميع العمليات والإيداعات على حساباته في البنك، ويمكن للمستثمرين التداول فقط من خلال البنوك التي فتحوا فيها حساباتهم. كما أنه يمكن رهن الأسهم المودعة في الحساب. وحالما يتفق البنك مع المستثمر لرهن الأسهم، فإنه يقوم آليا بتحويل تفاصيل الرهن إلى مركز الإيداع. ويقوم نظام تداول تلقائيا بالتأكد

(1) <http://www.tadawul.com.sa/> date de consultation : 28-03-2006.

من توفر الأسهم، ويتم نقل الأسهم المتاحة إلى الأسهم المرهونة بحيث لا يمكن تداولها أو رهنها من قبل بنك آخر، ولا يمكن فك رهن الأسهم إلا من قبل البنك الذي رهنها في الأصل. كما يمكن القيام بجميع أنواع إجراءات الشركات مثل توزيع أسهم المنحة وتجزئة الأسهم والأرباح النقدية. فزيادة عدد الأسهم الناتجة عن إجراء في الشركة يظهر مباشرة في حسابات المساهمين، بحيث لا يضطر المستثمر إلى أن ينتظر حتى يستلم شهادته وبدلاً من انتظار إستلام الشيك، فإنه يمكن إيداع الأرباح النقدية مباشرة في الحساب البنكي الخاص بالمستثمر.

إن النظام الجديد للتداول يتيح التسوية السريعة و التقاص للصفقات، ويتم نقل الملكية آلياً مباشرة بعد مطابقة أمر البيع مع أمر الشراء. فهو يقوم على أساس السوق المستمر التي تحركها أوامر البيع والشراء ويقدم بيانات آنية عن الأسعار و الكميات المتداولة و معلومات الشركات. و يتيح تداول جميع الأسهم المحلية في سوق واحد. كما يضمن إتمام دورة التداول بكفاءة وخلال فترة زمنية قصيرة. فعملية نقل الملكية تتم مباشرة بعد تنفيذ أوامر البيع والشراء، ويمكن للمستثمرين البيع والشراء عدة مرات في اليوم الواحد، حسب ما تمليه إستراتيجيات التداول. فهذا النظام يتيح التسوية السريعة والدقيقة. فجميع الصفقات بدون إستثناء يتم تسويتها في يوم تنفيذها. وهو نظام مبني على أساس المعالجة الآلية المتكاملة. فأوامر البيع والشراء يتم معالجتها حال إدخالها وحتى إنتقال ملكيتها، كما أنه يسهل إمكانية إدخال الأوامر عن طريق الإنترنت.

### **3- شروط و متطلبات الإدراج**

- يتم إدراج أسهم الشركات المساهمة السعودية في السوق إذا توفر فيها ما يلي:
- أن تكون شركة مساهمة عامة و تكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي.
  - فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية و حساب الأرباح و الخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين.
  - أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً به صور من النظام الأساسي و قائمة بأعضاء مجلس الإدارة و نموذج لشهادة ملكية أسهمها.

### **4- أداء سوق الأوراق المالية في السعودية**

لقد سجلت حركة تداول الأسهم في سوق الأسهم السعودي في نهاية عام 2004 إرتفاعاً في جميع مؤشرات السوق كما هو موضح في الجدول رقم (2-12). حيث سجل مؤشر سوق الأسهم السعودي 8206.23 نقطة في نهاية عام 2004 مقارنة مع 4437.58 نقطة بنهاية نفس الفترة من العام السابق محققاً نسبة إرتفاع قدرها 84.93 %.



## الفصل الثاني : دراسة تجارب بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

و فيما يتعلق بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2004 فقد بلغت نحو 1148.6 مليار ريال سعودي و ذلك بإرتفاع بلغت نسبته 94.7 % مقارنة مع ما كانت عليه في نهاية عام 2003 عندما بلغت 589.93 مليار ريال. مما جعل نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي في عام 2004 مرتفعة إذ قدرت بـ 122.35 % مقارنة بـ 73.31 % ، بتغير موجب قدره 66.9 % و يعزى هذا الإرتفاع بدرجة كبيرة إلى إزدياد حجم الشركات المدرجة في السوق حيث بلغ عددها 73 شركة في عام 2004 مقابل 70 شركة في عام 2003. و هذا ما يعكس حرص الحكومة السعودية على تطوير تطوير السوق. أما عن حجم التداولات خلال عام 2004 فقد بلغ نحو 1773.9 مليار ريال مقابل 596.5 مليار ريال خلال العام السابق. محققة بذلك نسبة تداول مرتفعة بلغت 189 % بينما بلغت في عام 2003 نحو 74.13 % . أي بزيادة قدرها 155 % و هذا ما يعكس إرتفاع نسبة السيولة في سوق الأسهم السعودي و يمكن تفسير ذلك إلى الحالة الجيدة للإقتصاد السعودي نتيجة إرتفاع عوائد البترول التي بلغت أسعاره مستويات عالية خلال السنوات الأخيرة. نفس التحليل ينطبق عند دراستنا لمعدل الدوران في حيث بلغ هذا الأخير في سنة 2004 نحو 154 % مقارنة بـ 101 % في عام 2003 محققا بذلك زيادة قدرها 52.47 % .

### الجدول رقم ( 2-12 ) : مؤشرات سوق الأوراق المالية في السعودية

البيان	2003	2004	التغير %
مؤشر السوق [ نقطة ]	4437.58	8206.23	84.93
رأس مال السوق [ مليار ريال ]	589.93	1148.6	94.70
الناتج المحلي الإجمالي [ مليار ريال ]	804.648	938.771	5.2
نسبة رأس مال السوق	73.31	122.35	66.9
حجم التداولات [ مليار دولار ]	596.5	1773.9	197
نسبة التداول	74.13	189	155
عدد الشركات المدرجة	70	73	-
معدل دوران السهم	1.01	1.54	52.47

المصدر : من إعداد الطالب إستنادا إلى :

1. التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودية، الرياض ، 2004.

1. Regional Economic Outlook, "Middle East and Central Asia ", International Monetary Fund, MAY 2006 page 25.

2. <http://www.planning.gov.sa/docs/tbl1-1.htm>.

## ثانيا : سوق الأوراق المالية في البحرين

إستطاعت مملكة البحرين بحكم ديناميكية السياسة الإقتصادية المتبعة منذ استقلال البحرين، والقائمة على آليات السوق والرامية إلى تنويع مصادر الدخل وإزالة القيود والمعوقات أمام تحرير التجارة الداخلية، والعلاقات التجارية والإقتصادية والمالية مع دول العالم الأخرى، إلى التحول إلى مركز مالي ومصرفي معترف به إقليمياً ودولياً مستندة في ذلك إلى جانب السياسات الإقتصادية والتشريعية إلى بني تحتية متقدمة في قطاع الإتصالات والخدمات الأخرى اللازمة لعمل البنوك والمؤسسات المالية العالمية، بالإضافة إلى العديد من المزايا التي تحظى بها هذه البنوك والمؤسسات ومنها عدم وجود أي نوع من الضرائب سواء المباشرة أو غير المباشرة وحرية تحويل الأموال والأرباح وعدم وجود أية قيود على تحويل الدينار البحريني إلى أية عملة أخرى وغيرها من المزايا الأخرى.

### 1- تاريخ نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

تعتبر البحرين من أقدم النظم المصرفية في منطقة الخليج العربي ليفتح فرع للبنك الشرقي (تشارترد بنك) في عام 1921، ويعتبر تأسيس بنك البحرين الوطني كأول شركة مساهمة عامة بحرينية عام 1957 بمثابة اللبنة الأولى التي ساهمت في تشكيل سوق رأس المال في البحرين ، ثم تلاه تأسيس العديد من الشركات المساهمة العامة في مختلف قطاعات الإقتصاد الوطني وخصوصاً في بداية حقبة الثمانينات من القرن الماضي التي تعتبر الفترة الأكثر نشاطاً في تأسيس الشركات المساهمة العامة والتي تراكمت مع بداية ظهور نشاط سوق غير نظامي للأوراق المالية في البحرين عرفت بلهم (سوق الجوهرة) والتي إستمرت حتى تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية.

ولتنظيم سوق الأوراق المالية صدر القانون رقم [ 04 ] لسنة 1987 المتعلق بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية، والقرار الوزاري رقم [ 13 ] لسنة 1988 بشأن إصدار اللائحة الداخلية للسوق والتي تنظم البيئة التشريعية والقانونية والتنظيمية الأساسية اللازمة لقيام صناعة منظمة ومتطورة للأوراق المالية في البلاد وتحديد الأهداف والغايات التي ينبغي الوصول إليها من وراء تنظيم هذا القطاع. و بذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لإستكمال كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول وقد تم الإفتتاح الرسمي للسوق يوم 17 جوان 1989.<sup>(1)</sup>

### 2- شروط و متطلبات الإدراج

يشترط لإدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة ما يلي:

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة عامان ميلاديان وأصدرت ميزانيتين سنويتين مدققتين.

(1) رمضان علي شراح ، " مستقبل الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها "، مجلة آفاق إقتصادية ، العدد 86 ، 2001 ، ص 21.

- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 500.000 دينار بحريني أو ما يعادلها بالعملات الأخرى، وألا يقل عدد الأسهم الصادرة عن 500.000 سهم، وما زاد عن ذلك فيجب أن تكون الأسهم مدفوعة بنسبة 50% على الأقل.

- ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم.

- ألا يقل مجموع المبيعات السنوية عن 500.000 دينار بحريني.

- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً في سنتين ماليتين متتاليتين سابقتين على تقديم الطلب.

- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية.

### **3- نظام التداول في سوق البحرين للأوراق المالية**

يرتكز نظام التداول من تسوية و مقاصة في سوق البحرين للأوراق المالية على أساس نظام الإيداع

المركزي ، فهو يعتمد على قيد البيانات إلكترونياً كنظام لبيان ملكية وحركة الأوراق المالية.

إذ يتمتع أصحاب الحسابات في نظام الإيداع المركزي بسهولة تحويل وتسوية الأوراق المالية إلكترونياً

من حساب البائع إلى حساب المشتري، كما يتمتعون بالقدرة على الحصول على معلومات آنية حول

الأوراق المالية المملوكة. إضافة إلى ذلك يتمكن المستثمرون من الاستفادة من الرسوم المخفضة ودرجة

المخاطرة الأقل. لذا لا بد لكل مستثمر يرغب في إجراء صفقات في سوق البحرين للأوراق المالية أن

يقوم بفتح حساب في نظام الإيداع المركزي مع أي وسيط مرخص له.

### **4- مساهمة الأجانب في سوق البحرين للأوراق المالية**

لقد تم السماح للمستثمرين غير البحرينيين بتملك الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة

البحرينية المسجلة في السوق وذلك منذ عام 1999، حيث صدر المرسوم بقانون رقم 10 لسنة 1999

الذي يسمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك أسهم الشركات المدرجة بنسبة 100 % من

الأسهم. كما سمح القانون ذاته للمستثمرين من غير مواطني دول مجلس التعاون بتملك ما نسبته 49 %

من رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة المسجلة في السوق. أما فيما يخص إدراج الشركات الأجنبية

في سوق البحرين للأوراق المالية فنجد أن القانون قد سمح بذلك إذا توفرت فيها الشروط التالية بالإضافة

إلى الشروط السابقة بالنسبة للشركات المحلية:<sup>(1)</sup>

- أن تكون الشركة مساهمة ومدرجة في سوق الدولة الأم ومضى عليها ثلاث سنوات على الأقل.

- لا توجد لديها أو جهات جنسيتها أية قيود تحد من حرية إنتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين.

(1) [http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/main\\_ar/main.asp](http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/main_ar/main.asp) le : 25-07-2006

- أن تعين الشركة مكتباً لها في البحرين يكون ممثلاً عنها ويقوم بمهام تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح والتقارير وغيرها من أمور ذات علاقة.

- ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم.

- أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 10 مليون دولار أمريكي.

### 5- أداء سوق البحرين للأوراق المالية

حقق سوق البحرين للأوراق المالية خلال عام 2004 أرقاماً جيدة في جميع عناصر الأداء مقارنة مع عام 2003 كما هو موضح في الجدول رقم ( 2-13 ). إذ نما مؤشر السوق بـ 32.7 % محققاً 1773.65 نقطة مقارنة بـ 1336.83 نقطة في عام 2003. كما أشارت البيانات الصادرة عن السوق بأن قيمة رأس مال السوق للشركات المدرجة في نهاية 2004 قد ارتفعت بنسبة 40.7 % عن مثيلتها المحققة في نهاية عام 2003 وذلك من 9.6268 مليار دولار إلى 13.5408 مليار دولار. وهذا لإزدياد عدد الشركات المدرجة التي بلغ عددها في عام 2004 نحو 51 شركة مقارنة بـ 44 شركة في عام 2003. أما عن قيمة التداول فقد ارتفعت بنسبة 70.75 % لتبلغ 0.4631 مليار دولار مقارنة مع 0.2712 مليار دولار خلال عام 2003. محققة بذلك زيادة في نسبة التداول قدرها 50.9 % .و ذلك من 2.8 % في عام 2003 إلى 4.21 % في عام 2004. أما عن معدل الدوران فقد أخذ نفس منحى نسبة التداول إذ ارتفع بنسبة 21.42 % . أي من 2.8 % في عام 2003 إلى 3.4 % في عام 2004.

### الجدول رقم ( 2-13 ) : مؤشرات سوق البحرين للأوراق المالية

البيان	2003	2004	التغير %
مؤشر السوق [ نقطة ]	1336.83	1773.65	32.7
رأس مال السوق [ مليار دولار ]	9.6268	13.5408	40.7
الناتج المحلي الإجمالي [ مليار دولار ]	9.7	11.0	5.4
نسبة رأس مال السوق	99.24	123.09	24.03
حجم التداولات [ مليار دولار ]	0.2712	0.4631	70.75
نسبة التداول	2.8	4.21	50.9
عدد الشركات المدرجة	44	51	-
معدل دوران السهم	2.8	3.4	21.42

المصدر : من إعداد الطالب إستنادا إلى :

1. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005 ، الملحقان (3/2) و (4/2).

2. Regional Economic Outlook, "Middle East and Central Asia ", International Monetary Fund, MAY 2006. page 25.

3. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, " ANNUAL REPORT AND STATISTICS ", PARIS, 2004. p 113-119.

## **المطلب الثاني : أسواق الأوراق المالية في بلاد الشام**

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى واقع سوق الأوراق المالية في كل من الأردن وفلسطين قصد الوقوف على مدى أداء سوق الأوراق المالية فيهما على النحو التالي :

### **أولا سوق الأوراق المالية في الأردن**

يعتبر سوق عمان للأوراق المالية من أبرز أسواق الأوراق المالية العربية تطورا، إذ يتمتع بأداء جيد جعلت منه يحتل المراتب الأولى في المنطقة العربية، ومن أجل ذلك سنحاول دراسة سوق الأوراق المالية في الأردن على النحو التالي :

#### **1- تاريخ نشأة سوق عمان للأوراق المالية**

بدأ تأسيس الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينات ، إذ تم تأسيس شركات كبرى في تلك الفترة مثل البنك العربي و شركة التبغ و السجائر و شركة الكهرباء ، و قد أخذ الجمهور الأردني يكتب في أسهم تلك الشركات و التعامل بها. بعده توالى تأسيس هذا النوع من الشركات ليصل إلى 66 شركة عام 1978 ، و بالنسبة للندوات فقد تم إصدار أول سند في أوائل الستينات. و في غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بالسوق غير المنظم ، و مع إزدياد أعداد الشركات العامة و توسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام ، إتضح الحاجة إلى إنشاء سوق منظم و قد تم ذلك بموجب القانون رقم 31 لسنة 1976 ، و كان أول يوم فعلي له كسوق منظم للأوراق المالية في 01 جانفي 1978. و كان أهم أهدافه تنمية المدخرات الوطنية لخدمة الإقتصاد الوطني ، إضافة إلى تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بطريقة تضمن سلامة هذا التعامل و سهولته. و قد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليضمن كافة الأمور و القضايا المتعلقة بالسوق.<sup>(1)</sup>

#### **2- تقسيمات سوق عمان للأوراق المالية**

يتم التداول بأسهم الشركات في سوق عمان للأوراق المالية من خلال سوقين ، السوق الأول والسوق الثاني حيث يتم تقسيمهما حسب معايير السيولة و الربحية للشركات.

##### **أ- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الثاني:**

- على الشركة التي تتقدم بإدراج أسهمها في السوق الثاني أن تزود البورصة بالبيانات والمعلومات التالية :

(1) بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر 2006/2005، ص 182.

- التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية و الذي يتضمن تقرير مجلس الإدارة و البيانات المالية للشركة.
- الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة. أسماء الأشخاص الذين يملكون 5 % أو أكثر من أسهم الشركة.
- كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم ونسبة مساهمة غير الأردنيين فيها.
- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وغاياتها الرئيسية، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت أم أو تابعة أو شقيقة.<sup>(1)</sup>

### **ب- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأول**

- مضي عام كامل على إدراج أسهم الشركة في السوق الثاني
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% من رأس مالها المدفوع
- تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج.
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن :
  - ❖ 05 % إذا كان رأس مالها 50 مليون دينار فأكثر.
  - ❖ 10 % إذا كان رأس مالها أقل من 50 مليون دينار.
- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 100 مساهم.
- أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن 20 % من عدد أيام التداول الكلي خلال آخر إثني عشر شهراً، وأن يكون خلال نفس الفترة قد تم التداول بـ 10% على الأقل من الأسهم الحرة للشركة.

### **ج. شروط نقل إدراج أسهم الشركات من السوق الأول إلى السوق الثاني**

- إنخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون 75 % من رأس المال المدفوع.
- إذا أظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في آخر ثلاث سنوات مالية.
- إنخفاض نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن الحد المقرر.
- إنخفاض عدد مساهمي الشركة بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن 75 مساهماً.
- إنخفاض عدد أيام تداول الشركة خلال السنة المالية عن الحد المقرر.
- إنخفاض نسبة الأسهم المتداولة للشركة خلال آخر اثني عشر شهراً عن الحد المقرر.

(1) عيسى نجدة ، " تقييم أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة الأردن " ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ، المدرسة العليا للتجارة الجزائر 2003 ، ص 336.

### **3- نظام التداول في سوق عمان للأوراق المالية**

لقد تم تحديث و تطوير و مكننة نظام التداول في سوق عمان للأوراق المالية ، و استبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولاً به لسنوات طويلة. بحيث أصبح الوسطاء الماليون يقومون بتنفيذ أوامر البيع و الشراء من خلال نظام إلكتروني على درجة عالية من التطور و الكفاءة و ضمن آلية تمتاز بالسهولة و المرونة و الأمان. ويعمل هذا النظام بموجب نظام المزايدة المستمرة. إذ يقوم الوسطاء بإدخال أوامر البيع و الشراء إلى نظام التداول حيث يتم التنفيذ عند إلتقاء أمر البيع و أمر الشراء و تكون الأولوية في التنفيذ لأفضل الأسعار. كما يمكن الوسيط و المستثمر من مراقبة نشاط التداول بشكل مباشر، و معرفة عمق السوق. و تتم إجراءات التقاص و التسوية على أساس التسليم مقابل الدفع بحيث يتم تسوية عقود التداول إلكترونياً في اليوم الثاني الذي يلي يوم التداول [ T + 2 ]. كما تم تطبيق نظام التداول عن بعد Remote Trading و إلغاء قاعة التداول التقليدية و التي أصبح يقتصر إستخدامها على حالات الأعطال الفنية. كما تم تشغيل نظام المعلومات الإدارية MIS الذي يتميز بالسرعة في إستخراج التقارير و النشرات. ضف إلى ذلك تم تركيب الشبكة الأرضية الواسعة التي تربط هيئة الأوراق المالية و بورصة عمان مع بعضها البعض و مع الوسطاء و مصدري الأوراق المالية و شركات مزودي المعلومات بالإضافة إلى الربط الإلكتروني مع المؤسسات المالية و الأسواق الدولية. بهدف تعزيز إنفتاح السوق على العالم الخارجي.

### **4- مساهمة الأجانب في سوق عمان للأوراق المالية**

شهد الأردن صدور عدة تشريعات خاصة بتنظيم إستثمارات غير الأردنيين. و كانت هذه التشريعات تهدف إلى إزالة المعوقات و تقديم الإمتيازات التي من شأنها تشجيع و تنظيم عملية الإستثمارات غير الأردنيين في مختلف القطاعات. و تدرجت هذه التشريعات في تخفيف القيود التي كانت مفروضة على الإستثمار الأجنبي و في رفع نسبة الملكية المسموح بها، حتى تم إزالة هذه القيود بصدور نظام رقم 54 لسنة 2000 لتنظيم إستثمارات غير الأردنيين، و الذي سمح لهم بتملك رؤوس أموال الشركات بالكامل في معظم القطاعات.

### **5- أداء سوق عمان للأوراق المالية**

لقد كان أداء عمان للأوراق المالية خلال عام 2005 ممتازاً كما هو موضح في الجدول رقم ( 2- 14 ). إذ سجل مؤشر سوق عمان للأوراق المالية 8191.5 نقطة في نهاية عام 2005 مقارنة بـ 4245.60 نقطة بنهاية عام 2004 محققاً نسبة إرتفاع قدرها 92.95 % . و فيما يتعلق برأس مال السوق فقد بلغت قيمة الأسهم المصدرة في نهاية عام 2005 نحو 26667.1 مليون دينار أردني و ذلك بإرتفاع بنسبة

104.6 % مقارنة مع عام 2004 حين بلغت 13033.8 مليون دينار أردني .مما جعل نسبة رأس مال السوق في عام 2005 مرتفعة حيث قدرت بـ 326.6 % مقارنة بـ 184.7 % بزيادة قدرها 76.82 % و هذا لتزايد عدد الشركات المدرجة. إذ قدر بـ 201 شركة في عام 2005 مقابل 192 شركة في عام 2004. هذا ما كان له أثر إيجابي في إزدياد حجم التعاملات في عام 2005 بنسبة كبيرة قدرت بـ 344.77 % إذ بلغت نحو 3793.2 مليون دينار أردني مقابل 16871.0 مليون دينار أردني في عام 2004. كل هذا ساهم في تحسن معدل الدوران بشكل كبير حيث بلغ 94.1 % في عام 2005 مقابل 58.2 % في عام 2004 أي بزيادة قدرها 61.68 %.

**الجدول رقم ( 2- 14 ) : مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية**

التغير %	2005	2004	البيان
92.95	8191.5	4245.60	مؤشر السوق [ نقطة ]
104.6	26667.1	13033.8	رأس مال السوق [ مليون دينار ]
76.82	326.6	184.7	نسبة رأس مال السوق %
344.77	16871.0	3793.2	حجم التداولات [ مليون دينار ]
-	201	192	عدد الشركات المدرجة %
61.68	94.1	58.2	معدل دوران السهم %

Source : [www.ase.com.jo/ar/index.html](http://www.ase.com.jo/ar/index.html) le 08/08/2006.

**ثانيا : سوق فلسطين للأوراق المالية**

رغم ما تعانيه دولة فلسطين من سيطرة الإستعمار الإسرائيلي على البلاد إضافة إلى إعتمادها بشكل كبير على الإعانات الدولية لتسيير شؤونها الإقتصادية، إلا أنها قامت بإنشاء سوق للأوراق المالية قصد الإستفادة من هذه الآلية في تمويل مشاريعها الإقتصادية. وما يلاحظ عن هذا السوق على أنه رغم حدائته والأوضاع السياسية التي تعمل فيها إلا أنه حقق مستويات نمو أفضل من بعض الدول العربية التي تمتاز بإستقرار نسبي سواء في الجانب الإقتصادي أو السياسي مقارنة مع دولة فلسطين لهذا الغرض إرتأينا دراسة هذا السوق وفق العناصر التالية :

**1- تاريخ نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية.**

بعد إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية تم تأسيس عدد من الشركات المساهمة العامة، وعلى ضوء الدراسات التي تم إعدادها، تم في عام 1995 تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة والتي كانت شركة فلسطين للتنمية والإستثمار ومؤسسة صامد من المستثمرين الرئيسيين فيها وما إن تم الحصول على موافقة السلطة الوطنية على إنشاء السوق حتى بدأت الجهود تنصب لإنشاء سوق كفؤ



تعتمد أحدث أنظمة التداول والإيداع الإلكترونية التي تمّ شراؤها من كندا ليكون أول سوق رأس مال عربي تنفذ جميع عمليات التداول والتسوية إلكترونياً. و مع حلول شهر أوت من عام 1996، أصبح السوق جاهز للعمل حيث تمّ في السابع من نوفمبر من العام نفسه توقيع اتفاقية تشغيل مع وزارة المالية في السلطة الوطنية الفلسطينية. وفي الثامن عشر من فيفيري من عام 1997 عقدت أول جلسة تداول في تاريخ السوق.<sup>(1)</sup>

## **2- شروط و متطلبات الإدراج**

تمّ في الخامس عشر من جويلية من عام 2005 تطبيق أنظمة وتعليمات جديدة أقرت لتتوافق مع قانون الأوراق المالية وقانون هيئة سوق رأس المال ومع المعايير العالمية الحديثة. ولأول مرة في تاريخ السوق، تم تقسيم الشركات المدرجة إلى مستويين بحيث وضعت الشركات التي تتمتع بمواصفات معينة وتلتزم بشروط محددة في السوق الأولى فيما فرضت شروط والتزامات أقل على السوق الثاني.

### **أ- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأولى**

ومن أهم شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة في السوق الأولى:

- أن لا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن 1000000 مليون دينار أردني.
- أن يكون رأس مال الشركة مدفوعاً بالكامل.
- أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 100 مائة مساهم.
- أن لا تقل حصة المساهمين العامين في الشركة عن 25% من رأس المال المكتتب به.
- أن لا يقل عدد الأسهم المصدرة عن 100000 مائة ألف سهم.
- أن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلاً، وقد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنتين ماليتين على الأقل، وأن تكون قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج. وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى للسنتين القادمتين.

### **ب- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الثاني**

- أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به مدفوعاً بالكامل.
- أن يطرح للاكتتاب العام ما لا يقل عن 20% من مجموع أسهم الشركة التي يتم إصدارها.
- أن تكون الشركة قد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنة مالية واحدة على الأقل. وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى إقتصادية.
- أن تتعهد الشركة بإتباع توصيات السوق، خاصة تلك التي ستؤدي بالوصول بها لإدراج أسهمها في السوق الأولى. وإذا لم تنقيد بها فلن يتم نقل إدراجها إلى السوق الأولى.

(1) <http://www.p-s-e.com/ar/about.html> le 24-01-2006.

### 3- نظام التداول في فلسطين للأوراق المالية

يستخدم سوق فلسطين للأوراق المالية نظام تداول إلكتروني يستقبل أوامر بيع وشراء الأوراق المالية المدخلة من قبل مستخدمي النظام في السوق ويطابق هذه الأوامر وينجز صفقات التداول الناتجة بسرعة فائقة، كما ييثر المعلومات المتعلقة بالتداول بشكل فوري وتلقائي، وتتم جميع العمليات المتعلقة بالتداول عن بعد بواسطة شبكة إلكترونية متطورة. ويتم ترتيب الأوامر المدخلة إلى النظام حسب قواعد أولويات تعتمد على عدة معايير مثل السعر ووقت الإدخال، كما يعطي النظام أوامر المستثمرين أولوية على أوامر محافظ شركات الأوراق المالية على نفس السعر. ويتم تخزين جميع الأوامر المدخلة إلى نظام التداول الإلكتروني بوقت وصولها وبشكل سريع، مما يعطي جميع الأوامر فرصاً متكافئة في الإنجاز بناءً على وقت الإدخال. ويقوم النظام بمراقبة أي تغير غير عادي في أوامر البيع والشراء لكل رمز. كما يراقب صفقات التداول غير العادية ويرسل إشارات التحذير ويتيح لمراقب التداول تجميد وإلغاء الأوامر والصفقات وغير ذلك من أعمال الرقابة. هذا و تقوم دائرة مركز الإيداع والتحويل في سوق فلسطين للأوراق المالية بعكس صفقات التداول على سجلات المساهمين في النظام الإلكتروني للدائرة بعد 30 ثانية من إنجازها. كما تقوم الدائرة باحتساب تسوية أثمان الأوراق المالية التي تم تداولها ما بين الوسطاء. وفي يوم العمل الثالث بعد التداول [ T + 3 ] تقوم الدائرة بنقل ملكية الأوراق المالية المتداولة من البائع إلى المشتري بعد التأكد من توفر مقومات التسوية بناءً على مبدأ التسليم مقابل الدفع. ولقد عمل سوق الأوراق المالية في فلسطين منذ إنشائه إلى إنشاء سوق تداول كفؤ عبر توفير قدر عال من الشفافية و ذلك من خلال بث بيانات التداول و إيصال المعلومة بالسرعة و الوقت المناسبين للمستثمرين سواء عبر شبكة رويترز REUTERS أو عن طريق رسائل الجوال.<sup>(1)</sup>

### 4- أداء سوق فلسطين للأوراق المالية

تميز عام 2004 بنمو واضح في مؤشرات الأداء في سوق فلسطين للأوراق المالية فقد نمت جميع مؤشرات السوق حيث نما مؤشر القدس بنسبة 54.4% عن عام 2003 كما هو موضح في الجدول رقم (2-15)، وحقق بذلك أعلى نسبة نمو منذ تاريخ السوق، إذ أغلق عند 277.56 نقطة مقارنة بـ 179.81 نقطة في عام 2003. فلقد بلغ حجم التداولات في عام 2004 نحو 200.4 مليون دولار بارتفاع قدره 243.7% عن عام 2003 أين بلغ حجم التداولات 58.3 مليون دولار، وهذا ما كان له أثر إيجابي على نمو سيولة السوق معبرا عنها بنسبة التداول و معدل الدوران. فلقد نما هذان المؤشران خلال

(1) محمد دويكات " بث معلومات التداول عبر الشبكات الإلكترونية " ، بورصة فلسطين ، ملحق صادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية ، أكتوبر 2004 ، ص 12.

عام 2004 بشكل كبير و هذا بمعدل نمو موجب قدره 224.63 % و 104 % على التوالي . إذ بلغ كل منهما في عام 2004 نحو 4.48 % و 18.28 % على التوالي مقارنة بـ 1.38 % و 8.96 % . كما أن نسبة رأس مال السوق نمت بنسبة 59.41 % حيث قدرت هذه النسبة في عام 2004 بـ 24.55 % مقابل 15.40 % في عام 2003. ويرجع هذا إلى نمو رأس مال السوق حيث بلغت القيمة السوقية للأسهم في نهاية عام 2004 نحو 1095.8 مليون دولار محققة بذلك نمو قدره 68.5 % عما كانت عليه في عام 2003 حين بلغت نحو 650.5 مليون دولار.

**الجدول رقم ( 2-15 ) : مؤشرات سوق فلسطين للأوراق المالية**

التغير %	2004	2003	البيان
54.4	277.56	179.81	مؤشر القدس [ نقطة ]
68.5	1095.8	650.5	رأس مال السوق [مليون دولار ]
-	4462.4	4221.7	الناتج المحلي الإجمالي [ مليون دولار ]
59.41	24.55	15.40	نسبة رأس مال السوق %
243.7	200.4	58.3	حجم التداولات [ مليار دولار ]
224.63	4.48	1.38	نسبة التداول %
-	27	26	عدد الشركات المدرجة
104	18.28	8.96	معدل دوران السهم %

**المصدر :** من إعداد الطالب إستنادا إلى :

1. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005. الملحق (1/12).

2. نشرة سوق فلسطين للأوراق المالية ، العدد رقم 05 ، جانفي 2005 ، ص 06.

3. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, " ANNUAL REPORT AND STATISTICS ", PARIS, 2004, p 113-119.

### **المطلب الثالث : أسواق الأوراق المالية في بعض دول شمال إفريقيا**

يتميز الاستثمار اليوم بكونه أحد العناصر الحاسمة التي تضمن لاقتصاديات البلدان النامية تنمية مستدامة ومتصلة ووسيلة مهمة لسياسات التنمية الوطنية، ولكي تصبح البلدان النامية ومن بينها دول شمال إفريقيا أكثر تنافسية في إستقطاب الإستثمارات، عمدت إلى إدخال إصلاحات إقتصادية بهدف تحسين شروط الإستثمار وتقديم حماية أحسن للمستثمرين، ومن بين هذه الإصلاحات، تعتبر تلك المتعلقة بالنظام المالي هي الأكثر أهمية و من أهمها العمل على إنشاء سوق للأوراق المالية وتطويره بما يضمن تدفق مستمر لرؤوس الأموال محلية كانت أو أجنبية. وفي هذا المطلب سنقتصر على دراسة سوق الأوراق المالية في كل من مصر والمغرب للوقوف على أهم التطورات التي شهدتها هذين السوقين :

#### **أولا : سوق الأوراق المالية في مصر**

نظرا للمركز الحيوي الذي يحتله سوق الأوراق المالية في النظم الإقتصادية الحديثة ،حضي سوق الأوراق المالية في مصر بإهتمام كبير من قبل السلطات من كافة المستويات، خاصة في ظل توجه الدولة لزيادة دور القطاع الخاص في التنمية الإقتصادية وفي هذا العنصر سنحاول إستعراض واقع سوق الأوراق المالية في مصر وفق العناصر التالية :

#### **1- تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية في مصر**

يعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم في العالم. فمنذ أن تكونت أولى الشركات المساهمة في مصر عام 1750 بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة و لكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك ، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي أو الطريق لبيع وشراء الأسهم. ويمكن تقسيم تطور سوق الأوراق المالية في مصر إلى أربع مراحل زمنية هي كالتالي:<sup>(1)</sup>

#### **المرحلة الأولى [ 1883 – 1958 ]**

إذ تأسست بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 ثم تبعها إنشاء بورصة القاهرة للأوراق المالية عام 1890. ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح سوق الأوراق المالية عام 1909 ، و بسبب تغير الظروف الإقتصادية تم الإتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق عام 1933 و تعدلت عام 1940 ، ثم صدر القانون رقم 329 لسنة 1953 و إشرط قصر التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المقيدين بالبورصة. ثم صدر القانون رقم 161 لسنة 1957 و بموجبه وضعت لائحة جديدة لسوق الأوراق المالية بدلا من تلك التي كان معمولا بها منذ 1933 و ذلك حتى يكون السوق أكثر مطابقة و تماشيا مع

(1) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 270.

الأوضاع و التطورات في الإقتصاد القومي. و مع نهاية تلك الفترة في عام 1958 بلغ عدد الشركات المسجلة بالبورصة 925 شركة اتصفت حركة تداول أسهمها بالنشاط.

### **المرحلة الثانية [ 1959 – 1973 ]**

في جانفي 1959 صدر القانون رقم 07 و بمقتضاه تم تحديد الأرباح الموزعة على المساهمين بحيث لا تتجاوز 10 % . و كان من نتيجة تحديد الأرباح الموزعة أن انخفضت أسعار الأسهم بمدة ، وتبعاً لذلك مني صغار المدخرين بخسائر فادحة أدت إلى تآكل نسبة كبيرة من مدخراتهم. و بعد ذلك توالى الإجراءات التي تركز التحول للإقتصاد الإشتراكي في إدارة الإقتصاد المصري ، إذ صدر القانون رقم 39 و 40 القاضي بتأميم كل من بنك مصر و البنك الأهلي. بعدها صدرت قوانين جويلية 1961 المتعلقة بتأميم الشركات مما أدى إلى تأميم أكثر من 95 % من النشاط الإقتصادي. الأمر الذي أصاب سوق الأوراق المالية في مصر بالشلل ، إذ تقلص حجم القطاع الخاص المصري و الأجنبي مما أدى إلى تجميد السوق الأولي، وأصبح عدد الشركات المساهمة التابعة للقطاع الخاص المسجلة في البورصة نحو 36 شركة صغيرة الحجم<sup>(1)</sup>. كما تراجع حجم التداول في سوق الأوراق المالية بمصر إلى نحو 9.1 مليون جنيه عام 1971 بعد أن كان حجمه نحو 43.9 مليون جنيه في عام 1958. غير أن الحكومة المصرية أدركت مع قدوم عام 1971 أهمية إصلاح الأضرار التي نجمت عن قرارات التأميم و ضرورة إعادة الثقة للإستثمار الخاص ، فأصدرت القانون رقم 65 لسنة 1971 الذي يهدف إلى حماية المستثمرين العرب و الأجانب من مخاطر التأميم و المصادرة.

### **المرحلة الثالثة [ 1974 – 1990 ]**

بدأت هذه المرحلة بسياسة الإنفتاح الإقتصادي بصدور القانون رقم 43 لسنة 1974 الذي عمل على تشجيع مشاركة القطاع الخاص في النشاط الإقتصادي ، و بصدور هذا القانون بدأ النشاط يعود لسوق الأوراق المالية فارتفع عدد الشركات المسجلة في عام 1975 إلى 55 شركة برأس مال قدره 49 مليون جنيه. كما صدر القانون رقم 121 لسنة 1981 المتعلق بتعديل لائحة سوق الأوراق المالية ، و في نفس السنة صدر القانون رقم 157 بشأن الضرائب على الدخل الذي منح مزايا و إعفاءات ضريبية سواء فيما يتعلق بالدخول الناتجة عن نشاط الشركات المساهمة أو الدخل الناتجة عن حيازة الأصول المالية كالأسهم والسندات الأمر الذي أسهم في زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة. كما صدر القانون رقم 230 لسنة 1989 الذي تضمن المزيد من حوافز الإستثمار ، و في ظلّه إرتفع عدد الشركات المسجلة في بورصتي القاهرة و الإسكندرية إلى 369 شركة عام 1993 بنسبة 55 % من إجمالي عدد الشركات المسجلة خلال ذلك العام.

(1) عطية عبد الحليم صقر " تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة "، القاهرة، دار النهضة العربية المصرية ، 1998، ص 48.

## المرحلة الرابعة إبتداء من عام 1991 إلى الآن

و هي مرحلة الإصلاح الإقتصادي و قد بدأت عام 1991 و في ظل هذه المرحلة تبلورت سوق الأوراق المالية في مصر في صورته الحالية بأدواته و مؤسساته و بنيته التنظيمية و التشريعية. وخلال هذه المرحلة صدرت العديد من التشريعات التي أسهمت في تنشيط السوق أهمها قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الذي شجع تأسيس شركات الإكتتاب العام ، و إستحداث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الإستثمار و غيرها بما يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.

## 2- شروط و متطلبات الإدراج

يتم قيد الأوراق المالية في بورصة مصر وفق نوعين من الجداول هما :

### أ- الجدول الرسمي

و يتم فيه إدراج الشركات التي تتوفر فيها الشروط التالية :

- ألا يقل رأس مال الشركة عن 50 ألف جنيه.
- أن تكون صكوك الأسهم من فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم و مضاعفاتها بحيث لا تتجاوز ألف سهم في الصك الواحد.
- أن تكون الأسهم قد طرحت في إكتتاب عام ما لم تكن الشركة قد نشرت حسابات حقيقية مرضية لمدة ثلاث سنوات متتالية على الأقل
- أن تمضي مدة سنة على قفل باب الإكتتاب العام بالنسبة لشركات الإكتتاب العام و ثلاثة أشهر نشر ميزانية السنة الثالثة بالنسبة لأسهم الشركات التي لم تطرح في إكتتاب عام.
- أن يتم الإكتتاب بأسهم الشركة بالكامل
- أن يدفع 25 % من قيمة السهم الإسمية على الأقل في حالة تقسيط قيمة الأسهم.

### ب- الجدول غير الرسمي ( المؤقت )

الشركات التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي بحيث تكون تلك الشركات في المراحل الأولى من تأسيسها بشرط أن تقدم ميزانية مرضية عن سنة مالية واحدة. و إذا استوفت شروط القيد بعد ذلك في الجدول الرسمي نقلت إليه. كما يتم قيد الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات الأجنبية في هذا النوع من الجداول.

## 3- نظام التداول في سوق الأوراق المالية بمصر

كان نظام التداول حتى مطلع عام 1992 في كل من بورصتي القاهرة و الإسكندرية يتم بموجب نظام يدوي بدائي ، و يتم التداول في البورصتين بمعزل عن بعضهما ، الأمر الذي يعني إمكانية وجود سعرين

مختلفين للورقة المالية ، وكان نظام التسوية و المقاصة يعتمد على التسليم اليدوي بشكل رتب العديد من المخاطر. و مع بداية عام 1993 و في إطار خطة الحكومة لتطوير سوق الأوراق المالية ، تقرر توحيد نظام التداول في كل من البورصتين، كما تم مكنته نظام التسوية و المقاصة و ذلك بإدخال نظام الحفظ المركزي في أول أكتوبر 1996. و يقوم نظام المقاصة و التسوية علي مبدأ التسليم مقابل الدفع بين شركات السمسرة البائعة والمشتريه وإجراء التسوية المالية والورقية للعمليات على النحو التالي: (1)

- [ T+1 ] السندات الخزانة المصرية الحكومية .

- [ T+2 ] الأوراق المالية النشطة و المرفوع عنها الحدود السعرية .

- [ T+3 ] باقي الأوراق المالية المقيدة بنظام الإيداع المركزي .

#### **4- مساهمة الأجنب في سوق الأوراق المالية بمصر**

بموجب قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 فإنه يسمح للأجنب بالإستثمار في الأسهم و السندات المتداولة في السوق المصري، كما وقعت مصر على إتفاقية تحرير الخدمات المالية في عام 1997 ، و عليه فهي ملتزمة طبقا لهذه الإتفاقية بإزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجنب في سوق المال سواء في عمليات الإكتتاب أو شركات السمسرة و التجارة في الأوراق المالية ، و كذا إنشاء صناديق المساهمة.

#### **5- أداء سوق الأوراق المالية في مصر**

لقد غلب الإتجاه التصاعدي على أداء مؤشر CASE30 خلال عام 2004 كما هو موضح في الجدول رقم ( 2-16 ). إذ حقق معدل نمو موجب قدر بـ 122.2 % و ذلك ببلوغه 2567,99 نقطة مقارنة بـ 1155,51 نقطة في عام 2003. هذا و قد سجلت قيمة التداول نحو 42.374 مليار جنيه مقارنة بنحو 27.764 مليار جنيه في عام 2003 أي بزيادة قدرها 52.62 % . مما أسهم في نمو مؤشرات السيولة حيث نما كل من نسبة التداول و معدل الدوران بـ 31.27 % و 12.14 % على التوالي في عام 2004 حيث بلغ كل منهما نحو 8.73 % و 18.10 % . في حين بلغا في عام 2003 نحو 6.65 % و 16014 % على التوالي.

هذا و قد إنخفض عدد الشركات المقيدة من 978 شركة في عام 2003 إلى 795 شركة في عام 2004 و بالرغم من ذلك فقد أدى إرتفاع أسعار الأسهم الذي شهده عام 2004 إلى قفزة في رأس مال السوق ليبلغ 234 مليار جنيه في سنة 2004 و ذلك بإرتفاع قدره 36 % مقارنة برأس مال السوق في نهاية عام 2003 حين بلغ 172 مليار جنيه و بالتالي إرتفاع نسبة رأس مال السوق من 41.19 % إلى 48.24 % أي بزيادة قدرها 17.11 % .

(1) [www.egyptse.com/index.html](http://www.egyptse.com/index.html) le 22/03/2006.

الجدول رقم ( 2-16 ) : مؤشرات سوق مصر الأوراق المالية

التغير %	2004	2003	البيان
122.2	2567.99	1155.51	مؤشر السوق [ نقطة ]
36	234	172	رأس مال السوق [ مليار ريال ]
4.1	485	417.5	الناتج المحلي الإجمالي [ مليار جنيه ]
17.11	48.24	41.19	نسبة رأس مال السوق %
52.62	42.374	27.764	حجم التداولات [ مليار جنيه ]
31.27	8.73	6.65	نسبة التداول %
-	795	978	عدد الشركات المدرجة
12.14	18.10	16.14	معدل دوران السهم %

المصدر : من إعداد الطالب إستنادا إلى :

1. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005 ، الملحقان (3/2) و (4/2).

2. التقرير السنوي لبورصة مصر 2005 ، ص 12.

3. Regional Economic Outlook, "Middle East and Central Asia ", International Monetary Fund, MAY 2006. page 25.

ثانيا : سوق الأوراق المالية في المغرب

يعتبر سوق الأوراق المالية في المغرب من أبرز أسواق الأوراق المالية في منطقة شمال إفريقيا ، وسنحاول التعرف على واقع هذه السوق كما يلي :

1- تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية في المغرب

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 و بمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة ، وكان يطلق على هذه المؤسسة إسم " مكتب المقاصة في القيم المنقولة " . وعند إستحداث مراقب الصرف ، وضعت السلطات القوانين والنظم الأساسية لهذا المكتب و ذلك بإصدار قرار بتاريخ 13 جويلية من عام 1948 سمي المكتب بموجبه " مكتب تسعيرة القيم المنقولة " . و مع حصول المغرب على إستقلاله شهد سوق الأوراق المالية به إختيار نتيجة هروب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب منه ، و على إثر ذلك صدر مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 المتعلق بإنشاء بورصة للقيم المنقولة بالدار البيضاء. حيث ركز على الجانب التنظيمي و القانوني والتقني لهذه المؤسسة ، إذ أدخل تعديلات عديدة منها توسيع الهيئات الإدارية و تقوية سلطة البورصة. (1)

(1) وليد أحمد صافي " الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق " ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر ، 2003 ، ص 190.



و في 21 سبتمبر 1993 صدر المرسوم الملكي إستجابة للمتطلبات الإقتصادية و الإستثمارية الجديدة تم بموجبه إستحداث شركة مساهمة أوكلت إليها مهمة إدارة بورصة دار البيضاء للأوراق المالية. و بموجب هذا القانون أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقا منظما و عموميا يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض و الطلب ، و مفتوحا لكل المستثمرين سواء المغاربة أو الأجانب. كما صدرت بعد ذلك عدة قوانين تهدف في مجملها إلى تطوير سوق الأوراق المالية بالمغرب؛ منها القانون الصادر في جويلية 1994 المتعلق بإنشاء مجلس القيم المنقولة ، كما تم في ماي 1996 توقيع بروتوكول للتعاون بين مهنيي بورصة الدار البيضاء ، و بورصة باريس ، ضف إلى ذلك تم في سبتمبر 1996 دمج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع لمؤسسة التمويل الدولية و ذلك بنسبة 0.75 %<sup>(1)</sup>.

## **2- شروط و متطلبات الإدراج**

يتم إدراج الشركات في بورصة الدار البيضاء وفق ثلاثة أسواق على النحو التالي :

### **أ- السوق الأولي**

- أن لا يقل رأس مال الشركة عن 15000000 درهم.
- أن يتم عرض 20 % من رأس مال الشركة.

### **ب- السوق الثاني (2)**

- أن لا يقل رأس مال الشركة عن 10000000 درهم.
- أن تصادق الشركة على ثلاث سنوات مالية.
- أن يتم عرض 15 % من رأس مال الشركة.

### **ج- السوق الجديد**

تم إستحداث هذا القسم الثالث في بورصة الدار البيضاء سنة 2000. و هو مخصص للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تتوفر على إمكانيات هامة للنمو و يشترط فيها ما يلي :

- أن لا يقل رأس مال الشركة عن 5000000 درهم.
- أن تصادق الشركة على سنة مالية واحدة.
- تحقيق زيادة رأس المال بنحو 03 ملايين درهم على الأقل عند الإدراج.
- أن يتم عرض 40 % من رأس مال الشركة .
- التعهد بتقديم كافة المعلومات المتعلقة بالشركة.

(1) التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002 ، ص 08.

(2) Bourse de Casablanca "Fact Book 2004", page 20.

### **3- نظام التداول في بورصة الدار البيضاء**

منحت البنية الجديدة لبورصة الدار البيضاء، السوق المركزي دورا رياديا، لذا فإن كل صفقة حول قيمة منقولة مدرجة في بورصة الدار البيضاء يجب أن تمر بالسوق المركزي ، و هذا ما يجعل نظام التداول ببورصة الدار البيضاء هو نظام سوق مركز يخضع للأوامر و تقوم بتنشيطه شركات البورصة. ونظرا لغياب مقابل كاف لورقة السوق وقت تقديمها ، فإن بعض أوامر المستثمرين لا يمكن تنفيذها بالكامل نظرا لأهميتها . لذا قامت بورصة الدار البيضاء بوضع سوق خاص بالكتل من شأنه أن يسمح بالتداول الفوري لمثل هذه الأوامر.

### **4- مساهمة الأجانب في سوق الأوراق المالية في المغرب**

يسمح للأجانب بالإستثمار في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية ، و ليس هناك شروط معينة لإستثمار الأجانب في الأوراق المالية للشركات المغربية ، حيث أن هناك إمتيازات تمنح لهم كإعفاء من الضريبة على الأرباح بالنسبة للأسهم وسندات الدين ، أما بالنسبة لشركات الوساطة الأجنبية و قيامها بعمليات التداول في البورصة فإن القانون لا يسمح لها بذلك إلا إذا قامت بإفتتاح فرع لها في المغرب.<sup>(1)</sup>

### **5- أداء بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية**

في نهاية سنة 2004 حقق سوق الأوراق المالية المغربي نموا ملحوظا كما هو موضح في الجدول رقم ( 2-17 ) إذ سجل مؤشر السوق نموا بـ 14.60 % محققا 4521.18 نقطة بعد أن كان 3943.51 نقطة في عام 2003. إذ بلغ الحجم الإجمالي للتداول بلغ نحو 4.3548 مليار دولار مقابل 2.5785 مليار في عام 2003 بزيادة قدرها 68.88 % مما أسهم في إرتفاع نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 47.45 % حيث بلغت 8.7 % مقابل 5.9 % في عام 2003. و يعزى هذا التطور أساسا على عمليات الإدراج في السوق إذ إرتفع عدد الشركات إلى 53 شركة في 2004 بعد أن كان 52 شركة في 2003. لذا نجد أن رأس مال السوق قد نما بشكل كبير حيث قدرت نسبة الزيادة بـ 90.56 % حيث بلغ رأس مال السوق 25.0643 مليار دولار في عام 2004 بعد أن كان 13.1524 مليار دولار. و هذا ما إنعكس إيجابيا على نسبة رأس مال السوق التي إرتفعت بنسبة 66.66 % ، حيث بلغت 50 % في عام 2004 مقابل 30 % في عام 2003. أما عن سيولة السوق فنجد أن معدل الدوران قد إنخفض بنسبة 11.37 % إذ بلغ 17.37 % في 2004 بعد أن كان 19.60 % في 2003. ويرجع هذا الإنخفاض إلى تراجع حجم المعاملات في كل من السوق المركزي و سوق الكتل كما أن معدل نمو رأس مال السوق كان أكبر من نمو حجم التداولات

(1) شذا الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 119.

الجدول رقم ( 2-17 ) : مؤشرات بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية

التغير %	2004	2003	البيان
14.6	4521.18	3943.51	مؤشر السوق [ نقطة ]
90.56	25.0643	13.1524	رأس مال السوق [ مليار دولار ]
4.2	50.031	43.813	الناتج المحلي الإجمالي [ مليار دولار ]
66.66	50	30	نسبة رأس مال السوق %
68.88	4.3548	2.5785	حجم التداولات [ مليار دولار ]
47.45	8.7	5.9	نسبة التداول %
-	53	52	عدد الشركات المدرجة
- 11.37	17.37	19.60	معدل دوران السهم %

المصدر : من إعداد الطالب إستنادا إلى :

1. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005.

2. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, " ANNUAL REPORT AND STATISTICS ", PARIS, 2004, p 113-119.

3. Regional Economic Outlook, "Middle East and Central Asia ", International Monetary Fund, MAY 2006. page 25.

## نتائج الفصل الثاني

إدراكا منها بأهمية أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية الإقتصادية سعت الدول النامية عموما و الدول العربية على وجه الخصوص إلى إنشاء هذا النوع من الأسواق بهدف خلق السيولة النقدية اللازمة للإستثمار و التنمية. فقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات عميقة وسريعة في أسواق تلك الدول، من خلال تحريرها من كافة القيود و بالتالي العمل على زيادة جاذبيتها و قدرتها التنافسية و إستقطاب الإستثمارات المحلية و الأجنبية الأمر الذي ترتب عليه ظهور ما يسمى بأسواق الأوراق المالية الناشئة. كما هو الحال في أسواق دول جنوب شرق آسيا وقد حاولنا في هذا الفصل دراسة التجربة الماليزية في هذا المجال و بعض التجارب العربية و قد خلصنا إلى النتائج التالية :

- لقد تميزت التجربة الماليزية بالتعدد والتنوع في المؤسسات و الأدوات و نلمس ذلك في مجموعة الشركات التابعة لسوق الأوراق المالية بماليزيا. و بالتالي إمكانية الإستفادة منها في التطبيق على الجزائر.
  - خضوع سوق الأوراق المالية في ماليزيا لإهتمام الحكومة الماليزية ، فلقد خضعت لتطوير مستمر شمل البيئة التنظيمية والتشريعية ، و كذا الجوانب المتعلقة بالتداول و تسوية المعاملات.
  - إتباع الحكومة الماليزية المنهج التدرجي في تحرير النظام المالي و في التعامل مع الأزمات المالية مما جعلها أقل الدول تضررا من دول الأزمة المالية الآسيوية.
  - المنهج الماليزي في الإصلاح الاقتصادي أثار مخاوف العديد من الخبراء لأنه وجه ضربة كبيرة لمنهج صندوق النقد الدولي في الإصلاح الاقتصادي تماما. كما وجه ضربة لكثير من مفاهيم إقتصاد السوق السائدة أيضا. لأنه راعى في ذلك خصوصية الإقتصاد الماليزي.
  - لقد ساهم تطور وتحسن المناخ الإستثماري خاصة فيما تعلق بالإستثمارات الأجنبية، سواء في ماليزيا أو في الدول العربية محل الدراسة؛ في نمو وتحسن مؤشرات أسواق الأوراق المالية في تلك الدول التي سنت تشريعات و تنظيمات تسمح للمستثمر الأجنبي بتملك أوراق مالية محلية و كذا إمكانية إدراج شركات أجنبية في تلك الأسواق وهذا ما ينعكس إيجابا على مؤشرات حجم السوق.
  - لقد خضعت أنظمة التداول في أسواق الأوراق المالية لتلك الدول للتحديث المستمر وهذا بمكنتها مما سهل من عمليات التداول و بالتالي نمو مؤشرات سيولة السوق بها.
  - إتساع عمليات الإكتتاب العام في المؤسسات العمومية عن طريق سوق الأوراق المالية في إطار خصوصيتها كما هو الحال بالنسبة للدول العربية. و بالتالي زيادة رأس مال السوق في أسواقها المالية.
  - نمو الوعي الإستثماري في مجال الإستثمار الأوراق المالية نظرا لتعدد وسائل التوعية.
- من خلال العرض السابق لنماذج بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة وتحققها لمعدلات نمو جيدة في السنوات الأخيرة، وجد أنه كان للدولة الدور الأساسي في تحسين أدائها من خلال الإجراءات المتخذة قصد تطويرها، و بالتالي فإنه من الممكن الإستفادة من تجارب التطوير المتخذة في تلك الأسواق في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر التي تعاني من عدة معوقات ينبغي العمل على تجاوزها وهذا ما سنحاول التطرق إليه في الفصل الثالث.

## الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية في الجزائر الواقع وأساليب التفعيل

### تمهيد

نظرا للأهمية الكبيرة التي يلعبها سوق الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد الوطني من خلال حشد الموارد المالية اللازمة و توجيهها نحو مختلف الإستثمارات ، سارعت العديد من الدول إلى إنشاء هذا النوع من الأسواق بغية خلق السيولة النقدية اللازمة للإستثمار والتنمية.

و على غرار باقي الدول قامت الجزائر بإنشاء سوق للأوراق المالية، وقد جاء إنشاؤه في إطار الإصلاحات الإقتصادية. ذلك لأنه بعد الإستقلال إعتمدت الجزائر في سبيل تحقيق التنمية الإقتصادية على نمط التخطيط المركزي، سواء ما تعلق منه في الجانب التمويلي من خلال الإعتماد على الخزينة العمومية في تمويل الإستثمارات وجعل البنك المركزي تابع لها، يمدّها من التسهيلات متى شاءت و بدون شروط، أو فيما تعلق بجانب سيطرة القطاع العام على النشاط الإقتصادي الذي تميز بضعف الأداء الإقتصادي، الأمر الذي أضر بالإقتصاد الوطني وأثبت عدم نجاعة نمط التسيير الإشتراكي للإقتصاد. ولتجاوز هذا الوضع تبنت الجزائر مجموعة من الإصلاحات إبتداء من سنة 1988 كانت تهدف في مجملها إلى دفع عجلة التنمية الإقتصادية وجعل الإقتصاد الوطني أكثر فعالية مع تحقيق نمو معتبر، وهذا ما يتطلب توفير رؤوس الأموال اللازمة. ولا يتأتى ذلك خاصة بعد أن أصبحت المؤسسة العمومية الإقتصادية تخضع لمنطق المردودية الإقتصادية التي ما فتأت تستنفذ القدرات المالية للدولة من جراء عمليات التطهير المالي المتتالية ، إلا بتوفير بدائل جديدة لتمويل التنمية الإقتصادية في الجزائر. من هذا المنطلق جاء إنشاء سوق للأوراق في الجزائر ضرورة ملحة أملتها الظروف الإقتصادية السائدة ونقلة نوعية نحو إقتصاد السوق.

و سعيًا منا لإبراز معوقات وأساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر و الظروف المحيطة بإنشائه جاء فصلنا هذا وفق أربع مباحث هي كالتالي :

- ❖ المبحث الأول : التحول لإقتصاد السوق في الجزائر
- ❖ المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية في الجزائر
- ❖ المبحث الثالث : تجربة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
- ❖ المبحث الرابع : سوق الأوراق المالية في الجزائر معوقات الأداء و أساليب التفعيل

### المبحث الأول : التحول لإقتصاد السوق في الجزائر

بعد الإستقلال شهد الإقتصاد الجزائري اضطرابا شديدا نتيجة لخروج رؤوس الأموال مع المعمرين. وأمام هذه الوضعية الحرجة تم إعتقاد نمط الإقتصاد الموجه كأساس للتنمية الإقتصادية سواء على مستوى المؤسسة العمومية الإقتصادية أو نظام التمويل السائد آنذاك، لكن مع مرور الزمن ظهرت ثغرات في النمط الإقتصادي المنتهج عجلت بالقيام بإصلاحات إقتصادية خاصة في ظل الأزمة التي شهدتها الجزائر في عام 1986 نتيجة لإنخفاض أسعار البترول. وفي هذا المبحث سنركز على دراسة كل من المؤسسة العمومية والنظام المالي خلال فترة الإقتصاد الموجه وفترة الإصلاحات الإقتصادية.

### المطلب الأول : المؤسسة الجزائرية والنظام المالي في ظل الإقتصاد الموجه

عرفت مرحلة ما بعد الإستقلال وحتى نهاية السبعينات مراحل عديدة وتحولات عميقة في مختلف جوانب الحياة، والجزائر من بين الدول التي إتخذت نمط الإقتصاد الموجه آنذاك منهجا لها لبناء نفسها، وكان ذلك واضحا وجليا على المؤسسات العمومية و نظام التمويل المبني على أساس مركزية الموارد المالية للدولة.

### أولا : المؤسسة العمومية في ظل الإقتصاد الموجه

لقد مرت المؤسسة العمومية في هذه الفترة بالمراحل التالية :

#### 1- التسيير الذاتي للمؤسسات العمومية

في الوقت الذي كان فيه البحث على نوعية التسيير الذي يجب إتباعه مع الوضع الذي كان يسود المؤسسات العمومية الجزائرية. شهدت الجزائر في 1963 وبعدها بفترة قصيرة نمط التسيير الذاتي للمؤسسات العمومية، بمعنى مشاركة العمال في التسيير حيث يصبح مدير المؤسسة العمومية الوطنية، ليس الوحيد في إتخاذ القرارات أو الإجراءات المتعلقة بتسيير مصالح المؤسسة، بل يجب أن تؤخذ آراء العمال بعين الإعتبار. إذ أن نمط التسيير الذاتي يقوم أساسا على مبدأ الملكية الجماعية لوسائل الإنتاج. و قد ظهر كتنظيم إجتماعي فرض نفسه بذهاب المعمرين وملاك المصانع مما خلق وضعية صعبة للمؤسسات لم تكن في الحسبان.<sup>(1)</sup> غير أن هذا النمط من أنماط التسيير قد عانى من عدة مشاكل أهمها :

- نقص في الإطارات و اليد العاملة المؤهلة.
- نقص الموارد المالية اللازمة لتمويل النشاطات.
- تداخل الصلاحيات و تقاسمها بين مختلف التنظيمات المتواجدة داخل المؤسسة، التي تسعى إلى أخذ القرارات.<sup>(2)</sup>

(1) Ahmed Ben Yakoub: La gestion de l'entreprise publique en Algérie, Volume 1 ,OPU Alger 1987. page 29.

(2) Necib REDJEM : l'entreprise publique algérienne. OPU 1987., page 39.

## 2- الشركات الوطنية

إبتداء من سنة 1964 أنشأت العديد من الشركات الوطنية في مجالات و أنشطة إقتصادية متعددة تهدف إلى تحقيق النمو الإقتصادي والإجتماعي من خلال تمويل السوق الوطني بالمواد الضرورية نذكر منها؛ الشركة الوطنية للنفط والغاز SONATRECH و الشركة الوطنية للصناعات النسيجية SONITEX. و أهم ما يشار إليه بخصوص الشركات الوطنية هو أن المردودية المالية لم تكن أولى أهداف هذه الشركات بل على العكس من ذلك، فقد كان مشكل التشغيل و خلق مناصب الشغل يتربع على سلم أهداف الشركة ، مما جعلها في وضعية حرجة إلا أنها كانت تلجأ إلى خزانة الدولة من أجل تمويل إستثماراتها.<sup>(1)</sup> كما أنها لم تكن تملك جهاز معلوماتي فعال يسمح بإعطاء البنوك معلومات كافية وواضحة عن الشركة بهدف تسهيل عملية دراسة الملفات وتسريح القروض.

## 3- التسيير الإشتراكي للمؤسسات العمومية

لقد عرفت المؤسسات العمومية تحولات تنظيمية مهمة إبتداء من سنة 1970 حين أعتمد التخطيط كوسيلة ضرورية لإدارة وتنظيم الإقتصاد الوطني من خلال المخطط الرباعي [1970-1973] الذي أعتبر كقانون أساسي يحكم جميع الأنشطة الإقتصادية والإجتماعية خلال تلك الفترة. وبإعتبار المؤسسة العمومية أهم الأعوان الإقتصاديين فإنها مكلفة بتنفيذ توصيات المخطط وتحقيق أهدافه. فحسب قانون التسيير الإشتراكي تعرف المؤسسة العمومية على أنها : "المؤسسة التي يتكون مجموع تراثها من الأموال العامة، هي ملك للدولة التي تمثل الجماعة الوطنية تسيير حسب مبادئ التسيير الإشتراكي. ويتخذ تسيير ومراقبة المؤسسة وجهين:

- أحدهما يتم من قبل جهات خارجية طبقا لنظام التسيير والتوجيه المركزي في الإقتصاد الموجه.
  - الثاني و يشترك فيه العمال. والمؤسسة العمومية تكون قاعدة نظامية لسياسة التنمية الإقتصادية المحددة والمتابعة من طرف الدولة، فهي منشأة ومنظمة من أجل تحقيق الأهداف الإستراتيجية للتنمية<sup>(2)</sup>.
- و بموجب إعتقاد نظام التخطيط المركزي في إدارة الإقتصاد الوطني أجبرت المؤسسات الإقتصادية على أن تكون منفذ توصيات وأهداف الهيئات العليا، إذ أن الأهداف الكبرى والمتعلقة بالإستثمارات كانت كلها مركزية فوزارة التخطيط تقوم بتقسيم الأغلفة المالية على جميع القطاعات الإقتصادية وفق المشاريع المسطرة والأهداف المرسومة. وهذا ما كان له أثر سلبي على أداء المؤسسات بحكم عدم إستقلاليتها عن الهيئات المركزية سواء من الناحية المالية أو من ناحية إتخاذ القرارات الإستراتيجية.

(1) حاج صدوق بن شرقي، " المؤسسة العمومية الإقتصادية و إقتصاد السوق " ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية ، جامعة الجزائر 2002،ص36.

(2) الأمر رقم 71-74 المؤرخ في 16 نوفمبر 1971 المتعلق بالتسيير الإشتراكي للمؤسسات ، الجريدة الرسمية، العدد 101، الصادر في 13-12-1971.

## ثانيا النظام المالي الجزائري في ظل الإقتصاد الموجه

لقد قامت الجزائر مباشرة بعد الإستقلال بإتخاذ جملة من الإجراءات بغية بسط سيادتها على النقود و خزينتها العمومية، وكانت أهم القرارات المتخذة في هذا الشأن تتمثل في فصل الخزينة العمومية الجزائرية عن نظيرتها الفرنسية وذلك بتاريخ 29 أوت 1962، وقد لعبت دورا كبيرا في إقراض المؤسسات العمومية. بعدها عملت الجزائر على بناء جهاز مصرفي من شأنه تحقيق التنمية الإقتصادية، وذلك من خلال قيام البنوك بتمويل مختلف الأعوان الإقتصاديين. و قد مر النظام المالي في هذه المرحلة بالمحطات التالية :

### 1- مرحلة بناء المنظومة المصرفية الجزائرية

حيث تم إنشاء في هذه المرحلة كل من :

#### أ- البنك المركزي الجزائري

يعتبر إنشاء البنك المركزي الجزائري حدثا تاريخيا ومكسبا للجزائر بعد إستقلالها، نظرا للمهام والوظائف التي أسندت له ففي مجملها لا تختلف عن المهام التقليدية للبنوك المركزية في مختلف الدول، مع بعض الإختلافات الخاصة بطبيعة النظام الإقتصادي الجزائري والمرحلة المتميزة في تلك الفترة. ووفقا لقانون المالية سنة 1965 فإن البنك المركزي قد وُضع كلية لخدمة الخزينة العامة، يمنحها تسيقات و قروض غير منتهية بدون قيد أو شرط وعلى ذلك كان البنك المركزي لا يخرج عن كونه محاسب للخزينة العامة.

#### ب- الصندوق الجزائري للتنمية CAD

إن الفراغ الذي أحدثه تحفظ ورفض البنوك الأجنبية تمويل الإقتصاد الوطني أدى إلى التعجيل بإنشاء الصندوق الجزائري للتنمية بغرض تمويل المؤسسات الوطنية. وقد أوكلت له مهام منها على وجه الخصوص إنجاز وتنفيذ برامج الإستثمارات المخططة من قبل إدارة التخطيط، تسيير ميزانية التجهيز المخصصة من قبل الخزينة العامة، منح القروض القصيرة والطويلة وكذا متوسطة الأجل.

#### ج - البنك الوطني الجزائري BNA

تأسس البنك الوطني الجزائري بموجب الأمر رقم 66-178 المؤرخ في 13 جوان 1966. <sup>(1)</sup> ليحل محل القرض العقاري الجزائري التونسي، القرض الصناعي والتجاري، البنك الوطني من أجل الصناعة والتجارة في إفريقيا، بنك باريس وهولندا. وقد إستمر دمج هذه البنوك إلى البنك الوطني الجزائري إلى غاية 1968. وهو مؤسسة مصرفية تجارية تضمن الخدمة المالية لمجموعة من الشركات ويساهم في مراقبة تسييرها، فهو وسيلة أداء للخطة المالية ومكلف كمصرف تجاري بتنفيذ سياسة الحكومة في ميدان

(1) الأمر رقم 66-178 المؤرخ في 13-06-1966 المنظم إحداث البنك الوطني الجزائري ، الجريدة الرسمية العدد 51 ، الصادر في 14-06-1966.



القروض القصيرة الأجل بالتنسيق مع المؤسسات العمومية الأخرى للقرض فيما يتعلق بالقروض المتوسطة والطويلة لأجل. ويمكن اعتبار الهدف من إنشاء هذا البنك هو خدمة الإقتصاد الإشتراكي بصفة عامة وتمويل القطاع الفلاحي بصفة خاصة، فهو يعتبر البنك الأساسي للدولة وله مهام وصلاحيات واسعة.

#### **و- الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط CNEP**

تأسس هذا الصندوق بموجب القانون رقم 64-227 المؤرخ في 10-08-1964.<sup>(1)</sup> ليحل محل صندوق التضامن للبلديات والولايات الجزائرية، وكلف بمهام صندوق الإدخار الفرنسي، إذ يعتبر هذا الصندوق مؤسسة إيداعية وليس مؤسسة نقدية. إن هذا الصندوق يدير ثلاثة أنواع من الموارد هي : أموال الإدخار، أموال الهيئات المحلية، وأموال المستشفيات، فهو يتحصل على هذه الموارد من مختلف القطاعات منها العام والخاص

#### **د- القرض الشعبي الجزائري CPA<sup>(2)</sup>**

لقد تعزز إنشاء الجهاز المصرفي بإنشاء مؤسسة القرض الشعبي الجزائري بموجب الأمر رقم 67-78 المؤرخ في 11-05-1967، بعد تصفية كل من القرض الشعبي في الجزائر العاصمة ووهران، قسنطينة عنابة، مؤسسة مرسيليا للقرض ، الشركة الوطنية للقرض والبنك وكذا البنك المختلط الجزائري المصري. وقد أوكلت له مهمة تطوير نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للصناعات التقليدية، التجارية والسياحية بالإضافة إلى تمويل العمليات المتعلقة بالتجهيزات وتقديم القروض الشخصية بالتقسيط.

#### **هـ - البنك الخارجي الجزائري BEA<sup>(3)</sup>**

إن التعامل مع العالم الخارجي جعل السلطات الجزائرية تنشئ البنك الخارجي الجزائري بموجب المرسوم رقم 204/67 الصادر بتاريخ 1967/10/01، وورث خمسة بنوك أجنبية هي قرض ليون، الشركة العامة، البنك الصناعي للجزائر، وهذا لدعم وترقية المبادلات التجارية والمالية التي تربط الجزائر بالعالم الخارجي. إذ تخصص منذ إنشائه في ضمان الإتفاقيات المتعلقة بالإستيراد والتصدير وكذا المساهمة في تمويل وتشجيع العمليات التجارية مع الخارج.

(1) القانون رقم 64-227 المؤرخ في 10-08-1964 المتعلق بتأسيس الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط ، الجريدة الرسمية ، العدد 26 ، الصادر في 25-08-1964

(2) الأمر رقم 66-366 المؤرخ في 29-12-1966 المتضمن إحداث القرض الشعبي الجزائري ، الأمر رقم 67-78 المؤرخ في 11-05-1967 المتعلق بالقانون الأساسي للقرض الشعبي الجزائري ، الجريدة الرسمية ، العدد 40 ، الصادر في 16-05-1967 .

(3) شاكر القزويني، " محاضرات في إقتصاد النقود "، ديوان الوطني للمطبوعات الجامعية ، الجزائر 1989 ، ص 185 .

2- مرحلة الإصلاح المالي [ 1971 – 1977 ]

لقد أسندت عملية تمويل الإستثمارات في الجزائر بعد الإستقلال و خاصة منها القطاع الخاص إلى البنك المركزي والخزينة العمومية ولقد تميزت هذه المرحلة بالتخطيط المصرفي نظرا لتعميق النهج الإشتراكي، من خلال عملية التأميم التي شرعت فيها السلطات في عام 1964 و كذا إعتقاد المخطط الرباعي الأول [ 1970-1973 ]، مما أدى إلى ظهور حيوية إقتصادية ضخمة جعلت الدولة تغير سياستها التمويلية الأمر الذي جعلها تشرع في الإصلاح المالي الذي بدأ في عام 1971 بهدف إزالة الإختلال وتخفيف الضغط على الخزينة في تمويلها للإستثمارات. وكانت أبرز محاور هذا الإصلاح متمثلة في :

- إلغاء التمويل الذاتي و تطبيق مبدأ مركزية الموارد المالية للوطن في إطار التخطيط المالي تكريسا للتوجه الإشتراكي في تسيير الإقتصاد.

- إجبار الشركات الوطنية على تركيز جميع عملياتها المالية في بنك واحد في إطار التوطين البنكي.<sup>(1)</sup> حيث نصت المادة 18 من قانون المالية لسنة 1970 " يلزم على كل المؤسسات الوطنية و المنشآت العمومية بتركيز حساباتها المصرفية وكذلك عملياتها البنكية الإستغلالية على مستوى بنك واحد".<sup>(2)</sup>

- إلغاء قروض ما بين المؤسسات وذلك ما نصت عليه المادة 22 من قانون المالية لسنة 1972 و التي تنص على أنه " يمنع على المؤسسات الوطنية القيام بعملية الإقراض والتسييق ذو الطابع المالي بإستثناء القروض التجارية...".<sup>(3)</sup>

هذه الإجراءات توضح مهمة ودور البنوك في مراقبة المؤسسات الإقتصادية، و هو ما يسمح لها بمتابعة الوضعية المالية لتلك المؤسسات، وبالتالي الإرتباط بالتخطيط المالي إرتباطا وثيقا، أي أن البنك أصبح وسيلة للتخطيط بواسطة القروض ومراقبة العمليات المالية بهدف تأطير الإنتاج للوصول إلى الفعالية.<sup>(4)</sup>

- تعبئة الإدخار الوطني وذلك بإنشاء مشاركات نهائية للمؤسسات العمومية في ميزانية الدولة حيث نصت المادة 26 من قانون المالية لسنة 1970 أنه : " إبتداء من 01 جانفي 1970 تجبر كل المؤسسات الوطنية و المنشآت العمومية ذات الطابع التجاري والصناعي على إيداع رؤوس الأموال المتكونة أساسا من مخصصات الإهلاكات و الإحتياطيات في حساب الخزينة".<sup>(5)</sup>

(1) Necib Redjem, "l'entreprise publique algérienne", OPU 1987, page 62.

(2) أمر رقم 69-107 المؤرخ في 31-12-1969 المتضمن لقانون المالية لسنة 1970. الجريدة الرسمية العدد 110. الصادر في 31-12-1969.

(3) أمر رقم 71-86 المؤرخ في 31-12-1971 المتضمن لقانون المالية لسنة 1972. الجريدة الرسمية العدد 108 الصادر في 31-12-1971.

(4) Hachimi Madouche, "l'entreprise et l'économie algérienne quel avenir?", laphomic, 1988, p 66

(5) Benbitour, A, "1998 L'Algerie au troisième millénaire défis et potentialités", Edition Mrinoor, Alger p52

### المطلب الثاني : المؤسسة الجزائرية والنظام المالي في مرحلة الإصلاحات الاقتصادية

نظرا لأن السياسة الاقتصادية التي إتبعها الجزائر بعد الإستقلال إعتراها بعض القصور مما زاد في هشاشة الإقتصاد الوطني، زادت حدتها مع الأزمة المالية التي شهدتها الجزائر في أعقاب إختيار أسعار البترول عام 1986 الأمر الذي خلق جوا إقتصاديا وإجتماعيا مشحونا. وقصد الخروج من هذه الوضعية الحرجة رأّت السلطات ضرورة القيام بإصلاحات إقتصادية واسعة خاصة في ظل الإتفاقيات المبرمة مع المؤسسات المالية الدولية وهذا في إطار الإنتقال التدريجي من نمط الإقتصاد الموجه إلى نظام إقتصاد السوق، ومن أبرز الإصلاحات المتخذة هي تلك التي مست كل من المؤسسة العمومية ونظام التمويل قصد تفعيل دور المؤسسة العمومية من خلال تهيئة الجانب التمويلي لها وهذا ما سندرسه على النحو التالي :

#### أولا : إصلاح المؤسسات العمومية

مع التطورات التي عاشتها المؤسسة الجزائرية المتميزة بالضخامة والتعقيد في الإدارة في مرحلة التسيير المركزي، والعراقيل التي شهدتها نظام التسيير المذكور، وصلت المؤسسة الاقتصادية الإشتراكية إلى نقطة تستدعي القيام بإجراءات للخروج من الصعوبات والمشاكل التي تراكمت عبر مر السنين. لذا كان لا بد من القيام بإصلاحات جذرية على تلك المؤسسات بحيث تقوم بوظيفتها الأولى في إقتصاد السوق على أساس المردودية المالية الفردية.

#### 1- إعادة هيكلة المؤسسات العمومية

تعتبر إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الخطوة الأولى في عملية الإصلاح التي شرعت بها الجزائر واشتملت على كل من إعادة الهيكلة العضوية والمالية لتلك المؤسسات

##### أ- إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات العمومية

إن مبدأ إعادة هيكلة الشركات العمومية المقرر ضمن مهام المخطط الخماسي الأول [1984-1980] جاء لتقسيم الشركات العمومية الكبرى وتجزئتها إلى وحدات صغيرة أكثر تخصصا من أجل مواجهة الصعوبات وتحريرها من الضغوطات التي كانت تقيدتها. وبالتالي جاء المرسوم رقم 80-240 الصادر في 14-10-1980 والمتعلق بإعادة هيكلة الشركات الوطنية. وهذا للأسباب التالية :

##### أ-1- أسباب إعادة الهيكلة

##### أ-1-1- التوجه الإجتماعي للمؤسسات

إن الإهتمام المتزايد بالنشاطات الإجتماعية و سوء الفهم الذي وقع فيه العمال للتسيير جعل المؤسسات الاقتصادية تسيير نحو تلبية رغبات العمال ، وذلك بتوفير التعاونيات الإستهلاكية لهم و المخيمات الصيفية لأولادهم.<sup>(1)</sup>

(1) حاج صدوق بن شرقي، مرجع سبق ذكره ، ص 56.

أ-1-2- تعدد مهام الشركة الوطنية

- حيث كانت 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.

أ-1-3- النتائج السيئة المحققة من طرف الشركات الوطنية

- وكانت بسبب التخطيط المركزي كما أن العدد الكبير من الوحدات التابعة لشركة وطنية واحدة صعب من إمكانية معرفة الوحدات الراجعة (ذات مردودية) من الوحدات الخاسرة.

أ-2- أهداف إعادة الهيكلة

جاءت إعادة الهيكلة العضوية من أجل تحقيق الأهداف التالية:

- تقسم المؤسسات الكبيرة إلى عدة مؤسسات مستقلة في نشاطاتها ووظائفها كوظيفة الإنتاج و التوزيع وذلك بغية تبسيط المهام. (1)
- تحويل المقرات الإجتماعية، التي هي مركز إتخاذ القرارات المتواجدة بالجزائر العاصمة إلى مناطق أخرى من الوطن. وهذا لإيجاد أثر التعاضد في كل المناطق وتطوير وظيفة الإنتاج، أي تقوية اللامركزية. (2)
- تحسين الإنتاجية والإنتاج كمّاً ونوعاً.
- تحسين ظروف سير الإقتصاد الوطني.
- سيطرة أكبر على جهاز الإنتاج بزيادة فعالية أداء الإنتاج مع تخفيض تكلفته.

أ-3- التطبيق الفعلي لإعادة الهيكلة

لقد إنطلقت عملية إعادة الهيكلة بعد صدور المرسوم المتعلق 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 1980، أما النوع الثاني من اللجان فهي لجان وزارية تم تنصيبها شيئاً فشيئاً، حسب تقدم عملية إعادة الهيكلة للمؤسسات الوطنية. وقد تميزت عملية إعادة الهيكلة في الواقع بإتخاذ عدة إجراءات من طرف الهيئات المكلفة بها.

(1) Goumri, M, " l'offre de monnaie en Algérie", ENAG Editions, Alger 1993, P.297

(2) Benissad, M.E, " la réforme économique en Algérie: ou l'indicible ajustement structurel", 2<sup>ème</sup> éditions mis à jour, O.P.U, Alger 1991, page 32.

**ب- إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية**

نصت تحاليل اللجنة المكلفة بإعادة الهيكلة على أن إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات العمومية قد تشكل خطرا على بقاء وإستمرارية المؤسسة، لذا تم إقتراح إعادة الهيكلة المالية، أي تحليل أسباب تدهور الهيكل المالي وإقتراح معايير للوصول إلى تسيير مالي أنجح وشفاف. حيث بينت التحاليل أن المؤسسات التابعة للقطاع العام تعاني من أزمة مالية حادة إذ أن الجهاز الإنتاجي يعاني عجزا ماليا كبيرا مما أدى إلى حدوث نتائج سلبية ساهمت في ظهور حالة الإفلاس.

و يمكن تعريف إعادة الهيكلة المالية على أنها " مجموعة من التدابير التي تتخذها الدولة و المؤسسات في الحين القريب وفي كل المجالات ، بهدف تجسيد الإستقلالية المالية للمؤسسات حتى تتوقف عن اللجوء المستمر إلى مساعدة الدولة".<sup>(1)</sup>

**ب-1- أسباب إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية**

لعل 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 الانتاج مرة أخرى.
- الضغوطات الضريبية والتي طالما عانت منها المؤسسات.
- عدم وفاء المتعاملين بالتزاماتهم إتجاه المؤسسة في الآجال المحددة مما ساهم في إحداث خلل في دورة الإستغلال للعملية الإنتاجية الواحدة.
- التزايد المستمر لمديونية المؤسسة، حيث كان يتم تمويل مراحل دورة الإستغلال عن طريق القروض وبما أن المؤسسة لا تحقق عوائد مالية تتناسب مع آجال تسديد تلك القروض تلجأ بذلك إلى طلب قروض أخرى لتغطية الديون السابقة.

**ب-2- أهداف إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية**

لقد كانت هناك عدة أهداف مرجوة من إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية أهمها :

- الوصول إلى التطهير المالي للمؤسسات من خلال مسح الديون المترتبة عليها.
- وضع ميزانيات إنطلاق للمؤسسات العمومية.
- تصفية الحسابات بين المؤسسات العمومية.
- تحقيق معدلات مردودية إيجابية حتى يمكن تحسين الوظائف الأخرى للمؤسسة كالإنتاج والتسويق .
- التخفيف من حدة النقص المسجل في رأس المال العامل.

(1) Commission ad-hoc, " Rapport de restructuration Financiere des entreprises", M.P.A.T.Alger juillet 1981, P8.

### ب-3- إجراءات إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية

لتجسيد إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية إتخذت الدولة مجموعة من الإجراءات هي:

- إجراءات مالية محضة: وتهدف إلى ضمان التوازن المالي للمؤسسة (بإعادة هيكلة ديون المؤسسة، تصفية الديون فيما بين المؤسسات... إلخ).

- إجراءات تنظيمية وتسييرية: بالعمل على رفع الطاقة الإنتاجية الموجودة وتخفيض تكاليف الإستغلال قدر المستطاع، وهذا الأمر يتطلب الدقة والصرامة في تسيير وإستغلال الموارد المادية والبشرية المستعملة.

- إجراءات متخذة خارج المؤسسة: تتمثل خصوصاً في إصلاح النظام الضريبي بشكل يساعد على تنشيط دورة الإستغلال للمؤسسة.

### ج- تقييم إعادة هيكلة المؤسسات العمومية

إن إعادة الهيكلة العضوية والمالية كانت تهدف من حيث المبدأ إلى تطوير الإقتصاد الوطني من خلال تحسين القطاع الإنتاجي عن طريق الرفع من معدلات المردودية والإنتاجية. من خلال الإجراءات المتخذة وتوفير الموارد البشرية والمالية، إلا أن الأهداف المرجوة لم تحقق، والمشاكل التنظيمية الأخرى المتعلقة بدورة الإستغلال لم تحل. نتيجة لطبيعة القرارات التي كانت تسلط على المؤسسات وعدم التحكم في تقنيات التسيير والتنظيم على مستوى وظائف المؤسسة.

### 2- إستقلالية المؤسسات العمومية

للخروج من الوضعية الحرجة للمؤسسات والإقتصاد الوطني كانت هناك محاولة أكثر جدية للإنتقاع عن الطرق السابقة المسيرة للإقتصاد الذي تشرف عليه الدولة ، حيث بدأت عملية التغيير بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية، ثم إلى محاولة إعادة المؤسسة إلى مسارها الحقيقي كوحدة أساسية في النسيج الإقتصادي الوطني في إطار ما يسمى بالإستقلالية بعد ذلك.

### أ- مفهوم إستقلالية المؤسسات العمومية

يمكن تعريف المؤسسة العمومية الإقتصادية من خلال القانون رقم 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988 على أنها " شركات مساهمة أو شركات محدودة المسؤولية ، تملك الدولة أو الجماعات المحلية فيها مباشرة أو بصفة غير مباشرة ، جميع الأسهم أو جميع الحصص. لكن لا تسييرها".<sup>(1)</sup> فبموجب هذا القانون تم الفصل بين مفهوم ملكية الدولة وتصرف المؤسسة فيها، فسابقا كانت الدولة تتدخل بواسطة هيئات

(1) المادة رقم 05 من قانون 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الإقتصادية المؤرخ في 12-01-1988، المادة 698 من القانون رقم 88-04 المؤرخ في 12-01-1988 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن للقانون التجاري، ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الإقتصادية، الجريدة الرسمية ، العدد 02 الصادر بتاريخ 13-01-1988.

مختلفة في تسيير المؤسسة والتي لم تمكن لها الحرية في التصرف في أملاكها وتسيير مواردها ، لكن ومع إستقلالية المؤسسات أصبحت هذه الأخيرة شخصية معنوية متميزة عن الدولة ومستقلة ماليا وإداريا.

### **ب- أسباب إستقلالية المؤسسات العمومية**

- التدخل الكبير للدولة في جميع الأمور الخاصة بالمؤسسة الأمر الذي أعاق نشاطها من خلال إحتكار عملية إتخاذ القرارات.

- التكاليف الإجتماعية التي أخذتها المؤسسة على عاتقها مما زاد من ثقل عبء المديونية وكرس العجز المالي بها.

- المشاكل الناجمة عن الإخفاق في تطبيق إعادة الهيكلة.

### **ج- أهداف إستقلالية المؤسسات العمومية**

- تحفيز العمال والمسيرين، لأن مبدأ الإستقلالية سيدفعهم إلى زيادة الإنتاج والمردودية.

- التكفل المباشر للمؤسسة العمومية بأعمالها بنفسها وتنظيم علاقاتها الإقتصادية.

- 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.<sup>(1)</sup>

### **3- إنشاء صناديق المساهمة**

من أجل تفادي تدخل السلطات العمومية في شؤون المؤسسات الإقتصادية، تقرر إنشاء مؤسسات تهدف إلى تسيير محفظة القيم المنقولة والأسهم الصادرة من قبل المؤسسات العمومية الإقتصادية لصالح الدولة، سميت بـ " صناديق المساهمة " .

إذ يعتبر صندوق المساهمة شركة مساهمة عمومية، ويعد ضامنا لمقابل القيمة المتمثلة في السهم، والحصص و السندات، والقيم الأخرى التي تقدمها الدولة والجماعات المحلية بإعتباره عوناً إئتمانيا لها.<sup>(2)</sup>

غير أن هذه الأسهم بقيت محتكرة من طرف الدولة بحيث لا يمكن تداولها في السوق بين الخواص

فالمؤسسات العمومية والدولة هي التي تملكها فقط. وتتمثل أبرز مهامه في :

- إعداد و متابعة تنفيذ مخطط المؤسسة بواسطة ممثليه في مجلس إدارتها، بإعتباره مالك لأسهم الدولة.

- الحفاظ على حصص الدولة و ذلك بعملية التعويض بين المؤسسات الغنية والمؤسسات التي تعاني من عجز مالي.

(1) Mékidéche, M, "l'entreprise publique au centre des enjeux de l'économie nationale", Edition, A.A.P.S Alger, n03, Oct. 1996, page 26.

(2) المادة رقم 12 من قانون 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية، العدد 02 الصادر بتاريخ 13-01-1988.

#### 4- إنشاء الشركات القابضة

إنطلاقاً من الوضع الصعب الذي أصبحت تعيشه المؤسسات العمومية الإقتصادية وعدم تحقق الأهداف المرجوة من إنشاء صناديق المساهمة تقرر حل هذه الأخيرة في 25 ديسمبر 1995. لتحل محلها الشركات القابضة، التي تشرف على مجموعة معينة من المؤسسات العمومية ذات النشاط المنسجم فيما بينها، عكس صناديق المساهمة التي كانت تشرف على مؤسسات لم تكن من نفس القطاع. و تتمحور مهام الشركات القابضة في :

- تنظيم وفق ما تسمح به القوانين المعمول بها حركة رؤوس الأموال بين المؤسسات.
- تسهر على حماية إستقلالية الذمم المالية للشركات المنتمية إليها.
- المساهمة في تنمية جميع المؤسسات المنطوية تحت مراقبتها.

#### 5- خصوصية المؤسسات العمومية

لقد تم اللجوء إلى الخصوصية كخيار لإصلاح المؤسسات العمومية، وهذا في إطار برنامج التعديل الهيكلي المبرم مع المؤسسات المالية الدولية، وذلك عندما أصبحت تعيش إحتلالاً هيكلياً و مالياً لا تقوى الخزينة العمومية على تغطيته، وإنعدام فعالية أجهزة مراقبة تسيير عمليات تلك المؤسسات الناتجة من التعقيد الحاصل في الهياكل الإدارية وتعدد الإجراءات وتنوع مجالات التدخل.<sup>(1)</sup> وفي ظل هذه الوضعية كان على المسؤولين التجاوب مع المتطلبات الداخلية والخارجية للإقتصاد الوطني ، فكانت توجيهات صندوق النقد الدولي والبنك العالمي كلها تصب في إعادة النظر في الكيفية التي ييسر بها الإقتصاد. إذ جاء الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، والمتعلق بكيفية تحويل الملكية العامة للدولة لفائدة أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص.

إن تحريك الخصوصية يتطلب إستثمار أجنبي غير مباشر ( إستثمار في الأوراق المالية ) ، إلا أن الجزائر تجد صعوبة للوصول إلى أسواق رأسمال والأسواق المالية الدولية لأنها مصنفة ضمن الدول ذات المخاطر العالية هذا من جهة، ومن جهة أخرى ف إن الحكومة الجزائرية غير مستعدة لمسح ديون المؤسسات العمومية مما جعل الخوصصة في الجزائر تقتصر على بعض المحاولات التي شملت بيع بعض الوحدات و التنازل لصالح العمال لبعض المؤسسات العمومية المحلية والدخول إلى البورصة لثلاث مؤسسات وهي إرياض سطيف ، مجمع صيدال و مؤسسة تسيير فندق الأوراسي .

(1) مسعود كسري ، " تطور المؤسسات العمومية في الجزائر " ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير رسالة ماجستير ، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر ، جوان 99 ، ص 220.



## ثانيا : إصلاح النظام المالي الجزائري

بالموازاة مع عملية إصلاح المؤسسات العمومية بدءا بإعادة هيكلتها عضويا وماليا، شرعت السلطات في إصلاح النظام المصرفي بهدف جعله أكثر فعالية في الحياة الإقتصادية من خلال القيام بوظيفته الرئيسية في تمويل الإقتصاد الوطني، وهذا عبر المراحل التالية:

### 1- إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية

على إثر الإختناق الذي ظهر في تمويل الإقتصاد الوطني، إتخذت عدة تدابير من بينها إنشاء بنوك جديدة تولدت عن إعادة هيكلة كل من البنك الوطني الجزائري و القرض الشعبي الجزائري، إذ تم إنشاء كل من البنك الجزائري للتنمية الريفية و بنك التنمية المحلية :

#### أ- البنك الجزائري للتنمية الريفية B A D R (\*)

إنشق هذا البنك عن البنك الوطني الجزائري وتمثل مهامه في تمويل القطاع الفلاحي و الأنشطة الريفية المتعلقة به و كذا الصناعات التقليدية.<sup>(1)</sup>

#### ب- بنك التنمية المحلية B D L (\*\*\*)

أنشأ هذا البنك بموجب إعادة هيكلة القرض الشعبي الجزائري ووضع خصيصا لتمويل المنشآت العامة المحلية و ضمان الإحتياجات النقدية و المالية للجماعات المحلية.

### ج- قانون القرض و البنك لسنة 1986

بعد الإصلاحات التي شهدتها الجهاز المصرفي الجزائري خاصة بعد الإصلاح المالي لسنة 1971 لم يكن أثر السياسة النقدية باديا، إذ لم يحدث أي إنعاش إقتصادي بل زاد الوضع تأزما بعد الإنخفاض الذي شهدته أسعار البترول لسنة 1986. و بقيت وظيفة البنوك التجارية محدودة كونها فقط عبارة عن صناديق تسجل فيها العمليات، كل هذه العوامل جعلت السلطات تفكر أكثر في تعميق الإصلاحات. و قد تبلور هذا الإصلاح بصدور قانون 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنك والقرض (\*\*\*) الذي جاء لتحقيق المبادئ التالية :<sup>(2)</sup>

- تقليص دور الخزينة المتعاضم في تمويل الإستثمارات وإشراك الجهاز المصرفي في توفير الموارد المالية الضرورية للتنمية الإقتصادية، إلا أن القانون لم يضع آليات تنفيذ ذلك .

(\*) المرسوم رقم 82-106 المؤرخ في 13-03-1982 المتضمن إنشاء بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصادر في 15-03-1982

(1) Rhiel, M.H, "le système bancaire Algérienne", les cahier C.R.E.A.D, Alger 1987, Page 67.

(\*\*) المرسوم رقم 85-85 المؤرخ في 30-04-1985 المتضمن إنشاء بنك التنمية المحلية، الجريدة الرسمية، العدد 19، الصادر في 01-05-1985

(\*\*\*) قانون 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر في 20-08-1986

(2) بلعوز بن علي، "محاضرات في النظريات و السياسات النقدية"، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية 2006، ص 183.

- أعاد القانون للبنك المركزي وظائفه التقليدية ودوره كبنك البنوك، وإن كانت هذه المهام تعوزها الآليات و الأدوات التنفيذية، ومن ثم تبدو في أحيان كثيرة مقيدة .
- بموجب هذا القانون تم الفصل بين البنك المركزي كمقرض أخير وبين نشاطات البنوك التجارية، الأمر الذي سمح بإقامة نظام مصرفي على مستويين.
- أعاد القانون للمصارف ومؤسسات التمويل دورها في تعبئة الإدخار وتوزيع القروض في إطار المخطط الوطني للقرض، كما سمح للبنوك بإمكانية تسلم الودائع مهما كان شكلها ومدتها، وأصبح أيضا بإمكانها أن تقوم بإحداث الإئتمان دون تحديد مدته أو للأشكال التي يأخذها، كما إستعادت المصارف حق متابعة إستخدام القرض وكيفية إسترجاعه، والحد من مخاطر القروض خاصة عدم السداد.
- تنص مراسيم القانون على إنشاء هيئات رقابة وهيئات إستشارية على النظام المصرفي .

### **3- قانون إستقلالية 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 آنذاك قانون 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية وأهم ما جاء به هذا القانون هو ضمان إستقلالية المؤسسات العمومية بما فيها الإستقلالية المالية لها، لذا كان على البنوك التجارية أن تتماشى مع هذا الوضع الإقتصادي الجديد خاصة أن قانون 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بالبنك و القرض لم يخلو من النقائص والعيوب، فلم يستطع التكيف مع هذه الإصلاحات الجديدة. وكان لها ذلك بصدور قانون 88-06 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون 86-12 المتعلق بالبنك و القرض. (\*) الذي أحدث تغييرات هامة في الجهاز المصرفي تمثلت في :

- السماح للبنوك التجارية بالحصول على قروض متوسطة وطويلة الأجل في الأسواق الداخلية والخارجية.
- منح دور البنك المركزي في ضبط و تسيير السياسة النقدية لأجل إحداث التوازن في الإقتصادي.
- يمكن للمؤسسات المالية غير المصرفية أن تقوم بتوظيف نسبة من أصولها المالية في إقتناء أسهم أو سندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل التراب الوطني أو خارجه.
- إعتبار البنوك مؤسسات إقتصادية عمومية تتمتع بالإستقلالية وتسير وفقا للمبادئ التجارية والمردودية.
- التخلي على مبدأ التوطين المصرفي.

(\*) قانون 88-06 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون رقم 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنك و القرض ، الجريدة الرسمية ، العدد 02 ، الصادر في 13-01-1988

إن هذه الإصلاحات أعطت المعنى الحقيقي للعلاقة بين البنوك والمؤسسات الإقتصادية بالتأكيد على طابعها التجاري، وبالتالي لم تعد البنوك مجردة على تمويل المؤسسات العمومية خلافا لما كانت عليه من قبل. حيث أصبحت تتمتع بحرية إتخاذ قرار التمويل أو رفضه على أساس معايير المدروسة.

#### **4- قانون النقد و القرض 90-10**

على الرغم من التعديلات التي أدخلت على الجهاز المصرفي بعد عام 1986، إتضح أنها لم تأتي بنتائج مرضية حيث أنها لم تسمح للمؤسسات بتحسين وزيادة إنتاجها ولا للبنوك بالقيام بمهامها كمصدر لتمويل الإقتصاد الوطني. مما جعل السلطات تعزز فكرة إصلاح الجهاز المصرفي في التسعينات و ذلك بصدور قانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد و القرض (\*)، الذي جعل القانون المصرفي الجزائري في سياق التشريع المصرفي المعمول به في البلدان المتطورة، خاصة فيما تعلق بصلاحيات البنك المركزي في ضبط السياسة النقدية للبلاد بهدف جعل المنظومة المصرفية والنظام النقدي في مسار الإنتقال من إقتصاد مسير مركزيا إلى إقتصاد موجه بآليات السوق. ولقد سعت السلطات من خلال إصدار هذا القانون إلى تحقيق الأهداف التالية: (1)

- إعادة صنع قواعد إقتصاد السوق وإعادة تأسيس ملاءة مؤسسات الدولة و البنوك.
- محاربة التضخم وتسرب رؤوس الأموال، بوضع حد نهائي لكل تدخل إداري في القطاع المالي.
- وضع نظام مصرفي عصري وفعال في تعبئة وتوجيه الموارد.
- عدم التمييز بين المتعاملين الإقتصاديين وذلك بإلغاء التخصص وتوضيح المهام المسندة للبنوك.
- إعادة الإعتبار لدور البنك المركزي وذلك بوضع حد نهائي للمراكز القانونية المتنوعة.
- إنشاء إطار ملائم لتشجيع حركات رؤوس الأموال من وإلى الجزائر.
- و بهدف تطير القطاع المالي تبني هذا القانون المبادئ التالية: (2)
- الإعتراف بإستقلالية البنك المركزي إتجاه الدولة خاصة الخزينة العمومية.
- تخلي الخزينة كلية عن تمويل المؤسسات العمومية
- إيجاد الأدوات غير المباشرة للضبط النقدي ( نسبة الإحتياطي القانوني ، سقف إعادة التمويل... إلخ )
- إنشاء السوق النقدية التي تتيح للبنوك تجاوز مشكلة السيولة.
- تنويع مصادر تمويل المؤسسات بإنشاء سوق مالي.

(\*) قانون 90-10 المؤرخ في 09 أفريل 1990 المتعلق بالنقد و القرض ، الجريدة الرسمية ، العدد 16 ، الصادر في 18-04-1990

(1) Benhalima,A, " le système bancaire en Algérie: Texte et réalité ", Edition Dahlab, Alger 1996, p82.

(2) Hadjeyd,M" L'industrie algérienne : crise et tentatives d'ajustement", éditions l'Harmattan, Paris 1996, p183

## **المبحث الثاني: نشأة وتنظيم سوق الأوراق المالية في 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 للإقتصاد الوطني المبني على مركزية الموارد المالية للدولة، إلى إقتصاد السوق ينمو بفعل الآليات المتواجدة به وعلى رأسها سوق الأوراق المالية التي تعتبر أداة فعالة في هذا النظام ومن هنا تبرز ضرورة دراسة هذا السوق على النحو التالي:

### **المطلب الأول: مراحل و دوافع إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر**

قامت الجزائر بإنشاء سوق للأوراق المالية، لمجموعة من الدوافع وذلك عبر عدة مراحل :

#### **أولا : دوافع إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر**

من أبرز دوافع إنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر نجد :

#### **1- تمويل نمو المؤسسة**

حيث تسمح للمؤسسات الخاصة أو العمومية أو الدولة بتوفير رأس المال الضروري لتمويل إستثماراتها من خلال النداء العام للإدخار. (1)

#### **2- تكريس مبدأ الانتقال من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد الأسواق المالية**

وذلك بتنوع مصادر تمويل الإقتصاد، إذ أن عرض المنتجات المالية يخفف من الضغط الثقيل الذي يتحمله النظام المصرفي والممثل في منح القروض بمختلف أنواعها وبالتالي إتاحة فرصة لتطوي وتنمية النظام المصرفي بإزالة الحواجز ما بين نشاطات السوق النقدي و السوق المالي. لذا فإن سوق الأوراق المالية في الجزائر يعتبر مصدرا دائما للتمويل غير التضخمي من خلال تسهلي عملية إنتقال رؤوس الأموال بين المقرضين و المقترضين بصفة فعالة.

#### **3- ترقية الإدخار و الإستثمار**

إذ أن الإستثمار في الأوراق المالية له مزايا كبيرة للمدخرين أهمها إمكانية تحويل الورقة المالية إلى سيولة بشكل سريع و في أي وقت. لذا فإن وجود سوق للأوراق المالية من شأنه أن يؤدي إلى ترقية الإدخار طويل الأجل و توجيهه نحو الإستثمارات المنتجة إذ تعتبر أفضل إختيار وبديل بالنسبة للمدخرين. (2)

#### **4- تمويل عجز ميزانية الدولة**

إن التدخل المتزايد للدولة في الحياة الإقتصادية والإجتماعية، يتطلب نفقات عمومية كبيرة التي بدورها تحتاج إلى إيرادات عمومية لتغطيتها. ولكن قد يحدث أن يظهر إحتلال بين الإيرادات العامة والنفقات العامة. فتصبح الدولة أمام عجز موازني، فتضطر أحيانا إلى إصدار سندات يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.

(1) RAIDH SEDDIK CHIKHAOUI, " Mise en place d'un marche des valeurs mobiliers en Algérie " Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de poste - Graduation spécialisé en banques 7<sup>ème</sup> promotion P11

(2) "Mise en place du marché financier en Algérie", Media Bank, journal interne de la banque d' Algérie No 30 juillet 1997, page 14.

ثانيا: مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر

لقد تم إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر عبر المراحل التالية :

### 1- المرحلة التمهيدية

في 09 ديسمبر 1990 قامت صناديق المساهمة بإمضاء العقد التأسيسي لدى الموثق تحت إسم "شركة القيم المنقولة SVM" وهي شركة ذات أسهم يقدر رأس مالها بمبلغ 320.000.00 دج دون التصريح بكلمة البورصة لأن في تلك الفترة لم يكن هناك أي نص قانوني ينظم نشاط البورصة. ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الرئيسي يتمثل في وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضات على القيم المنقولة في أفضل الشروط.

لكن بقيت هذه الشركة دون تشغيل وتأخرت في الإنطلاق بالنظر إلى العوائق التنظيمية وضآلة رأس مالها، وكذا المشاكل الأخرى المرتبطة بضبط مهامها. ورغبة في رفع هذه العقبات تمّ في شهر فيفري 1992 إتخاذ قرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 9.320.000.00 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها، من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المنقولة، ومن ذلك أخذت هذه الشركة رسميا إسم "بورصة القيم المنقولة". ولقد تمّ تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي في أواخر سنة 1992، أضيف إلى ذلك أنه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28-05-1991 وهي كالتالي:<sup>(1)</sup>

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المتعلق بتحديد أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا ظروف إصدارها من طرف مؤسسات رؤوس الأموال.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق باللجنة البورصة.

### 2- المرحلة الأولى

أولى العمليات التي شهدتها البورصة قبل البدء في مهامها رسميا، هي تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25-04-1993 المكمل للقانون التجاري،<sup>(2)</sup> حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها وكذا صدور عدة قوانين متعلقة ببورصة القيم المنقولة والتعريف بهذه البورصة ومنها:

(1) تقيية إلياس، "عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة 2004، ص 45.

(2) 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 بتاريخ 25 أبريل 1993

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- المرسومين التنفيذيين رقم 94-175 ورقم 94-176 الصادرين في 31-06-1994 والمكملين والمعدلين للمرسوم التشريعي رقم 93-10 .

### **3- المرحلة الثانية**

في هذه المرحلة تمّ الإنتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999، حيث تمّ القيام بتسعير سهم إرياض سطيف وبعد أسبوع تمّ تسعير أسهم صيدال أما سهم الأوراسي فتّم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر. وفيما يخصّ السندات فلقد تمّ تسعير سند سوناطراك في شهر أكتوبر 1999، وأيضاً تداوله في البورصة. وكانت سوناطراك قد طرحت من قبل قرضا سندياً وذلك في بداية سنة 1998 بفائدة 13%. وظلّ السند متداول داخل القطاع المصرفي حتى شهر أكتوبر 1999.

### **المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الجزائر**

من أجل ضمان السير الحسن لسوق الأوراق المالية في الجزائر تم إنشاء مجموعة من الهيئات تعمل على ضمانه وهي :

#### **أولاً : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB**

لُتسّست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993. وتعتبر هذه اللجنة أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية. وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء غير دائمين، وتمثل مهمتها في حماية مصالح المستثمرين وذلك من خلال ضمان الشفافية اللازمة، أي العمل على تحقيق حسن سير نشاط البورصة وذلك بإتخاذ ما يتطلبه الأمر من إجراءات.

#### **1- الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة**

تتكون هذه اللجنة حسب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة من :

- رئيس و ستة أعضاء ، يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي لمدة أربع سنوات، و تبعا للتوزيع الآتي :<sup>(1)</sup>

- قاض يقترحه وزير العدل .

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية .

(1) المادة 13 من القانون رقم 03-04 الصادر في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة ، الجريدة الرسمية ، العدد 11 ، الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003 .

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي .
  - عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة .
  - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر
  - عضو يقترحه المجلس الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين .
- حيث أن الرئيس يعين لمدة أربع سنوات بقرار تنفيذي متخذ من طرف مجلس الحكومة، و ب إقتراح من وزير المالية ، أما الأعضاء غير الدائمين فيعينون بموافقة وزير المالية ولمدة 04 سنوات.

## **2-2-1-3-2- صلاحيات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة**

تتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصلاحيات واسعة تتيح لها السهر على حسن سير البورصة في الجزائر و تكمن في :<sup>(1)</sup>

## **2-1-1-2- السلطة التنظيمية**

- تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة وذلك بسنّ قوانين تخص ما يلي :
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
  - نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب أن يكفلوها لربائهم.
  - الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في البورصة.
  - قبول القيم للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها.
  - العروض العمومية لبيع وشراء القيم المنقولة.
  - القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المدرجة في البورصة والتي تسمح للمستثمر بإتخاذ قرار الإكتتاب.

## **2-2-2- السلطة الرقابية**

- حيث تقوم اللجنة بما يلي :
- التأكد من أن الشركات المقبولة في البورصة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية المفعول.
  - أمر الشركات بنشر إستدراكات فيما إذا لاحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة.
  - نشر المعلومات في النشرة الرسمية للتسعيرة BOC « Bulletin Officielle de la Cote ».
  - إجراء تحقيقات على الشركات والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء لدى الأشخاص.

(1) COSOB, Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d' alger , collection guides plus , 96 , p 07

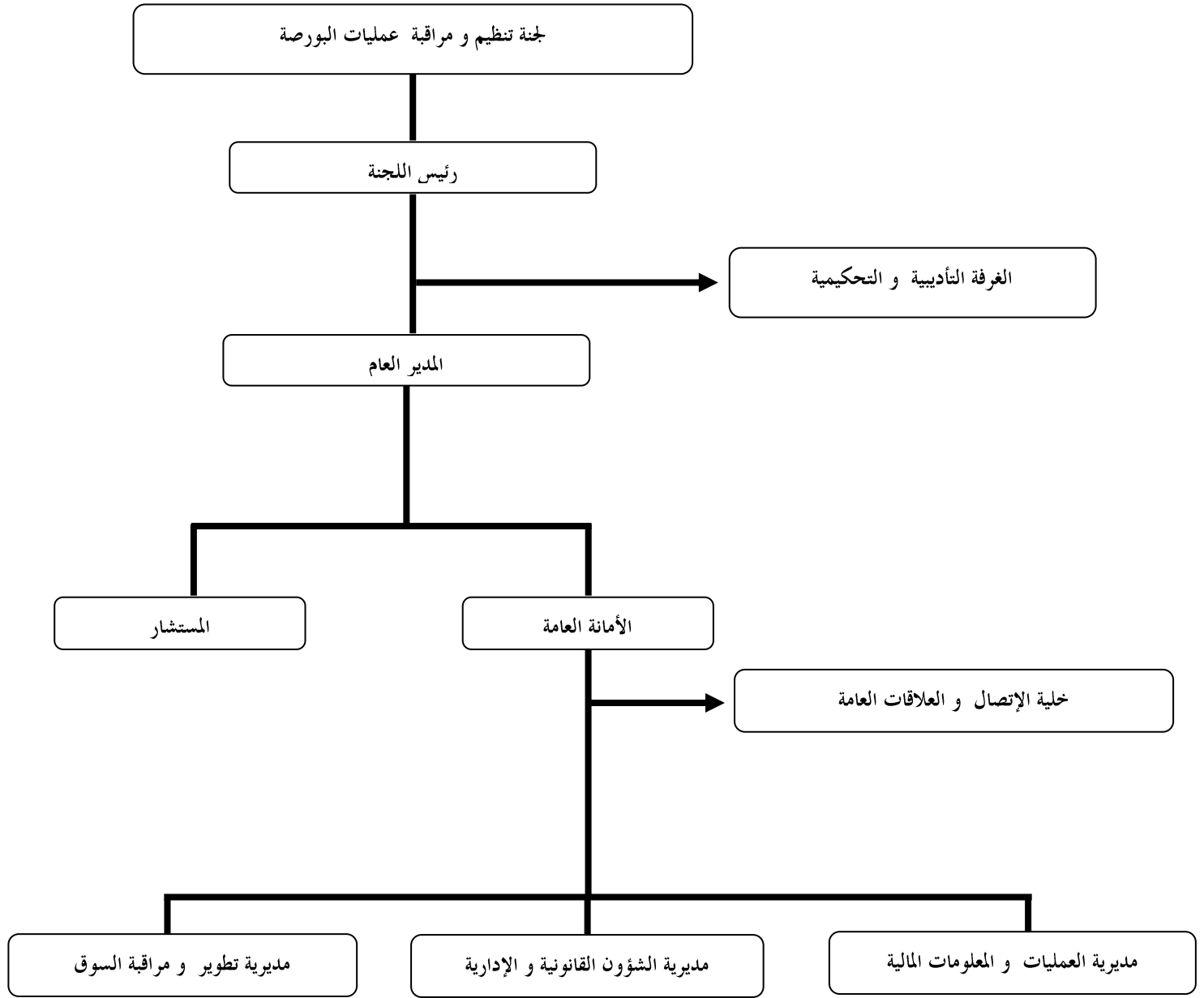
**2-3- السلطة التأديبية و التحكيمية**

تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس اللجنة وعضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة وقاضيين يعينهما وزير العدل. أما عن الغرفة التحكيمية فهي مؤهلة لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح سارية المفعول في البورصة. وتدخل فيما يلي:

- بين الوسطاء في عملية البورصة.
  - بين الوسطاء وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة.
  - بين الوسطاء والشركات المصدرة للأوراق المالية.
- وتكون الغرفة السابقة الذكر متخصصة في المجال التأديبي، وذلك لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية من جانب الوسطاء وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم. أما فيما يخص العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي :
- الإنذار ، التوبيخ ، حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا ، فرض غرامات مالية.



الشكل رقم ( 3 - 1 ) : الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة



Source: [www.cosob.org/commission-organigramme.htm](http://www.cosob.org/commission-organigramme.htm) le 21-03-2006

**ثانيا : شركة إدارة بورصة القيم S G B V**

تأسست شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة حيث تعتبر شركة مساهمة و تتكون من الوسطاء في عملية البورصة الذين يبتكرون عمليات التفاوض على القيم المنقولة المقبولة بالبورصة لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم، وهي مسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية و التقنية الضرورية للمبادلات على القيم المنقولة.

**1- الشركاء في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم**

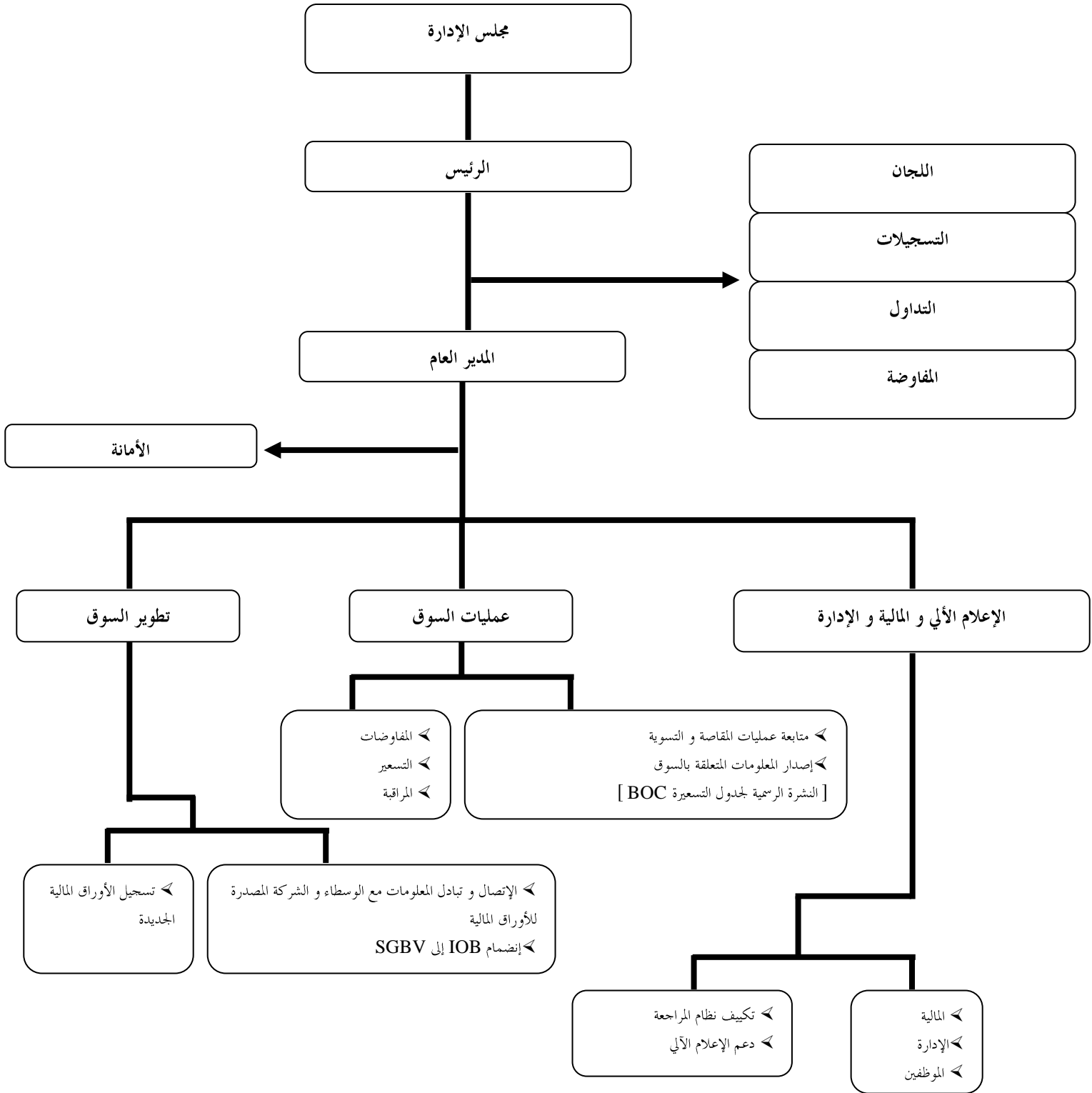
- شركة الراشد المالي التي تضم كل من : BEA-CCR-CNMA .
- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP التي تضم كل من : BNA- BDL -CAA
- المؤسسة المالية العامة SOGIEFI التي تضم كل من CPA-CNEP -CAAT .
- شركة توظيف القيم المنقولة SPDM التي تضم كل من : CAAR-BADR .
- شركة UNION BROKE RAGE المؤسسة من طرف : UNION BANK .

**2- مهام شركة إدارة بورصة القيم**

- تمثل المهام المخولة لشركة إدارة بورصة القيم في :<sup>(1)</sup>
- التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة.
- التنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة، وتسيير نظام التداول والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في العمليات البورصة
- إشعار لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بأي إخلال أو مخالفة لقواعد السوق، أو عدم إتفاق بين متدخلين أو أكثر ، أو أي شذوذ آخر يمس بسلامة السوق.

(1) S G B V , OP-CIT , page 09.

الشكل رقم ( 3- 2 ) : الهيكل التنظيمي لشركة إدارة بورصة القيم



Source: guide de la bourse et des opérations boursières , la bourse d'alger, édition Bouchéne, Alger 1998, p 17.

ثالثا : المتدخلون في سوق الأوراق المالية بالجزائر

من أبرز المتدخلين في سوق الأوراق المالية في الجزائر نجد :

### 1- الوسطاء في عملية البورصة IOB و أنواعهم

الوسطاء هم أشخاص طبيعيين (أفراد) أو معنويين (مؤسسات مالية) حيث تعتمدهم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. و يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة :

#### أ- الوسيط ذو النشاط المحدود :

و هو ذلك الوسيط الذي يريد تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط دون توسيع دائرة نشاطه لتشمل تقديم الخدمات في ميادين تسيير المحافظ المالية أو التوظيف أو السعي المصنفي\* .معنى يقتصر نشاط الوسيط على تنفيذ أوامر زبائنه فقط.

#### ب- الوسيط ذو النشاط غير المحدود :

و هو الوسيط الذي يمارس فضلا عن مهمته التفاوض على القيم المقبولة في البورصة إحدى أو كل الأنشطة المتعلقة بالإستشارة، تسيير المحافظ المالية أو صناعة السوق وكذا إمكانية القيام بالسعي المصنفي.

### 2- شروط إعتداد الوسطاء في عملية البورصة

ولكي يتم إعتداد هؤلاء الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة. حسب المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 03-07-1996.<sup>(1)</sup>

#### أ- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين

- بلوغ سن 25 سنة على الأقل.
- التمتع بكامل القوى العقلية والأهلية والتزاهة لحماية المدخرين .
- حيازة شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
- أن يكونوا قد تابعوا بنجاح تكوينا في ميدان تجارة وتسيير القيم المنقولة ، وإكتساب خبرة مهنية .
- أن يمتلك محل ملائم لممارسة نشاطه.
- تقديم طلب الإعتداد على مستوى اللجنة.
- تقديم كفالة تقدر بـ 500.000 دينار جزائري، ويمكن للجنة أن تحدد مبلغ أكبر إذا كانت طبيعة النشاط تتضمن ضمانا أكبر.

\* السعي المصنفي : نشاط الشخص الذي يستعمل و بشكل إعتيادي وسائل الإتصال لإقتراح الإكتتاب

(1) المواد من 03 إلى 08 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بشروط إعتداد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، المؤرخ في 01 جوان 1997.

ب- بالنسبة للأشخاص المعنويين

- الحد الأدنى لرأس المال هو 1 000 000 دينار جزائري.

- أن يكون مقر الشركة بالجزائر.

- أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة ويتمتع بالأهلية.

- تقديم طلب الإعتماد على مستوى اللجنة.

بالإضافة إلى هذه الشروط الواجب توفرها في الوسيط فإنه مجبر على تقديم ضمانات للجنة تنظيم ومراقبة

عمليات البورصة. أضف إلى ذلك لا بد أن تكون لديهم تنظيمات ووسائل تتلائم مع مهامهم.

3- مهام الوسطاء في عمليات البورصة

ومن أبرز المهام المخولة إليهم حسب المرسوم التشريعي رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق

بشروط إعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم و القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17

فيفري 2003 هي :

- عملية شراء أو بيع القيم المنقولة لحساب الغير أو لحساب الوسيط نفسه.

- تسيير محفظة القيم المنقولة.

- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

- حفظ القيم المنقولة و إدارتها.

- القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة أعلاه.

4- الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

يمكن إبراز الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر مع طبيعة من خلال الجدول التالي :

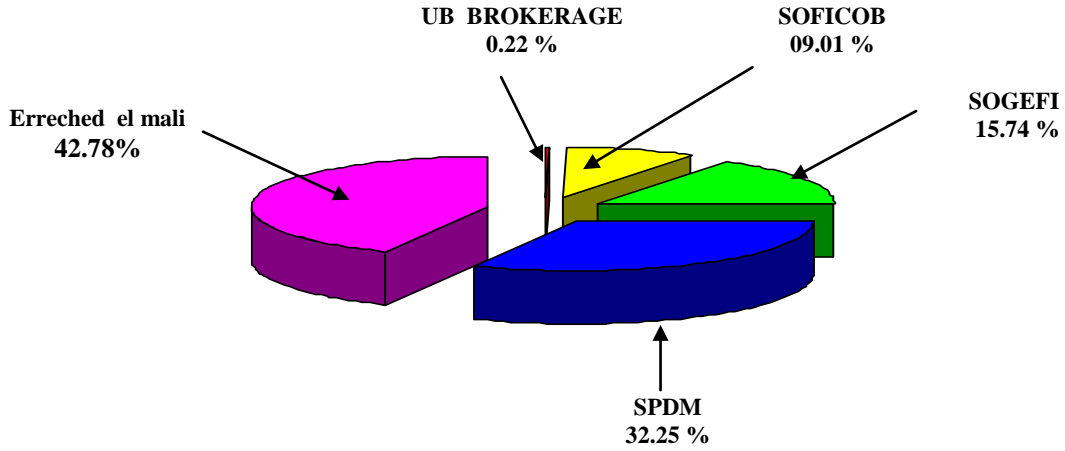
جدول رقم (3-1) : الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر

الهيئات المكونة للوسيط	تاريخ الحصول على الإعتماد	رأس المال (دج)	طبيعة النشاط	الوسطاء في البورصة
صندوق إعادة التأمين، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، البنك الجزائري الخارجي	رقم 99-01 في 27-07-1999	9 000 000.00	نشاط غير محدود	الراشد المالي
الشركة الوطنية للتأمين، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية	رقم 99-02 في 27-07-1999	9 000 000.00	نشاط غير محدود	المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف
الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، بنك الفلاحة و التنمية الريفية	رقم 99-03 في 27-07-1999	9 000 000.00	نشاط غير محدود	شركة توظيف القيم المنقولة
القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط، الشركة الجزائرية للتأمينات	رقم 99-04 في 27-07-1999	9 000 000.00	نشاط غير محدود	الشركة العامة للمالية و الإستثمار
UNION BANK	رقم 200-01 في 15-02-2000	1 000 000.00	نشاط غير محدود	UNION Bank ROKERGE

المصدر : تقيية إلياس مرجع سبق ذكره ، ص 55

أما عن نشاط الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر فيمكن إبرازه من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (3-3) : نسبة نشاط الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر



Source : S G B V , Bulletin special , Algérie 2002.

## 2- المؤتمن المركزي على السندات

### أ- تعريف المؤتمن المركزي على السندات

هو عبارة عن الهيئة الجديدة التي أنشأت بموجب القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في شكل شركة ذات أسهم تحمل إسم "Algérie Clearing" برأس مال إجتماعي قدره 65.000.000.00 دينار جزائري موزعة بين مختلف المساهمين فيه وهم :

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- القرض الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية.
- الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط.
- مجمع صيدال
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
- مؤسسة الوايض سطيف

**ب- وظائف المؤتمن المركزي على السندات**

تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات في : (1)

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات ليوم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر معلومات متعلقة بالسوق.
- يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات، كما يحسن بشكل كبير معالجة العمليات على السندات تحصيل الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ..إلخ

**3- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة opcv**

**أ- تعريف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة**

هي عبارة عن مؤسسة تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والم ثوجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير. وهي مؤهلة لجمع الإدخار مهما كان حجمه لإستثماره في سوق الأوراق المالية حسب سياسة توظيف محددة. يتمثل المدّخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في إستثمار إدخارهم مباشرة في السوق المالي، ليختار هذا السند أو ذاك، فيعهدون حينئذ لإدخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق.

**ب- أنواع هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM**

يتم التمييز بين عائلتين قانونيتين من OPCVM وهما شركات الإستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق المشتركة للتوظيف. (2)

**ب-1- تعريف شركة الإستثمار ذات رأس مال متغير SICAV**

هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهما تماشيا مع طلبات الإكتتاب ويصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما و له 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) LE dépositaire central des titres , BULLETIN de COSOB , N0 04 , JUILLET 2003 , page 06.

(2) منشورات لجنة تنظيم و مراقبعمليات البورصة ، " الإستعلام عن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة " ، الجزائر 2004

**ب-2- تعريف الصندوق المشترك للتوظيف FCP**

هو عبارة عن ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الإستثمار ذات رأس مال متغير ويصدر حصص، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المنحولة للمساهم. وتتولى تسييره شركة تسيير تتصرف بإسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم.

**ج- مزاي التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM**

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت.
- الحصول، من خلال الحافظة المستثمرة، على أنواع شتى من السندات.
- تسيير يقوم به محترفون.
- قواعد إستثمار واضحة تنوّع المخاطر.
- توجيه التوظيف منصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتوج.
- إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتبتين، وذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعية.

**د- تأسيس هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM**

يتطلب تأسيس OPCVM في البداية إيداع مؤسسيها ملف إعتما لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. ويتضمن محتوى ملف الإعتما ما يلي :

- مشروع القانون الأساسي لشركة الإستثمار ذات رأس مال متغير ومشروع النظام فيما يخص الصندوق المشترك للتوظيف. (1)

- البيانات المتعلقة بمسيري OPCVM

- تنظيم OPCVM و الوسائل المخصصة لتسييرها.

- وثائق الإعلام الموجهة للجمهور.

يحدد الرأس الم الأدنى المطلوب عند تأسيس شركة الإستثمار ذات رأس مال متغير بمبلغ 5.000.000 دج

أما المبلغ الأدنى لأصول الصندوق المشترك للتوظيف فهو 1.000.000 دج

**هـ- سير هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM**

يتجسد دخول OPCVM طور النشاط من خلال إصدار أسهمها وحصصها وتسويقها لدى الجمهور المستثمر، غير أن هذه المرحلة تكون مسبقة بنشر وثيقة إعلامية تسمى " النشرة الإعلامية " تؤشر عليها قانونا لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وتمثل المعلومات الأساسية الموجودة فيها في ما يلي:

- تقديم OPCVM.

- سياسة التوظيف.

(1) Règlement COSOB N° 97-04 du 24 Radjeb 1418 correspondant du 25 novembre 1997 relatif aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières , page 01.



- معلومات تخص المؤسسين والمسيرين.

- كيفيات الإكتتاب وإعادة الشراء.

- نفقات التسيير والعمولات.

**و- مراقبة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM**

تجوبى مراقبة OPCVM كل من :

- المؤسسة المؤتمنة لها ( غالبا البنك ) التي تراقب قانونية أعمال التسيير.

- محافظ الحسابات المكلف بالتصديق على الكشوف المالية.

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي يمكن أن تأمر في أي وقت بمهام التفتيش والتحقيق في

نشاط OPCVM كما تقوم زيادة على ذلك بمراقبة المعلومات التي تنشرها على الجمهور.

**ي- الحماية على هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM**

تتميز منتوجات OPCVM للإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات بموجب قانون المالية لسنة 1996

إضافة إلى ذلك فإن عائدات الأسهم والحصص معفاة من الضريبة على الدخل الإجمالي طوال مدة خمس

سنوات، ابتداء من سنة 2003. ومن جهة أخرى فإن OPCVM لا تخضع إلى الضريبة على القيمة المضافة

وإلى الرسم على النشاط المهني.

**المطلب الثالث: نظام التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

بالنسبة لنظام التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر هناك مجموعة من الأوراق المالية يتم تداولها

وذلك من خلال مجموعة من الأوامر وفق خطوات معينة وهذا ما سنعرض له على النحو التالي:

**أولا : الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر حسب المرسوم

التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 :

**1- أوراق مالية مرتبطة برأس المال**

و تتمثل أساسا في :

- الأسهم العادية

- أسهم التمتع

- أسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح

- الأسهم ذات الأذون في الإكتتاب في الأسهم

## 2- أوراق مالية مرتبطة بالدين

و تتمثل أساسا في :

- سندات ذات المعدل الثابت

- سندات ذات المعدل المتغير

## 3- الأوراق المالية المهجنة

زيادة على هذين النوعين من الأوراق المالية فإن القانون التجاري ينص على قيم منقولة أخرى لها خصائص شبيهة الأوراق المالية المذكورة أعلاه، وهي: (1)

- شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت.

- سندات المساهمة.

- سندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم.

- سندات الدين ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم.

### أ- شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت

شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت هي أسهم قابلة للتداول يصدرها شركة مساهمة قصد رفع رأس مالها أو عند تجزئة الأسهم الموجودة، وتمثل شهادة الإستثمار حقا ماليا ويجب أن تكون قيمته الإسمية مساوية لقيمة سهم الشركة المصدرة، أما شهادة الحق في التصويت فتمثل من جهتها وكما يتبين ذلك من إسمها حقا غير مالي يرتبط بالسهم يجب أن تكتسي هذه القيم المنقولة شكلا إسميا وتشبه القواعد التي تحكم شروط الإصدار والحقوق المحولة للحائزين على هذه القيم المنقولة القواعد التي تطبق على الأسهم.

### ب- سندات المساهمة

هي سندات دين قابلة للتداول تصدرها شركة مساهمة ويشتمل تسديدها على نوعين من المكافأة:

- جزء ثابت يبين في عقد الإصدار

- جزء متغير يحسب على أساس النتائج التي تحققها الشركة

ترتبط خصوصية سندات المساهمة بتسديدها ولا يتم هذا التسديد إلا إذا كانت الشركة في طور

التصفية، قررت ذلك بعد إنقضاء أجل خمس سنوات بعد إصدارها.

(1) محمد براق، " بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية " ، أطروحة دكتوراه ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 2000 ، ص 384.

**ج- سندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم**

سند الدين القابل للتحويل إلى سهم هو سند دين تقليدي، ذو نسبة ثابتة عموماً يخول للمكاتب فيه أثناء فترة التحويل إمكانية إستبداله بسهم أو بعدة أسهم للشركة المصدرة، وتحدد هذه العلاقة التي نصّحى أساس التحويل عند الإصدار فترة التحويل في عقد الإصدار، ويمكن أن يبدأ سريانها بمجرد الإصدار أو في تاريخ لاحق على أن تنقضي مع التسديد.

**د- سندات الدين ذات أذونات إكتتاب بالأسهم**

يشتمل هذا السند في الواقع على منتوجين إثنين هما سند دين تقليدي وإذن إكتتاب بالأسهم، ويمكن أن يشبهه بخيار الشراء ويعد إذن الإكتتاب هذا سنداً مالياً قابلاً للتداول.

**ثانياً : الأوامر ونظام التسعير في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

**1- أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

من بين الأوامر المتعامل بها في سوق الأوراق المالية بالجزائر نجد :

أ- أمر بسعر السوق أو بالسعر الأحسن : لا يقيد الأمر هنا بأي بيان للسعر و ينفذ الأمر من باب الأولوية، حسب الأوامر الموجودة والإمكانات المتاحة في السوق.

ب- الأمر ذو السعر المحدود : وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدعمه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به السندات. وفي غياب بيان يخص الحد فإن الأمر يعالج كأمر في السوق كأمر بالسعر الأحسن.

ج- الأمر ممكن الرجوع فيه : يكون الأمر صالحاً على غاية الحصة الأخيرة من تسعير الشهر المدني الذي أرسل أثناء الوسيط في عمليات البورصة .

د- الأمر لليوم : يكون الأمر صالحاً فقط أثناء حصة البورصة التي تلي إرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.

هـ- الأمر للتنفيذ: لا يقيد الأمر بأي تحديد للصلاحيّة و تكون مدة تقديمه في السوق محدودة بثلاث أسابيع .

و- الأمر ذو مدة محدودة : يشتمل الأمر على تاريخ محدد للصلاحيّة مدتها القصوى ثلاثون يوماً و تحلل على أنّها صالحة حتى نهاية حصة البورصة المذكورة. وفي غياب البيانات المتعلقة بالصلاحيّة يعد الأمر لليوم

ي- الأمر بدون اشتراط: و هو الذي تحلل فيه كمية الأوراق المالية على أنّها قصوى.

ل- الأمر كلياً أو لا شيء : الذي لا يمكن أن ينفذ جزئياً.

## 2- تسعير الأوامر في سوق الأوراق المالية بالجزائر

إن تحديد الأسعار ينتج أثناء سير جلسة البورصة من خلال مقارنة مجموع الأوامر التي يعرضها المتداولون في السوق. و هو ما يسمى " le fixing " و يكون السعر المحدد هو السعر الذي يسمح بعد مقارنة جميع أوامر الشراء و البيع ، بتلبية العدد الأقصى من الصفقات و تنفيذ أوامر الشراء و أوامر البيع كلها بالسعر نفسه و هو سعر التوازن .<sup>(1)</sup>

يشرف على جلسات البورصة ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حسب القواعد و الإجراءات التي تحددها الشركة و يجتمع كل المتداولين في قاعة للسوق إذ يتم تقديم جميع أوامر الشراء و البيع قبل جلسة التداول و للأوامر التي يعرضها المتداول لحساب زبائنه الأولوية على الأوامر التي يعرضها لحسابه الخاص . بعد تحديد سعر التوازن يقوم ممثلوا شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتخصيص القيم التي كانت موضوع صفقات. ويستلم كل متداول كشفا يبين نتيجة الأوامر المعروضة أي الأوامر التي تمت تليتها بالسعر و الكمية من القيم المخصصة.

### ثالثا : مقاصة وتسوية الصفقات في سوق الأوراق المالية بالجزائر

يتم تسوية الصفقات المبرمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر نقدا. و هذا يعني أن المشتري عليه أن يدفع فوراً المبالغ المطابقة لأمر الشراء الذي أبرمه وعلى البائع أن يودع القيم المطابقة لأمر البيع الذي أصدره، في هذه الحالة يجب أن يتأكد الوسيط في عمليات البورصة من أن مصدر الأمر تتوفر لديه القيم أو الأوامر لتغطية العملية التي يرغب في إنجازها. و يتم نقل ملكية الأوراق المالية بمجرد تنفيذ الأمر. في حالة عدم تسليم الأوراق المالية في الآجال التي حددها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة يصرح بعدم وفاء الوسيط في عمليات البورصة، ويجوز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تقوم بإعادة شراء الأوراق المالية التي لم تسلم في السوق، و يتحمل الوسيط الذي لم يوف حينئذ تكلفة إعادة الشراء. إذا لم تسمح ظروف السوق بإعادة شراء الأوراق المالية الواجب تسليمها فعلى الوسيط العاجز عن الوفاء أن يسوي وضعيته بالدفع نقدا حسب الكيفيات التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. و في حالة عدم التسديد تشعر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة اللجنة التي تتخذ التدابير الضرورية لكي يسوي الوسيط العاجز عن الوفاء وضعيته.

(1) منشورات لجنة تنظيم و مراقب عمليات البورصة ، " الإستعلام عن سير البورصة " ، الجزائر 2004

**المبحث الثالث : تجربة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

نظرا لما يوفره سوق الأوراق المالية من الموارد المالية اللازمة لتمويل نشاط الشركات، كان لا بد على هذه الأخيرة الأخذ بعين الاعتبار أهمية هذه الآلية في هيكلها التمويلي سواء بإصدار أسهم أو سندات على وفق الرؤية الإستراتيجية للمؤسسة.

**المطلب الأول: شروط وإجراءات قيد المؤسسات في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

هناك مجموعة من الشروط والإجراءات المعتمدة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لقيد الشركات في سوق الأوراق المالية بالجزائر هي :

**أولا : شروط إدراج المؤسسات في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

تحدد شروط قبول القيم المنقولة في سوق الأوراق المالية بموجب النظام العام للجنة رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997. إذ يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول. و يجب عليها أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة رقم 02-96 المؤرخ في جوان 1996 و المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار .

كما يجب على الشركة زيادة على المذكرة الإعلامية أن تقدم ملف قبول يشتمل على الوثائق القانونية الإقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمة اللجنة رقم 01-98 المؤرخة في 30 أبريل 1998، والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة. ولقد ضبط النظام العام مقاييس القبول كما يأتي :

- يجب أن تكون الشركة نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة .
- تقديم تقرير تقييمي لأصولها يعده خبير محاسب مستقل .
- يجب أن تكون أسهم الشركة مدفوعة قيمتها بكاملها. يجب أن تكون السنة المالية الأخيرة راجحة.

**1- إختيار وسيط لعمليات البورصة:**

إن هذا الإختيار أساسي أنه ينبع من طبيعة العمليات التي يقوم بها هذا الوسيط حيث يقوم بعدة مهام هي كالتالي:

- بيع وشراء الأوراق المالية لصالح زبائنهم.
- يعتبر مستشارين للمؤسسة التي تريد الدخول في البورصة.
- إن إختيار الوسيط يرتكز على المعايير التالية:
- إختيار الوسيط الأكثر تجربة والأكثر تكويننا فيما يخص تسيير وتوظيف القيم المنقولة.

- إختيار الوسيط الأكثر قربا من الناحية الجغرافية.
- إختيار الوسيط الأقل تكلفة.

## **2- ملف القبول**

إن المؤسسة التي ترغب الدخول إلى البورصة يجب أن تقدم للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ملف يتضمن الوثائق التالية :

### **أ- وثائق عامة حول المؤسسة**

- رسالة تطلب من خلالها المؤسسة قبول أسهمها وسنداتها للتفاوض في البورصة وتتضمن:
  - الإسم والنظام الداخلي للمؤسسة.
  - تاريخ التسجيل في السجل التجاري ورقم الإثبات الجبائي.
  - تاريخ طلب قبول قيم المؤسسة في البورصة.
  - طلب رسمي يحدد مبلغ، عدد، صنف الورقة المالية التي تود المؤسسة تسجيلها في لائحة الأسعار.
  - وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها... إلخ.

### **ب- الوثائق المتعلقة برأسمال المؤسسة**

على المؤسسة التي تطلب القبول أن تقدم وثيقة تصف تطور رأسمالها منذ تأسيسها إضافة إلى جدول يصف رأسمالها لحظة الطلب، مشيرا إلى كل صنف من الأسهم وقيمها الإسمية وغيرها من الشروط.

### **ج- الوثائق الإقتصادية والمالية**

- هي تعليمية حول نشاطات المؤسسة الصناعية والتجارية، والتي تحدد تطور الشركة منذ نشأتها. نظامها الحالي، تطور الإنتاج والمبيعات كما تشتمل على :
- مستوى المنافسة السائدة ومدى التنافس لدى المؤسسة.
  - معلومات حول الوضعية المالية والإقتصادية للمؤسسة.

### **د- الوثائق القانونية**

- يجب على المؤسسة طالبة القبول في البورصة تقديم الوثائق القانونية التالية:
- خمس نسخ من القوانين الأساسية للمؤسسة، الموضحة لآخر وضعية لها ومطابقة للأصل.
  - خمس نسخ من شهادة رقم السجل التجاري، والشهادة التي تثبت الشروع في عملاتها.
  - خمس نسخ من قرار مجلس الإدارة الذي يسمح لها بإجراء طلب القبول لقيمها للتفاوض في البورصة.
  - خمس عينات من الشهادات لكل صنف من القيم المنقولة التي ستقبل.<sup>(1)</sup>

(1) حوليات COSOB العدد رقم 01 ، الجزائر 1998 ، ص 17.

### 3- شروط القبول

تماشيا مع القوانين المعمول بها فإن القيم المنقولة والتي يمكن أن يتم قبول التفاوض عليها في البورصة تخضع للشروط التالية:

#### أ- قبول الأسهم

- يجب أن يكون للشركة رأس مال لا يقل عن مائة مليون دينار 100.000.000.00 دج
- فتح 20 % من رأس مالها على الجمهور.
- يجب أن يكون لها 300 مساهم على الأقل، يوم إدخالها في البورصة.

#### ب- قبول السندات

- يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساوي على الأقل لمائة مليون دينار 100.000.000.00 دج
- يجب أن يكون عدد حائزي السندات 100 حائز على الأقل يوم الإدخال و يجب أن تضع الشركة زيادة على ذلك مصلحة للتدقيق الداخلي و ضمان خدمة مقبولة لنقل السندات .
- يخضع قبول المنقولة لعملية التداول في البورصة إلى مقرر تصدره لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. التي لها السلطة التقديرية في رفض أو قبول طلب القبول إن رأت أن ذلك قد يمس بحسن سير السوق. تعفى السندات التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية من شكليات القبول طبقا لأحكام القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- تضبط الشركة و الوسطاء الذين يعملون لحسابهم مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، بعد الحصول على موافقة اللجنة ، إجراء الإدخال في السوق .

#### ثانيا : طرق إدراج المؤسسات في سوق الأوراق المالية بالجزائر

- يحدد النظام العام ثلاث أنواع من الإجراءات التقليدية لإدراج المؤسسات في سوق الأوراق المالية:<sup>(1)</sup>
- الإجراء العادي.
  - إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود أو ثابت.
  - إجراء العرض العمومي بأدنى سعر.

#### 1- الإجراء العادي

هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزعا بما فيه الكفاية على الجمهور بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة لكي يتم تداوله ضمن

(1) المواد من 56 إلى 68 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997 .

شروط التسعيرة الممارسة في السوق، إنطلاقاً من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إستناداً إلى شروط السوق.

## **2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود**

وهو أن يوضع تحت تصرف الجمهور، يوم الإدخال، عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديده.

## **3- إجراء العرض العمومي للبيع بأدنى سعر**

وهو أن يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها. ويتمثل الفرق الرئيسي بين هذين النوعين من العرض العمومي في كون الأول بسعر محدد سلفاً غير أن الثاني يتم بالمزايدة.

تتهي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى علم السوق بإفتتاح العرض العمومي للبيع قصد إدخال قيمة منقولة في البورصة عن طريق إعلان ينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعير .

ويبين هذا الإعلان على الخصوص ما يأتي:

- هوية الشركة المصدرة
- الوسيط أو الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بمتابعة إجراءات القبول والإدخال.
- عدد السندات وطبيعتها وخصائصها.
- السعر الذي يقترحونه المتدخلون.
- الإجراء المعتمد في التسعير الأولي.

وينشر الإعلان قبل أسبوعين على الأقل من التاريخ المقرر للتسعير الأولي.

## **المطلب الثاني : تجربة المؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر**

من بين الشركات التي تم إختيارها من طرف مجلس مساهمات الدول للخصوصية الجزئية عن طريق سوق الأوراق المالية نجد كل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي وكذا مجمع رياض سطيف وفي هذا المطلب سنحاول دراسة تجربة كل مؤسسة في سوق الأوراق المالية بالجزائر كما يلي :

### **أولاً : سهم مجمع صيدال**

#### **1- التطور التاريخي لمجمع صيدال**

تم إنشاء المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية في أفريل 1982، وفقاً للمرسوم رقم 161-82، بعد الإصلاح اليكلي للصيدلة المركزية الجزائرية. وفي 1993 طرأت تحويلات على هيكل المؤسسة، مكنتها من المشاركة في العمليات الصناعية و التجارية المرتبطة بمدها الاجتماعي. وفي أفريل 1997 إتجه مركب إنتاج الدواء بالمدينة إلى إنتاج المضادات الحيوية، وبالتالي أصبح ملكاً للمؤسسة الوطنية للصناعات الكيميائية SNIC هذه الأخيرة التي تم الإعلان عن إنتقالها إلى التسيير الذاتي في فيفري 1989



لتمهد السبل لظهور صيدال.لقد أصبحت الشركة القابضة للصيدلية الكيمائية منذ 1996 تمتلك نسبة 100 % من رأس مال صيدال،<sup>(1)</sup> وفي سنة 1997 تبنت المؤسسة برنامج إصلاحى إنبثق عنه الجمع الصناعى فى فىفرى 1998. و قد كان هدف صيدال التى عدت من بين المؤسسات الأولى المختارة لتتحول إلى شركة ذات أسهم، هو إحتكار الإنتاج وتوزيع الأدوية والمنتجات المشابهة، إضافة إلى تلبية إحتياجات السوق المحلى. ففي 1998 حققت صيدال معدلات قياسية حيث سجل إنتاجها و مبيعاتها زيادة تقدر ب + 16 % ، + 23 % على التوالى مقارنة بسنة 1997، ومن جهة أخرى ونظرا لجودة منتجاتها فقد حصلت صيدال على ع قد مع جمهورية العراق يخصص إنتاج 2.250.000 وحدة بقيمة 1.223 ملايين دولار، خلال السداسى الأول من سنة 1998.

أما فى سنة 1999 عرفت صيدال زيادة فى إنتاجها بنسبة 18% كما سجلت مبيعاتها زيادة بنسبة 28 % مقارنة مع السداسى الأول للسنة السابقة. إضافة إلى ذلك فقد طورت صيدال هدفها الإجماعى فى عمليات البحث الأساسية فى مجال الطب الإنسانى والبيطرى.

**2- دخول مؤسسة صيدال إلى البورصة.**

لقد كان الهدف من دخول مجمع صيدال البورصة هو تطوير وتحسين سمعة المجمع فى السوق الوطنى والدولى، إضافة إلى محاولة إيجاد مصادر مالية جديدة لتمويل مشاريعها الإستثمارية. وبعد أن إستوفى المجمع الشروط اللازمة للدخول إلى البورصة، والتى تشمل أساساً ما يلى :

- رأس مال إجماعى أكثر من 10.000.000 دج.
  - فتح 20 % من رأس المال الإجماعى.
  - تحقيق أرباح خلال الثلاث سنوات المتتالية السابقة لطلب الدخول.
- وقد مرت عملية دخول المجمع إلى البورصة بعدة مراحل وخطوات، نوجزها على النحو التالى :
- فى 11 أبريل 1998 قدم مجمع صيدال طلب الدخول إلى البورصة، وقد تم الإمضاء على هذا الطلب من قبل لجنة مراقبة وتنظيم عمليات بورصة الجزائر COSOB.
  - فى 18 أبريل 1998 تم التوقيع على إتفاقية ما بين المجمع ومكتب الدراسات العالمى — Arthur Andersen، الهدف منها قيام هذا المكتب بتقييم مؤسسة صيدال حيث دامت مدة هذه الإتفاقية أربعة أشهر.

(1) عبد القادر بوعزة ، " التأثير الجبائى على إختيار مصادر تمويل المؤسسة دراسة حالة مؤسسة صيدال " ، مذكرة لئيل شهادة المحستير فى علوم التسيير تخصص مالية ، جامعة الجزائر 2004 ، ص 185.

- في 18 جوان 1998 حصلت صيدال على ترخيص من المجلس الوطني لمساهمات الدولة يسمح لها بالخصوصية الجزئية، حيث قام المجمع بعدة عمليات منها؛ تعديل القانون الأساسي للمؤسسة، تحضير جميع الوثائق اللازمة لعملية الدخول الفعلي.

- في 22 جوان عقدت جمعية عامة إستثنائية للمجمع، تم من خلالها فتح 20 % من رأس ماله من أجل الدخول في البورصة، كما تم تعيين وسيط لعملية الدخول.

- حصل مجمع صيدال على تأشيرة الدخول رقم 04-98 المؤرخة في 24 ديسمبر 1998 من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ومن ثم إنتقلت مهام تسيير عملية العرض العمومي للبيع إلى شركة تسيير بورصة القيم المتداولة SGBV.

### **3- العرض العمومي للبيع وإجراءات التمويل بواسطة البورصة.**

قام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وبسعر معلوم تم تحديده مسبقاً. حددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20 % من رأس المال الإجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع. وتم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999. وقد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

#### **الجدول رقم ( 3-2 ) : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال**

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5.13	102 658	المؤسسات المالية
4.48	89 615	الأشخاص المعنويين الآخرين
0.83	16 514	عمال مجمع صيدال
89.56	1 791 213	الأشخاص الطبيعيين الآخرين
100	2 000 000	المجموع

Source : La notice d'information, Groupe SAIDAL,1998, Page: 08

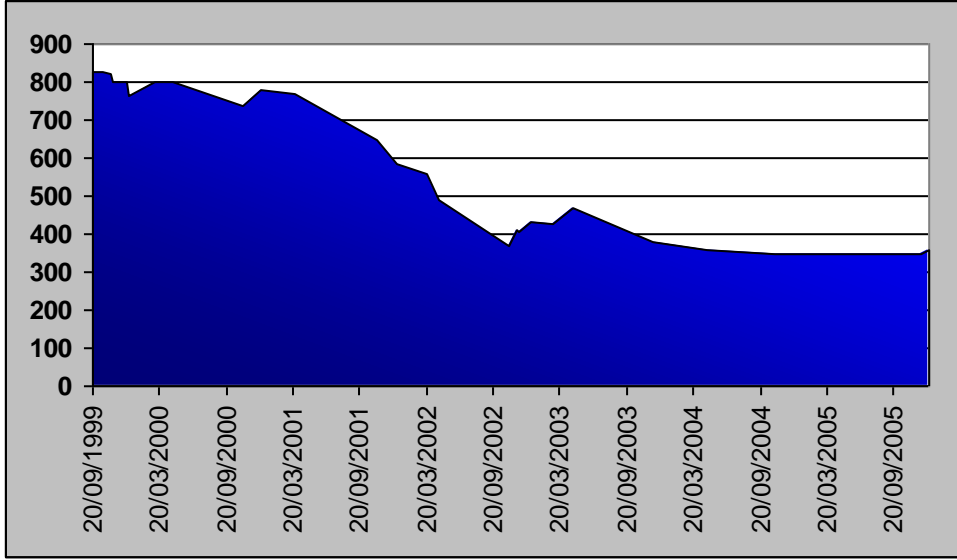
أما عن تطور تداول سهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر فيمكن إبرازه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم ( 3 - 3 ) : تطور أسعار أسهم مجمع صيدال من [ 2005-12-26 ⇐ 1999 - 09 - 20 ]

التاريخ	أسعار أسهم مجمع صيدال دينار جزائري
99-09-20	825
99-09-27	825
99-10-11	825
99-10-18	825
99-11-08	820
99-11-15	800
99-12-20	800
99-12-27	765
00-03-06	800
00-03-27	800
00-04-03	800
00-04-24	800
00-11-06	735
00-11-27	00
00-12-04	00
00-12-25	780
01-03-05	00
01-03-26	770
01-04-02	00
01-04-30	00
01-11-05	645
01-11-26	00
01-12-03	00
01-12-31	585
02-03-04	00
02-03-25	560
02-04-01	00
02-04-24	490
02-11-04	370
02-11-25	410
02-12-02	405
02-12-30	430
03-03-03	425
03-03-31	450
03-04-02	00
03-04-28	470
03-11-03	00
03-11-24	00
03-12-01	380
03-12-31	00
04-03-01	00
04-03-22	00
04-04-05	00
04-04-26	360
04-11-02	345
04-11-22	345
04-12-01	00
04-12-20	345
05-03-07	00
05-03-28	345
05-04-11	00
05-04-25	350
05-11-07	00
05-11-28	350
05-12-05	350
05-12-26	360

و يمكن إظهار تغيرات أسعار أسهم مجمع صيدال من خلال المنحنى التالي :

الشكل رقم ( 3- 4 ) : منحنى تطور أسعار أسهم مجمع صيدال من [ 20-09-1999 ⇔ 26-12-2005 ]



المصدر : تم إعداده على أساس معطيات الجدول رقم ( 3- 3 )

من خلال قراءة معطيات الجدول أعلاه، وأيضاً من خلال معطيات المنحنى المبين أعلاه، نلاحظ أنه بعد مرور أكثر من ثلاث سنوات على دخول المجمع إلى البورصة، فإن أسعار أسهمه لا زالت تعرف عدة تغيرات وتذبذبات خلال الحصص البورصية وكما هو مبين في الشكل أعلاه، فقد إرتفعت أسعار الأسهم إلى 825 دينار جزائري منذ أول تسعير في البورصة بتاريخ 20-09-1999 نظراً لإقبال المستثمرين على شراء أسهم المجمع بهدف الإستفادة من توزيع الأرباح السنوية على حملة الأسهم، لكن سرعان ما أخذت أسعار الأسهم في التذبذب تارة و الإرتفاع والثبات تارة أخرى ابتداء من 08-11-1999 حتى نهاية عام 2005، وهذا راجع إلى تباين مستويات الطلب على أسهم المجمع هذا لكون أن أغلب المستثمرين ليس لديهم الرغبة في المضاربة في السوق بل إن همهم الوحيد هو الإحتفاظ بتلك الأسهم في إنتظار التوزيعات بل وصل الأمر أن بعض الحصص البورصية لم تشهد أي معاملة على أسهم المجمع كالحصة المنعقدة يوم 04-03-2002. و بالتالي لم يكن هناك أي سعر إقفال لأسهم مجمع صيدال.

ثانيا : سهم إرياض سطيف

### 1- التطور التاريخي لمجمع إرياض سطيف

أنشأت مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب و مشتقاتها بسطيف Eriad-Setif في 01 جانفي 1983 وذلك بموجب المرسوم رقم 82-376 المؤرخ في 27 نوفمبر 1982، بعد إعادة هيكلة الشركة الوطنية للمسامد، والمطاحن والعجائن الغذائية والكسكس S.N.S.M.P.C التي إنقسمت إلى خمس مؤسسات و هي الرياض الجزائر، الرياض قسنطينة، الرياض تيارت، الرياض سطيف، الرياض سيدي بلعباس. ودخلت إرياض سطيف مرحلة الإستقلالية بتاريخ 15 مارس 1988 و تحولت بعد ذلك إلى مؤسسة عمومية إقتصادية في شكل شركة مساهمة بتاريخ 02 أفريل 1990 لمدة أفصاها 99 سنة.<sup>(1)</sup> وقد حدد رأس مال الشركة عند تأسيسها سنة 1983 بـ 100.000.000 دينار جزائري مقسم إلى 1000 سهم إسمي بقيمة 100.000 دينار جزائري للسهم موزعة على صناديق المساهمة. وفي 03 مارس 1993 تم رفع رأسمالها إلى 550.000.000 دينار جزائري . أما في 08 جانفي 1994 تم رفع رأسمال الشركة إلى 850.000.000 دينار جزائري مقسم إلى 8500 سهم بقيمة 100.000 دينار جزائري للسهم الواحد موزعة على صناديق المساهمة التالية :

جدول رقم (3-4) : عدد أسهم الصناديق المساهمة في Eriad-Setif و نسبتها

النسبة %	عدد الأسهم	صندوق المساهمة
68.53	5825	الصناعات الزراعية الغذائية
16.18	1357	الصناعات المختلفة
12.94	1100	المناجم و المحروقات و المياه
2.35	200	الخدمات
100	8500	المجموع

Source : Dossier Admission en bours des titre D'ERAD-SETIF/SPA,Eriad-setif/spa, 28juin 1999, p01

و في ماي 1994 تم تحويل رأس مال الشركة كليا لفائدة صندوق المساهمة للصناعات الزراعية و الغذائية.و في 18 أفريل 1997 و بموجب الأمر رقم 95-25 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية

(1) أمغار سمير، " نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الإقتصادية عن طريق البورصة دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف " ، مذكرة نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود و مالية ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 2001-2002 ، ص 142.

التابعة للدولة ، تم تحويل الأسهم كليا لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الساسية. و في 29 أبريل 1998 إرتفع رأس مال الشركة من 850.000.000 دج إلى 4000.0000.000 دج

## **2- دخول مجمع Eriad-Setif البورصة**

قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 25 أبريل 1998 إدخال الشركة العمومية الاقتصادية Eriad-Setif بسوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الإيجابية ، و في 29 أبريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة Eriad-Setif الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار برفع رأس مالها من 4 000 000 000 دج إلى 5 000 000 000 ، أي بنسبة 25 % . و ذلك بإصدار 1 000 000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج. و قد تم تحديد سعر إصدار ر 2300 دج. خلال فترة الإكتتاب التي إمتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998. و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

**الجدول رقم (3-5) : نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع Eriad-Setif**

عدد الأسهم	عدد المكتتبين	الفئات
63 082	68	الأشخاص المعنويين الخواص
395 844	5106	الأشخاص الطبيعيين
541 074	06	المؤسسات المالية
1 000 000	5180	المجموع

**Source :** Synthèse de l'opération appel public à l'épargne, Eriad-Setif, 1999.

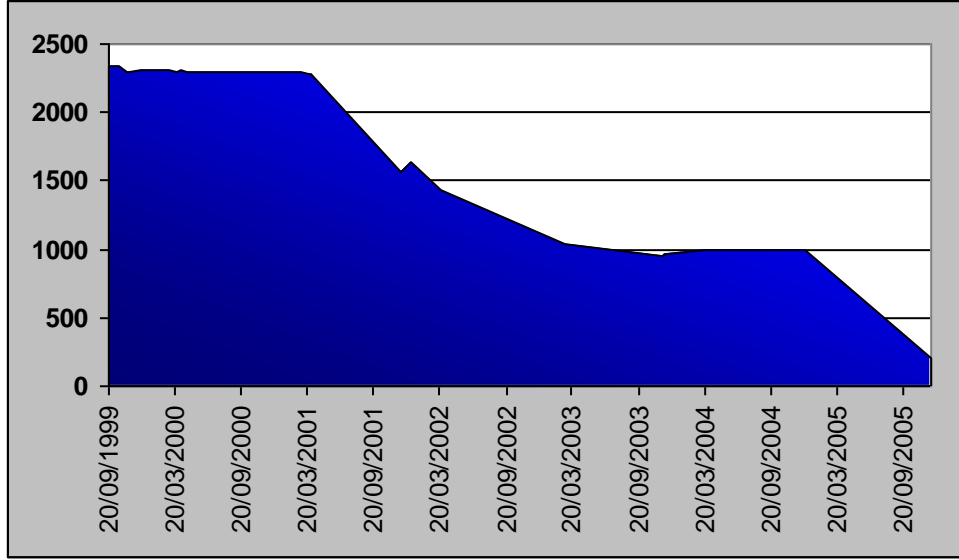
ويمكن إبراز تطور أسعار أسهم إرياض سطيف عبر حصص التداول من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم ( 3 - 6 ) : تطور أسعار أسهم مجمع Eriad-Setif من [ 20-09-1999 ⇔ 26-12-2005 ]

التاريخ	أسعار أسهم مجمع Eriad-Setif دينار جزائري
99-09-20	2340
99-09-27	2340
99-10-11	2340
99-10-18	2340
99-11-08	2300
99-11-15	2300
99-12-20	2305
99-12-27	2305
00-03-06	2305
00-03-27	2300
00-04-03	2305
00-04-24	2300
00-11-06	2290
00-11-27	2300
00-12-04	2300
00-12-25	2295
01-03-05	2290
01-03-26	2285
01-04-02	2285
01-04-30	00
01-11-05	00
01-11-26	00
01-12-03	1560
01-12-31	1635
02-03-04	00
02-03-25	1440
02-04-01	00
02-04-24	00
02-11-04	00
02-11-25	00
02-12-02	00
02-12-30	00
03-03-03	1045
03-03-31	00
03-04-02	00
03-04-28	00
03-11-03	00
03-11-24	950
03-12-01	970
03-12-31	00
04-03-01	00
04-03-22	1000
04-04-05	1000
04-04-26	00
04-11-02	00
04-11-22	00
04-12-01	00
04-12-20	1000
05-03-07	00
05-03-28	00
05-04-11	00
05-04-25	00
05-11-07	00
05-11-28	00
05-12-05	200
05-12-26	00

و يمكن إظهار تغيرات أسعار أسهم مجمع إرياض سطيف من خلال المنحنى التالي :

الشكل رقم ( 3- 5 ) : منحنى تطور أسعار أسهم Eriad-Setif من [ 2005-12-26 ⇐ 1999-09-20 ]



المصدر : تم إعداده على أساس معطيات الجدول رقم ( 3 - 6 )

إستنادا إلى معطيات المنحنى المبين أعلاه، نلاحظ أن أسعار أسهم مجمع Eriad-Setif شهدت تقلبات حادة بعد مرور عدة سنوات على تسعير سهم Eriad-Setif في البورصة، فقد إرتفعت أسعار الأسهم إلى 2340 دينار جزائري منذ أول تسعير في البورصة بتاريخ 13-09-1999 نظرا لإقبال المستثمرين على شراء أسهم المجمع على أمل الحصول على الأرباح السنوية التي يتم توزيعها على حملة الأسهم، غير أن هذا الإرتفاع لم يستمر إذ أخذت أسعار الأسهم في الإنخفاض إلى أن بلغت أدنى مستوياتها في حدود 200 دينار جزائري و هذا خلال الحصة البورصية المنعقدة بتاريخ 05-12-2005، ويرجع ذلك إلى نوعية المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالجزائر إذ أن أغلبهم ليس لديهم الرغبة في المضاربة في السوق و الإستفادة من فارق الأسعار بل إن غايتهم من الإستثمار في البورصة هي الإستفادة من الأرباح السنوية للأسهم، لذا نجد أن هناك العديد من الحصص البورصية لم تشهد أي تعامل على أسهم المجمع مما أدى إلى إنخفاض سعره.



ثالثا : سهم فندق الأوراسي

### 1- التطور التاريخي

تم إنشاء فندق الأوراسي سنة 1975 و صنف بدرجة خمس نجوم، وأوكلت مهمة تسييره إلى شركة سوناتور SOUNATOUR إلى غاية 1977، ليصبح بعدها تابعا لشركة أتور ATLOUR. وكلف الديوان الوطني للملتقيات والمؤتمرات ONCC بمهمة تسييره و ذلك في سنة 1979، ليخضع هذا الفندق بعدها لإعادة هيكلة عضوية عام 1983، أين تحول إلى مؤسسة إشتراكية. و في سنة 1991 تحول إلى مؤسسة إقتصادية، شكلها القانوني شركة ذات أسهم رأس مالها الإجماعي 400 مليون دينار مقسم إلى 400 سهم مملوكة من طرف صناديق المساهمة .

### 2- دخول فندق الأوراسي للبورصة

بمقتضى المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات، قد تم إتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20 %، من رأسماله الإجماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم، تنفيذاً لقرار مجلس مساهمة الدولة في دورته المنعقدة بتاريخ 21-12-1998 الذي إختار مؤسسة تسيير فندق الأوراسي من بين المؤسسات العمومية المراد فتح رأس مالها في إطار عملية الخوصصة. (1) و تمت عملية العرض العمومي للبيع خلال الفترة الممتدة من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999 بقيمة 400 دينار جزائري للسهم. و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية :

الجدول رقم (3-7) : نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
15	180000	المؤسسات المالية
20	240000	الأشخاص المعنويين
05	60000	عمال فندق الأوراسي
60	720000	الأشخاص الطبيعيين
<b>100</b>	<b>1200000</b>	<b>المجموع</b>

Source : Bulletin Officiel de la Cote, N° 16 – 99, Algérie, septembre 1999.

ويمكن إبراز تطور أسعار أسهم إرياض سطيف عبر حصص التداول من خلال الجدول التالي :

(1) [http://www.el-aurassi.com/index\\_ar.htm](http://www.el-aurassi.com/index_ar.htm) date de consultation : 21-08-2006.

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية في الجزائر الواقع وأساليب التفعيل

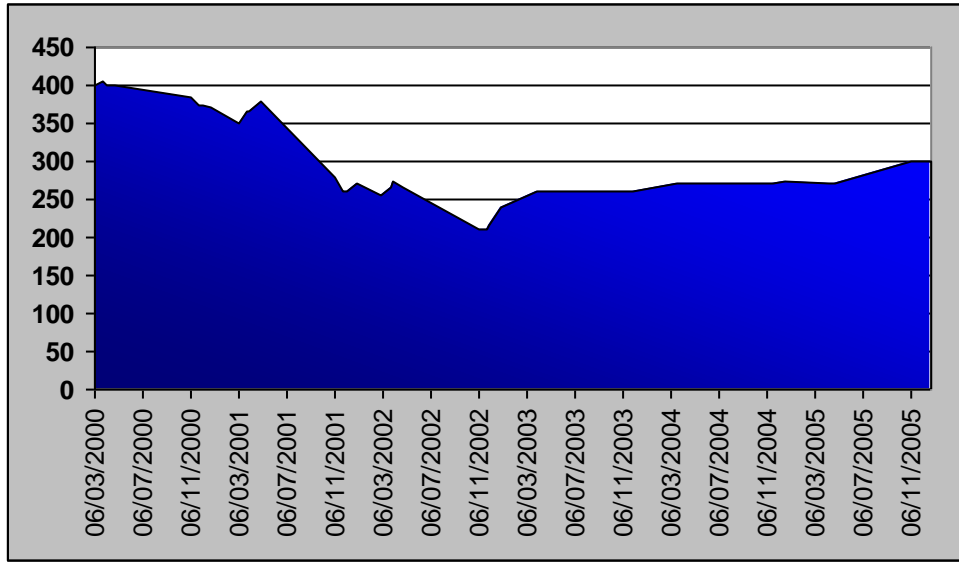
الجدول رقم ( 3 - 8 ) : تطور أسعار أسهم فندق الأوراسي [ 2000-03-06 ⇐ 2005-12-26 ]

التاريخ	أسعار أسهم فندق الأوراسي دينار جزائري
00-03-06	400
00-03-27	405
00-04-03	400
00-04-24	400
00-11-06	385
00-11-27	375
00-12-04	375
00-12-25	370
01-03-05	350
01-03-26	365
01-04-02	365
01-04-30	380
01-11-05	280
01-11-26	260
01-12-03	260
01-12-31	270
02-03-04	255
02-03-25	265
02-04-01	275
02-04-24	265
02-11-04	210
02-11-25	210
02-12-02	215
02-12-30	240
03-03-03	00
03-03-31	260
03-04-02	00
03-04-28	260
03-11-03	260
03-11-24	00
03-12-01	260
03-12-31	00
04-03-01	00
04-03-22	270
04-04-05	270
04-04-26	270
04-11-02	00
04-11-22	270
04-12-01	00
04-12-20	275
05-03-07	00
05-03-28	00
05-04-11	270
05-04-25	270
05-11-07	300
05-11-28	300
05-12-05	300
05-12-26	300

Source : [www.cosob.org/archives](http://www.cosob.org/archives) le 26-03-2006

والشكل التالي يوضح لنا التغيرات التي شهدتها سعر سهم فندق الأوراسي عبر حصص التداول :

الشكل رقم ( 3- 6 ) :منحنى تطور أسعار سهم فندق الأوراسي خلال الفترة الممتدة من [ 2000-03-06 ⇔ 2005-12-26 ]



المصدر : تم إعداده على أساس معطيات الجدول رقم ( 3 - 8 )

بتاريخ 14-02-2000 تم تسعير سهم فندق الأوراسي على أساس سعر مبدئي قدره 400 دينار جزائري و لكن منذ ذاك التاريخ شهد سعر سهم فندق الأوراسي تذبذبا، إذ في بادئ الأمر إرتفع إلى 405 دج حتى 17-04-2000 أي بزيادة ضئيلة قدرها 1.25 % ، و لكن بعد هذا التاريخ أخذت أسعار أسهم الفندق في الإنخفاض التدريجي إلى أن وصل سعر السهم إلى 210 دج بنسبة إنخفاض قدرها 47.5 % 25-11-2002. و بعدها شهد السهم إستقرار نوعا تارة في حدود 260 دج خلال عام 2003 و تارة أخرى في حدود 270 دج وهذا خلال عام 2004 إلى نهاية عام 2005 أين إرتفع سعره 300 دج. و يرجع هذا التقلب في أسعار أسهم فندق الأوراسي إلى نفس الأسباب السابقة التي تطرقنا إليها في تحليلنا لتطور أسعار كل من سهمي صيدال و Eriad-Setif.

### المبحث الرابع : سوق الأوراق المالية في الجزائر معوقات الأداء و أساليب التنفيع

لقد أصبحت سوق الأوراق المالية في الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الإستثمارية. إلا أنه و بإستقراء مجموعة من المؤشرات نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع إقتصادي وإجتماعي وثقافي وتنظيمي... إلخ. وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

#### المطلب الأول : أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر

لمعرفة أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر ومدى مساهمته في حجم النشاط الإقتصاد الوطني لا بد من الإعتماد على مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية السابق ذكرها على النحو التالي :

#### أولا : مؤشرات حجم السوق

لدراسة أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر لا بد أن نعتد في ذلك على المؤشرات التالية :

#### 1- نسبة رأس مال السوق Market capitalisation

إذا أتينا لدراسة نسبة رأس مال السوق في سوق الأوراق المالية بالجزائر فنجدها أنها ضعيفة جدا و هذا ما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم ( 3 - 9 ) : تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة [ 1999 - 2004 ]

السنوات	رأس مال السوق مليار دج	التغير %	PIB مليار دج	رأس مال السوق / % PIB
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	01.00 +	5264.186	0.22
2004	10.100	09.00 -	6127	0.16

المصدر : تم إعداده إستنادا إلى :

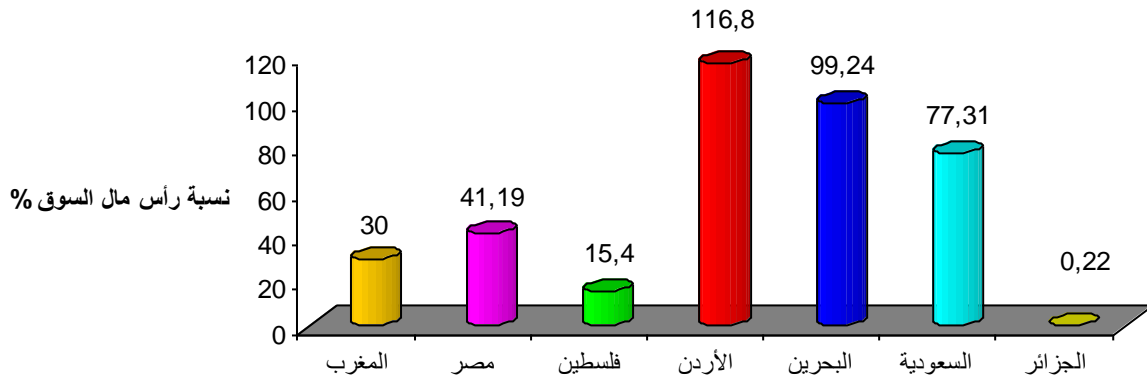
- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجزائر، 2004/03/14.

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005.

من خلال الجدول نجد أن دور بورصة الجزائر في تمويل الإقتصاد الوطني يعتبر محتشما، فنسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي 0.59 % عام 1999 ثم أخذت في الإنخفاض إلى أن وصلت 0.22 % عام 2003، رغم أن رأس مال السوق إرتفع في سنة 2000 إلى 21.495 مليار دينار جزائري بعد أن

كان 19.175 مليار دينار جزائري أي بزيادة قدرها 12.10 % و هذا راجع إلى إدراج أسهم فندق الأوراسي. غير أن هذه الزيادة سرعان ما أخذت في التراجع إذ تراجعت إلى 10.100 مليار دينار عام 2004 و يعزى هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة، إذا ما أخذنا في عين الاعتبار أن رأس مال السوق = عدد الأسهم × سعر السهم. أضف إلى ذلك قلة الشركات المدرجة و بالتالي عدم تنوع فرص الإستثمار. وبهذه المعطيات نجد أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق العربية من حيث نسبة رأس مال السوق والشكل التالي يوضح لنا ذلك :

الشكل رقم ( 3-5 ) : مقارنة نسبة رأس مال السوق في الدول العربية لعام 2003



المصدر : تم إعداده إستنادا إلى :

- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ، الجزائر ، 2004/03/14.

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد لعام 2005.

- " WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " ,PARIS 2004

## 2- مؤشر عدد الشركات المدرجة

إذ ما أتينا لدراسة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في الجزائر فنجد أن هذا المؤشر ضعيف جدا حيث أن هناك فقط ثلاث شركات مسعرة في السوق ، هذه الوضعية لا تسمح بتنمية نسبة رأس مال السوق و إستقطاب المستثمرين.عكس أسواق الأوراق المالية العربية الأخرى التي تتميز أسواقها بإرتفاع عدد الشركات المدرجة بها كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم ( 3 - 10 ) : تطور عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية لسنتي 2004 - 2005

عدد الشركات المدرجة		إسم السوق
2005	2004	
59	35	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
201	192	سوق عمان للأوراق المالية
77	73	سوق الأسهم السعودي
47	45	سوق البحرين للأوراق المالية
156	125	سوق الكويت للأوراق المالية
54	53	بورصة الدار البيضاء
03	03	بورصة الجزائر
45	44	بورصة الأوراق المالية بتونس
30	18	سوق دبي المالي
49	48	سوق الخرطوم للأوراق المالية
125	123	سوق مسقط للأوراق المالية
32	30	سوق الدوحة للأوراق المالية
15	16	بورصة بيروت
28	27	سوق فلسطين للأوراق المالية
744	792	سوق الأوراق المالية في مصر

المصدر : قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، صندوق النقد العربي ، الربع الرابع 2005.

من خلال الجدول نجد أن بورصة الجزائر تحتل ذيل ترتيب الأسواق العربية من ناحية عدد الشركات المدرجة حتى أنه في الآونة الأخيرة قررت شركة إرياض سطيف الإنسحاب من البورصة و هذا ما يعكس حقيقة مفادها أن طبيعة الملكية وتحولها من ملكية عامة إلى ملكية خاصة أو مختلطة تتعد فيها الأطراف المالكة لرأس المال لا تزال ضعيفة في الجزائر. وهذا ما يعكس توجه بعض الشركات إلى إصدار السندات بدل الأسهم كما هو ملاحظ في كل من شركتي سونلغاز وإتصالات الجزائر وبعض الشركات الأخرى.

ثانيا : مؤشرات سيولة السوق

يمكن دراسة حجم التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم ( 3 - 11 ) : تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة [ 1999 – 2004 ]

السنوات	عدد المعاملات	حجم المعاملات	قيمة المعاملات مليار دج	رأس مال السوق مليار دج	PIB مليار دج	نسبة التداول %	معدل الدوران %
1999	1056	35348	0.1080	19.175	3238.2	0.003	0.56
2000	4559	323990	0.7200	21.495	4123.514	0.017	3.34
2001	2898	361445	0.5332	14.720	811.4260	0.065	3.62
2002	2071	80161	0.1120	10.990	4537.691	0.002	1.01
2003	393	39693	0.0172	11.100	5264.186	0.00032	0.15
2004	30	22183	0.0084	10.100	6127	0.00013	0.08

المصدر : تم إعداده إستنادا إلى :

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005

- Algeria: Statistical Appendix , IMF Country Report No. 06/102, March 2006
- COSOB, Rapport annuel , Algerie 2004.

إذا أتينا لتحليل مؤشرات السيولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر نجد أنها ضعيفة جدا، إذ نجد أن هناك إنخفاض حاد في مؤشر نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الخام وهذا ما يعكس ضعف مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني. ففي عام 1999 بلغ كل من مؤشر نسبة حجم التداول ومعدل دوران نحو 0.003 % و 0.56 % على التوالي نظرا لإنخفاض حجم المعاملات إذ قدرت بـ 35348 مما أدى إلى إنخفاض القيمة الإجمالية لحجم المعاملات التي وصلت إلى 0.1080 مليار دينار مقارنة بحجم الناتج المحلي ورأس مال السوق المقدرين بـ 3238.2 مليار دينار و 19.175 مليار دينار على التوالي. غير أنه في عامي 2000 و 2001. شهد هذان المؤشران تطورا ملحوظا إذا إرتفعا إلى 0.017 % و 3.34 % إلى 0.065 % و 3.62 % على التوالي و يرجع هذا التطور أساسا إلى إدراج أسهم الأوراسي التي كان لها الأثر الإيجابي في إرتفاع حجم المعاملات و بالتالي قيمتها أين بلغت 0.7200 مليار دينار و 0.5332 مليار دينار على التوالي. كما أنه في عام 2001 شهد إنخفاضا في حجم الناتج المحلي الإجمالي مما ساهم في تطور مؤشري السيولة. لكن رغم ذلك ما يزال هذان المؤشران ضعيفين بدليل أنه من عام 2002 إلى غاية نهاية عام 2004 شهدا إنخفاضا شديدا إذ وصلا إلى 0.00013 % و 0.08 % على التوالي ومرد ذلك إلى تقلص حجم المعاملات وبالتالي إنخفاض قيمتها حيث أنه لم تتم سوى 30 معاملة تم فيها إبرام 22183 صفقة بقيمة 0.0084 مليار دينار.

### المطلب الثاني : معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر

بالنظر إلى المؤشرات السابقة نجد أن أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر لا يزال ضعيفا، نظرا لأن هناك عدة معوقات تحول دون الأداء الجيد له أهمها:

#### أولا : المعوقات الاقتصادية

من أهم المعوقات الاقتصادية التي أعاقت نشاط سوق الأوراق المالية في الجزائر نجد :

#### 1- التضخم

وذلك من خلال تأثيره على الإدخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الإدخار بل وتقليص حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لإقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات إستهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الإستهلاك التي إعتادوا عليها. وإذا إستمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الإدخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها. وقد شوهد في بداية التسعينات إرتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، والجدول التالي يوضح لنا ذلك ترجمت لارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية .

#### الجدول رقم ( 3 - 12 ) : تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة [ 1991 – 2001 ]

السنوات	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
المؤشر العام	148.4	195.4	235.5	303.9	349.4	468.9	484.9	519.4	533.17	534.9	557.6
معدل التضخم	25.9	31.7	20.5	29.0	29.8	18.7	5.73	5	2.64	0.35	4.23

المصدر :

- ANNUAIRE STATISTIQUE DE L'ALGERIE EDITION 2003 - NO 20.
- Algeria: Statistical Appendix , IMF Country Report No. 06/102, March 2006

كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الإستثمارية، لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد المتوقع على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الإسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الإنخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الإستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الإقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة



السيئة التي يمر بها الإقتصاد فإنه يشجع على إنتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالإستقرار<sup>(1)</sup>. وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط السوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير الإستثمار في سوق الأوراق المالية.

## **2- السوق الموازي**

إن الأرباح المحققة في هذا السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجوده لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إدخاراتها نحو الإستثمار في الأوراق المالية.

إذ تشير الدراسات الإقتصادية التي قام بها المجلس الوطني الإقتصادي والإجتماعي إلى إتساع ظاهرة الإقتصاد الموازي في الجزائر ففي تقرير CNES الذي جاء عن " القطاع غير الرسمي أو هام وحقائق " صنف القطاع غير الرسمي إلى ثلاثة أصناف، أولها القطاع غير الرسمي المنتمي إلى الجريمة المنظمة، و القطاع غير الرسمي الذي يهدف إلى تحقيق القوت اليومي، والقطاع غير الرسمي القائم على النهب، وأكد التقرير أنه لا توجد معطيات إحصائية موثوق بها لتقدير حجم القطاع غير الرسمي في الإقتصاد الوطني. وإستنادا إلى إحصائيات الكناس التي أشارت أن حجم السوق الموازي تمثل 35 % من مجموع النشاطات التجارية، كما كشف التقرير أن إحصاء الأسواق والداخلون غير الرسميون في الإقتصاد الوطني لسنة

2000 عن وجود 700 سوق غير منظم وعشوائي تنشط خارج القانون ينشط فيها حوالي 100 ألف تاجر غير شرعي لا يملكون سجلات تجارية أو رخص إدارية أي ما يعادل 14 % من التجار المسجلين في السجل التجاري وتتمركز هذه الأسواق في 12 ولاية أهمها في وسط البلاد وعبر الشريط الحدودي للوطن، حيث تمثل ما نسبته 60 % من حجم الأسواق غير الرسمية في الإقتصاد الوطني ككل. وأكبر عملية شدة إنتباه القائمين على تقدير حجم السوق غير الرسمي، هي عملية البيع بدون فاتورة التي تعد أكثر أشكال التهرب الضريبي إنتشارا في الجزائر، حيث بلغت في الثماني الشهر الأولى من سنة 2003 قيمة المبيعات بدون فاتورة 2.3 مليار دينار إستنادا لعمليات المراقبة التي قامت بها مصالح مديرية المنافسة و الأسعار في ولايات الوسط.<sup>(2)</sup>

## **3- ضعف الحوافز الجبائية**

ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الإقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل كما يوضحه الجدول التالي :

(1) السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإفتتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978 " دار النهضة العربية 2001 القاهرة ص 363.  
(2) projet de rapport, le secteur informel illusions et réalités, commission . relations travail, conseil national Economique et social, 24eme session plénière, Algérienne, juin 2004

الجدول رقم ( 3 - 13 ) : سلم الشرائح للضريبة على الدخل الإجمالي

معدل الضريبة %	قسط الدخل الخاضع للضريبة دج
00	لا يتجاوز 60.000
10	من 60.001 إلى 180.000
20	من 180.001 إلى 360.000
30	من 360.001 إلى 1.080.000
35	من 1.080.001 إلى 3.240.000
40	أكثر من 3.240.000

المصدر : سعيد بن عيسى ، " الجباية ، شبه الجباية ، أملاك الدولة الوعاء والتعريفة "، المطبعة الرسمية البساتين، الجزائر 2003، ص 41.

فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تقزم من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الإدخاري و الإستثماري على حد سواء.

#### 4- ضعف الجهاز الإنتاجي

إن من أهم ما يميز المؤسسات العمومية الإقتصادية نجد :

- إرتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة .
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا .

- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى إعتبرات غير إقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات .

أضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها إستعداد لفتح رأس مالها للغير.

ثانيا : المعوقات السياسية و التشريعية

لقد أثرت البيئة السياسية والتشريعية تأثيرا مباشرا على سوق الأوراق المالية في الجزائر كما يلي :

1- المعوقات السياسية

من المعروف أن سوق الأوراق المالية في الجزائر أنها أفتتح في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما أسهم في مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي له .بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى،وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالإستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان التي تسود فيها الحروب،الإنقلابات السياسية،والتغيرات المستمرة للسياسات و القوانين المتعامل بها.

2- المعوقات التشريعية

طبقا للقانون المتضمن شروط القيد في سوق الأوراق المالية بالجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم،<sup>(1)</sup> إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد.ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم إنعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها.<sup>(2)</sup> نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم،<sup>(3)</sup> إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

(1) المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و راقية عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، الجريدة الرسمية ، العدد 87 ، المؤرخ في 29-12-1997

(2) بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية جامعة الجزائر 2006/2005، ص 182

(3) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

ثالثا : المعوقات الاجتماعية و الثقافية و الدينية

### 1- العائق الاجتماعي و الثقافي

إن الانفجار الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه إدخارها أساسا نحو البنوك العمومية بإعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة و الأمان و هذا مما يؤدي إلى إعاقه عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بمهية البورصة وأهميتها ، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين، من أجل إستثمار أموالهم في القيم المتداولة .

### 2- العامل الديني

لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم و سندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترتها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات بإعتبارها قرض ربوي، خاصة إذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 9 - 4 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.<sup>(1)</sup> كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الإستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

### رابعا : المعوقات التنظيمية

من أبرز العوائق التنظيمية التي تعيق نشاط سوق الأوراق المالية في الجزائر نجد :

### 1- قلة المؤسسات المدرجة

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي لسوق الأوراق المالية، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة فيها كلما زادت فعاليتها والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في سوق الأوراق المالية بجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في السوق محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات وهذا ما يعيق نمو السوق.

(1) جاسم علي الشامسي ، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهي الإسلامية بين الأمل و الواقع " ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 743.

لمزيد من الإيضاح أنظر:

- للشيخ علي أحمد السالوس موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والإقتصاد الإسلامي ، دار الثقافة الدوحة قطر رجب 1427 هـ ص 461-488.

- أحمد بن محمد الخليل ، " الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي " ، دار ابن الجوزي ، الرياض صفر 1426 هـ.

## **2- عدم تنوع الأوراق المالية**

يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، حيث أنهما تعرض للمستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، مما تفسح لهم المجال واسعا لإختيار منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية، و التنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما سوق الأوراق المالية في الجزائر فه و حديث النشأة ولا يتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعله بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما سبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر و يجد من رغبة المستثمرين على الإستثمار في الأوراق المالية.

## **3- غياب الشفافية**

سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصدقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع إقتصادي مالي ومحاسبي وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وفي الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها، يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

## **4- سير عمل البورصة**

حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك يوم الإثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا. ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر. كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

## **المطلب الثالث : أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر.**

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية له. وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر تتمثل في :

## **أولا : التحكم في المحيط الإقتصادي الكلي**

وذلك من خلال العمل على :

### **1- محاربة الإقتصاد الموازي**

وذلك بإصلاح أدوات الضبط الإقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديته دون المساس بمبدأ العدل الجبائي، وكذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الإقتصادي.

## **2- إصلاح النظام الجبائي**

و هذا لما للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين هما :

### **أ- الأثر على الإستثمار**

إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الإستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الإستثمار، إذ أنه في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الإستثمار على التكلفة والعائد بعد خصم الضريبة، وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الإستثمار مع التكلفة الحدية له، ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الإستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الإستثمار المقررة. لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الإستثمار من شأنه أن يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الإستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على حجمه، إذ يتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات المرفوضة، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية. ونتيجة لما تقدم لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يساهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من ثم من معدلات العوائد، ويخفض من تكلفة الإستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادته ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

### **ب- الأثر على القرارات التمويلية للشركات**

تمثل تكلفة التمويل أحد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للإستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية. وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على إختيارات الشركات لمصادر تمويل الإستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي. وتتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتمادا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي. إذ أن المعاملة الضريبية لمصادر تمويل الإستثمارات المختلفة كالديون والأسهم، والأرباح المحتجزة قد تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم على هيكل تمويل الشركة لإستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية. لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على إختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة وذلك من خلال منح الإمتيازات و الإعفاءات الضريبية.

## **3- تخفيض سعر الفائدة**

ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الإتجاه نحو سوق الأوراق المالية بإعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية وبالتالي العمل على رفع عائد الإستثمار في الأوراق المالية.

#### **4- الإسراع في عمليات الخوصصة**

يعتبر سوق الأوراق المالية إحدى آليات الخوصصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الإستثمار بالنسبة للمدخرين و بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق.

#### **5- تفعيل دور البنك المركزي و الجهاز المصرفي في تنمية البورصة**

يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي و يضطلع كل من البنك المركزي و البنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي و تخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي :

##### **أ- دور البنك المركزي**

- السماح بإنشاء بنوك إستثمار خاصة للترويج والإكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات و ضمان الإكتتاب بها.
- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات.

- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.
- تفعيل سياسة السوق المفتوحة في إدارة عرض النقود من خلال سوق الأوراق المالية.

##### **ب- دور البنوك التجارية**

- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار و من ثم سوق التداول.
- التوسع في منح القروض قصد تمويل عمليات شراء الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الإستثمار في الأوراق المالية، وإضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.
- ترويج و تسويق الأسهم و يستلزم ذلك وجود كوادر مصرفية قادرة على تفهيم العميل موقف أسهم كل شركة من الشركات بإعتباره مستشارا ماليا و إقتصاديا له.
- تمويل شراء الأسهم نفسها، عن طريق تقديم قروض لكبار العملاء و المستثمرين و ذلك بغرض شراء أسهم من تلك التي تقوم الشركات بطرحها، و توجيه العملاء إلى الإستثمار في هذه الشركات حسب طبيعة كل منها و إمكانيات العملاء.

ثانيا : مقترحات تمس الجانب التنظيمي لسوق الأوراق المالية بالجزائر  
بهدف جعل سوق الأوراق المالية أكثر فعالية وجاذبية للإستثمار فيها يمكن العمل على :

### **1- تجزئة سوق الأوراق المالية**

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

فالسوق على شكله الحالي يعمل على التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في الإقتصاد الوطني بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف سوق الأوراق المالية من أنه سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الإستثمارات إلا أنه يبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الإستفادة منها، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلة هذا السوق حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على حد سواء.

### **2- مكننة أنظمة التداول**

إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي يشهدها الأسواق العالمية وذلك قصد تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

### **3- تعزيز الشفافية والإفصاح**

من خلال العمل على زيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، توفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر فمن جانب السوق يتعين تقييد نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية أو أسماء أعضاء السوق، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية. وفي هذا الجانب على شركة إدارة بورصة القيم إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار. مع إبرام إتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كشركتي رويترز و بلومبيرج.



ثالثا : مقترحات بخصوص الجانب السياسي و التشريعي

### **1- العمل على ضمان الإستقرار السياسي**

إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيد الإدخار بغية ضمان إنطلاقة تحقق لنا التنمية الإقتصادية دون وجود إستقرار سياسي في البلاد، وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الإستثمار. لذا يجب أن تكون هناك إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين تبقى سارية في سوق الأوراق المالية وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الإستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق إنطلاقة إقتصادية .

### **2- مراجعة الإطار التشريعي**

إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محمدا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الإقتصادي، الإجتماعي والثقافي. ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، أضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الإقتصادية لحماية المستثمرين والإقتصاد الوطني.

رابعا : مقترحات تخص الجانب الثقافي و الديني

### **1- العمل على إرساء الثقافة الإستثمار في الأوراق المالية**

إن تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه إدخارها نحو الإستثمار في الأوراق المالية. وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية متعلقة بالبورصة يكون الغرض من وراءها تعريف مختلف الأعوان الإقتصاديين سواء كانوا طالين أو عارضين بأهمية وفائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الإستثمارات. ولهذا ينبغي إنتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام، ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة كذلك يجب ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة من خلال المؤسسات التربوية والجامعات وغيرها من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الإقتصاد الوطني.

## 2- الجانب الديني

بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء و إدراج أسهم البنوك الإسلامية و دخولها و عملائها كمتعاملين في البورصة و كذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الإستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها و جربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الإستثمار الإسلامية.

### خامسا : الإستفادة من برامج التطوير المنتهجة في بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

من خلال العرض السابق لتجربة بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة التي نمت بشكل جيد نظرا لمجموعة من العوامل، فإنه يمكن الإستفادة من تلك التجارب في تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر و من أبرزها نجد :

### 1- تجربة ماليزيا في تطوير سوق الأوراق المالية

يعتبر سوق الأوراق المالية في ماليزيا من أبرز المراكز المالية في دول جنوب شرق آسيا، لما توفره من مناخ ملائم للإستثمار في الأوراق المالية وبالتالي إستقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين. وما يلاحظ عند دراستنا لهذا السوق أنه كان محل إهتمام كبير من قبل السلطات الماليزية إدراكا منها بأهميته إذ عملت على تطويره وتفعيل أدائه من خلال الإجراءات التالية :

#### أ- العمل على ربط البورصة جهويا منذ النشأة

ففي عام 1961 تم تشكيل غرفتين للتعامل إحداها في ماليزيا و الأخرى في سنغافورة أعتبرتا بمثابة سوق واحد تم ربطها بإستخدام خطوط الهاتف وتسجل وتتداول فيها نفس الأسهم. وفي عام 1963 تم تشكيل بورصة ماليزيا للأوراق المالية كبورصة مشتركة لكل من دولتي ماليزيا وسنغافورة. وفي عام 1973 إنقسمت البورصة إلى كيانين مستقلين هما بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE و بورصة سنغافورة للأوراق المالية SES، بيد أن الإرتباط بين البورصتين ظل قائما، حيث إستمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين، و إستمر هذا الإرتباط قائما حتى عام 1990 حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة و إلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور.<sup>(1)</sup>

#### ب- الإستجابة لرغبات الأطراف العاملة في السوق بتعدد المؤسسات التابعة لبورصة كوالالمبور

بهدف تطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا وتشجيع الشركات و المستثمرين على التعامل فيها تم إنشاء العديد من المؤسسات و الفروع التابعة لبورصة كوالالمبور أهما :

(1) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص 208.

**ب-1- سوق [ MESDAQ ] Malaisian Exchange of Securities & Automated Qotation**

ويهدف هذا السوق إلى توفير الأموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا والشركات ذات فرص النمو المرتفعة، ورأس مال المخاطر، وقد بدأ العمل في 06 أكتوبر من عام 1997. (1) ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسات مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى.

**ب-2- السوق المالي الإسلامي لرأس المال**

يلعب هذا السوق دورا هاما شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الإقتصادي في ماليزيا، كما يلبي إحتياجات الأغلبية المالاوي والإسلامية من الموارد المالية و أدوات الإستثمار المالي الإسلامي.

**ب-4- معهد ماليزيا لبحوث محلي الإستثمار RIIAM**

تم إنشاء معهد [ RIIAM ] Research Institute of Investment Analysts Malaysis كمؤسسة تابعة لبورصة KLSE في ماي 1985. بهدف تعزيز ورفع كفاءة مستويات بحوث الإستثمار من خلال تنظيم الدورات التدريبية و الندوات البحثية فعلى سبيل المثال كثف المعهد من نشاطاته خلال موسم 2000/1999 إذ نظم حوالي 200 دورة تدريبية حول الإستثمار في الأوراق المالية حضرها ما يقارب 9000 متربص. (2) كما يقوم المعهد بتنفيذ البحوث و الدراسات المتعلقة بالمشاكل الجوهرية المتصلة بصناعة الأوراق المالية

**2- تجارب بعض أسواق الأوراق المالية العربية في مجال التطوير**

**أ- في مجال إدراج أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية**

في هذا الصدد نجد أن بعض أسواق الأوراق المالية العربية عملت على إدراج أسهم الشركات وفق جدولين أحدهما رسمي و الآخر غير رسمي كما هو الحال بالنسبة لكل من البورصة المصرية و بورصة عمان وكذا بورصة الدار البيضاء. حيث أن شروط الإدراج في الجدول غير الرسمي تختلف عن تلك المطلوبة في الجدول الرسمي. فإذا ما أخذنا على سبيل المثال سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء نجد أنه في عام 2000 إستحدث سوقا جديدا مخصص لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفقا لشروط تتلاءم مع وضعية هذه المؤسسات، وهذا تمهيدا لإدراجها في السوق الأولي كما هو معمول به في كل من مصر و الأردن.

**ب- في مجال مساهمة البنوك في تطوير سوق الأوراق المالية**

إذا ما نظرنا إلى دور البنوك في تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية فنجد أن البنوك في الدول العربية قد خطت خطوة هامة في هذا المجال سواء بفتح رأس مالها أمام المستثمرين من خلال إدراج أسهمها في البورصات أو من خلال إنشاء شركات الوساطة المالية. فإذا ما أخذنا على سبيل المثال سوق الكويت

(1) <http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ>. le 08/08/2006.

(2) Kuala Lumpur Stock Exchange, " Annual Report 2000 " , page 10.

للأوراق المالية فنجد أن هناك 08 بنوك قد أدرجت أسهمها في السوق، أما في البحرين فنجد أن هناك 18 بنك قد تم فتح رأس ماله.

**ج- في مجال مساهمة الأجانب في أسواق الأوراق المالية العربية**

فمثلا في مصر صدر قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الذي يسمح للأجانب بالإستثمار في الأسهم و السندات المتداولة في السوق المصرية ، كما وقعت مصر على إتفاقية تحرير الخدمات المالية في عام 1997 وعليه فهي ملتزمة طبقا لهذه الإتفاقية بإزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال سواء في عمليات الإكتتاب أو شركات السمسرة و التجارة في الأوراق المالية، وكذا إنشاء صناديق المساهمة. أما في البحرين لقد تم السماح للمستثمرين غير البحرينيين بتملك الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة البحرينية المسجلة في السوق وذلك منذ عام 1999، حيث صدر المرسوم بقانون رقم 10 لسنة 1999 الذي بموجبه أيضا تم السماح بإدراج الشركات الأجنبية في سوق البحرين للأوراق المالية. نذكر منها شركة إتصالات قطر و بنك مسقط.<sup>(1)</sup>

(1) <http://www.bahrainstock.com> le 27-07-2006.

### نتائج الفصل الثالث

لقد أصبحت سوق الأوراق المالية واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية و هذا ما يساهم في توفير الاحتياجات التمويلية للمؤسسات بهدف الإستمرار في النشاط و توسيع نموها، غير أن نشاطها لا يزال محتشما ونسبة مساهمتها في الإقتصاد الوطني لا تزال ضعيفة. ومن خلال عرضنا لهذا الفصل توصلنا إلى النتائج التالية :

- إن إنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر جاء في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ عام 1988 الهادفة إلى نقل الإقتصاد الجزائري من نمط التخطيط المركزي للإقتصاد الوطني المبني إلى منهج إقتصاد السوق ، خاصة بعد صدور قانون النقد القرض الذي نص على ضرورة إيجاد سوق للأوراق المالية.

- لضمان السير الحسن لهذه السوق تم إنشاء عدة هيكل أهمها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تلتها بعد ذلك شركة إدارة بورصة القيم بهدف توفير ظروف جيدة لإدراج الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات ، عمومية كانت أو خاصة ، كما تم إعتقاد مجموعة من الوسطاء . لكن ما يلاحظ على هذه الهيئات أن التنصيب الرسمي لها جاء متأخرا عن صدور المرسوم أو المتعلق بها و هذا ما أعاق الإنطلاقة الفعلية لسوق الأوراق المالية في الجزائر.

- لقد كانت الإنطلاقة الفعلية لسوق الأوراق المالية في الجزائر بطرح القرض السندي لسونطراك ، تلتها بعد ذلك إدراج أسهم ثلاث مؤسسات عمومية هي ؛ مجمع صيدال ، مجمع إرياض سطيف و مؤسسة تسيير فندق الأوراسي. و من خلال عرضنا لأسعار أسهم الشركات الثلاثة المدرجة و جدنا أن السعر السوقي لها في السنوات الأخيرة قد إنخفض بشكل كبير عن سعر إصدارها. لكون أن أغلب حملة الأسهم يفضلون الإحتفاظ بما لديهم من أسهم في إنتظار التوزيعات السنوية ، و هذا ما أحدث ركود شبه دائم في سوق الأوراق المالية بالجزائر ، بل إن بعض الحصص البورصية لم تشهد أي معاملات على الأسهم الثلاثة.

- قصد تفعيل دور سوق الأوراق المالية في الإقتصاد الجزائري لا بد من العمل على كافة المستويات الإقتصادية والإجتماعية والثقافية بهدف تجاوز العقبات التي تحول دون السير الحسن لها في سبيل تحقيق التنمية الإقتصادية.

## الخاتمة العامة

يعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات إقتصاد السوق بإعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما أو سندات. و لما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الإقتصاد الوطني لأي بلد، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي باشرتھا الجزائر مطلع الثمانينات. و قد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها و ذلك بإنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم. لكن و رغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها في الإقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي التي بلغت في سنة 2004 ما مقداره 0.22 % . و ما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات حالت دون تحقيق الأهداف المنشودة من إنشائها سواء كانت هيكلية في الإقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام. و من خلال العرض السابق توصلنا إلى أهم :

### نتائج البحث

- 1- تتيح لنا المعطيات المتوفرة عن أسواق الأوراق المالية مدى أهميتها في الإقتصاد القومي لأي بلد ، من هنا يتعين الإستفادة من هذه الفرصة قصد سد الثغرة التمويلية من خلال توفير المبالغ المالية الضرورية لتنفيذ خطط التنمية.
- 2- نظرا لهذه الأهمية التي يكتسبها أسواق الأوراق المالية في الإقتصاد القومي، كان محل إهتمام العديد من الدول متطورة كانت أم ناشئة خاصة الأخيرة منها لما له من دور كبير في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية
- 3- حتى نعتبر سوق مالي أنه ناشئ لا بد من توفر شرطين هما الأول إذا تواجد هذا السوق في إقتصاد نام و الثاني إذا كان السوق ذاته بصدد نمو.
- 4- لقد نمت الأسواق المالية الناشئة بدرجة كبيرة نتيجة لجملة من العوامل و الخارجية و الداخلية ، أهمها تلك الإصلاحات الإقتصادية الواسعة التي باشرتھا مجموعة من الدول الناشئة. مما كان لها الأثر الإيجابي في نمو أسواقها المالية إذا ما نظرنا إلى مؤشرات نمو السوق. حيث أن بعض تلك الأسواق فاقت

فيها كل من مؤشري نسبة رأس مال السوق و كذا نسبة التداول عن ما هو متواجد في بعض الأسواق المتطورة.

5- بأخذ عينة من الأسواق المالية الناشئة في بعض وجد أنها كانت محل رعاية مكثفة من طرف السلطات القائمة في تلك الدول ، سواء ما تعلق بالجانب التشريعي أو ما تعلق بالجانب التنظيمي لتلك الأسواق.

6- بالنظر إلى مسار الإقتصاد الجزائري نجد أنه قد مر بعدة مراحل ففي أول الأمر كان الإقتصاد يسير تسييرا إشتراكيا سواء ما تعلق بالمؤسسات العمومية الإقتصادية أو فيما يتعلق بالجانب المالي ، إذ كان هذان الجانبان من الحياة الإقتصادية في البلاد يعتمدان على نمط التخطيط المركزي الذي كرس التدخل التام للدولة ، و لكن مع مرور الزمن أصبح هذا النمط من التخطيط يشوبه نوع من الإختلالات الهيكلية ففي ظلّه فقدت إستقلالية المؤسسات العمومية كما فقدت الوظائف الرئيسية للبنك المركزي . كل هذه العوامل خلقت جوا من اللاإستقرار إقتصادي ،عجل بفكرة ضرورة القيام بإصلاحات إقتصادية تدرج في إطار التحول التدريجي نحو نظام إقتصاد السوق ، و بالتالي ضرورة إيجاد الأدوات الملائمة لهذا النظام لعل أبرزها سوق للأوراق المالية يهدف إلى توفير الموارد المالية اللازمة للمؤسسات العمومية التي خضعت إلى جملة من الإصلاحات من إعادة هيكلتها مرورا بإستقلاليتها و وصولا إلى ضرورة خصوصتها.

7- إستنادا إلى المؤشرات المستخدمة في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية ، نجد أنه على الرغم من مرور عدة سنوات على إنشائها إلا أن أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر لا يزال ضعيف مقارنة ببعض الأسواق الناشئة الأخرى . إذ تتصف بـ :

- صغر حجم السوق وضيق نطاقه من حيث بالنقص الشديد في كل من العرض المقاس بعدد الشركات المدرجة، حيث إلى الآن هناك شركتين مدرجتين فقط في سوق الأوراق المالية بالجزائر، هما مجمع صيدال و مؤسسة فندق الأوراسي ، بعد أن قررت شركة رياض سطيف إجراء العرض العمومي للإنسحاب السوق. و الطلب المقاس بحجم و عدد أوامر البيع و الشراء. فكثيرا ما كانت جلسات التداول لا تشهد أي معاملة.

هذا ما أدى إلى إنخفاض كل من نسبة رأس مال السوق و نسبة التداول إلى النتائج المحلي الإجمالي.

- ضعف الفرص المتاحة للتنويع؛ فسوق الأوراق المالية في الجزائر على هذا الحال لا يتيح للمستثمر تنويع محفظة أوراقه المالية إذ يتم التعامل فقط على ثلاثة أسهم أو سهمين في الحاضر.

8- يمكن تصنيف التي حالت دون فعالية سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى أربع مجموعات : عقبات تتعلق بطبيعة الإقتصاد الجزائري، عقبات تتعلق بطبيعة التشريعات المنظمة للتعامل في سوق الأوراق المالية بالجزائر ، عقبات تتعلق بالجانب التنظيمي ، وأخرى تتعلق بطبيعة ثقافة الإستثمار في الأوراق المالية لدى المواطن الجزائري .

فبالنسبة للمجموعة الأولى فمن العقبات التي تحول دون فعالية سوق الأوراق المالية في الجزائر نجد إنتشار ظاهرة الإقتصاد الموازي . إذ أن الأرباح التي يجنيها المتعاملين فيه على قدر كبير من الأهمية ، الأمر الذي يؤدي بهم إلى توجيه رؤوس أموالهم إلى الإستثمار في هذا النوع من الأسواق بدل إستثمارها في سوق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ظاهرة الإقتصاد الموازي نجد كذلك ضعف أداء بعض المؤسسات الإقتصادية الجزائرية مما يجعلها غير قادرة على تلبية شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية بالجزائر ، أما فيما يتعلق بالمجموعة الثانية فقد وجد أن الجانب السياسي و التشريعي كان له أثر سلبي على فعالية سوق الأوراق المالية في الجزائر ، إذ جاء إنشاء هذا السوق في فترة زمنية عصيبة مرت بها الجزائر لا تحفز ألبته على الإستثمار في الأوراق المالية ، أضف إلى ذلك أن العديد من التشريعات المنظمة لها كثيرا ما كان هناك تأخر في تنفيذها ، كما أنها غير مرنة مع واقع المؤسسة الإقتصادية الجزائرية ، إذا أنهما في الوقت الحالي تهدف إلى التخلص من المؤسسات ذات الأهمية الصغير أما إذا نظرنا إلى الجانب التنظيمي فنجد أنه لا يحفز على الإستثمار في الأوراق المالية سواء فيما تعلق بجانب عرض الأوراق المالية ، لأن هناك جدول رسمي واحد لإدراج الأوراق المالية للشركات التي تتوفر فيها الشروط الرئيسية للإدراج خاصة فيما تعلق بحجم رأس المال و بالتالي قلة المؤسسات المدرجة الأمر الذي ينعكس سلبا على إتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية ، كون أن المستثمر يهدف إلى تنويع محفظة الأوراق المالية . كما لا يمكن إهمال عاملي الثقافة والدين و علاقتهما بالإستثمار في الأوراق المالية لدى الأفراد. فبالنسبة للعامل الأول نجد أن فئة عريضة من أفراد المجتمع تجهل ماهية سوق الأوراق المالية، و مدى أهميته سواء بالنسبة للفرد المستثمر أو الإقتصاد الوطني ، وهذا راجع إلى غياب سياسة ترويجية واضحة سواء من طرف الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية في الجزائر أو من طرف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية. أما فيما يتعلق بالجانب الديني فإن له الأثر الكبير في تحفيز التعامل في الأوراق المالية من عدمه ، ذلك لأن هناك إتجاه متزايد لإصدار سندات و هذا ما لا يشجع على الإقبال عليها كونها تشتمل على الربا المحرم في الإسلام و هذا ما سيؤثر على الطلب على الأوراق المالية.



## الإقتراحات والتوصيات

إنطلاقاً من النتائج التي توصلنا إليها فإن أهم الإقتراحات التي نراها كفيلة بتفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر هي كالتالي :

- مراجعة الجانب التشريعي لسوق الأوراق خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج و كذا شركات الوساطة المالية. إضافة إلى تحديث قوانين الشركات من خلال وضع حوافز لإنشاء شركات مساهمة يتم إدراج وتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية.

- تحسين المناخ الإستثماري نظراً لأن تطور سوق الأوراق المالية يرتبط إرتباطاً وثيقاً بتحسين هذا الأخير.

- الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك أو إستكمال ما بدء منها لما لها من دور فعال في طرح المزيد من الأوراق المالية و بالتالي تفعيل جانب العرض في السوق.

- زيادة العائد النسبي للإستثمار في الأوراق المالية ، من خلال مراجعة كل من السياستين النقدية و المالية ، فبالنسبة للأولى لا بد لها من الأخذ في عين الإعتبار ضرورة تخفيض سعر الفائدة قصد توجيه رؤوس الأموال نحو سوق الأوراق المالية، وإن رغب البنك المركزي في التأثير على سعر الفائدة فلا بد أن يكون ذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة و بالتالي المساهمة في تنشيط عملية التداول. أما فيما يتعلق بالثانية فلا بد من إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين في الأوراق المالية.

- إنشاء صناديق الإستثمار بأنواعها المختلفة التي تتيح للمستثمر تنويع أسهمه بتكلفة منخفضة و بالتالي تخفيض درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض إليها ، أما بالنسبة للشركة فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق و بالتالي تخفيض تكلفة الحصول على رؤوس الأموال ، أضف إلى ذلك أن إنشاء هذه الصناديق سيؤدي إلى رفع كفاءة سوق الأوراق المالية لما تتمتع به من مستوى مرتفع من الرقابة ونظم المعلومات.

- العمل على إنشاء صناديق رأس المال المخاطر لما لها من دور كبير في تنشيط سوق الأوراق المالية ، من خلال تقديم التمويل و الخبرات الإدارية للشركات التي لم تسجل في سوق الأوراق المالية، خاصة الصغيرة و المتوسطة.

- تفعيل دور شركات التأمين و صناديق الضمان المعاشات في تطوير سوق الأوراق المالية ، لما تتوفر عليه هذه المؤسسات من نسبة كبيرة من رأس المال.

- تشجيع تكوين الكيانات الكبيرة من خلال السماح بإندماج الشركات الصغيرة والمتوسطة ، بشكل يمكنها من الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

- العمل على إدراج الأوراق المالية الإسلامية لما لها من دور في إدخال نوع جديد من المتعاملين في سوق الأوراق المالية ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها.
- إنشاء قاعدة بيانات لسوق الأوراق المالية لمساعدة المختصين في القيام بمهامهم خاصة بتوفير المعلومات الشاملة لأنشطة السوق السوداء عن طريق المطبوعات أو النشرات لنشر الوعي والثقافة الإستثمارية والتعريف بنشاط السوق وفرص الإستثمار.
- العمل على ربط سوق الأوراق المالية بالجزائر بالأسواق المالية الدولية والعربية بهدف من خلال العمل على تحرير حركة إنتقال رؤوس الأموال.
- السعي إلى إيجاد سوق إسلامية للأوراق المالية يراعى فيه أحكام السوق الشرعية من جهة العقود ومن جهة نوعية الأدوات المعروضة.

#### آفاق الدراسة

- بقي أن نشير أن موضوع تطوير سوق الأوراق المالية يمكن أن يتم دراسته من عدة جوانب و لعل أهم ما يمكن أن نقترحه على الباحثين نذكر :
- دور نظم المعلومات المحاسبية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر.
  - أثر تنوع الأوراق المالية في تفعيل جانب الطلب على الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية في الجزائر.
  - دور البنوك في دعم وتطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.
  - دور أنظمة الإتصال في نشر ثقافة الإستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر.
  - أثر السياستين النقدية والمالية في تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر.

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
30	..... المقارنة بين الأسهم و السندات	(1-1)
60	..... صافي التدفقات الرأسمالية إلى الدول النامية	(1-2)
61	..... نسبة رأس مال السوق في بعض الأسواق المتطورة و الناشئة لعام 2003	(2-2)
64	..... عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق الناشئة بين عامي [ 2004/ 2003 ]	(3-2)
66	..... نسبة حجم التداول في بعض الأسواق الناشئة لعام 2003	(4-2)
67	..... معدل دوران الأسهم في بعض الأسواق الناشئة لعام 2003	(5-2)
68	..... درجة تركيز السوق في بعض الأسواق الناشئة لعام 2004	(6-2)
70	..... مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية لأسواق الأوراق المالية في بعض الدول عام 1992	(7-2)
83	..... تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة [ 1996 – 1986 ]	(8-2)
85	..... تطور مؤشري السيولة في سوق الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة [ 1996 – 1987 ]	(9-2)
86	..... مؤشرات التمرکز في أسواق بعض الدول خلال عام 1994	(10-2)
89	..... مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الأزمة و ما بعدها	(11-2)
94	..... مؤشرات سوق الأوراق المالية في السعودية	(12-2)
97	..... مؤشرات سوق البحرين للأوراق المالية	(13-2)
101	..... مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية	(14-2)
104	..... مؤشرات سوق فلسطين للأوراق المالية	(15-2)
109	..... مؤشرات سوق مصر الأوراق المالية	(16-2)
112	..... مؤشرات بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية	(17-2)
138	..... الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر	(1-3)
151	..... نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	(2-3)
152	..... تطور أسعار أسهم مجمع صيدال من [ 20-09-1999 ⇐ 26-12-2005 ]	(3-3)
154	..... عدد أسهم الصناديق المساهمة في Eriad-Setif و نسبتها	(4-3)
155	..... نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع Eriad-Setif	(5-3)
156	..... تطور أسعار أسهم مجمع Eriad-Setif من [ 20-09-1999 ⇐ 26-12-2005 ]	(6-3)
158	..... نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي	(7-3)
159	..... تطور أسعار أسهم فندق الأوراسي [ 06-03-2000 ⇐ 26-12-2005 ]	(8-3)
161	..... تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة [ 1999 – 2004 ]	(9-3)
163	..... تطور عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية لسنتي 2004 – 2005	(10-3)
164	..... تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة [ 1999 – 2004 ]	(11-3)
165	..... تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة [ 1991 – 2001 ]	(12-3)
167	..... سلم الشرائح للضريبة على الدخل الإجمالي	(13-3)

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
06	مكونات سوق القروض	(1-1)
42	الإستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفاء و غير الكفاء	(2-1)
62	حصّة الأسواق الناشئة من رأس مال السوق الكلي لسنة 2003	(1-2)
63	حصّة الأسواق الناشئة من رأس مال السوق الكلي لسنة 2004	(2-2)
84	نسبة رأس مال السوق في ماليزيا خلال الفترة [ 1987 – 1996 ]	(3-2)
134	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة	(1-3)
136	الهيكل التنظيمي لشركة إدارة بورصة القيم	(2-3)
139	نسبة نشاط الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر	(3-3)
153	منحنى تطور أسعار أسهم مجمع صيدال من [ 20-09-1999 ⇔ 26-12-2005 ]	(4-3)
157	منحنى تطور أسعار أسهم Eriad-Setif من [ 20-09-1999 ⇔ 26-12-2005 ]	(5-3)
160	منحنى تطور أسعار أسهم فندق الأوراسي من [ 06-03-2000 ⇔ 26-12-2005 ]	(6-3)
164	مقارنة نسبة رأس مال السوق في الدول العربية لعام 2003	(7-3)

## قائمة المراجع

أولا : الكتب

## I- الكتب باللغة العربية

- 1- أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، الرياض صفر 1426 هـ.
- 2- أبو بكر الرازي، "مختار الصحاح"، دار الفكر، بيروت 1981
- 3- السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978" دار النهضة العربية القاهرة 2001.
- 4- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002
- 5- بلعوز بن علي، "محاضرات في النظريات و السياسات النقدية"، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية 2006.
- 6- حسن خربوش و آخرون، "الإستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق"، مؤسسة التجهيز المكتبية، عمان 1996.
- 7- حمود سامي "الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة"، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة 1996
- 8- سعيد سيف أبو الفتوح النصر، "دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء"، مؤسسة شربل الجامعة، الإسكندرية 2000.
- 9- سعيد بن عيسى، "الجباية، شبه الجباية، أملاك الدولة الوعاء والتعريف"، المطبعة الرسمية البساتين، الجزائر 2003.
- 10- شاكركرزويني، "محاضرات في إقتصاد النقود"، ديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر 1989.
- 11- شذا جمال الخطيب "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مؤسسة طابا القاهرة 2002.
- 12- شمعون شمعون، "البورصة - بورصة الجزائر -"، دار هومة للطباعة و النشر، الطبعة الثانية الجزائر، 2005 .
- 13- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر المعاصر، بيروت 2001
- 14- صالح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 2000.
- 15- صلاح الدين السيدي، "دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة 2003
- 16- طارق عبد العال حماد، "تطورات العلمية و انعكاساتها على أعمال البنوك"، الدار الجامعية، الجزء الأول الإسكندرية 1999.
- 17- طاهر حيدر حردان، "مبادئ الإستثمار"، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان الطبعة الأولى 1997.
- 18- عاطف وليم أندراوس "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2005
- 19- عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقس، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001 .
- 20- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقس، "أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003 .

- 21- عبد الغفار حنفي، " الإستثمار في الأوراق المالية " ، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000 .
- 22- عبد الغفار حنفي، " بورصة الأوراق المالية" ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية 2003 .
- 23- عبد المجيد قدي ، " المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية " ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 2003 .
- 24- عبد المطلب عبد الحميد، " العولمة و اقتصاديات البنوك "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 .
- 25- عبد المنعم مبارك ، محمود يونس، " النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003 .
- 26- عطية عبد الحليم صقر " تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة "، القاهرة، دار النهضة العربية المصرية، 1998 .
- 27- علي أحمد السالوس، موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والإقتصاد الإسلامي، دار الثقافة الدوحة قطر رجب 1427 هـ .
- عمر صقر، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 .
- 29- فريد النجار ، " البورصات و الهندسة المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999 .
- 30- محسن أحمد الخضيرى " البنوك الإسلامية " ، إيتراك للنشر و التوزيع ، القاهرة .
- 31- محسن أحمد الخضيرى، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة "، إيتراك للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية 1999 .
- 32- محمد أبو الفتوح علي الناقة ، " نظرية النقود والأسواق المالية " ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية الطبعة الأولى 2001 .
- 33- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2002 .
- 34- محمد صالح الحناوي، " أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية 1997 .
- 35- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، " تحليل وتقييم الأوراق المالية "، الدار الجامعية الإسكندرية 2002 .
- 36- محمد مطر، " إدارة الإستثمارات الإطار النظري و التطبيقي "، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الثانية 1999 .
- 37- محمود عبد الفضيل، " العرب و التجربة الآسيوية الدروس المستفادة "، مركز دراسا ت الوحدة العربية، الطبعة الأولى بيروت 2000 .
- 38- مروان عطون، " الأسواق النقدية والمالية" ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993
- 39- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف ، الإسكندرية 2002 .
- 40- منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق و المنشآت المالية "، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999 .
- 41- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية و أسواق رأس المال "، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية 2002 .
- 42- منير إبراهيم هندي، " أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية "، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999 .
- 43- ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، " أساسيات الإستثمار العيني والمالي " ، دار وائل للنشر و الطباعة عمان 1999 .

## II- الكتب باللغات الأجنبية

- 1- Abdelkader Beltas, " le développement du marche du capitaux et la structure des taux d'interet ", édition el Borhane, 2002
- 2-ALAIN CHOINEL. GERARD ROYER, " le marche financier structures et acteurs", la revue banque éditeur, 7 eme edition,paris 1999.
- 3- Ahmed Ben Yakoub: La gestion de l'entreprise publique en Algérie, Volume 1 ,OPU Alger 1987.
- 4- Benbitour,A,"1998 L'Algerie au troisième millénaire défis et potentialités", Edition Mrinoor, 1969Alger.
- 5- Benhalima,A," le système bancaire en Algérie: Texte et réalité ", Edition Dahlab, Alger 1996.
- 6- Benissad, M.E," la réforme économique en Algérie:ou l'indicible ajustement structurel",2<sup>ème</sup> éditions mis à jour, O.P.U, Alger1991.
- 8- Christian et Mireille Zambotto , " gestion financière finance de marché ", Dunod , paris 1997.
- 9- Conso. Pierre, Hemici. Farouk, "Gestion Financière de l'Entreprise", 8ème Edition, DUNOD, France 1996,
- 10- D.Grimbert et autre , " Les marches émergents ", PARIS , Septembre , 1995 .
- 11- Gaston defosse. PAIRE BALLEY, " la bourse des valeurs et les opérations de bourse ", édition Bouchene, Alger 1993.
- 12- Goumri,M," l'offre de monnaie en Algérie", ENAG Editions, Alger1993.
- 13- Hachimi Madouche,"l'entreprise et l'économie algérienne quel avenir?", laphomic ,1988
- 14- Hadjeyd,M" L'industrie algérienne : crise et tentatives d'ajustement", éditions l'Harmattan, Paris 1996.
- 15- Luc BENET.Ronald, " principe technique bancaire ", Dunod, paris 2001.
- 16- Mékidèche,M,"l'entreprise publique au centre des enjeux de l'économie nationale" Edition, AAPS Alger,n<sup>o</sup>3 Oct. 1996.
- 17- Mourissette, " Valeurs Mobiliers et Gestion de Portefeuille ", S.M.G, Québec Canada, 2<sup>ème</sup> édition 1993.
- 18- Necib Redjem,"l'entreprise publique algérienne",OPU 1987
- 19- Rhiel,M.H, "le système bancaire Algérienne", les cahier C.R.E.A.D, Alger 1987.
- 20- Rober A. Feldman and Manmoban S.Kumar" Emerging Equity markets Growth Benefits and policy Issue ", World bank research observer .vol 10.n<sup>o</sup>2 August 1995.
- 21- Russell .J. Fuller and James L. Fdrrell .Jr, " Modern Investment and Security Analysis ", Mc. Graw hill ,USA 1987.

### ثانيا : أطروحات و رسائل ماجستير

#### I- أطروحات الدكتوراه

- 1- بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر 2006/2005
- 2- سامية زيطاري، " ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية " ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ه دولة في العلوم الاقتصادية فرع القياس الإقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2004
- 3- محمد براق، " بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية "، أطروحة دكتوراه، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2000.
- 4- وليد أحمد صافي " الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق "، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر ، 2003

#### II- رسائل الماجستير

- 1- أمغار سمير، " نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف " مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 2001-2002.
- 2- تقيية إلياس، " عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر "، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة 2004.

- 3- حاج صدوق بن شرقي، " المؤسسة العمومية الاقتصادية و اقتصاد السوق " ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2002.
- 4- عبد القادر بوعزة، " التأثير الجبائي على إختيار مصادر تمويل المؤسسة دراسة حالة مؤسسة صيدال "، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، جامعة الجزائر 2004
- 5- عيسى نجاة، " تقييم أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة الأردن "، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر 2003.
- 6- مسعود كسري، " تطور المؤسسات العمومية في الجزائر "، مذكرة لنيل شهادة الماجستير رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، جوان 1999.

### ثالثا : مقالات ومراجع أخرى

#### I- مقالات ومراجع أخرى باللغة العربية

##### I-1- المقالات

- 1- أحمد بوراس، " العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية "، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 17، جوان 2002
- 2- جاسم علي الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المحامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع " المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- 3- حسان خضر، " تحليل الأسواق المالية "، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004
- 4- خالد سعد زغلول، " العولمة و الأسواق المالية الناشئة "، مجلة الحقوق العدد الأول، السنة السادسة و العشرون الكويت مارس 2002
- 5- رمضان علي شراح، " مستقبل الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها و تطورها "، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86 سنة 2001.
- 6- محمد دويكات " بث معلومات التداول عبر الشبكات الإلكترونية "، بورصة فلسطين، ملحق صادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية، أكتوبر 2004.
- 7- مسعود أحمد و سودارستان غونيو، " الإستثمار بالحافطة و تدفقه إلى البلدان النامية "، مجلة التمويل والتنمية مارس 1993.
- 8- هالة حلمي السعيد، " الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة "، العدد 58، بنك الكويت الصناعي الكويت سبتمبر 1999.

##### I-2- مراجع أخرى

- 1- حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة العدد رقم 01، الجزائر 1998
- 2- منشورات لجنة تنظيم و مراقب عمليات البورصة، " الإستعلام عن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة " الجزائر 2004.
- 3- منشورات لجنة تنظيم و مراقب عمليات البورصة، " الإستعلام عن سير البورصة "، الجزائر 2004
- 4- نشرة شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجزائر، 2004/03/14.
- 5- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، صندوق النقد العربي، الربع الرابع 2005.



## II- مقالات ومراجع أخرى باللغة العربية

### II-1- المقالات

- 1- Calvo, Guillermo A& Sleonario Liederman and Carmen M.Reinhart , " capital inflows and the real exchange factors" , IMF working paper . August 1992
- 2- Chuham , Ppunan , Stiji C;aessens , and Nandu Maming , " equity and bond flows to Asia and Latin America" the role of global and country factors " world bank , working paper , n0: 1160 July 1993
- 3- E.TCHEMENI, "Marches émergents", inY-SIMON, Encyclopédie des marches financiers,PARIS, Economica , 1997
- 4- Fernandez Arias , Eduardo " the new wave of capital inflows : push or pull " , journal of development economics vol 48 , 1996
- 5- Frankel,Jeffery.A and Andrew K Rose,"currency crashes in emerging markets an empirical treatment " , journal of development economics vol 41 , 1998
- 6- Rumeen Islam , " should capital flouws be regulated A look at issue policies " , working paper N0 2293 , world bank 2000

### II-2- مراجع أخرى

- 1- COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d' alger , collection guides plus , 1996.
- 2- Mise en place du marché financier en Algérie , Média Bank , journal interne de la banque d' Algérie N° 30 juillet 1997
- 3- LE dépositaire central des titres , BULLETIN de COSOB , N0 04 , JUILLET 2003
- 4- Guide de la bourse et des opérations boursières – la bourse d'ALGER- édition Bouchéne, Alger 1998
- 5- S G B V , Bulletin special , Algérie 2002.
- 6-: La notice d'information, Groupe SAIDAL,1998.
- 7- Dossier Admission en bours des titre D'ERAD-SETIF/SPA,Eriad-setif/spa, 28juin 1999.
- 8- Synthèse de l'opération appel public à l'épargne, Eriad-Setif, 1999.
- 9- Bulletin Officiel de la Cote , No 16 – 99 , Algérie , septembre 1999

### رابعا : التقارير

#### I- التقارير باللغة العربية

- 1- التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودية، الرياض ، 2004.
- 2- التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2005 ، الملحقان (3/2) و (4/2)
- 3- نشرة سوق فلسطين للأوراق المالية ، العدد رقم 05 ، جانفي 2005.
- 4- التقرير السنوي لبورصة مصر 2005.
- 5- التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002
- 6- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، صندوق النقد العربي ، الربع الرابع 2005.

#### II- التقارير باللغة الأجنبية

- 1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2004
- 2- Kuala Lumpur Stock Exchange, Annual Report 2001.
- 3- Kuala Lumpur Stock Exchange, Annual Report 2000.
- 4- Kuala Lumpur Stock Exchange, Annual Report 2004.
- 5- Malaysia Statistical Appendix, IMF Country Report No. 05/102, March 2005
- 6- World economic outlook Globalization and Inflation, International Monetary Fund ,April 2006.
- 7- Regional Economic Outlook, "Middle East and Central Asia " , International Monetary Fund, MAY 2006
- 8- Bourse de Casablanca "Fact Book 2004
- 9- Commission ad-hoc," Rapport de restructuration Financière des entreprises", M.P.A.T.Alger juillet 1981
- 10- projet de rapport, le secteur informel illusions et réalités, commission. relations travail,conseil national Economique et social, 24eme session plénière, Algérienne, juin 2004

خامسا : نصوص تشريعية

I- نصوص تشريعية باللغة العربية

- 1- القانون رقم 64-227 المؤرخ في 10-08-1964 المتعلق بتأسيس الصندوق الوطني للتوفير الإحتياط الجريدة الرسمية العدد 26، الصادر في 25-08-1964
- 2- الأمر رقم 66-178 المؤرخ في 13-06-1966 المتضمن إحداث البنك الوطني الجزائري، الجريدة الرسمية العدد 51 الصادر في 14-06-1966.
- 3- الأمر رقم 66-366 المؤرخ في 29-12-1966 المتضمن إحداث القرض الشعبي الجزائري، الأمر رقم 67-78 المؤرخ في 11-05-1967 المتعلق بالقانون الأساسي للقرض الشعبي الجزائري، الجريدة الرسمية، العدد 40 ، الصادر في 16-05-1967
- 4- أمر رقم 71-86 المؤرخ في 31-12-1971 المتضمن لقانون المالية لسنة 1972، الجريدة الرسمية العدد 108 الصادر في 31-12-1971
- 5- أمر رقم 69-107 المؤرخ في 31-12-1969 المتضمن لقانون المالية لسنة 1970، الجريدة الرسمية العدد 110، الصادر في 31-12-1969.
- الأمر رقم 71-74 المؤرخ في 16 نوفمبر 1971 المتعلق بالتسيير الإشتراكي للمؤسسات ، الجريدة الرسمية، العدد 101 الصادر في 13-12-1971.
- 6- المرسوم رقم 82-106 المؤرخ في 13-03-1982 المتضمن إنشاء بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الجريدة الرسمية العدد الصادر في 15-03-1982
- 7- المرسوم رقم 85-85 المؤرخ في 30-04-1985 المتضمن إنشاء بنك التنمية المحلية ، الجريدة الرسمية ، العدد 19 الصادر في 01-05-1985
- 8- قانون 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر في 20-08-1986
- 9- قانون 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الإقتصادية المؤرخ في 12-01-1988، المادة 698 من القانون رقم 88-04 المؤرخ في 12-01-1988 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن للقانون التجاري، ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الإقتصادية، الجريدة الرسمية ، العدد 02 الصادر بتاريخ 13-01-1988.
- 10- قانون 88-06 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون رقم 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنك و القرض ، الجريدة الرسمية ، العدد 02 ، الصادر في 13-01-1988
- 11- قانون 90-10 المؤرخ في 09 أبريل 1990 المتعلق بالنقد و القرض ، الجريدة الرسمية ، العدد 16، الصادر في 18-04-1990

- 12- 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 بتاريخ 25 أفريل 1993
- 13- نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.
- 14- نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، المؤرخ في 01 جوان 1997
- 15- نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية ، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997
- 16- القانون رقم 03-04 الصادر في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003.

## II- نصوص تشريعية باللغة الأجنبية

1-Règlement COSOB N° 97-04 du 24 Radjeb 1418 correspondant du 25 novembre 1997 relatif aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

سادسا : مواقع إلكترونية

- [http://www.el-aurassi.com/index\\_ar.htm](http://www.el-aurassi.com/index_ar.htm) date de consultation.
- <http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ>.
- <http://www.bahrainstock.com> le
- <http://www.islamonline.net/arabic/economics>
- <http://www.arab-api.org>
- [http://www.mafhoum.com/syr/articles\\_02/midani/midani.htm#1](http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm#1)
- <http://www.club-du-cac40.com/definition.htm>
- [http://www.schumann-bourse.fr/articles/bourse\\_indice%20boursier.htm](http://www.schumann-bourse.fr/articles/bourse_indice%20boursier.htm)
- <http://www.iie.com>
- <http://www.Islamic-world.net/ Malaysian Islamic Capital market>
- <http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC>
- <http://www.tadawul.com.sa/> date de consultation
- <http://www.p-s-e.com/ar/about.html>
- <http://www.egyptse.com/index.html>
- [http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/main\\_ar/main.asp](http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/main_ar/main.asp)
- <http://www.klse.com.my/website/aboutus>
- <http://www.planning.gov.sa/docs/tbl1-1.htm>.
- <http://www.ase.com.jo/ar/index.html>
- <http://www.cosob.org/commission-organigramme.htm>