

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة منتوري قسنطينة

كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير.

مدرسة الدكتوراه " إقتصاد -مناجنت"

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية

تخصص التمويل الدولي و المؤسسات النقدية و المالية

عنوان المذكرة

معوقات البورصات العربية و سبل تفعيلها

تحت إشراف الاستاد:

أ.د شمام عبد الوهاب

إعداد الطالبة:

لوصيف كميلية

لجنة المناقشة

- | | | |
|--------|---------------------------------------|-----------------------|
| رئيسا. | أستاذ التعليم العالي جامعة أم البواقي | 1-أ.د بوراس احمد |
| مقرا. | أستاذ التعليم العالي .جامعة قسنطينة | 2-أ.د شمام عبد الوهاب |
| عضوا. | أستاذ محاضر جامعة قسنطينة. | 3- أ.د نموشي فاروق |
| عضوا. | أستاذ محاضر جامعة قسنطينة | 4- أ.د بعلوج بو العيد |

السنة الجامعية: 2011 - 2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ
الرَّحِيمِ

الإهداء

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله، نحمده سبحانه وتعالى فهو القاهر فوق عباده ونشكره شكرا جزيلا على نعمه فهو الذي بيده الخير وهو على كل شيء قدير. صلي اللهم عل سيدنا محمد وسلم على حبيبنا وشفيعنا ودواء قلوبنا ونور أبصارنا وغذاء أرواحنا وعلى أله وصحبه أجمعين وعلى كل من تبعهم من الأولين والآخرين.

أهدي ثمرة جهدي هذه إلى اللذين قال فيهم الرحمان: " ووصينا الإنسان بوالديه حملته أمه وهنا على وهن وفصاله في عامين أن أشكر لي ولوالديك إلي المصير". سورة لقمان- الآية 14.

إلى التي وضعت الجنة تحت أقدامها، إلى " أمي الغالية "، و "أبي الغالي"، إلى من قاسموني حنان الأمومة وعطف الأبوة إخوتي الأعزاء: محمد، لطفي، أمير.

إلى من كان سندا لي ووقف معي وشجعني على إتمام هذا العمل زوجي " جلال" إلى أعلى ما أمك في هذه الدنيا إبتائي " دعاء" و" شيماء".

إلى كل الأهل والأقارب من عائلة " لوصيف" صغيرا أو كبيرا.

إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل من بعيد أو من قريب.

ثم أعيد الشكر والإهداء إلى أبي وأمي اللذان مهما عملت لن أوفي حقهما.

كلمة شكر وتقدير

لا يسعني وأنا أقدم هذا المجهود، إلا أن أشكر الله وحده على توفيقه.

وأشكر اللذين كانوا وراء هذا العمل وساهموا كل من موقعه في تقديم ما يستطيع من عون، وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور شمام عبد الوهاب على ما قدمه لي من توجيهات.

كما أشكر زوجي الذي وقف معي وشجعني على إتمام هذا البحث.

وأشكر كل عمال مكتبة أم البواقي، ومكتبة كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة قسنطينة وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة قبولهم إجازة هذا العمل لهذه المرحلة، وخصص كل أستاذ وقتاً لقرائة وتقييم البحث.

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

يرجع تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، ومن المعروف أن ازدهار أسواق الأوراق المالية إرتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الإقتصادي.

ومن ذلك الحين الذي يمتد زمنيا لعدة قرون، لعبت هذه السوق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق إحتياجاتهم الإستثمارية.

ومع إستمرارية تطوير الإقتصاد الرأسمالي وتعاضم قدراته الإنتاجية وإتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الإحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الإستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص وإستخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الإقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثره المباشر أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء إقتصاد متطور ومزدهر.

وإهتمت الدول العربية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وترابط أسواق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الإقتصادية، فنقلت إهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة، كما يمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة إستخدامها.

وبالرغم من مرور حقبة زمنية معتبرة على إنشاء أسواق الأوراق المالية العربية إلا أنها مازالت تعاني من التخلف، رغم الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدى في سوقها المحلية ورغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البلدان العربية لتطوير القطاع المالي فيما بينها، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه العديد من العوائق تشكل سمات مشتركة فيما بينها حالت دون تحقيق الترابط بينها وتوحيد البورصات.

أهمية الموضوع:

- تساهم أسواق الأوراق المالية في تنمية الموارد الإدخارية، وتحريكها نحو فرص الإستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية كبيرة وتقليص حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي.

- تأسيس سوق أوراق مالية تقوم على توفر مقومات قيام تلك السوق، وتوفير الشروط والأطر التشريعية والتنظيمية.

- يعد إنشاء سوق أوراق مالية بالدول العربية تأكيدا على تعاضم الإهتمام بهذا النوع من الأسواق، خاصة وأن أغلب الدول العربية تسير في اتجاه العولمة والانفتاح الذي يقتضي تقليص دور الدولة، مما يستلزم خصوصية القطاع العام عن طريق أسواق أوراق مالية فعالة. - يتوقف نجاح الربط بين أسواق الأوراق المالية على نجاح السوق المالية على المستوى المحلي، ثم التفكير في المرحلة الثانية وهي التعاون والترابط فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية.

وعلى هذا الأساس، تأخذ الدراسة أهميتها حيث جاءت لمعالجة معوقات البورصات العربية وسبل تفعيلها، وهذا من خلال إبراز مختلف المعوقات التي تقف أمام تطور وربط أسواق الأوراق المالية العربية ومحاولة إقتراح حلول للنهوض بها.

أسباب إختيار الموضوع:

- محاولة تقديم، من خلال هذه الدراسة، رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في الأسواق المالية العربية حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهاما في تفعيلها.

- البحث والكشف في واقع الإقتصاد العربي الذي يعاني من هجرة رؤوس الأموال خارجها. - يتميز أداء البورصات العربية بالتفاوت أحيانا والتماثل أحيانا أخرى، وعلى الرغم من حداثة نشأة بعض البورصات العربية وبالرغم من التطورات التي شهدتها، إلا أن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقا نامية مازالت تفتقر إلى الأسس الإستثمارية الرشيدة.

وبالرغم من أن بعض البورصات العربية قامت على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، لكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن.

- رغم أن الدول العربية تحتوي على أسواق مالية منظمة إلا أن الواقع الإقتصادي لهذه الدول يشير إلى أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية والثانوية لا تساير الواقع الإقتصادي.

التساؤل الأساسي:

السؤال الجوهرى الذي تحاول الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالى:

ماهى المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وماهى أوجه القصور فى البورصات العربية؟ وماهى سبل تطويرها قصد ترابطها؟.

التساؤلات الفرعية:

- ماهى الجوانب النظرية والفنية لإقامة أسواق أوراق مالية؟
- ماهى مؤشرات أسواق الأوراق المالية وأثر العولمة عليها؟
- ماهو واقع الأسواق المالية العربية؟
- ماهى المعوقات التى تقف فى وجه الأسواق المالية العربية؟
- ماهى إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؟

فرضيات البحث:

- فى هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات التالية:
- يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية أن تنشئ سوقا ماليا فعالا.
 - يعود تخلف أسواق الأوراق المالية العربية إلى حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لإستكمال بناء أطرها التشريعية والتنظيمية.
 - تتوقف عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية على عدم توفر المعلومات.
 - يعود عدم الترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية إلى كثرة التشريعات واللوائح المنظمة لسوق الأوراق المالية العربية.
 - يعود تخلف أسواق الأوراق المالية العربية إلى نقص العامل البشرى المؤهل.
 - يعود تخلف أسواق الأوراق المالية العربية إلى عدم توفر المناخ الإستثمارى الملائم لجعل البورصات تؤدي عملها على أكمل وجه.

منهج البحث:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها سيتم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي.

الدراسات السابقة:

- **محفوظ جبار:** البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية – دراسة حالة إتحاد المغرب العربي- عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة بمعهد العلوم الاقتصادية بجامعة فرحات عباس- سطيف- سنة 1997 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول مدى كفاءة خصوصة المؤسسات العمومية المغاربية وتدعيم رأسمالها الخاص بطريقة شفافة، كما هو الحال عند تسجيلها في البورصة.

وقد قسم الباحث رسالته إلى قسمين، حيث يتناول القسم الأول القاعدة النظرية للموضوع من خلال الأبواب الثلاثة الأولى، فتناول الباب الأول عموميات حول البورصة، أما الباب الثاني فإختص بتنظيم وإدارة وتقنيات البورصة، أما الباب الثالث فتناول كل من الخصوصية والتسيير.

أما القسم الثاني هو نفسه الباب الرابع والأخير، والذي عنوانه دراسة حالة إتحاد المغرب العربي، حيث تناول فيه لمحة عن دول إتحاد المغرب العربي وبعدها درس كل من حالة المملكة المغربية وحالة الجمهورية التونسية وأخيرا الجزائر.

من خلال عناصر الموضوع نجد أن أسباب الخصوصية وأهدافها تختلف من دولة لأخرى داخل إتحاد المغرب العربي، حيث نجد أن أسباب الخصوصية في تونس هو تنشيط السوق المالية عن طريق بيع الكثير من الشركات المعروضة للبيع بأسعار منخفضة وهذه الشركات تنتمي إلى قطاع يتميز بنمو كبير، أما في المغرب من الأسباب التي دفعت إلى الخصوصية صعوبة الرقابة على الشركات المنتشرة عبر أرجاء المملكة المغربية من طرف المفتشية المالية وتسجيل خسائر متتالية للشركات العمومية.

وفي الأخير خلص الباحث أن هناك تفاوت وتباين في سياسة الخصوصية مما صعب عملية الربط بين البورصات في كل من تونس، الجزائر والمغرب.

- **وليد أحمد الصافي:** الأسواق المالية العربية، الواقع والأفاق، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003 حيث تدور إشكالية البحث حول: هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية، ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتها المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة أو شديدة الوقع؟

وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطور لكي تستطيع ليس فقط إسترجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج بل وإستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية ومناقسة أسواق المال الناشئة في هذا المضمار؟ وما هو الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية؟

أهداف الدراسة:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية.

- محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة، وتطوراتها وأداءها من جهة أخرى، والوقوف على إقتصادياتها وذلك بهدف الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية.

- الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة لتكامل الإقتصاد العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.

بعد أن طرحنا الإشكالية وبغية الإجابة عليها وإنطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول:

- الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول تطرق إلى ماهية أسواق الأوراق المالية من خلال تقديم مفهوم لها وأهم خصائصها ووظائفها وكذا تنظيمها، كما تطرق المبحث الثاني إلى الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق من أسهم وسندات وكذا المشتقات والأوراق المهجنة، أما المبحث الثالث تناول الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.

- الفصل الثاني والذي جاء تحت عنوان أسواق الأوراق المالية، كفاءتها، مؤشراتنا وأثر العولمة عليها، تطرق المبحث الأول منه إلى فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فتعرض إلى مؤشرات أسواق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فقد تناول مفهوم العولمة المالية ومراحل تطورها وأثرها على أسواق الأوراق المالية.

- أما الفصل الثالث فقد عالج واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها والربط بينها من خلال المبحث الأول الذي تعرض إلى واقع الإقتصادات العربية والمبحث الثاني الذي تناول معوقات البورصات العربية أما المبحث الثالث فقد ألقى الضوء على سبل تفعيل وترابط أسواق الأوراق المالية العربية.

الفصل الأول:

الملامح الأساسية

لأسواق الأوراق

المالية.

الفصل الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية

يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية و فق متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خوصصة منشآت القطاع العام، أدى الى بروز أداة لذلك و هي سوق الأوراق المالية أو البورصة كأسلوب للخوصصة و كطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير و تمويل خططها التوسعية.

تؤدي البورصة دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية و التي تبحث عن مجالات لإستثمار فوائضها، و بين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل و بشروط جيدة. سوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين و نوع خاص من السلع من أسهم و سندات بمختلف أنواعها و أدوات مستحدثة كالمشتقات و الأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما يدخل في تنشيط هذا السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة و الوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب، كما أن تقبلها و رواجها يقتضي منها توفير الكم و الكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة و حتى يتمكن المستثمرين من إتخاذ قرارات رشيدة خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود و أصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في البورصات الأمريكية أو في البورصات الأوروبية أو في اليابان أو حتى في البورصات الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها و تطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها.

إن إنشاء سوق الأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف جذابة و كذا إستقرار الأوضاع السياسية، لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء و تطوير هذا السوق

و قصد التعرف أكثر على خصوصيات سوق الأوراق المالية أي البورصة و كذا المتطلبات الأساسية لإنشائه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث وهي:

- ماهية سوق الأوراق المالية؛

- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛

- الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى بإهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء و ذلك لما تقوم به الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية و توجيهها في قنوات إستثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي و تزيد من معدلات الرفاه للأفراد و للتعرف بدقة على البورصة، نحاول من خلال هذا المبحث معرفة مكوناته و نظام تشغيله و ذلك من خلال ثلاثة مطالب:

- مفهوم سوق الأوراق المالية و مكوناته؛

- سوق الأوراق المالية خصائصها و وظائفها؛

- تنظيم سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية و مكوناتها.

يمكن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها، كما يتم تناول مكوناتها.

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر:

- **التعريف الأول:** سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات، و الأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف ب " البورصة "، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره و يتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت و الهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، و تداول أوراق مالية لمنشآت و هيئات من دول أجنبية.¹

- **التعريف الثاني:** يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع و شراء عدد من الأسهم و السندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، و لكن مع نمو شبكات و وسائل الاتصال، فقد

¹ ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998، ص: 76.

أدى ذلك الى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، و بالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.² من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن إستنتاج التعريف التالي: سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما و سندات، و الأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم فإنه يتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، و يتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الإتصال المختلفة.

2- مكونات سوق الأوراق المالية: تنقسم سوق الأوراق المالية بدورها إلى:

2-1- أسواق أولية: ويمكن تقديم التعاريف التالية:

- **التعريف الأول:** و يدعى كذلك سوق الإصدار و هو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة و التي أصدرتها المنشآت و المؤسسات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الإحتياجات المالية.³

- **التعريف الثاني:** و هي التي تطرح فيها الأوراق المالية منقبل الشركة المصدرة ليشتريها المستثمرون ولذلك فإن البيع و الشراء في السوق الأولية يتم بين الشركة التي تصدر الورقة المالية و المكتتبيين الذين يشترون تلك الورقة عن طريق بنوك الإكتتاب.⁴

من خلال التعريفين السابقين نستنتج التعريف التالي: السوق الأولي هو السوق الذي يختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروع قائم و ذلك من خلال زيادة رأسمالها، و هذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج الى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب سواء كان إكتتاب عام أو إكتتاب خاص. و يتم تصريف و بيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الإستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، و يأتي بنوع من التفصيل فيمايلي:⁵

²www. Arab-api.org , 16.02.2010 , 17 : 30.

³Shall helly. C , introduction to financial management , mc. Graid-hill, new work, 1988, p: 27.

⁴www.tadawul.net.03 janvier 2005, 02 :51.

⁵عبيدسعيدتوفيق، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عينشمس، مصر، 1998، ص: 70.

• **مصرف الإستثمار:** هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات و غيرها و بين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرف الإستثمار، و الذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، و تظهر وظائفه في:

- النصح و المشورة، نظرا للخبرة، و ما يتوافر لديه من كفاءات.
- الإكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الإستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

- التسويق، و ذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشتريين، و لا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، و التي تؤكد على توافر الشروط القانونية....

• **أسلوب البيع المباشر:** تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، و ذلك بأن يبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، و من مزايا هذه الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم و عمولة الإستثمار، و لكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوفرة.

2-2- الأسواق الثانوية: و تدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، و يجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، و ليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

و يمكن تقسيم هذا السوق الى:

2-2-1- أسواق منظمة: و هي البورصات التي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية و تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، و التي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض و الطلب، و يجري التعامل في مكان مادي محدد، و يتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط معينة تختلف من دولة

الى أخرى، و عادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها و الحصص المتاحة من خلال الإكتتاب العام..... الخ⁶

2-2-2- أسواق غير المنظمة: و هي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، و تدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، و لكنها عبارة عن شركة إتصالات تجمع بين السماسرة و التجار و المستثمرين، و لا يتم مقابلة العرض و الطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الإتصالات.⁷

2-2-3- السوق الثالث: و هو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، و الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، و تتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

2-2-4- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية و بين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة الى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، و يتم التعامل بسرعة و بتكلفة بسيطة من خلال شبكة إتصالات إلكترونية و هاتفية حديثة، و هو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، و هذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل و خارج السوق المنظم.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين:

- خصائص سوق الأوراق المالية؛

- وظائف سوق الأوراق المالية.

⁶ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 7.
⁷ نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

1- خصائص سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها

عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:⁸

- سوق الأوراق المالية تنسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، و هناك شروط و قيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية و توفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الأوراق وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، و كذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب.

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، و بإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة و ممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، و إتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة.

2- وظائف سوق الأوراق المالية: يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في

النقاط التالية:

⁸ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 56.

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد و هذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.
- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.
- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلا أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية و الإجتماعية، فهي إذن القناة الكاملة للتمويل المباشر و السريع و الأمثل بين المدخر و المستثمر.
- أداة لتوفير فرص إستثمارية متنوعة:⁹ تتنوع هذه الفرص و تتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، و يكون ذلك من خلال كثرة و تنوع هذه الأوراق، و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل و حركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة و دراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، و بالتالي تعتبر مرشدا عند إختياره للأوراق المالية التي يرغب الإستثمار فيها.
- أداة و مؤشر للحالة الاقتصادية:¹⁰ تساعد الأوراق المالية في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، و تسجيلها، و حجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، و الأسعار.

⁹ منير ابراهيم هندیور سمية تقر ياقص، الأسواق المؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع، مصر، 1997، ص: 45.

¹⁰ رسمية تقر ياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر و التوزيع، مصر، 1999، ص: 48.

- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، و هو ما يصاحبه نمو و إزدهار إقتصادي، و هذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:

- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعلومات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

- **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش و التدليس، و غيرها من الممارسات اللا أخلاقية التي تعتمد إليها بعض الأطراف.

- أداة لتقويم الشركات و المشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين و تبصيرهم بواقع الشركات و المشروعات، و يتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فإنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، و هو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الإقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد و المؤسسات بالتالي إمتصاص فائض السيولة النقدية و إتجاه هذه المدخرات نحو الإستثمار بدلا من الإستهلاك.

- أداة جذب للإستثمارات الأجنبية، و توطيد التكنولوجيا عن طريق الإستفادة من التطورات المالية و الإقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق إرتباطها بالأسواق المالية الدولية.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الإدخار و تنمية الوعي الإستثماري بين الأفراد، و التعامل مع وحدات العجز و الفائض عبر آليات بيع

و شراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية و لتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر التالية:

- نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية؛

- المتعاملون؛

- الأوامر؛

- شروط الدخول الى البورصة.

1- نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية.

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيه التعامل و التداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة التعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، و ذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الإلتزام بوحدة التعامل و وحدات لتغير الأسعار كلما كان ذلك ضروريا، و تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات و تتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات و الكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، و غيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.¹¹

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

1-1- صالة التداول: و هو المكان المخصص للتداول.

1-2- الوسطاء المرخص لهم العمل في البورصة: و هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر

عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، و يمنع هؤلاء الوسطاء من

القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، و يمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو

شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق و موجهوه،

فهو المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، و بالتالي فهو أحد العناصر التي

بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

¹¹ أحمد سعد عبداللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 29.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن إختيار الأوراق المالية للشركات القوية، و يوضح له أفضل الأوقات للشراء أو للبيع من خلال النصائح و المشورة و الرأي و الرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل. و من هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع و الأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده و توازناته من خلال التحصيل العلمي و الخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

3-1- طرق التداول بسوق الأوراق المالية:

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع و المشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:¹²

- طريقة المفاوضة، و في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع و أسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول الى إتفاقية على سعر التنفيذ، و تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

- طريقة المزايمة، و في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الإتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا و يتم الإعلان عن الأسعار علناً، و ينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، و التي يتم تسويقها بالتسليم و التسلم الفعلي، و تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- المتعاملون: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

1-2- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية حسب الهدف من التعامل و الذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع و الشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:¹³

1-1-2- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الإستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة

¹² أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 30.
¹³ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 32.

دائمة، هذا بالإضافة الى التنبؤ باتجاه السوق، تخطيط عملياته، و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي الإقتصادي التي تمكن من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة الى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2-1-2- المضاربون الهواة: و هم مجموعة تهدف إلى الإستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق و لا تقوم بدراسة إتجاهات السوق و لا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية و الصعودية لأسعار الأسهم، و عادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق الخسائر.

2-1-3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار و توجيه السوق صعودا و هبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض و الطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، و يستفيد هؤلاء المحترفين من الإتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

2-1-4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، و يهدف إلى السيطرة على الشركة و إدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، و يكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

- المستثمر العادي، و يهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة الى العائد الجاري.

2-2- تصنيف المتعاملون الى عارضين و طالبين:

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

و عليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين و الطالبين لرأس المال.

2-2-1- الطالبون رأس المال: و هم أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض في مواردهم المالية أو يريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، و على العموم ينقسم طالبون رؤوس الأموال الى فئتين:¹⁴

- الفئة الأولى: تضم أصحاب الإدخار القومي، و هو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، و تتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها و بالتناظر و عدم التجانس.

- الفئة الثانية: و تضم البنوك و شركات التأمين و صناديق الإيداع و الإدخار و صناديق الإستثمار، و من أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

2-2-2- العارضون لرؤوس الأموال: و يقصد بهم العارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، و يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية و التجارية أو الشركات التي تصدر الأسهم و السندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة الى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية الخطر في الميزانية أو بهدف إمتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ.

3- الأوامر: هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، و تختلف أوامر الشراء و البيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، و لهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر و مدة صلاحية الأمر، و تعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط و تصدر تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة، و هذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.¹⁵

و هناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المالية المتداولة و التي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:

- الأوامر بالسعر الأحسن سواء في الشراء أو البيع.

¹⁴ محمود أمين و بلو يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 51.

¹⁵ شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص: 65.

- الأوامر بالسعر المحدد و تتحدد ما بين السعر الأعلى و السعر الأدنى.
- الأوامر المرتبطة بالشرط: يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراق مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقاً، و العكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.
- أوامر السوق: و هو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب و قوى العرض، و هو الأكثر دقة و شيوعاً، و بموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمساره كي يبيع و يشتري عدداً من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء و أعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع و بأسرع وقت ممكن.¹⁶
- 4- شروط الدخول إلى البورصة:** تتطلب عملية دخول الشركات و المؤسسات الإقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي و منها ما يتعلق بالجانب القانوني، و ما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة إلى أخرى، و من بورصة لأخرى داخل نفس الدولة. و يمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:¹⁷
- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الإجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% حيث تطرح النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية و ذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها و نشاطها أكثر من 3 سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

¹⁶ زياد رمضان، الإستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص: 191.

¹⁷ P.monnier, les marché boursiers, verreuil, paris, 3éme édition, 1997, p : 28-29.

- تكوين ملف الدخل و إداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، و تقديم نشاط المؤسسة و أفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية دخول سوق الأوراق المالية.

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، و تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، و هذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في إسترداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، و كذلك حق التصرف في الورقة ذاتها.

و لتوضيح ما سبق قسمنا هذه المبحث الى 3 مطالب:

- الأسهم؛

- السندات؛

- المشتقات و الأوراق المهجنة.

المطلب الأول: ماهية الأسهم.

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، و يندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط التالية:

- تعريف السهم و مختلف قيمه؛

- أنواع الأسهم و خصائص كل منها.

1- تعريف السهم و مختلف قيمه: قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم ينبغي التطرق أولاً لتعريفه.

1.1- تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم نذكر منها:

- **التعريف الأول:** الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث يمثل مشاركة في رأس مال شركات الأموال عموماً، و يمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها و الذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.¹⁸

- **التعريف الثاني:** السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، و هو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري.¹⁹

1-2-1- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيمايلي:

1-2-1- **القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، و هي عادة أقل من القيمة السوقية، و هي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، و هي منصوص عليها في عقد التأسيس، و من أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

1-2-2- **القيمة الدفترية و القيمة المحاسبية:** وتحسب من خلال جمع الموجودات المادية و النقدية مطروحا منها قيم الإلتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة و السندات المستحقة، و ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية و يمكن إعتقاد الصيغة التالية لإحتساب القيمة الدفترية:

إجمالي حقوق المساهمين

$$\frac{\text{القيمة الدفترية}}{\text{عدد الأسهم}} =$$

رأس المال + الإحتياطيات + الأرباح غير الموزعة

$$=$$

عدد الأسهم

1-2-3- **القيمة السوقية:** هي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق، بالنسبة الى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، و ذلك في ضوء ربحية الشركة. ففي بداية أعمال الشرك من الممكن أن تكون القيمة السوقية

¹⁸ مصطفى رشدي شحاته، الاقتصاد والبنوك و بورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993، ص: 169.

¹⁹ شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص: 21.

للسهم مساوية للقيمة الدفترية، و ذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، و حين تحقق الشركة أرباحا عالية و متنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم. على أي حال أن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض و الطلب في السوق، و بالتالي فإنها تمثل إجمالي الحقوق على قيمة السهم.²⁰

2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها: يمكن التمييز بين عدة أنواع للأسهم:

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به؛

- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم؛

- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

و سيتم التفصيل فيها فيمايلي:

2-1-1- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار

الشكل الذي تظهر به كمايلي:

2-1-1-1- أسهم إسمية: و هي أسهم تحمل إسم صاحبها و تدون فيها البيانات المقيدة في السجل

و تشمل مايلي:

- الإسم، اللقب، صناعة، وطن و جنسية المساهم، و نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة و عنوانها، و رأسمالها، و مركزها.

- بيان المدفوع من قيمة السهم، و ذلك لأن كل سهم مدين لكل ما أكتتب به.

- عملية التنازل التي تمت و تاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.²¹

2-1-1-2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل إسم مالك هذا

السهم، و يتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إ لى أخرى، و لا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.²²

²⁰منتدى العراق لأوراق المالية، 30: 19، 25.06.2006، www.iraqism.com

²¹شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 22.

²²مراكاظم، البورصة و أفضل الطرق لقبول الاستثمارات المالية، دراسة نظريية عملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص: 34.

2-1-3- أسهم لأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهما لأمر، و يشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الإسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، و لا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.²³

2-2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى مايلي:

2-2-1- أسهم عينية: وهي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل إستثمار مادي أو مخزونات أو براءة إختراع، مقدرة و مصادق عليها و لا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، و تعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، و قد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2-2-2- أسهم نقدية: و هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، و لا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

2-2-3- أسهم مختلطة: و هي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا و يسدد الباقي منها نقدا.

3-2- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كمايلي:

2-3-1- الأسهم العادية: و هي وثيقة مالية تصدر من شركة مساهمة ما بقيمة إسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، و تطرح على الجمهور عن طريق الإكتتاب العام في السوق الأولية، و يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، و التي تعود إلى أسباب و تقييمات متباينة، و هكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، و في حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، و لحاملها حق الملكية في الشركة و لهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة و السندات المعتمدة، و حسب ما يحمله

²³شمعونشمعون، مرجعسبفذكره، 1999، ص: 23.

أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء و التدخل في الشؤون الإدارية.

و تمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

- في المرحلة الأولى يجري الإكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، و بالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، و بأسعار تخضع لقوى العرض و الطلب و بالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل إنها مجرد عملية تداول بين البائعين و المشترين و الوسطاء و نقل حقوق الملكية من شخص لآخر، و بذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية و الثانوية.

2-3-2- الأسهم الممتازة: وهي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية و لكنه يختلف

عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة و هي:²⁴

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند فمثلا حددت هذه النسبة في الهند رسميا ب 14% بعد طرح الضرائب و الإلتزامات القانونية الأخرى، و أحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.

- إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.

- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.

- حملة الأسهم الممتازة عادة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة و على قيمتها التصفوية قبل حملة الأسهم العادية، و لكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من إستعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

²⁴عبد النافع عبد الهالز رزيو غازيتو فيقفرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، صص: 159-160.

من خلال ما سبق ذكره يمكن إستخراج الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في العناصر التالية:²⁵

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.

- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.

- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة

- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.

- للإدارة الحق في شراء الأسهم من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بإنخفاض أسعار الفائدة كثيرا.

- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الإسمية تساوي قيمته الدفترية.

- الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.

المطلب الثاني: ماهية السندات.

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، و يندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في النقاط التالية:

- تعريف السند؛

- أنواع السندات؛

- خصائص و إهتلاك السندات؛

- الفرق بين الأسهم و السندات.

1- تعريف السند: بالرغم من تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، و فيمايلي بعض التعاريف:

- **التعريف الأول:** السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، و طبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند من الفوائد

²⁵ زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 29.

المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، و يحمل السند قيمته الإسمية و تاريخ إستحقاق معين و معدل فائدة محدد.²⁶

- **التعريف الثاني:** السند ورقة مالية يمثل قرضا طويل الأجل و لحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، و عادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.

من خلال التعريفين السابقين نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، و عندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، و في مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الإستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ الإستحقاق.

و للسندات قيمة إسمية و قيمة جارية، فالقيمة الإسمية هي التي يصدر بها السند لأول مرة، و تبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الإستحقاق أو السداد أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

2- أنواع السندات: تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفق المعايير التالية:

1-2- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن إن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين و هما:

1-1-2- سندات عامة: و هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص و الخواص و هذا بهدف تحقيق مايلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

- تنمية الوعي الإدخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة للاقتصاد.

²⁶ عيد النافع عبد الله الزريوي غازي فرج، مرجع سبق ذكره، 2001، صص: 160-161.

- التحكم في الأزمات الإقتصادية، و خاصة في فترة التضخم حيث تلجأ الدولة الى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، و في حالة الكساد تقوم بشراء السندات و الزيادة في السيولة العامة و ذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

2-1-2- سندات خاصة: و هي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، و التي من شأنها أن تؤدي إلى إنضمام مساهمين جدد، و بالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، و من أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، و بالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

2-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد:

1-2-2- سندات تسدد عند تاريخ إستحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الإستحقاق.

2-2-2- سندات تسدد قبل تاريخ إستحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة و إعادة الحقوق لأصحاب السندات.

2-3-2- أنواع السندات حسب الحقوق و الإمتيازات المقدمة لمالكها: و يمكن أن نميز بين:

1-3-2- سندات قابلة للتحويل الى أسهم: و تتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، و هذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.²⁷

2-3-2- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، و المقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الإستحقاق، إضافة الى مبلغ إصدار السند.

4-2- أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان و هما:

²⁷ عبيد تو فيق سعيد، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 52.

2-4-1- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السندات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة إنخفاض معدلات الفائدة في البنوك، و ذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2-4-2- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، و في غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

2-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة: و تنفرع إلى:²⁸

2-5-1- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء الشركات.

2-5-2- سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط و ما تحققه الشركة من نتائج حسنة و بالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.

2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة و هما:²⁹

2-6-1- سندات مضمونة: من أجل إجتذاب رؤوس الأورال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراته أو بعضها و هذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لإستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة و عدم وفائها بالإلتزامات إتجاههم.

2-6-2- سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، و هي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

3- خصائص و إهتلاك السندات: قبل التطرق إلى خصائص السندات يجب الإشارة إلى حقوق حاملي السندات و التي تتلخص فيمايلي:

²⁸ عيد محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ص: 15.
²⁹ محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق أسهم البورصة والأوراق المالية بمصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص: 139.

1-3- حقوق حاملي السندات: يتمتع حاملي السندات بعدة حقوق نذكر منها:³⁰

- الحق في الإعلام.
- الحق في إستيفاء الفوائد على أساس القيمة الإسمية للسندات.
- الحق في إقامة دعوى الإفلاس على الشركة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.
- الحق في الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين و حملة الأسهم العادية و الممتازة.

2-3- خصائص السندات: للسندات عدة خصائص نذكر منها:³¹

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، و يترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، بإعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

3-3- إهلاك السندات: مادام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة

- المصدرة له أن تسدده حين إستحقاق أجله، أو قبل ذلك بإهلاكات السندات معناه تسديدها، و لإهلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات وإن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن إختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، و فيمايلي هذه الطرق:

1-3-3- السداد الجزئي للسندات: تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجال إستحقاق

- القرض المجرأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها و بناءا على قانون خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

³⁰ سميرة جيسعيد، إدارة الإستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص: 244.

³¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص: 291.

3-3-2- تكوين إحتياطي إستهلاك السندات: قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين إحتياطي خاص بإهتلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية و قانونية، ويشكل هذا الإحتياط بعدة طرق منها:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.

- تخصيص مبلغ يكفي لإستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.

- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

3-3-3- السداد التدريجي: تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الإستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة بل تسدد في تواريخ إستحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لإستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السندات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

4- الفرق بين الأسهم و السندات: مما سبق ذكره من خصائص الأسهم و السندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم 01: مقارنة بين الأسهم و السندات.

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس مال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين، تغيير الشكل القانوني، أو إدماج شركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لإستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول	

<p>يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.</p> <p>6- عند الخسارة و تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.</p> <p>7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم و سعر الفائدة الجاري.</p> <p>8- عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.</p> <p>9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.</p> <p>10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الإسمية و سعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.</p>	<p>على مستحقته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.</p> <p>7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري و سعر الفائدة الإسمي على السند.</p> <p>8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.</p> <p>9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور إجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير و البيانات.</p> <p>10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الإسمية.</p>
--	--

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 45-44.

المطلب الثالث: المشتقات و الأوراق المهجنة.

بالإضافة الى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها، يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن إعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتها و خصائصها معا.

ونظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات أجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح ما سبق ذكره يتم في هذا المطلب تناول عنصرين هما:

- المشتقات؛

- الأوراق المهجنة.

1- تعريف المشتقات: هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد (underlying assets)، فالأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم و السندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر إعتقادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات عقود الإختيارات (options)، والعقود المستقبلية (futures contracts) وعقود المبادلات (swaps) وأدوات مالية أخرى.³²

2- أنواع المشتقات: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1-2- عقود الإختيار: تعتبر عقود الإختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الإختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وإنتشرت عقود الإختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1-1-2- تعريف عقود الإختيار: يمكن تعريف عقود الإختيار كمايلي:

- التعريف الأول: عقود الإختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الإختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الإختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما.³³

و يضمن عقد الإختيار لحامله حقا وليس إلتزاما، أي أن حامل عقد الإختيار لديه حق الإختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ فإن إختيار حامل عقد الإختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي إلتزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.³⁴

- التعريف الثاني: إتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما.³⁵

³² طار قعبدالعالماد، دليلالمستثمرالذيبورصةالأوراقالمالية،الدارالجامعية،الإسكندرية، 2002،ص: 5.

³³ منيرإبراهيمهندي، أساسياتالإستثمارفيأسواقالمال،الدارالجامعية، 2003،ص: 211.

³⁴ زيادرمضان، مرجعسبقذكرة، 1998،ص: 91.

³⁵ خالدوهيباراوي، الإستثمار، مفاهيمتحليلإستراتيجية، دارالمسيرة، عمان، 1998،ص: 309.

كما يجب توضيح بعض العناصر هي:³⁶

- مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الإختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحزر الإختيار.
- محزر الإختيار: هو الشخص الذي يحزر عقد الإختيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الإختيار.
- سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.
- السعر السوقي: هو سعر الورقة عند إنتهاء الإتفاق.
- تاريخ التنفيذ: إبرام العقد.
- تاريخ الإنتهاء، هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الإختيار تنفيذه.
- المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحزر مقابل أن يكون لمشتري الإختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الإتفاق.

2-2- العقود المستقبلية: يتم التطرق إلى التعريفات المختلفة للعقود المستقبلية ومختلف أنواعها:

2-2-1- تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية كمايلي:

- **التعريف الأول:** العقد المستقبلي هو إتفاق بين طرفين الطرف البائع و يطلق عليه صاحب المركز القصير والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، ويقتضي هذا الإتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراقا مالية حكومية (أذون خزانة على الأخص) تمثل نسبة هيكلية من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي) (initial margin والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه.³⁷

³⁶ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، صص: 332-333.
³⁷ منير إبراهيم مندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص: 92.

- **التعريف الثاني:** ويعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المعاقدين على تسليم أو إستلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسهولة عالية، ولذا يتم إستخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، في هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.³⁸

و يقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط:³⁹

- **وحدة التعامل:** وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد، ففي مجلس شيكاغو، يتضمن مثلا العقد الواحد للتعامل في القمح 500 بوشل*، في الولايات المتحدة الأمريكية العقد على أدونات الخزانة تبلغ قيمته 1 مليون دولار في مقابل 100000 دولار للعقد على سندات الخزانة.

- **شروط التسليم:** و تتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم و المواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية و الجودة و وسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

- **حدوث تقلبات الأسعار:** تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا أدنى وحدا أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، و يستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود و هي العقود على مؤشرات الأسواق.

- **نظام الهوامش:** نظرا لما تترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أدوات الخزانة أو سندات حكومية... الخ.

- **التسوية السعرية اليومية:** تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغيير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد

³⁸ أحمد صالح عطية، مشاكل الامراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، 2003، ص: 234.

³⁹ منير إبراهيم مندي، مرجعيفذكره، 1997، ص: 684.

*البوشل هو مقياس من مقياس السعة البوشل لأمر يكي المعيار بيساوي 215.42 بوصة مكعبة أي ما يتر او حمو ما بين 21.8 و 27.2 كغ.

جديد، و سعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال من العقود المماثلة.

2-2-2- أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر مايلي:

- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الإستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الإتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.⁴⁰

- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ و سعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثابتة تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد و سعر شراء العقد.⁴¹

- عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.⁴²

3- الأوراق المهجنة: سوف يتم التطرق إلى تعريف الأوراق المهجنة وأنواعها.

3-1- تعريف الأوراق المهجنة: تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما.⁴³ وعليه فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن إعتبارها أسهماً ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

3-2- أنواع الأوراق المهجنة: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة:

3-2-1- الأسهم الممتازة: يمكن تعريفها كمايلي:

جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية.⁴⁴

⁴⁰ زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 100، 1998.

⁴¹ عبد الباسط فاحسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف فتح لمشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص: 40.

⁴² أحمد صالح عطية، مرجع سابق، ص: 235، 2003.

⁴³ منير إبراهيم مندي، أدوات الإستثمار في أسواق المال: الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص: ب.

تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة مادامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ إستحقاق محدد.

3-2-2- شهادات الإستثمار: وتعرف كمايلي:

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت و المشاركة في الجمعية العمومية و توجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الإستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الإستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

3-2-3- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم و السندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المبحث الثالث: الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.

إقامة سوق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من المقومات التي تعتبر من المقومات التي تعتبر ركائز تقوم عليها أسواق الأوراق المالية، وتتمكن بها السوق من ممارسة أنشطتها بفاعلية وكفاءة، لهذا سيتم من خلال هذا المبحث تناول هذه المقومات من خلال أربعة مطالب:

- توفير مناخ إستثماري ملائم؛

- متطلبات أساسية على المستوى الكلي؛

- المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني؛

- شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق للأوراق المالية.

المطلب الأول: توفير مناخ إستثماري ملائم

سوف يتعرض هذا المطلب إلى النقاط التالية:

⁴⁴عبد محمد مصطفى محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

- تعريف المناخ الإستثماري؛

- المناخ الإستثماري وسياساته.

1- تعريف المناخ الإستثماري: يقصد بالمناخ الإستثماري مجموعة الظروف والسياسات الإقتصادية، السياسية، الإجتماعية، والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر و تقنعه بتوجيه إستثماراته الى بلد دون غيره، وهذا يعني أنه يشمل مجمل الأوضاع والظروف السياسية، الإجتماعية والإقتصادية، ويأتي المناخ المناسب من عاملين أساسيين هما:

- عامل الثقة؛

- عامل التنظيم.

فمن خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه الأسواق.

إن الوضع السياسي والإجتماعي الذي يتسم بالإستقرار المستمد من فلسفة إقتصادية واضحة الأطر محددة المعالم، تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الإقتصادية، وكذلك توافر التنظيمات الإدارية التي تتسم بالكفاءة و الفعالية، كل هذا يسهم في توفير متطلبات الإستثمار المحلي، فضلا عن كونه عامل جذب للإستثمارات الأجنبية.

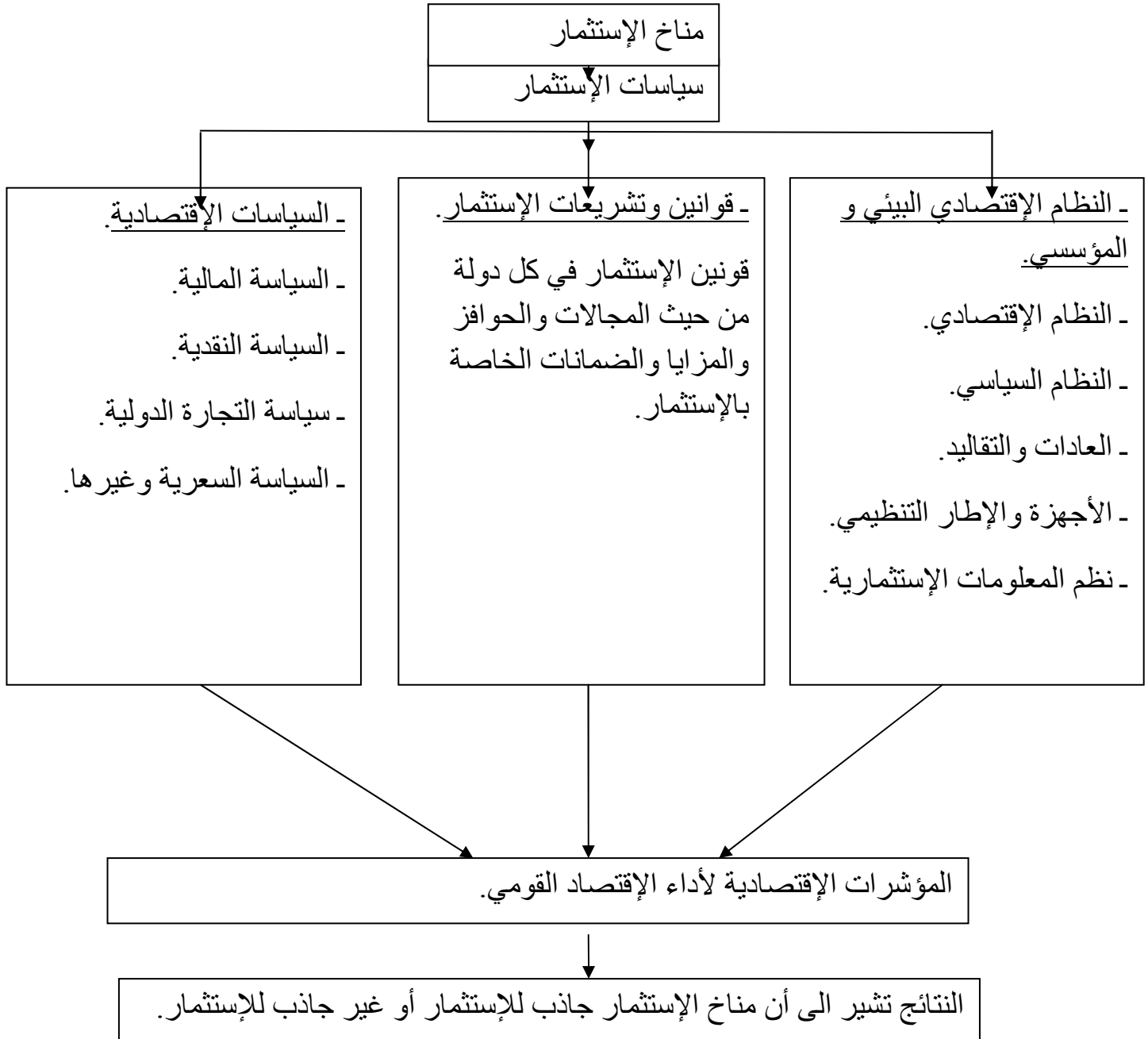
وأكدت الكثير من الدراسات الاقتصادية beakert و ستين styn سنة 1995 أن عدم وجود بنية إقتصادية مستقرة، يرجع إلى إنخفاض معدلات النمو الإقتصادي و يعتبر مناخ الإستثمار محددًا من المحددات الرئيسية لجذب الشركات و المستثمرين لأي سوق مالي محلي أو دولي. كما ينصرف مناخ الإستثمار إلى مجموعة سياسات الإستثمار، فهو الذي يعكس سياسات الإستثمار بالمعنى الواسع، حيث يتضمن مناخ الإستثمار كل السياسات و المؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الإستثمارية، بما في ذلك السياسات الإقتصادية الكلية الأخرى، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على توجهات القرارات الإستثمارية في أي إقتصاد قومي.

وبالتالي فإن مناخ الإستثمار ينطوي على مجموعة من المكونات والمقومات والمؤشرات التي تشير في مجموعها لى ما إذا كان هناك تشجيع جذب الإستثمار من عدمه، وهذه

المكونات والمقومات تتفاعل مع بعضها البعض خلال مرحلة أو فقرة معينة لتهيئة وتكوين بيئة مشجعة ومواتية.⁴⁵

2- مناخ الإستثمار وسياساته: يمكن التعبير عن مناخ الإستثمار وسياساته من خلال الشكل التالي:

شكل رقم 1: المناخ الإستثماري و سياساته.



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 391.

⁴⁵ عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الإقتصادية وتحليلها، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، صص: 391-394.

و يعتبر المحيط السياسي و الإجتماعي من العوامل المهمة في إستقرار الإقتصاد لأي دولة، ومن ثمة فإن تهيئة مناخ إستثمار جيد ضروري لإستقطاب الكثير من الإستثمارات سواءا المحلية أو الأجنبية، فالإستقرار السياسي يجذب رؤوس الأموال ويحد من هروبها، فالإستثمارات تهرب حين يكون الوضع الأمني والسياسي مضطربا، ويشكل المحيط السياسي أهم العوامل الضرورية لإنشاء البورصة، حيث يلعب دورا مهما في تنشيط تنمية المدخرات والإستثمارات بطريقة آلية وحررة، خاصة في ظل إقتصاد السوق.

كما للمشاركة الإجتماعية دورا حاسما في تفعيل و تنشيط إقتصاد ما، وفي تحقيق التنمية الشاملة للمجتمع، فبدون المشاركة الإجتماعية لا يمكن أن تتحقق مخططات الدولة الإقتصادية و التنموية.⁴⁶

و يمكن إختصار المشاركة الإجتماعية فيمايلي:

- **المستوى التعليمي:** في هذا المجال ينصب إهتمام الدول على وضع خطوط عامة طويلة الأجل، لتأهيل أفراد المجتمع لإكتساب العلوم والخبرات الفنية، وتكوينها بصورة فعالة يسهل معها التعامل مع المستجدات والتطورات في عالم المعرفة و الجانب الإقتصادي جزء من هذه المعارف.

وهكذا تتكون إطارات مؤهلة ذات خبرة و كفاءة فعالة للتعامل مع التشريعات المنظمة للسوق المالية ككل، وتنفيذ الإجراءات الخاصة بسوق الأوراق المالية، لأن عدم وجود تلك الإطارات سيؤدي إلى أثار سلبية على أداء السوق و عدم تنشيطها، مما ينعكس على النشاط الإقتصادي ككل.

- **الثقافة البورصية:** التعامل في البورصة من طرف الجمهور ضروري و مهم، لما يمثله من رافد مهم للإستثمارات في الأوراق المالية، ومن العوامل المهمة التي تسعى الدولة الى تكريسها في ثقافة المجتمع عن طريق وسائل الإعلام المختلفة للتعريف بالبورصة و إظهارها كمصدر مهم لتمويل التنمية الإقتصادية لجميع الأعوان الإقتصاديين من مؤسسات وأفراد، وتسعى لإيجاد مؤسسات وساطة مالية بهدف نشر المزيد من الوعي البورصي، كما تشجع الدولة التعامل في البورصة عن طريق تخفيض الضرائب المقررة على العوائد الناتجة

⁴⁶ شنديجما الحطيب، العولة المالية ومستقبلا لأوراق العربية لقرأس المال، مؤسسة طاب للنشر، مصر، 2002، ص: 165.

عن الإستثمار في الأوراق المالية وإلغاء رسوم التعامل في البورصة وتنشيطها، وتشجيع صغار المدخرين على إستثمار أموالهم فيها.

- **العامل الديني:** لهذا العامل أهمية كبيرة في توجيه المدخرات و خاصة في المجتمعات الإسلامية التي تنظر إلى أنواع معينة من الإستثمارات في الأوراق المالية على أنها محرمة شرعا، وبالتالي يكون الإستثمار فيها شبه محرما، ولكن يمكن فتح المجال للبنوك وبيوت المال الإسلامية لإصدار أوراق مالية تسمى شهادات الإيداع الإسلامية وهي قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل و إصدار شهادات الإستثمار الإسلامية المخصصة لتمويل مشروع معين أو نشاط معين و السماح للقيام بعمليات التأجير التمويلي و إنشاء صناديق الإستثمار.

المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية.
يمكن حصر المتطلبات الأساسية لأسواق الأوراق المالية على المستوى الكلي من خلال العناصر التالية:

- مستويات النمو الإقتصادي وزيادة معدلاته؛
- الإدخار، تعريفه، أنواعه، أهميته ومحدداته؛
- مستوى الدخل وهيكلة توزيعه؛
- سعر الفائدة، تعريفه والعناصر المحددة له.

1- مستويات النمو الإقتصادي وزيادة معدلاته: تتغير البنية التمويلية للمؤسسات أي المزج بين الوسطاء الماليين و سوق الأوراق المالية بتطور البلد، ويتضح هذا بمقارنة البنية التمويلية للبلدان في مستويات مختلفة من النمو، أو مقارنة نفس البلد في أزمنة مختلفة، فكلما إنتقلنا من الدول ذات الدخل الضعيف إلى الدول ذات الدخل المرتفع، نلاحظ أن دور المصارف التجارية و المؤسسات المالية غير المصرفية في تزايد، بينما ينخفض دور المصرف المركزي كما يلاحظ أن القروض الممنوحة للقطاع الخاص نسبة للنتائج المحلي الخام في الدول الغنية تكون أكبر مما هو عليه في الدول الفقيرة، فبنية النظام المالي ككل و سوق الأوراق المالية للنتائج المحلي الخام تكون أكبر من الدول الغنية، إذ تعتمد الدول في المراحل الأولى من تطورها أساسا في التمويل على المصارف التجارية، ثم بتزايد النمو

تصبح تلجأ شيئاً فشيئاً للوسطاء الماليين المختصين وأسواق الأسهم التي تبدأ بالنمو و الإزدهار، لكن قد تكون الدول في نفس المستوى من النمو لكنها تختلف في بنيتها التمويلية. بالرغم من إعتبار أن تطور سوق الأوراق المالية ميزة مشتركة للتطور المالي والإقتصادي، فإن الكثير من المحللين يرون أن هذه السوق في الدول النامية ما هو إلا مكان تأثيره الإيجابي في النمو الإقتصادي ضعيف، بينما أثاره السلبية المكبوتة كبيرة، ويرى محللون آخرون أنه طالما أن لجوء الشركات إلى التمويل عن طريق إصدار الأسهم ضعيف، فسوق الأوراق المالية غير مهم في النمو الإقتصادي، وقد لاحظ مايير MAYER عام 1988 بأن حتى الأسواق الكبيرة لا تمثل مصادر هامة لتمويل الشركات.

كما أن تحقيق معدلات نمو إقتصادية متزايدة قابلة للإستمرار يتطلب إزالة العوائق التي تواجه عملية التنمية الإقتصادية و النمو الإقتصادي.

و في هذا السياق فإن تحديد عوامل النمو الإقتصادي و طرق تفاعل تلك العوامل يساعد واضعي السياسة الإقتصادية على تفهم عملية النمو الإقتصادي و التأثير على نتائجها، و بمعنى آخر يمكن لواضعي السياسة الإقتصادية إختيار سياسات مناسبة وترسيخ و تطوير عملية النمو، بعد التعرف على العوامل المؤثرة على تلك العملية، الأمر الذي يعكس أهمية بناء النماذج الإقتصادية لتوضيح عملية النمو الإقتصادي.

و إستمر الإقتصاديون منذ زمن بعيد في إعتبار القطاع المالي و المصرفي كأحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية، وذلك نظراً لدوره في التعرف على المشروعات الإنتاجية الناتجة وتمويلها.

و يلاحظ خلال السنوات القليلة الماضية تزايد الإهتمام بدور أسواق المال كعامل رئيسي في التنمية وذلك من خلال النموذج الإقتصادي القياسيالنظرية التي تم إقتراحها و إستخدامها في هذاالسياق.

و يؤيد العديد من تلك النماذج الدور الفعال لأسواق الأوراق المالية في التأثير على النمو الإقتصادي، ويلاحظ في هذا السياق أنه قد تم إختيار آثار عدد من مؤشرات الأسواق المالية بإستخدام نماذج الإنحدار متعدد التغيرات، إذ تشير إلى عدد من النتائج الأساسية منها أن أسواق الأوراق المالية تؤثر على النمو الإقتصادي، وأن لدرجة سيولة الأسواق المالية تأثيراً

أكبر على النمو مقارنة بأثر حجم تلك الأسواق، وأن لكل من أسواق الأوراق المالية و الجهاز المصرفي آثار مستقلة على النمو، بمعنى أنهما يكملان ولا يستبدلان بعضهما البعض، كما يشير بعض الباحثين إلى الآثار الإيجابية لمستوى سيولة السوق و درجة تذبذبها على النمو الإقتصادي، في الوقت الذي يعتقد البعض الآخر أن الإرتفاع الشديد في سيولة أسواق الأوراق المالية و التذبذب العالي فيها يعوقان الإستثمارات وبالتالي يؤثران سلبا على النمو، ومنه تبرز أهمية إنشاء سوق أوراق مالية التي تعمل على تعبئة الموارد المالية، وتنمية المدخرات ومن ثم تخصيصها للأنشطة الإستثمارية المختلفة على النحو الذي يؤدي إلى زيادة الإستثمار، وبالتالي زيادة مستوى التشغيل وتخفيض البطالة وزيادة الدخل القومي ومن ثم زيادة معدل النمو الإقتصادي.

ويتحقق النمو الإقتصادي من خلال عونين إقتصاديين هما:

- **القطاع العام:** هو القطاع المملوك للدولة كليا أو جزئيا، وتشرف على إدارته وتسييره الدولة، حيث تضع له السياسات والخطط لتحقيق أهداف التنمية، وهنا يمكن للأسواق المالية المساهمة في تحويل القطاع العام إلى القطاع الخاص تماشيا مع أهداف الدولة للدخول في إقتصاد السوق، وتتخلى تدريجيا عن دور الدولة التقليدي في تسيير الإقتصاد.

- **القطاع الخاص:** يمكن للقطاع الخاص قيادة التنمية الإقتصادية وزيادة حجم الإستثمار و التوظيف، كما يساهم القطاع الخاص في إنشاء سوق الأوراق المالية و تنشيطها عن طريق إدراج مؤسساتهم في قوائم هذا السوق، وإصدار أوراق مالية متنوعة تساهم في زيادة فعالية التدويل بما يجمعه من مدخرات، و توجيهها نحو الإستثمارات التي بدورها تساهم في زيادة معدلات النمو الإقتصادي.

2- الإذخار.

1-2- تعريف الإذخار و أنواعه: قبل تناول مختلف أنواع الإذخار يتم التطرق الى تعريفه:

1-1-2- تعريف الإذخار: يعرف الإذخار كمايلي:

ذلك الجزء من الدخل أو الناتج الجاري الذي لم يستخدم في الإستهلاك الجاري خلال فترة ما، و إنما تم توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التي تعمل على زيادة هذا الدخل وتحافظ على مستواه المحقق فعلا.

2-1-2- أنواع الإدخار: يمكن التمييز بين أنواع الإدخار التالية:⁴⁷

- الإدخار المحلي والإدخار القومي: تتطلب التفرقة بين المفهومين " المحلي و القومي " فيما يتعلق بالإدخار وغيره من المتغيرات الاقتصادية الكلية كالدخل و الناتج والإستثمار إذ نميز بين النشاط الإقتصادي من إنتاج أو إستهلاك أو إدخار أو إستثمار أو تبادل، الذي يتم داخل الحدود الجغرافية لدولة ما وذلك الذي يتم خارج حدودها.

فالإدخار المحلي: في العادة يحدث في معظم النشاط الإقتصادي داخل حدود الدولة، وفي هذه الحالة فإن ما ينتج عن هذا النشاط يأخذ صفة محلية، ومن ثم يطلق عليه الإدخار المحلي أو الإستثمار المحلي أو الناتج المحلي.

الإدخار القومي: هو عبارة عن الإدخار المحلي المتولد من جانب أطراف النشاط الإقتصادي داخل حدود الدولة، بالإضافة الى جزء يتكون في الخارج، وهو " صافي المعاملات الخارجية"، ويقصد به الفرق بين الصادرات والواردات من سلع و خدمات للدولة المعنية وصافي المعاملات، وهذا قد يكون موجبا أو سلبيا، فإذا كان موجبا فإن ذلك يعني إقتصاد الدولة المعنية على حقوق إتجاه العالم الخارجي بقيمة هذه الزيادة، وقد تتخذ هذه الحقوق شكل أصول مالية مثل العملات الأجنبية و الأوراق المالية أو شكل أصول إنتاجية ثابتة تدر عائدا سنويا، وفي هذه الحالة إضافة للإدخار المحلي، تزيد قدرة الدولة على تكوين رأس المال، ويكون الإدخار القومي أكبر من الإدخار المحلي، وعليه يكون الإدخار القومي أقل من الإدخار المحلي في حالة ما إذا كان صافي المعاملات الخارجية سالبا، أي وجود عجز في معاملات الدولة مع الخارج.

2-2 محددات الإدخار: تتجلى هذه المحددات في العوامل الإقتصادية و عوامل غير إقتصادية، فالعوامل الإقتصادية تتمثل في مستوى الدخل و هيكل توزيعه و كذا سعر الفائدة، التي يتم التطرق إليها في النقطة الموالية، أما العوامل غير الإقتصادية فهي:

2-2-1- عدم الإستقرار السياسي: إن عدم الإستقرار السياسي الناتج عن تغيير الحكومات في فترات وجيزة، الإغتيالات السياسية، الحروب الأهلية، تؤثر على توقعات الدخل، الأسعار، النشاط الإقتصادي، وبالتالي زيادة درجة المخاطرة، وهذا ما يؤدي إلى إنخفاض الإدخار.

⁴⁷ محمد عبدالغفار، مشكلة الإدخار في مصر، مطبعة زهراء الشرق، 1997، ص: 12.

2-2-2- العوامل الدينية: هناك من الآيات الدينية الكريمة التي تخضع إلى الاعتدال في الإنفاق وعدم الإسراف وعدم التفاخر في الإنفاق والبعد عن التبذير، حتى يستطيع الإنسان أن يعيش بقية عمره في أمان بعيدا عن الفقر، وهذا لا يعني أن يبخل الإنسان على نفسه و أهله و أسرته و عشيرته.⁴⁸

إذ يقول الله تعالى: " ولا تجعل يدك مغلولة إلى عنقك، ولا تبسطها كل البسط فتقعد ملوما محسورا." ⁴⁹

إلا أن هناك مشكلة تعيق العملية الإدخارية ألا وهي الربا، إذ تعتبر هذه الأخيرة قضية من القضايا التي تمثل إختناقات في تمويل التنمية الاقتصادية، وذلك لأن الأفراد في مجتمعاتنا لا يؤمنون بمشروعية فوائد الإيداع باعتبار أنها الربا المحرم.

2-2-3- العوامل النفسية: الإدخار كضرورة نفسية تساعد الإنسان على التحرر من الخوف و القلق، وتساعده على البحث عن الإستقرار و الشعور بالأمن والأمان و الإطمئنان على المستقبل، وبالقطع فإن الإنسان الذي ينمو لديه مثل هذه الأحاسيس وتتأصل في نفسه ويصبح قادرا على العطاء غير متوترا و آمن ومستقر وطموح.

3- مستوى الدخل وهيكلة توزيعه:

يعتبر الدخل من أهم العوامل المحددة للإدخار، وباعتباره ذلك الجزء من الدخل المتاح الذي لم يستهلك.⁵⁰

و عليه فإن الشخص صاحب الدخل المرتفع يكون بمقدوره الإدخار أكثر من ذوي الدخل الضعيفة، وهو ما يدل على أن مداخل الأشخاص و تغيراتها محدد أساسي للإدخار، وهو ما تم إثباته من خلال البحوث التي تناولت الدخل بالدراسة والتي تمكنت من تقديم تفسير مهم حول خصوصيات الإدخار، وقد أحدثت بذلك ثورة كبيرة في الفكر الإقتصادي.

4- سعر الفائدة: تعريفه والنظريات المحددة له في السوق.

قبل التطرق إلى العناصر المحددة لسعر الفائدة يتم تعريف الفائدة.

1-4- تعريف الفائدة: يقصد بالفائدة لغة: الفائدة ما إستفادت من علم أو مال، جمع فوائد.

⁴⁸ محمد يسري، إبراهيم عيس، التربية الإدخارية والتنمية الشاملة، دار المعارف، مصر، 1996، ص: 49.

⁴⁹ سورة الإسراء الآية 29.

⁵⁰ رفعت المحجوب، المالية العامة، النفقات العامة والإرادات العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975، ص: 369.

وفي المعجم الوسيط: الفائدة ما يستفاد من علم أو مال أو ربح المال في زمن محدد بسعر،⁵¹ وتعرف الفائدة في المحيط المصرفي والمالي كمايلي:

- **التعريف الأول:** يقصد بالفائدة في المعنى الجاري المبلغ الذي يدفعه المقرض إلى المقرض لقاء قيام هذا الأخير بإقراضه مبلغا من النقود لفترة زمنية محددة، وهذا المبلغ ينسب إلى أصل مبلغ القرض بنسبة مئوية معينة، فالقاعدة بعبارة أخرى هي ثمن أو مقابل استخدام النقود.⁵²

- **التعريف الثاني:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجرة المال المقرض، أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر، ويقال أيضا أن سعر الفائدة هو عائد الزمن عند إقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة.⁵³

- **التعريف الثالث:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجر النقود يلتزم المقرض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتا له عن السيولة.⁵⁴

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سعر الفائدة هو ذلك المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقرض لقاء التنازل عن مبلغ من المال لفترة زمنية معينة.

4-2- النظرية المحددة لسعر فائدة في السوق:

4-2-1- **النظرية التقليدية:** يتحدد سعر الفائدة في السوق بتلاقي العرض و الطلب على الأموال القابلة للإقراض.

وقبل أن نفسر منطق هذه النظرية نوضح مصادر عرض الأموال القابلة للإقراض و مصادر الطلب عليها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 02: مصادر الطلب والعرض على الأموال القابلة للإقراض.

مصادر الطلب على الأموال	مصادر عرض الأموال
- طلب الأفراد على الأموال من أجل الإنفاق على السلع الاستهلاكية أو السلع الإستثمارية.	- عرض النقود يأتي عن طريق إيداع الأفراد وتتم بواسطة وساطة المؤسسات

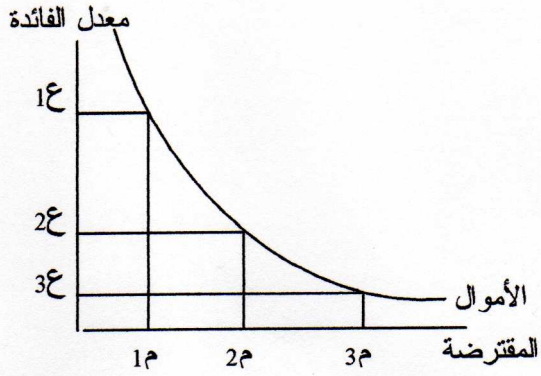
⁵¹ حسين عبد الله الأمين، الودائع المصرفية النقدية أو استثمار هافيا الإسلام، دار الشروق، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1983، ص: 249.

⁵² عاد لأحمد حشيشو زينحسين عوض، مبادئ علم الاقتصاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 568.

⁵³ طاهر حيدر حر دان، مبادئ الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص: 61.

⁵⁴ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص: 70.

* للإطلاع حول النظرية المفسرة للدخل (نظرية الدخل المطلق، نظرية الدخل الدائم، نظرية دورة الحياة) إرجع إلى سمير محمد عبد العزيز، الإدخار الشخصي والسياسة الضريبية، منشأة المعارف، مصر، 1983، صص: 79-81.



نلاحظ أنه توجد علاقة عكسية بين معدل الفائدة و الأموال المقترضة، أي كلما إنخفض معدل الفائدة كلما إرتفعت الأموال المقترضة و العكس صحيح.

- طلب المشروعات على الأموال لإستخدامها في مشاريع جديدة أو توسيع المشاريع القديمة أو لسد حاجيتها، ويكون الطلب على الأموال إذا كانت الأرباح المتوقعة تفوق تكلفة الحصول على رأس المال أي سعر الفائدة.

- طلب الحكومة على الأموال لتمويل المشاريع المختلفة عن طريق القروض الداخلية أو الخارجية في حالة أن التحصيلات من الضرائب المباشرة وغير المباشرة غير كافية لتمويل المشاريع المختلفة.

المالية بين أصحاب الفوائض من الأموال وبين المحتاجين لتمويل إحتياجاتهم.

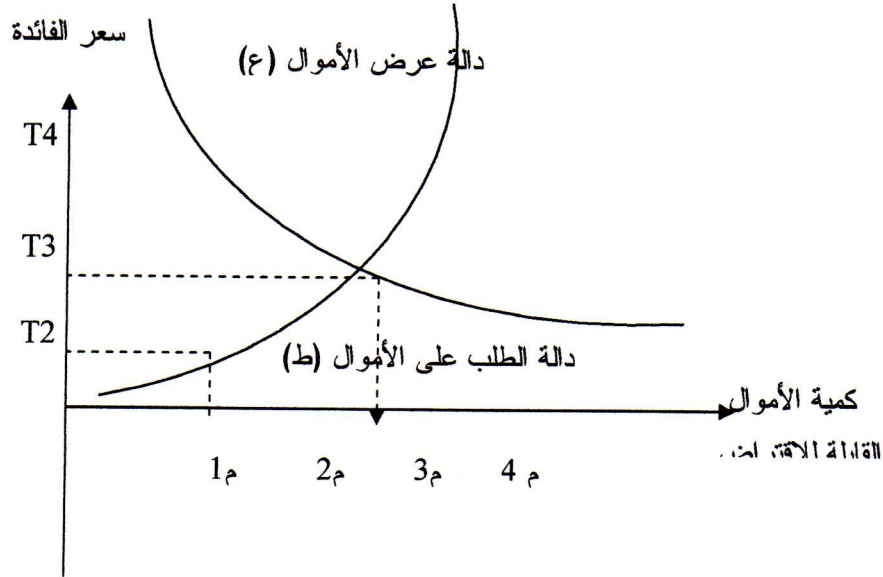
- عرض النقود عن طريق الإصدار النقدي وآلياته.

- عرض النقود عن طريق تخفيض نسبة الإحتياطي القانوني.

المصدر، من إعداد الباحثة.

حسب منطق هذه النظرية، فإن سعر الفائدة يتحدد وفق تلاقي عارضي وطالبي الأموال على النحو التالي:

الشكل رقم 02: تحديد سعر الفائدة في السوق وفقاً للنظرية التقليدية.



ففي هذا الشكل تتحدد الكمية المطلوبة من الأموال القابلة للإقتراض، و الكمية التي يمكن أن تعرض منها، بالنقطة التي يتلاقى فيها منحنى الطلب مع منحنى العرض (م.3ع)، (م.3ط) **2-2-4 النظرية الحديثة:** ترى أن النظرية التقليدية منتقدة في الأساس التي تقع عليه، وترى أن سعر الفائدة ليس بالعامل الحاسم الذي يحدد عرض هذه الأموال القابلة للإقتراض المستمدة من الأوعية الإيداعية القائمة.

فالعامل الذي يحكم عرض هذه الأموال يحدده مقدار الدخل القومي أساساً، وأن دور سعر الفائدة ينحصر في تحديد القدر من ذلك الإيداع الذي يخصصه الأفراد للإحتفاظ في شكل سائل كالنقود، و القدر الذي يقررون الإحتفاظ به في شكل غير سائل كالسندات مثلاً، فسعر الفائدة إذن في نظر أصحاب النظرية الحالية هو المكافأة التي يحصل عليها الأفراد الذين يقومون بالإيداع بالتنازل عن مزايا السيولة التي تحقق عند إحتفاظهم بإيداعاتهم في شكل نقود .

وتتلخص هذه المزايا والتي تزيد من الطلب على النقود و الأصول السائلة بصفة عامة فيمايلي:

- تسير المعاملات الجارية و يسمى الطلب الذي ينشأ على النقود بسبب المعاملات الطلب الناشئ عن دافع التعامل.

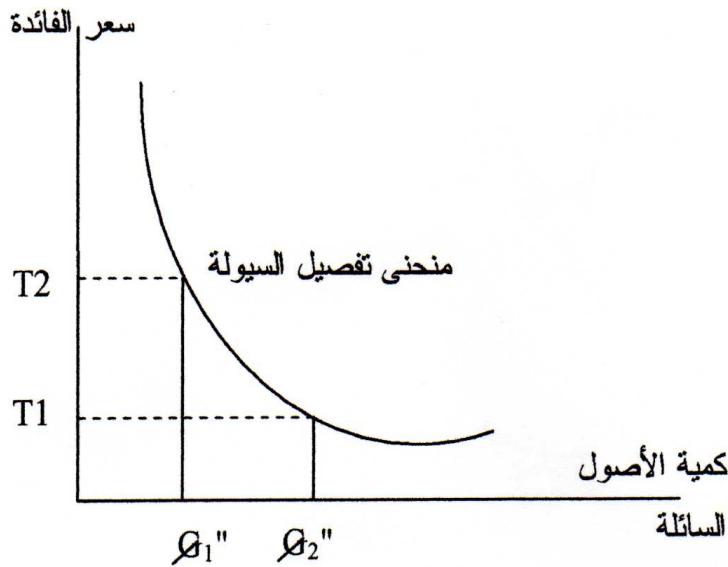
- مواجهة الحاجات الطارئة غير المتوقعة، ويسمى الطلب الذي ينشأ على النقود لمواجهة تلك الحاجات بالطلب الناشئ عن دافع الإحتياط.

- الإستفادة من فروق الأثمان التي يحتمل أن تطرأ في المستقبل بالنسبة للسلع والخدمات عموما ويسمى الطلب على النقود في هذه الحالة بالطلب الناشئ عن دافع المضاربة.

وواضح من المزايا المتقدمة الإحتفاظ بالمدخرات في شكل سائل، ما يدفع الأفراد إلى طلب النقود كأصل للإحتفاظ بمدخراتهم، على أنه يقابل تلك المزايا مما يضطر الفرد إلى التضحية به من فائدة في سبيل إحتفاظه بأمواله المدخرة في حالة سيولة.

وعلى ذلك كلما إرتفع سعر الفائدة في السوق كلما زادت التضحية التي يقوم بها الفرد، وبالتالي كلما قل طلبه على النقود لهذا الغرض، والعكس كلما قل سعر الفائدة في السوق كلما زاد طلب الأفراد لأن الإحتفاظ بها كأصل سائل له ما يبرره، ويمكن تمثيل العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة، بمنحنى يبين الكميات المختلفة من النقود التي تطلب عند كل سعر فائدة معينة تفترضه في السوق.

الشكل رقم 03: سعر الفائدة في السوق وفق النظرية الحديثة.



نلاحظ أن المنحنى ينحدر من الأعلى إلى الأسفل و إلى اليمين، كما هو موضح في الشكل معبرا عن الكمية من النقود التي تطلب كلما إنخفض سعر الفائدة و العكس صحيح، ويسمى المنحنى الحالي في إصلاح الإقتصاديين الحديثين بمنحنى تفضيل السيولة، ويقابل المنحنى المذكور منحنى عرض النقود في ظل أسعار الفائدة المختلفة.

فإذا كانت كمية النقود المذكورة حساسة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، بمعنى أنه كلما زاد سعر الفائدة زادت كمية النقود التي تعرض في السوق، كان منحنى عرض النقود في السوق أكثر مرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة أي أنه يرتفع من الأسفل إلى الأعلى و إلى اليمين على أنه الفرضية الأكثر احتمالاً بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة، وإنما تتحدد بناء على عوامل أخرى نذكر منها:

- الطلب على النقود: لا يتأثر بسعر الفائدة فقط، ولكن يتأثر بعوامل أخرى مثل حالة النشاط الإقتصادي كساد أو رواج وبالأرباح المتوقعة.

- تقوم السلطات النقدية في الدولة بالتأثير على الطلب و العرض من النقود، وذلك بإعتبار أن الدولة تقوم بإقتراض كميات كبيرة من النقود من أجل تمويل مشاريعها الضخمة، و بالمقابل تستطيع عرض النقود عن طريق الإصدار النقدي.

- في الكثير من الأحيان عند زيادة الطلب على النقود فإن سعر الفائدة لا يرتفع، فتقوم المؤسسات المالية الوسيطة إلى تقييد عمليات الإقراض، ووضع شروط أصعب لمنح قروض وذلك بدلا من الإتجاه لرفع الفائدة.

3-4- العناصر المحددة لسعر الفائدة في السوق: يتوقف سعر الفائدة على العناصر الآتية:⁵⁵

1-3-4 معدل الفائدة الخالي من المخاطرة: ويرمز له بالرمز T_0 وهو سعر الفائدة الصافي أو معدل سعر الفائدة المتوقع، إذا لم يكن هناك تضخم مثل أسعار الفائدة في الأجل القصير (أذونات الخزانة) .

2-3-4 معدل التضخم: ويرمز له بالرمز T_1 ، يمثل التضخم النقدي أحد المشاكل الإقتصادية التي تهز الإقتصاد الكلي، ويحدث في إختلالات سلبية أو يرجع التضخم في جوهره إلى

⁵⁵ محمد سويلم، الإدارة فنيقيا عالما، مطبعة النيل، بدون سنة النشر، ص: 401.

إضطرابات قوى الإنتاج و عدم كفايتها في الوفاء بحاجات الأفراد المتزايدة، وهناك من يعرف التضخم بأنه ينشأ نتيجة عدم التوازن بين الإنتاج، الإستهلاك، الإدخار والإستثمار. ونتيجة الطاقات الإنتاجية في الإقتصاد القومي، ويترتب عن هذه الإختلالات إرتفاع متواصل في أسعار السلع و الخدمات، مما يؤدي إلى إرتفاع الأجور وعناصر عوامل الإنتاج الأخرى... الخ.

و النتيجة المستخلصة من التضخم، أنه كلما إرتفع معدل التضخم إرتفع سعر الفائدة.

4-3-3- مخاطر الإفلاس: ويرمز له بالرمز T2 تعني بها المخاطر التي تنتج عن إفلاس المقترضين ومن عدم قيامهم بسداد القرض و الفوائد و هذا يؤثر على سعر الفائدة.

4-3-4 - مخاطر السيولة: ويمز له بالرمز T3 إن الزيادة في قيمة الأصل مما يمكننا من بيعه بنفس قيمته تقريبا، وكذلك التحول إلى نقدية في فترة وجيزة ونشاط الأسواق التي تزودنا بالسيولة، كلها عوامل تؤثر على سعر الفائدة، وعدم القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى نقدية بسهولة يعني وجود نوع من المخاطر ومنه معدل الفائدة T يصبح:

$$T = T^* + T_0 + T_1 + T_2 + T_3$$

حيث: T* يمثل هامش الربح.

مما سبق نستنتج أن سعر الفائدة من العناصر المؤثرة و المتأثرة بالإستثمار، وأن قرار العائد المستقبلي هو مقابل المخاطرة، لذا فإن العائد المنتظر من الإستثمار يجب على الأقل أن يساوي مبلغ الإستهلاك المضحي به والتحليل الكينزي لمعدل الفاعلية الحدية لرأس المال يعادل سعر الفائدة، وهو لا يتعدى عند فيشر الذي يفسر أن الإستثمار ديناميكي مادام العائد الحدي على رأس المال أكبر من التكلفة الحدية لرأس المال، وبما أن سعر الفائدة مرتبط بالعائد المستقبلي و هذا الأخير مرتبط بالمخاطرة.

المطلب الثالث: المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء سوق الأوراق المالية. من المقومات الرئيسية الفعالة لإنشاء سوق الأوراق المالية نجد الجانب التشريعي الذي ينظم و يحكم هذا السوق، ومن بين القوانين المرتبطة بسوق الأوراق المالية والتي يتناولها هذا المطلب مايلي:

- قانون الشركات؛

- قانون الأوراق المالية و الأنظمة و التعليمات الصادرة بمقتضاها؛

- قوانين الأنظمة الضريبية؛

- التشريعات المتعلقة بالإستثمار الأجنبي؛

- قانون الخوصصة.

1 - قانون الشركات: يعتبر قانون الشركات من أهم القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية، فهو القانون الذي يتم بموجبه تحديد الإجراءات الواجب إتخاذها لتأسيس الشركات المساهمة العامة و إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار، و إجراءات التخصيص، وملكية الأسهم و رأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده و هيكله و عمليات الإندماج وغيرها من الأمور التي تتضمن شؤون الشركات، كما يتضمن أحكاما تساعد على توفير الحماية و ضمان لحقوق المساهمين و المستثمرينوسلامة النظام المالي، ومن أهمها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها.⁵⁶

وتنقسم الشركات حسب التصنيف القانوني إلى:

1-1 - شركات الأشخاص: تقوم شركات الأشخاص على الإعتبار الشخصي و الثقة المتبادلة بين الشركات ويوجد ثلاثة أنواع من شركات الأشخاص:

النوع الأول: شركة التضامن: تعتبر شركات التضامن من أكثر الشركات التجارية إنتشارا، نظرا لأنها تتكون من عدد قليل من الشركات يعرف كل منهم الآخر ويثق به، بل أنها غالبا ما تكون بين أفراد أسرة واحدة لضمان التعارف بينهم، وللشركاء بالتضامن صفة التاجروهم مسؤولون من غير تحديد وبالتضامن على ديون الشركة و يتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء، أو من أسماء أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة وشركاؤهم.⁵⁷

وتتميز بالخصائص التالية:⁵⁸

- تحريم التصرف في حصة الشريك.

- المسؤولية التضامنية و غير المحدودة للشركاء.

- يترتب على المسؤولية الشخصية و التضامنية للشريك إكتساب صفة التاجر.

⁵⁶ أحمد البيطار، المعالجة التشريعية و الأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسينا لشفافية، صندوق النقد العربي، 2002، ص: 3.

⁵⁷ عباس حلمي المنزلاوي، القانون التجاري، الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 1994، ص: 53.

⁵⁸ نفس المرجع أعلاه، صص: 58-61.

- يظل الشريك المتنازل مسؤولاً عن ديون الشركة السابقة فقط عند خروجه، طالما قام بشهر هذا التنازل، وتتقادم دعاوى الرجوع إليه بمضي 5 سنوات تحسب من تاريخ إجراء الشهر.

النوع الثاني: شركة التوصية البسيطة: تعرف شركة التوصية البسيطة بأنها " الشركة التي تعقد بين شريك واحد أو أكثر مسؤولين و متضامنين وبين شريك واحد أو أكثر يكونون أصحاب أموال فيها و خارجين عن الإدارة و يسمون موصين"⁵⁹.

وتتميز شركة التوصية البسيطة ب:

- وجود طائفتين من الشركاء، شركاء متضامنين لهم نفس المركز القانوني للشركاء في شركة التضامن، فهم يكتسبون صفة التاجر ولهم الحق في إدارة الشركة و تندرج أسماؤهم في عنوان الشركة ويسألون مسؤولية تضامنية و مطلقة عن ديون الشركة، شركاء موصين لا يكتسبون صفة التاجر وليس لهم الحق في الإدارة ولا تدخل أسماؤهم في عنوان الشركة ولا يسألون عن ديون الشركة، إلا في حدود الحصة التي قدمها كل منهم ولا يشهر إفلاسهم تبعاً لشهر إفلاس الشركات.

- عدم جواز إنتقال حصة الشريك: ولما كانت شركة من شركات الأشخاص التي تقوم على الإعتبار الشخصي، فإنه لا يجوز فيها الشريك سواء كان متضامناً أو موصياً أن يتنازل عن حصته إلا بموافقة جميع الشركاء.

النوع الثالث: شركة المحاصة: وهي نوع من الشركات التي يتعاقد فيها إثنان أو أكثر للقيام بعمل واحد أو أكثر، يؤديه أحد الشركاء بإسمه الخاص مع تقسيم الربح أو الخسارة فيما بينهم، وهي شركة خفية ومستترة بالنسبة للغير، ولا وجود لها إلا فيما بين الشركاء و لكن القانون نص عليها⁶⁰.

وتتميز بالخصائص التالية:

- تعتبر شركة تجارية.

- إنعدام الشخصية المعنوية للشركة.

- إحتفاظ كل شريك بملكيته ل حصته إذا كانت عتبه، أما إذا كانت حصته مالية فهي تكون ضمن رأس مال الشركة.

⁵⁹ مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، صص : 138-139.

⁶⁰ صلاح جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مطابع الأهرام، مصر، 1998، ص: 61.

نستنتج فيما سبق أن شركات الأشخاص لا يمكن أن تصدر أسهما أو سندات قابلة للتداول في البورصة، ويرجع السبب إلى طبيعة التضامنية بين الشركاء إلا إذا تم تحويلها إلى شركات المساهمة.

1 - 2 - شركة المساهمة: تعرف شركة المساهمة بأنها شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي أكتتب فيها، ويكون للشركة إسم تجاري مشتق من الغرض من نشاطها.⁶¹

وتتميز بالخصائص التالية:

- أن رأس مال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة و قابلة للتداول.
- أن كل شريك لا يكون مسؤولاً عن ديون الشركة إلا بقدر قيمة ما يملكه من أسهم، كما أنه لا يكتسب صفة التاجر لمجرد دخوله في الشركة.
- أن شركة المساهمة لا تعنون بإسم الشركاء أو بإسم أحدهم، وذلك لأن شخصية الشريك ليس لها أدنى إعتبار في تكوينها.

2 - قانون الأوراق المالية و الأنظمة و التعليمات الصادرة بمقتضاها.

يمثل قانون الأوراق المالية الخطوة الرئيسية الأولى في تنظيم و إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، حيث تنظم مراحل تأسيس السوق والشكل القانوني له و أهدافه و إدارته و تنظيمه، كما تنظم العلاقات الناشئة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية و تحدد أعضاء السوق و الإلتزامات المترتبة عليهم.⁶²

وبشكل عام فإن قانون الأوراق المالية و الأنظمة و التعليمات الصادرة بمقتضاها يتضمن العناصر الآتية:

2 - 1 - نوعية وطبيعة الأوراق المالية: وهي تعليمات إدراج و شطب الأوراق المالية فهي تعليمات تنظم عملية إدراج الأوراق المالية للتداول في السوق، و إيقافها أو شطبها وذلك بما يحقق المحافظة على سلامة التداول بالأوراق المالية و حماية حقوق المتعاملين بهذه الأوراق.

⁶¹ مصطفى كمامة، مرجع سبق ذكره، 2000، صص: 171-172.

⁶² أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، 2002، صص: 4-10.

2 - 2 - الإفصاح المالي و إشهار المعلومات: تناول منظور المحاسبة مفهوم الإفصاح عن المعلومات الواجب توافرها في القوائم المالية بوجهات نظر مختلفة، فقد جاء على سبيل المثال أن القوائم المالية يجب أن تصرح عن المعلومات التي تساعد المستخدم عن معرفة الأنشطة الإقتصادية كافة و العمليات التي قامت بها الوحدة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة و سهلة الفهم و موضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، أما البعض الآخر فإنه يرى أن الإفصاح يعمل غالبا على ربط الإفصاح المحاسبي بالمفهوم العام لوسائل الإتصال و الذي يقوم على أساس أن الوحدة الإقتصادية تمثل جزءا من البيئة، وعليه فالمحاسب يقيس خصائص الوحدة التي يعمل بها، ثم ينقل نتائج قياساته على شكل رسائل دورية ممثلة في القوائم المالية إلى المستخدمين، والتي تعد بالنسبة لهم مصدر المعلومات، في حين يمكن أن يفهم الإفصاح المحاسبي على أنه أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الإقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدم المعلومات من إتخاذ القرارات الإقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء و تقييم السيولة و ربحية الوحدة أو قدرتها على إحداث توسعات و نمو في النشاط.⁶³

ولعله من الواضح أنه هناك تباينا بين المفاهيم نتيجة شيوعها و عمومياتها، لذا من الصعب توفير مفهوم موحد للإفصاح في المحاسبة، بل أن شمولية و إتساع نطاقه في المجال المحاسبي أدى تطبيقه إلى خلق مشكلات رئيسية يمكن حصرها في العناصر الآتية:

- الجهات المهتمة بالمعلومة: تتعدد الجهات المستخدمة و المستفيدة من المعلومات الواردة في القوائم المالية، وطبيعي أن يختلف مستوى الإدراك و الفهم لتلك الجهات إزاء هذه المشكلة، يقترح الباحثون حلا واقعا وذلك بتطبيق نموذج القوائم المالية إلى تلبية إحتياجات مستخدم/ مستهدف يتم تحديده وبعدها يجعل هذا المستخدم محورا أساسيا في تحديد أبعاد الإفصاح المناسب عن المعلومات.

- كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: تتأثر عادة مشكلة تحديد حجم العينة أو كمية المعلومات الواجب الإفصاح عنها في تقرير الشركة، فالشركات بطبيعة الحال كثيرا ما تتردد في زيادة مستوى الإفصاح المالي بدون ضغط من مهنة المحاسبة أو الحكومة، ويرجع

⁶³ هبة مضر شاكر الطريجي وسعود جايد العامري، قائمة التدفقات النقدية و متطلبات الإفصاح المحاسبي، مجلة أفاق الإقتصادية، العدد 93، 2003، صص: 111-

السبب في ذلك إلى أن زيادة الإفصاح ربما يؤدي إلى أضرار في مصلحة الشركة، وبشكل خاص حينما يشغل الإفصاح من قبل المنافسين، لهذا نجد المحاسبين يتبعون العرف المحاسبي لتحديد الحد الأدنى من الإفصاح، أما من حيث نوعية المعلومات فكثيرا ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة و نوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، مفهوم الأهمية النسبية الملائمة، التوقيت، الموضوعية... الخ.

- **زمن الإفصاح عن المعلومات:** إن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية لا يمكن أن يكون فاعلا ما لم يتم مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصال المعلومات المحاسبية لمتخذ القرار في وقت مبكر، وذلك لأن أي تأخير في إيصالها سيؤثر على قراره، وطالما أن الكثير من القرارات تتخذ نتيجة الإطلاع على التقارير المالية للشركات، لذا فمن المفضل أن يكون تجميع و تلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان، لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابة لكي تكشف عن التغييرات في وضع الشركة التي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستخدمين.

وأن أهمية تحديد عنصر التوقيت واضحة و صريحة من قبل المهنيين، ويتبين ذلك من خلال الإلحاح على المحاسبين ومطالبتهم بتقديم تقاريرهم المالية من خلال فترة محددة من السنة، عادة بعد ثلاثة أشهر من تاريخ نهاية السنة المالية.

- **كيفية الإفصاح عن المعلومات:** توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تأخذ مخرجاته أشكالا متعددة، منها القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية وغيرها، ولكي تحقق مجموعة المخرجات الغاية المرجوة منها، لا بد أن تعرض المعلومات بالشكل الذي يسهل من قراءتها و فهمها، وتمتاز بالبساطة والوضوح، وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

و في الأخير يمكن إستنتاج أن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية ملزمة كل شركات الأموال بنشر البيانات و الإفصاح عنها في أوقات محددة، مما يؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين بعمليات السوق و إلى إستقطاب مشاركة أوسع منهم، ويحقق الإفصاح و الشفافية عن طريق:

- متابعة إلتزام الشركات بتوفير البيانات بالدقة والشفافية المطلوبة.

- تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية بهيئة سوق الأوراق المالية.

- تطبيق قواعد و معايير المحاسبة والمراجعة.

- تطوير أدلة إرشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.

- تقييم أداء الشركات و شركات السمسرة في الأوراق المالية.

2-3 - الأحكام المتعلقة بالوسطاء: يحدد قانون سوق الأوراق المالية ترخيص الوسطاء و

شكلهم القانوني ونوعية أعمالهم وطبيعة الرقابة عليهم، كما يحدد القانون إلتزامات الوسطاء

إتجاه السوق والحدود الدنيا لرؤوس أموالهم، والعقوبات و الإجراءات التي تفرض عليهم في

حالة مخالفتهم للقوانين، وتخضع الوسطاء لرقابة السوق المستثمرة المحافظة على ملائمتهم

المالية، بإعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء هي أحد أهم مقومات سلامة التداول في

سوق الأوراق المالية، كذلك تنظم هذه الأحكام نوعية و طبيعة المعلومات الواجب الإفصاح

عنها من قبل الوسطاء، وتحدد مؤهلات الأشخاص العاملين و سلوكياتهم.

2-4- تعليمات تداول الأوراق المالية: وهي التعليمات التي يتم من خلالها تنظيم و تنفيذ

عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق تحديث عملية التداول و

مكنتها.

2-5 - تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية و تسوية أثمانها: تنظم هذه التعليمات

إجراءات تسجيل و نقل ملكية الأوراق المالية و تسوية أثمانها، فهي تحدد إجراءات التسوية

والتقاضي بين الوسطاء، و عمليات التسوية والتقاضي بين الوسطاء وعملائهم، و إجراءات

التسوية والتقاضي بين العملاء والسوق من حيث إحتساب وتسديد عمولات السوق،

ومواكبتها مع تطبيق المعايير الدولية و تهدف هذه التعليمات إلى:

- نقل ملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري فور إتمام الصفقة.

- إتمام عملية التسوية المالية بين السوق و الوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في

اليوم التالي لتاريخ إتمام الصفقة.

2-6 - المخالفات والعقوبات: تحدد هذه الأحكام طبيعة المخالفات التي تؤثر على أسعار

الأوراق المالية، ومن أهمها إستغلال المعلومات الداخلية أو ترويج الشائعات أو إعطاء

معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية أو على سمعة أي جهة مصدرة.

3 - قوانين الأنظمة الضريبية: تعتبر القوانين الضريبية من القوانين الهامة ذات العلاقة بسوق رأس المال، وتستخدم الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الإستثمار في الأوراق المالية، وتشمل الحوافز من جانب الإعفاءات الضريبية لشركات المساهمة العامة، بحيث تكون أقل من العبء الضريبي على الشركات المقفلة والعائلية، بهدف تشجيع تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة عامة، ويرجع ذلك إلى أن طغيان الطابع المغلق لمثل هذه الشركات يعتبر عاملاً محدداً لنمو الأسواق بالنظر لقدرتها المحدودة نسبياً على التوسع في إستثماراتها، وبالتالي في النمو و الإستمرار، مقارنة مع شركات المساهمة العامة التي تملك نوافذ متعددة للتوسع، كما تشمل الحوافز من جانب آخر الإعفاءات أو تخفيضات الضرائب على أرباح الشركات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية.

4 - التشريعات المتعلقة بالإستثمار الأجنبي: تتضمن هذه التشريعات الأسس و القواعد التي تنظم الإستثمارات الأجنبية و مساهمة المستثمرين الأجانب في المشروعات الوطنية، بما فيها الإستثمارات الأجنبية في أسهم شركات المساهمة العامة، وتهدف هذه التشريعات بما توفره من مزايا و تسهيلات للمستثمرين إلى جذب الإستثمارات الأجنبية و إزالة العوائق التي تحول دون دخولها أو تحضيرها على الدخول.

5 - قانون الخصخصة: تعني القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد في تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسات عمومية أو جزء منها أو كل رأسمالها، أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين للقطاع الخاص، وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كميّات تحويل التسيير وممارسته وشروطه.

وتهدف الخصخصة إلى:⁶⁴

- تحسين الكفاءة الإقتصادية، ويتحقق من خلال المنافسة التي تعني تخصيص الموارد وحسن تسييرها، حيث تسعى كل منشأة أو شركة إلى تحقيق أرباح عن طريق المنافسة، مما يعني

⁶⁴عبدالله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، مصر، 1996، ص: 25.

تحكما أفضل في التكاليف، تحقيق كفاءة في تسيير و إدارة المنشآت أو الشركات بما ينعكس على تحسين الكفاءة الإقتصادية.

- توسيع قاعدة الملكية: ويتم ذلك عن طريق الإكتتاب العام للأسهم التي تصدرها المؤسسات المعروضة للخصوصة من طرف الدولة.

- تنشيط سوق الأوراق المالية: حيث يسعى المستثمرون و رجال الأعمال للحصول على مصادر تمويلية لإستثماراتهم الجيدة أو لإنشاء شركات جديدة، وذلك عن طريق البنوك أو البورصة مما يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، وزيادة عرض الأوراق المالية للإكتتاب العام في البورصة مما يساهم في تنشيطها.

المطلب الرابع: شركات المساهمة و الجهاز المصرفي و دورهم في إنشاء سوق الأوراق المالية.

لا يمكن تصور إقامة سوق للأوراق المالية دون توفر شركات مساهمة تطرح رأسمالها للإكتتاب، و جهاز مصرفي يعمل على تنظيم عمليات الإكتتاب في سوق الإصدار خاصة. ولتوضيح هذه العناصر يتم التفصيل فيها من خلال النقاط التالية:

- كثرة شركات المساهمة و تنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى؛
- الجهاز المصرفي و دوره في إنشاء سوق الأوراق المالية.

1 - كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى.

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية هو وجود شركات مساهمة عديدة، إضافة إلى وجود أدوات مالية كثيرة و متنوعة ذات أجال مختلفة و مواصفات و مزايا تتمثل باليسر و انخفاض المخاطر، تعزي المدخرين بالإقبال عليها و إختيار المناسب منها مما يساعد على إتساع رقعة السوق.⁶⁵

أما بالنسبة لتوفر مؤسسات مالية وسيطة أخرى، من سماسة للأوراق المالية و تجار الأوراق المالية و بنوك الإستثمار وغيرها، فإن سماسة الأوراق المالية يعتبرون وسطاء بين مشتري

⁶⁵ حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر و التوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص: 141.

وبائعي الأوراق المالية، فجمع تلك الفئتين معا يؤدي إلى خلق التعامل الآلي، ومقابل ذلك يحصل السمسار على عمولة مقابل البحث على المشتري المناسب و البائع لهذه الأوراق . أما فيما يتعلق بتجار الأوراق المالية، فلا يقتصر دورهم على البحث عن مشتري و بائع للأوراق المالية و إتمام الصفقة بينهما، بل شراء هذه الأوراق لحسابهم لذلك يتحملون المخاطر المرتبطة على شراء هذه الأوراق المالية و الإحتفاظ بها على أمل بيعها و تحقيق ربح مناسب في المستقبل.

يعني هنا أن كل من السماسرة و تجار الأوراق المالية يقدمون خدمات أساسية في خلق السوق الثانوي للأوراق المالية، والعمل على تحسين تدفق المعلومات بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية.

أما فيما يتعلق بالمهام و الوظائف التي يقدمها تجار الأوراق المالية، فهي نفس الخدمات التي تقدمها بنوك الإستثمار و بنوك الرهن، فهي تتولى عرض الأوراق المالية الجديدة في سوق الأوراق المالية، حيث تتولى بنوك الإستثمار تغطية الإصدارات الجديدة للأسهم والسندات التي تصدرها الشركة، فهي تشتري هذه الأوراق ثم تقوم بعد ذلك بتحفيز المستثمرين في إدخال هذه الأوراق في محفظة الإستثمار، وكذلك بنوك الرهن العقاري، فهي تقبل الأوراق المالية كرهن لها، المساكن الجديدة، كذلك تعتبر هذه النوعيات من المؤسسات المالية ذات طبيعة خاصة، فهي ليست وسيطا ماليا كالبنوك التجارية وشركات التأمين، وهي لا تخلق لنفسها أوراقا مالية ثانوية كما تفعل البنوك التجارية، وإنما يقتصر دورها على نقل الأوراق المالية المصدرة من المنظمات إلى المستثمرين.⁶⁶

2 - الجهاز المصرفي و دوره في إنشاء سوق أوراق مالية.

لا تقوم البنوك جميعها بأعمال مصرفية من نوع واحد، كما أنها ليست كلها خاضعة لنظام واحد، ولقد إقتضى تعدد الفعاليات المصرفية من حيث الإختصاص أن تصنف البنوك على الأنواع التالية:

2 - 1 - تصنيفات البنوك: يمكن تصنيف البنوك وفق المعايير التالية:

⁶⁶عبدالغفار حنفيور سميئز كيقربياقص، البورصاتو المؤسساتالمالية،الدارالجامعية،مصر، 2002،صص : 14-15.

2 - 1 - 1 - البنوك حسب فعاليتها: تقسم البنوك حسب نوع فعاليتها إلى بنوك ودائع وبنوك أعمال، فبنوك الودائع هي تلك التي تتلقى من الجمهور الودائع تحت الطلب أو لمدة لا تتجاوز السنتين، وهي تتميز بإتصالها بجمهور كبير من الناس.

أما بنوك الأعمال فهي التي تقوم فعاليتها الرئيسية بالإشتراك والمساهمة في المشاريع القائمة، أو التي هي في طور التأسيس وفتح الإعتمادات لمدة غير محددة، للمشاريع العامة التي يتعلق بها هذا الإشتراك.⁶⁷

2 - 1 - 2 - البنوك حسب شموليتها: تنقسم إلى بنوك فروع متعددة وبنوك إقليمية فالأولى تشمل فعاليتها عدة مناطق بالبلاد، ويكون لها فروع في أكثر المراكز التجارية و الصناعية الهامة، وتلعب هذه البنوك في الواقع دورا إقتصاديا هاما إذ تتلقى القسط الأكبر من الودائع، وتقوم بتقديم القسط الأكبر من الإعتمادات و التسهيلات.

أما البنوك الإقليمية، فتتخصص فعاليتها في مدينة واحدة أو مركز واحد، وتقوم عادة بدور الوسيط بين مختلف الزبائن و البنوك الإقليمية الأخرى.⁶⁸

2 - 1 - 3 - البنوك حسب علاقتها بالدولة: تنقسم البنوك حسب هذا التصنيف إلى:⁶⁹

- بنوك القطاع العام.

- بنوك القطاع الخاص.

- البنوك المختلفة.

2 - 1 - 4 - البنوك حسب جنسيتها: وتنقسم إلى:⁷⁰

- البنوك الوطنية.

- البنوك الأجنبية.

- البنوك الإقليمية مثل صندوق النقد العربي.

- البنوك الدولية مثل البنك الدولي.

2 - 2 - دور البنوك في إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية.

تؤدي البنوك دورا رئيسيا في عملية إنشاء و تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال العناصر الآتية:

⁶⁷ رشاد العصار ورياض الحطبي، النقود و البنوك، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2000، ص: 67.

⁶⁸ رشاد العصار ورياض الحطبي، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 68.

⁶⁹ خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية في ظل الحاسب الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن، 1998، ص: 200.

⁷⁰ سليم عبد الرحمن، مبادئ الإستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 448.

- تؤدي دور الوساطة في السوق كوسيط لصالح الغير، وتساعد البنوك سوق الأوراق المالية من خلال الصفقات التي تتم داخلها.

- تستطيع البنوك المتخصصة المساهمة و المشاركة في إنشاء مؤسسات جديدة في السوق الأولية أي سوق الإصدار، وتتولى في سوق التداول تسويق الأوراق المالية الجديدة.

- تساهم البنوك في سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء ما يسمى بصناديق الإستثمار حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد و توجيهها نحو الإستثمارات طويلة الأجل، وتكون هذه البنوك جميعا تحت وصاية البنك المركزي الذي يتدخل لتعديل الإنحرافات إذا وجدت عن طريق الإئتمان سواءا بالتوسيع أو الإنكماش حسب السياسات التي ترغب الدولة في تطبيقها شرط ألا تعيق نمو السوق.

للجهاز المصرفي دراية و معرفة بالوضع المالي لكل شركة لأنه يتعامل معها و يقرضها أو يمسك ودائعها، وبالتالي فإن البنك يستطيع أن يعرف القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتعامل معه، وعلى أساس هذه القيمة يمكن أن يتصرف البنك في عمليتي التمويل و التسويق، سواءا لصالحه أو لصالح زبائنه كما يمتلك هذا الجهاز العديد من الكوادر المالية و المصرفية المؤهلة و الملمة بأنواع الأوراق المالية، الأمر الذي يمكنها من توجيه زبائنها نحو الإستثمار في الأوراق المالية المختلفة، علما بأن ثقة الزبائن في البنك و في توفير الخبرة له سوف يسهل مهمة البنك في إقناع هؤلاء الزبائن، وتزيد من قدرته على ترويج وتسويق الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، كذلك يمكن للبنوك أن تشجع زبائنها على الإستثمار في الأوراق المالية من خلال القروض لغرض شراء الأسهم، الأمر الذي يساعد على توسيع قاعدة الملكية علما بأن هذا الإتجاه سوف يتيح الفرصة أمام العاملين لإمتلاك عدد من أسهم الشركات التي يعملون فيها، كما يمكن للمصارف التجارية أن تقوم بتدوير محافظ الأوراق المالية، سواء لحساب صغار المستثمرين أو لحسابها، من خلال شراء الأسهم التي تطرح للإكتتاب العام، ولا يتم تغطيتها بالكامل، وعندما تشهر الشركة نفسها، وتبدأ في العمل يكون المستثمرون قد إطمأنوا على إستقرار هذه الشركة، فيزداد الطلب على أسهمها فتتولى هذه المصارف إعادة طرح الأسهم للبيع مرة أخرى.

خلاصة الفصل الأول

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو إحتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

كذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الإقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون و المشترين من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتريين وتصنف أسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض و الطلب.

وتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهام أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها و شروط إصدارها، وهذا ما يسهل عملية التقييم و يسهل أيضا من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله و المتمثلة في المناخ الإستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على مستوى كلي و لضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد إهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها من جهة، سوف يتم التطرق إلى هذه العناصر في الفصل الثاني، والذي يتناول أسواق الأوراق المالية كفاءتها و مؤشراتها و أثر العولمة عليها.

الفصل الثاني

أسواق الأوراق

المالية، كفاءتها،

مؤشراتها وأثر

العولمة عليها.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية، كفاءتها، مؤشراتنا وأثر العولمة عليها.

لقد أصبحت البورصة تستقطب الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات و المعلومات حول السوق، فلا يختلف إثنان حول أهمية المعلومة و الإفصاح عنها بل يعد ذلك أساسيا لسلامة أي سوق و إستمراره، لذا يتوجب توفير المعلومات و البيانات الصحيحة المالية و غير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق، حتى يتمكن المستثمرون من ترشيد قراراتهم، فالإفصاح عن المعلومة قد سنت له قوانين تعمل على إنتظام الإفصاح عنها و نشرها في الوقت المناسب، فتحديد قيمة الأوراق المالية بناء على المعلومات المتوفرة هو تحديد لقيمتها الحقيقية في هذا السوق فهذا الأخير يؤمن بأن أي معلومة ترد إلى السوق تنعكس بسرعة في سعر الورقة المالية و يسمى ذلك: السعر العادل، ليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على مؤشرات البورصة التي ترسم إتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد و القديم على السواء، فهي بمثابة مقياس لدرجة تطور الإقتصاد بصفة عامة و السوق بصفة خاصة، فهو يلخص بشكل عام أداء السوق، و المؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع، كما أن لكل دولة مؤشراتنا فنجد مؤشرات في الولايات المتحدة الأمريكية و أخرى في اليابان و أخرى في الدول الأوروبية، كما أن داخل البلد الواحد تختلف المؤشرات من سوق لأخرى. وبعد تحرير الخدمات المالية في إطار إتفاقيات الجات 1994 عرفت حركة رؤوس الأموال تطورا كبيرا مما إنعكس على أداء و تطورات أسواق الأوراق المالية، فإتجهت بعض الأسواق نحو عمليات الإندماج خاصة بين أسواق الأوراق المالية الناشئة و أسواق الأوراق المالية المتقدمة، وللتوضيح أكثر قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛

- عولمة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية.

أثارت فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية و مازالت تثير إهتمام الباحثين و المتعاملين في هذه الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا مع الأنباء السارة و هبوطا مع الأنباء غير السارة و التي تصل بسرعة و دون سابق إنذار.

و في ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم في تحقيق سبق في الحصول على المعلومات و تحليلها ومن ثمة فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، لذا سوف يتم البحث في العناصر الآتية:

- نظام المعلومات وأهميته؛

- مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: نظام المعلومات وأهميته.

تعد المعلومات مادة القرار فإذا كانت عملية الإنتاج تتطلب المواد الأولية فإن مادة إتخاذ القرار هي البيانات و المعلومات التي يتوفر عليها متخذ القرار، ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات و تخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى مراكز إتخاذ القرار، ونظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة الأسواق المالية ولذا سوف نحاول البحث في العناصر الآتية:

- مفهوم نظام المعلومات و عناصره؛

- خصائص نظام المعلومات و أنواعه؛

- الجهات المهتمة بالمعلومات.

1 - تعريف نظام المعلومات وعناصره:

1 - 1 - تعريف المعلومة: يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها و لها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لإتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما ندركه عند مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف و التخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفير المعلومات في الوقت المناسب، الشمول، الإستمرارية أي الإنتظام في نشر المعلومات بصفة دورية وأخيرا العدالة و نعني بها توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.

1 - 2 - تعريف نظام المعلومات: يمكن تعريف نظام المعلومات على أنه " مجموعة النظم الفرعية للأفراد و البيانات و الإجراءات و المعدات و البرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد و الإجراءات التي تكفل إنسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لإتخاذ أكفاً القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين".⁷¹

وهناك تعريف آخر يرى أنه عبارة عن تجميع للأفراد والأدوات والمعدات و تشغيل البيانات ووسائل الإدخال و الإخراج ومعدات الإتصال و ذلك للإمداد بالمعلومات الحقيقية والشاملة والمرتبطة بإحتياجاتها في الوقت المناسب، وتشغيل ومراقبة أعمال المؤسسة ولذلك نستطيع تعريف نظام المعلومات:

على أنه مجموعة عناصر (موارد بشرية، مادية... الخ) تسمح بالمعالجة و التخزين وإيصال المعلومات.

1 - 3 - عناصر نظام المعلومات: إن نظام المعلومات كغيره من الأنظمة الأخرى يتكون من العناصر الآتية:

- المدخلات: تتمثل مدخلات نظام المعلومات في بيانات تاريخية و تقديرية عن عمليات المؤسسة وقد تكون هذه البيانات (مالية، إحصائية، عينية...).

⁷¹R. REIC , système d'information et management des organisations, Edition Vuibert 1995, P10.

- **المخرجات:** وهي متغيرات الخروج وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام وإتخاذ القرارات وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينية في شكل نسب أو رسوم بيانية أو غيرها.

وعن طريق المعالجة تتحول البيانات (المدخلات) إلى معلومات (مخرجات) وهذا طبقا للطرق و النماذج المحاسبية أو الرياضية أو الإحصائية أو غيرها، والتي ممكن أن تحول المعلومات الناتجة عن النظام المطبق وأن يتم إستعمالها مرة أخرى كبيانات في دورة أخرى للمعالجة وتسمى في هذه الحالة معلومات التغذية العكسية وهكذا...

1 - 4 - مصادر المعلومات: يعتبر إدراك وتفهم مصادر المعلومات عنصرا أساسيا حتى يمكن للمدراء التعايش مع مختلف هذه المعلومات وعموما مصادر المعلومة تتمثل في مصدرين بالنسبة للمؤسسة.

✓ **مصادر داخلية للمعلومات:** ومصدرها يكون من داخل المؤسسة كالتقارير المنتظمة وغير المنتظمة التي تعدها الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات الطويلة والمتوسطة و القصيرة الأجل يمكن إستخدامها في تجميع المعلومات إضافة إلى هنا نجد مصدرا إضافيا للمعلومات ممثلا في العمال حيث يقدمون معلومات بطريقة غير رسمية، فالمحادثة غير الرسمية مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات والمعدات الجديدة أو القديمة يمكن أن تقدم معلومات جيدة و مفيدة، كما لا ننسى المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي معلومات داخلية جد هامة تعتمد عليها المؤسسة في التسيير و الإدارة.⁷²

✓ **المصادر الخارجية للمعلومات:** وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال:

- عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة: وهي عملية متكررة وضرورية مثل المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسة من مكاتب البحوث والدراسات... الخ.

⁷² محمد الفيومي، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية المصرية، مصر، 1990، ص: 3.

- النشرات: وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الإشتراك في مجلات أو جرائد متخصصة.

2 - خصائص نظام المعلومات وأنواعه:

2.1 - خصائص نظام المعلومات: تتحدد خصائص نظام المعلومات بمايلي:⁷³

- الهدف من النظام:

ويعني توفير المعلومات اللازمة للأنظمة الأخرى داخل المؤسسة وخارجها بصفة عامة و توفير المعلومات اللازمة لنظام القيادة بصفة خاصة، أن نظام المعلومات يساعد على التسيير الجيد للمؤسسة إنطلاقاً من القرارات الجيدة و الموثوق بها التي يمكن إتخاذها إستناداً إلى معلومات تتصف بالدقة و الصحة والتي تخفض من حالة المخاطرة.

- هيكل نظام المعلومات:

الخاصية الثانية لأنظمة المعلومات هي أنها أنظمة تتعامل مع الأفراد والآلات وتختلف كثافة إستخدام كل من العنصرين إستناداً إلى حجم الوحدات الإقتصادية، فزيادة حجم الوحدة الإقتصادية تزيده الكثافة لصالح الإستخدام الآلي و لذا نجد من نظام المعلومات ما يستخدم وسائل آلية مساعدة بسيطة و محدودة نظراً لصغر حجم الوحدة الإقتصادية.

- عمليات النظام:

تشتمل عمليات نظام المعلومات، الإستلام، التسجيل، التخزين، الإسترجاع، الإعداد، العرض وإتخاذ القرارات، فإتخاذ المعلومات يترجم المعلومات عن البيئة وعن محتوياتها كمدخلات. تخزن هذه المعلومات ويلحقها بمعلومات سبق تخزينها و يعاد إستعمالها في أي لحظة يطلبها المدراء قصد إتخاذ قرارات بخصوص حدث أو عملية معينة ويمكن تلخيص هذه الخصائص في الجدول التالي:

⁷³ نفس المرجع أعلاه، ص: 85.

الجدول رقم 03: مواصفات الأنظمة الفرعية للوحدة الإقتصادية.

نتائج النظام	مدخلات النظام	عمليات النظام	هياكل النظام	أهداف النظام	النظام
قرارات	- معلومات - معرفة ذاتية - حكم شخصي	- وجود فرصة إتخاذ القرارات. - وجود إتجاهات بديلة مشتركة - الإختيار بين البدائل.	أفراد	المفاضلة والإختيار بين البدائل	- نظام إتخاذ القرار
معلومات	بيانات	- إستلام، تخزين. - إسترجاع، إعداد، تحويل، عرض وإتخاذ القرار	أفراد/ آلات	تقييم المعلومات للأنظمة الأخرى والمستخدمين الخارجين	- نظام المعلومات
- نقود. - مواد. - خدمات.	- عقود، مواد، خدمات. - قرارات. - معلومات.	الحصول على موارد تحويلها وإعدادها لإستخدام العملاء	أفراد/ آلات	أداة العمليات المادية للوحدة الإقتصادية	- نظام العمليات

المصدر: نادية أيوب، نظرية القرارات الإدارية، مطبعة طربين، سوريا، 1989، ص: 92.

2 - 2 - أنواع نظم المعلومات: يضم النظام المتكامل للمعلومات الإدارية العديد من النظم التي تخدم الكثير من الأغراض الإدارية في المؤسسة بحيث أن هذه الأخيرة، لا توجد بصورة منفصلة عن بعضها البعض بل لابد من تكاملها معا في نظام واحد.

لذلك فإنه عند تصميم أي نظام فرعي للمعلومات كنظام الإنتاج، التسويق الخاص بالأفراد المحاسبي... الخ، لابد من الأخذ بعين الاعتبار ضرورة توفير تكامل هذا النظام الذي يجري تصميمه مع الأنظمة الأخرى.

أما إذا تم إهمال هذا الأمر فإنه سوف يؤدي حتما إلى وجود أنظمة فرعية منفصلة، ولن يعطي الفعالية المطلوبة في الأداء وتقوم المؤسسات غالبا بتصميم الكثير من النظم الفرعية التي تساعد في تحقيق أهدافها.

و يمكن الإشارة إلى هذه النظم بإيجاز:

- نظام المعلومات الخاصة بالإنتاج: يهتم بالتدفق المادي للسلع أو الإنتاج وهذه البيانات تغطي أنشطة معينة مثل تخطيط ومراقبة الإنتاج.

- نظام المعلومات الخاص بالتسويق: يهدف إلى تحسين النتائج من خلال أنظمة المعلومات التالية التخطيط و التنبؤ بالمبيعات، بحوث التسويق، الإعلان، معلومات التشغيل والرقابة كتقارير البيع والتوزيع... الخ.

- نظام المعلومات الخاص بالأفراد: تتعلق هذه المعلومات بالعاملين في المؤسسة وتهتم هذه المعلومات بتوفير بيانات لازمة للحصول على العمال و الإحلال وتدريبهم ومكافأة القوى العاملة.

- نظام المعلومات المحاسبي: هو شبكة إتصال رسمية أو كونه تجميع أجزاء متكاملة لابد وأن يكون ممثلا في مجموعة من الأشياء المادية كالسجلات والمستندات والآلات... الخ والعناصر المعنوية كجهود الموظفين التي تهدف إلى تحقيق غرض معين الذي هو تزويد

الإدارة بالمعلومات اللازمة لتسيير نشاط المشروع وقياس نتائجها ومتابعتها.⁷⁴ 3 - الجهات المهمة بالمعلومات: هناك عدة طوائف تهتم بالمعلومات، فهي الأساس الذي يعتمد عليه لإتخاذ قرارات رشيدة كل حسب أهدافه وفيمايلي أهم الأطراف المهمة بالمعلومات: 3 - 1 - المقرضون: قد تتلقى المنشأة قروض، سواء قصيرة أو طويلة الأجل ومن مصادر مختلفة قد تكون البنوك، أو عن طريق إصدار السندات، والتي يمكن أن تتخذ شكل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، هذه الأخيرة تسمح للمقرض إستبدال سندات بحقوق ملكية، إذ رأى أن ذلك سوف يكون مربحا له.

إلا أن ما يمكن تميزه في كافة علاقات توفير الإئتمان أنها تمتاز بثبات المنفعة التي تعود على المقرضين مهما حققت المنشأة من أرباح، فالمقرض يبقى مقيدا بسعر الفائدة الثابت المحدد في العقد، لكن إذا حققت المنشأة خسائر أو واجهت ظروف سيئة فإن أصل القرض وفوائده قد يتعرض للخطر، وتمثل المعاملة غير المتساوية لنسبة المخاطرة التي يتحملها المقرض في حالة الظروف السيئة مقارنة بثبات المنفعة التي تعود عليه في حالة الإزدهار، التأثير الرئيسي على وجهة نظره وعلى طريقة تحليله لإحتمالات وإمكانات تقديم الإئتمان.

ويوجد إختلاف بين وجهة نظر المقرض ووجهة نظر المستثمر فيما يتعلق بحقوق الملكية، و هذا الإختلاف ينتج عنه إختلافات في طريقة تحليل الإمكانات المستقبلية و الأهداف التي يسعى لتحقيقها، فالمستثمر يهتم بالإمكانات المستقبلية للأرباح و المكاسب و التغيرات التي تحدث فيها، أما المقرض فيهتم أساسا بحصوله على ما يضمن تسديد قرضه وفوائده، مثل القيمة السوقية العادلة للأصول المرهونة، كما يهتم بالأصول وتحليل التدفقات النقدية المستقبلية ومدى إستقرار تلك التدفقات والإعتماد عليها، ويكون المقرضون أكثر تحفظا من المستثمرين في نظرتهم ومنهجهم ودرجة إعتمادهم على تحليل القوائم المالية، لأنها تعمل على طمأننتهم بخصوص قدرة المنشأة المقترضة على التحكم في التدفق النقدي والحفاظ على مركز مالي سليم في ظل مجموعة من الظروف، وتختلف المعلومات التي يحتاج إليها المقرض، ففي حالة الإئتمان قصير الأجل فإن الدائن يهتم أساسا بالوضع المالي الحقيقي

⁷⁴ عبد الحيمر عي، محاسبة التكاليف لأغراض التخطيط والرقابة، مؤسسة شباب الجامعة، 1972، ص: 79.

وسيولة الأصول المتداولة ومعدل دورانها، أما إذا كان القرض طويل الأجل، بما في ذلك السندات، فهو يحتاج إلى معلومات تسمح بتحليل توقعات التدفقات النقدية و الأموال وتقييم القدرة الإيرادية على المدى الطويل، وذلك كمصدر أساسي للشعور بالإطنان بشأن قدرة المنشأة على سداد الفائدة وأصل الدين في ظل مجموعة متنوعة من الظروف الاقتصادية.

3 - 2 - المستثمرون: ويعتبر المستثمرون أكثر الأطراف إرتباطا بالمنشأة وأكثرهم تعرضا للمخاطرة، كما أنهم أكثر الأطراف التي تجني المكاسب في حالة نجاح المنشأة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للخسائر في حالة فشل المنشأة، لذلك يحتاج المستثمرون الحاليون والمرقبون إلى المعلومات بصفة مستمرة حتى يمكنون من تقييم فرص الإستثمار المتاحة، والمفاضلة بين البدائل الإستثمارية وإتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف مواردهم بصورة ناجحة، كما يحتاج إلى المتابعة المستمرة وتقدير الإحتمالات المستقبلية لتقدير كيف تسير الأمور، ولتحديد ما إذا كان يزيد من إستثماراته أو يحفظها أو يتحول إلى مشروع آخر.

3 - 3 - الإدارة: تعتبر الإدارة من بين الجهات التي تهتم بالمعلومات، لأنها ذات المصلحة الأولى في معرفة الوضع المالي للمنشأة وربحيتهما وتقدمها، وتقوم الإدارة بإجراء تحليل البيانات بصفة مستمرة نظرا لمعايشتها اليومية لظروف المنشأة، وقدرتها اللامحدودة في الإطلاع على السجلات المحاسبية الداخلية وغيرها.

والهدف الرئيسي للإدارة من وراء إستغلال المعلومات وتحليلها هو ممارسة الرقابة على أعمال المنشأة، والنظر إليها من نفس الزاوية التي تراها بها الأطراف الخارجية المهتمة بالمنشأة، وملاحظة أهم التغيرات و إتجاهاتها مما يسمح بإتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهة الإتجاهات السلبية في الوقت المناسب وهو ما يمثل جوهر الرقابة.

3 - 4 - الجهات الحكومية: تحتاج الجهات الحكومية بدورها إلى المعلومات حتى تتمكن من رسم بعض السياسات على المستوى الكلي، كما تحتاج الإدارة الضريبية إلى المعلومات المالية عن الشركة لإمكان حساب الضرائب المستحقة عليها.

3 - 5 - مراقبي الحسابات: يحتاج مراقب الحسابات إلى الحصول على كافة المعلومات، والإيضاحات الكافية لإبداء رأيه الفني المحايد عن مدى إظهار القوائم المالية للمنشأة لكافة الحقائق و المعلومات بعدالة وموضوعية، وأنها أعدت في ضوء المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ويعتبر تقرير مراقب الحسابات عنصر ثقة في القوائم المالية التي تعدها المنشأة.

المطلب الثاني: مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفاعلية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف و الوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقا وأن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد. فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل أفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

ومن هنا نشير إلى إختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفاعلية حيث أن الفاعلية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها بلوغ النقطة. وسوف نتطرق في هذا الصدد إلى النقاط التالية:

- مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- المعلومات و أسواق الأوراق المالية.

1 - تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية و على وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تنتج أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

وفي السوق الكفؤ (efficient market) يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواءا كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات و تقارير حول الحالة الإقتصادية العامة على أداء المنشأة، كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب

المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية و المخاطر المحيطة بها.⁷⁵

تعرف السوق الكفاءة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات، كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية.

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كمايلي:

- يكون سوق الأوراق المالية كفؤاً، إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة أسواق الأوراق المالية:

- منافسة تامة.

- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق.

- أن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق و في وقت واحد.

2 - متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية: إن السوق الكفؤ هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفؤاً للموارد المتاحة (allocation efficiency) بما يضمن توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفؤ دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

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

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

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما:⁷⁶

2 - 1 - كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة- دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل للأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل و كسل المستثمر ذاته.

- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد إستخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم وإستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، غير أن هذا ما يحدث في العدد القليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفوءة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات و يحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

2 - 2 - كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار و المتخصصين أي صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها

⁷⁶عبدالغفار حنفي، أساسيات الإستثمار فيبورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق إستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 191-192.

المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير التي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها مايلي:⁷⁷

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لديهم حرية الدخول و الخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الإحتكار.

وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية يتحقق ما يعرف بخاصيتي العمق والإتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة من المتعاملين يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضاً ما يعرف بخاصية الإستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف بإستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من إحتتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

⁷⁷ محمد مطر، إدارة الإستثمار اتالإطار النظريو التطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1993، صص: 133-134.

- توفر عنصر الشفافية، بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف بإحتكار المعلومات، وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير فصلية عن نشاطها خلال العام.

- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح و الإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا ومكونة من أفراد دون خبرة ثانيا ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعة إستشاريين متخصصة تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين مما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

3 - المعلومات وأسواق الأوراق المالية: تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية تحتاج إلى معلومات تبنى على أساس العناصر التالية:⁷⁸

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن إستخدامها في المفاضلة بين فرص الإستثمار المختلفة.

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

⁷⁸ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات بمدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 132.

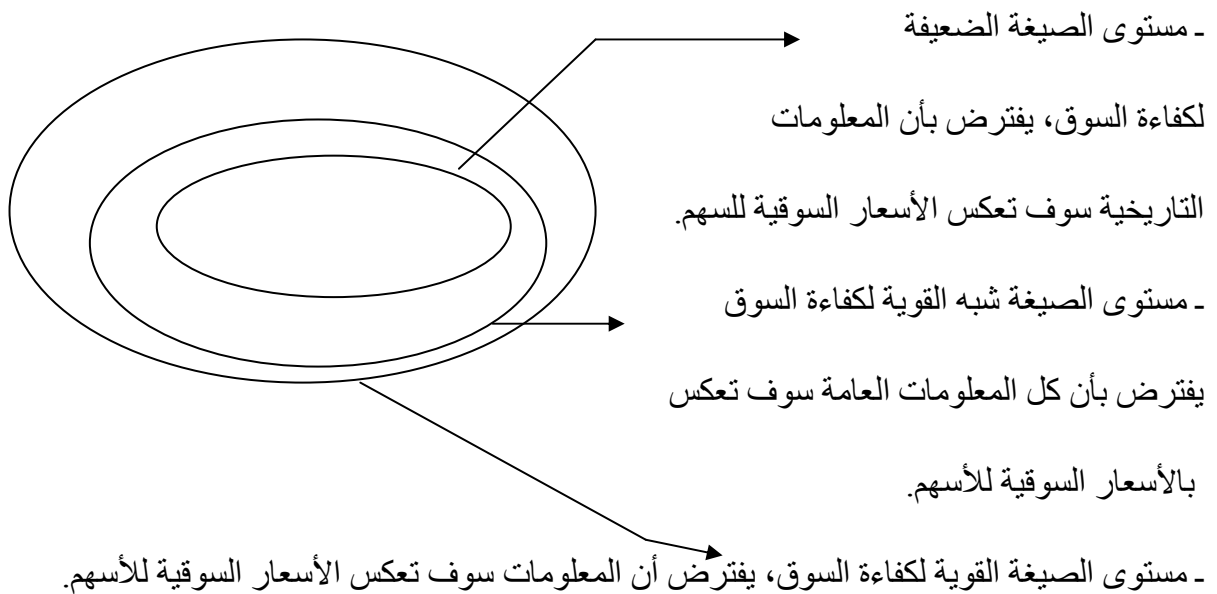
مما سبق ذكره يتضح أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالية الفعال وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية ستمد هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي إمتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا تحوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية.⁷⁹

المطلب الثاني: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى.

وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة لأسواق الأوراق المالية والتي يمكن توضيحها من خلال الشكل أدناه.

الشكل رقم 04: المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم.



⁷⁹ نفس المرجع السابق، ص: 133.

المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001، ص: 149.

وفي هذا المطلب يتم تناول المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية وهي:⁸⁰

- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق؛

- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق؛

- الصيغة القوية لكفاءة السوق.

1 - الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي، وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

2 - الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق: ويطلق عليها أيضا فرضية السوق المتوسطة، وتقضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كافة المعلومات المتاحة للجمهور من المعلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث أن البداية تكون الإستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات ليعكس أثره على أسعار الأسهم.

3 - الصيغة القوية لكفاءة السوق: بمعنى أن سعر السهم في السوق هو إنعكاس لجميع المعلومات المتاحة العامة و الخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني إستحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

⁸⁰عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق الإستثمار، المكتبة العربية بالحديث، بدون سنة الطبع، ص: 155.

من الملاحظة من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.

المبحث الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة أخرى، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية، لذلك إرتأينا أن نبحث في العناصر التالية:

- ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى:

- مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛

- إستخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛

- المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية.

1 - مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

- **التعريف الأول:** مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته من مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواءا للأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق و إتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم.⁸¹

- **التعريف الثاني:** مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو

⁸¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251.

قطاع إقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.⁸²

من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

2 - استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الإقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص.

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق الأوراق المالية ومن بين تلك الاستخدامات نذكر:⁸³

- **متابعة أداء المحافظ الإستثمارية:** يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، وبالتالي حتى تعكس أداء مؤشر أسهم المحافظ المالية المتنوعة تنوعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الإستثمارات التي تحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة إستثمارات تكافئ محفظة الإستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يجب حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر ستاندر أندبور لشركات المنافع العامة ومؤشر داوجونز لشركات النقل وفي هذه الحالة لا يجب الإعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الإستثمارات التي تشمل أسهم شركات المنافع العامة وشركات النقل.

⁸² P. TOPSCALIAN, Les indices boursières sur action, Economica, paris, 1996, P : 09.

⁸³ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق ذكره، 1998، صص: 234-233.

- **التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:** يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار و الارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الإستثماري في ترشيد عملية إتخاذ القرار.

بالإضافة إلى هذه الإستخدامات يمكن إضافة استخدامات الآتية:⁸⁴

- **الحكم على أداء المديرين:** وفقا لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

- **التنبؤ بالحالة الاقتصادية:** يشير بعض الباحثين في الإقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأساسي في المستقبل، وهذا من شأنه إتخاذ القرار السليم.

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد إتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.

3 - المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية:

⁸⁴ منير إبراهيم مندي، الأوراق وأسواق المال، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 247.

3 - 1 - حجم العينة وملاءمتها: تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملاءمة من ثلاثة جوانب وهي:⁸⁵

- **في الحجم:** (size): فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

- **الإتساع:** (breadth): فيعين قيام العينة المختارة في تغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للإقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص في صناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

- **المصدر:** فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

3 - 2 - الأوزان النسبية لمفردات العينة: يوجد ثلاث طرق للترجيح وهي:⁸⁶

- **الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية:** يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر.

فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من (03) أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80ون، 70ون، 50ون، فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر السهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي على سبيل المثال:

الوزن النسبي لأسهم المؤشر	سعر السهم (ون) ووحدة نقدية	السهم
$0.40 = 200 \div 80$	80	أ
$0.35 = 200 \div 70$	70	ب

⁸⁵ www.arab-api.org, 28.01.2009.

⁸⁶ P.TOPSCALIANE , Op.cit, 1996, pp :25-39.

ج	50	$0.25 = 200 \div 50$
المجموع	200	1

هناك مجموعة من الإنتقادات الموجهة لهذه الطريقة نذكر منها:

- أن سعر السهم لا يغير من قيمة المنشأة، فقد تتساوى القيمة الإجمالية السوقية لأسهم شركتين على سبيل مثال ولتكن 1000000 ون، وأن عدد الأسهم للشركة الأولى والثانية على الترتيب 10000، 40000 سهم، وفي هذه الحالة يكون سعر السهم للشركتين على الترتيب 100 ون، 25 ون، ويترتب الترجيح على أساس السعر أن يكون الوزن النسبي لأسهم الشركة الأولى معادلاً لأربعة أضعاف وزن الشركة الثانية ويكون الوزن النسبي الأعلى ناتجاً عن انخفاض عدد الأسهم المصدرة رغم تساوي القيمة الإقتصادية للشركتين.

- بالإضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.

- **الترجيح على أساس تساوي الأوزان:** في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر بإستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم.

ومن ثمة فإن الوزن النسبي المتساوي للسهم = سعر السهم × معامل الترجيح.

ومن الإنتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير الوزن النسبي في البورصة.

- **الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر:**

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه:

- إختلاف قيمة وعائد المؤشر بإختلاف الطريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر.

- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.

- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على أسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظه الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.

ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير من أجل التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته، ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات:

- قياس أداء السوق.

- قياس أداء المحافظ أي المخاطر المنتظمة للمحافظ الإستثمارية.

- توزيعات الأرباح.

ومع تطور البيئة الإستثمارية في الدول الصناعية وذلك من حيث الأدوات المالية وحجم التداول وظهور شركات الأوراق المالية وصناديق الإستثمار والمساهمات العلمية في هذا المجال:

- نظرية محفظة الإستثمار .

- نظرية هيكل رأس المال.

- نظرية المراجعة ونموذج تسعير الأصل المالي.

وقد صاحب ذلك التطور السريع في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات والتي يتم نشوبها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتها لتتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها.

وتختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لإختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطا، وهذا من خلال النقاط التالية:

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا.

1 - مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

1 - 1 - مؤشر داوجونز الصناعي: أو الداو 30 وهو مؤشر صناعي لأكثر من 30 شركة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك أنشأ في 26 مايو 1896، وهو أقدم مؤشر في العالم وكان يحتوي على أكبر 12 شركة أمريكية وكانت أول شركاته شركات جنيرال إلكتريك، وبدأت أعداد الشركات المدرجة بالتزايد حتى وصل إلى 30 شركة عام 1928، ومن الشركات التي تم إدراجها في المؤشر شركتي شيفرون وبنك أوف أمريكا في 19 فبراير 2008.⁸⁷

وتدرج تحت هذا المؤشر أعرق الشركات الأمريكية والتي تسمى bleu chips ، وهذه الشركات غير أنها تمثل فخر الشركات الأمريكية إلا أنها تعد الملاذ الآمن لرؤوس الأموال في حال حدوث الأخطار والنوازل.⁸⁸

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقاً لحالة سوق الأوراق المالية.

كما تتميز أسهم 30 شركة ب:

- ارتفاع قيمتها السوقية.

- أكثر إنتشاراً أو معرفة.

- ضخامة عدد المساهمين.

وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت لمؤشر داوجونز عدة إنتقادات موضوعية تتمثل في :

⁸⁷<http://ar.wikipedia.org> , 11-12-2009 , 8 : 26.

⁸⁸<http://www.thegulfbiz.com> , wed, 09-01-2002, 11: 22.

- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط في حين عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا تمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندراندبور.

- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية.

- يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

1 - 2 - مؤشر ستاندراندبور: بدأ تكوين مؤشر ستاندراندبور في 04-03-1957 ويعتمد أسلوب هذا المؤشر على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة وإستخداماً وأصبح الآن يعرف بإسم S&P500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كمايلي:
425 أسهم من الشركات الصناعية، 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء... الخ، 50 سهم من شركات الخدمات العامة، وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.⁸⁹

القيمة السوقية للأسهم في الفترة

قيمة المؤشر =

القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس

2 - مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان: بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشرات يكثر إستخدامها في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما:⁹⁰

1 - 2 - مؤشر نيكاي NIKKEI: تم إنشاؤه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبياً والتي لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

⁸⁹ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 253.

⁹⁰ محمد أمينز و بلويونس البطريق، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 123.

2 - 2 - مؤشر توبيكس TOPIX: لقد تم إنشاؤه بتاريخ 04-01-1968 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الإقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

3 - مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا:

3 - 1 - مؤشر كاك لكافة الأسهم CAC: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 31-12-1981.

3 - 2 - مؤشر كاك 40: CAC40: ويتم حسابه إنطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 31-12-1987 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة ب 1000 نقطة وتتم عملية حساب المؤشر كاك40 وفق الصيغة التالية:

القيمة السوقية الحالية

$$\text{مؤشر CAC40} = \frac{\text{القيمة السوقية القاعدية للمعدل}}{1000.}$$

القيمة السوقية القاعدية للمعدل

4 - مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:

4 - 1 - مؤشر فاينانشل تايمز: FTSE-100 CHARE INDEX

يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في 30-12-1983 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

4 - 2 - مؤشر فاينانشل لكافة الأسهم: FT-ALL-SHARE

ويضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن إستخدامها كمؤشرات عامة للمحافظ الإستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن إستخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا BETA وهناك العديد من صناديق الإستثمار الأنجليزية التي تكون محافظ إستثماراتها بالإعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا في 2.

4 - 3 - مؤشر الفاينانشل تايمز FT30 CHARES INDEX:30

يعتبر من أقدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساسا منذ عام 1935 ويضم المؤشر 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما يجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبكفاءة.

المبحث الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية وإنعكاساتها

ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل الدول المصدرة و المتلقية لها، فقد قامت كثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، فأصبحت الدول النامية أكثر تكاملا مع النظام المالي العالمي، لذا سنحاول من خلال هذا المبحث البحث في النقاط التالية:

- مفهوم العولمة المالية؛

- مراحل تطور العولمة المالية؛

- العوامل المفسرة للعولمة المالية؛

- مزايا ومخاطر العولمة المالية.

المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية

العولمة هي نتاج قيام علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والإتجاه نحو الإنفتاح على الأسواق الدولية وتزايد وتكامل وإرتباط أسواق

رؤوس الأموال بكل أنواعها وأخذها تتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية لتكون شبه معقدة بين الدول.⁹¹

المطلب الثاني: مراحل تطور العولمة المالية.

إذا كانت للعولمة الاقتصادية جذور تعود إلى القرن الخامس عشر حسب العديد من الدراسات أي مع زيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك، فإن العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً، فعملها لا يتجاوز أربعين سنة على أكثر تقدير، حيث تتمثل العولمة المالية في ذلك التشابك والترابط شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول وبدأت تتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة وبريطانيا ما بين (79-82)، لتضم باقي الدول الصناعية الأخرى.

ومن هنا سوف يتم تناول العناصر التالية:⁹²

- مرحلة تدويل التمويل غير المباشر؛

- مرحلة التحرير المالي؛

- مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة.

1 - مرحلة تدويل التمويل غير المباشر: امتدت هذه المرحلة من 1960-1979 وتميزت بمايلي:

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المنغلقة بصورة مستقلة.

- ظهور وتوسيع أسواق (العملات الأوروبية، الدولار) ابتداءً من لندن ثم بقية الدول الأوروبية.

- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصادات الوطنية، أي التمويل بواسطة بنكية.

- إنهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية (الجنيه الإسترليني، الدولار).

- إنهيار نظام بروتن وودز في 15 أوت 1971، وإنهار ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب وبذلك ظهرت أسواق الصرف المعروفة اليوم.

⁹¹ عبدالمطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 32.

⁹² [http:// islamfin.go-forum.net](http://islamfin.go-forum.net), 16 younio 2008, 1 : 10.

- ظهور أسواق الأوراق المدينة مثل سندات الخزينة.
- إنشاء البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم، والتي منحت العديد من القروض.
- 2 - مرحلة التحرير المالي:** إمتدت هذه المرحلة من (1980-1985) وتميزت بمايلي:
 - المرور إلى آلية التسوق أو إقتصاد السوق المالية وصاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية بعضها ببعض وتحرير القطاع المالي.
 - إنتشار واسع للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي وذلك بعد رفع الولايات المتحدة والمملكة المتحدة للرقابة على حركة رؤوس الأموال.
 - توسيع وتعميق الإبداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإدخار العالمي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات.
 - التوسع الكبير في أسواق السندات وصناديق المعاشات المختصة في جمع الإدخار وهي تتوفر على أموال ضخمة وغايتها تعظيم إيراداتها في الأسواق العالمية.
- 3 - مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة:** إمتدت هذه المرحلة من 1986 إلى غاية الآن وتميزت بمايلي:
 - ضم العديد من الأسواق الناشئة من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية مم شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية.
 - تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها.
 - زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة وذلك بإستعمال وسائل الإتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية.
 - تحرير أسواق الأسهم حيث كانت الإنطلاقة من بورصة لندن 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.
 - الإنهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية، والتي كلفت الإقتصاد العالمي ألاف الملايير من الدولارات وإفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية.

ومهما تكن مراحل العولمة المالية، فإن هذه الظاهرة قد إنتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم ومست معظم الدول لتسيطر الدائرة المالية على الإقتصاد العالمي في وقت قصير نسبيا، وينتظر أن يصبح الإقتصاد العالمي ممولا في جزء منه بواسطة الأدوات المالية.

المطلب الثالث: العوامل المفسرة للعولمة المالية.

تطافرت عوامل عديدة في توفير المناخ الملائم لتغذية زخم العولمة المالية التي بدأت في التبلور منذ ما يربو على ربع قرن من الزمان، وكان أهم العوامل المفسرة له:

1 - تنامي الرأسمالية المالية: لقد كان النمو المطرد الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا أساسيا في إعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية، فأصبحت معدلات الربح التي حققها رأس المال المستثمر في أصول مالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققتها قطاعات الإنتاج، وصارت الرأسمالية ذات طابع ريعي... تعيش على توظيف رأس المال لا على إستثماره.

على الصعيد العالمي، لعب رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا مؤثرا لما يقدمه من موارد مالية (قروض، إستثمارات مالية) بشروطه الخاصة.

ولقد إرتبط هذا النمو المطرد للرأسمالية المالية أيضا بظهور (الإقتصاد الرمزي) وهو إقتصاد تحركه رموز ومؤشرات الثروة العينية أي: الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

2 - عجز الأسواق الوطنية عن إستعاب الفوائض المالية: حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية ناتجة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت الأسواق الوطنية عن إستيعابها فإتجهت نحو الخارج بحثا عن فرص إستثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.

بالإضافة إلى هذه العوامل نذكر:⁹³

- **التحرير المالي:** التحرير المالي هو إنسحاب الحكومة بصفة جزئية أو كلية من الإدارة المباشرة للنظام المالي وفسحها المجال لدخول وخروج رؤوس الأموال بيعا وشراء بين الأفراد المقيمين وغير المقيمين بأسعار تتحدد عن طريق السوق، وهذا مما سمح بزيادة

⁹³[http:// ecotlem.forumarabia.net](http://ecotlem.forumarabia.net), jeudi 16-10-2008, 9 : 43.

التدفقات لرؤوس الأموال عبر الحدود وسرعة إنسيابها بين سوق وآخر بشكل وثيق مع سياسة التحرير المالي الداخلي والخارجي.

- **ظهور الأدوات المالية:** تركزت العولمة المالية بظهور الأدوات المالية الجديدة التي استقطبت المستثمرين مثل المبادلات والخيارات والعقود المستقبلية، بالإضافة إلى الأدوات التقليدية التي تتداول في الأسواق المالية، وهي الأسهم والسندات.

- **حركة الأموال:** إن الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي تعكس وجود كتلة كبيرة من الفوائض الإيداعية غير المستثمرة، فأصبح من الضروري البحث عن منافذ لإستثمارها، فراحت تبحث عن فرص إستثمارية على الصعيد الدولي، مما لو بقيت في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال.

- **التقدم التكنولوجي:** يتكامل هذا العامل مع سابقه في الدور الذي تلعبه شبكات الإتصال ونقل المعلومات التي يتبعها التقدم التقني الهائل، حيث ساهم في دمج وربط الأسواق المالية من حيث المكان (الإرتباط بفضل الشبكات عن طريق الحوار)، ووحدة الزمان (العمل بإستمرار 24/24 ساعة، الأسواق المالية المتواجدة بالشرق الأقصى وأوروبا وأمريكا) إضافة إلى ذلك، تقدم الشبكات للوسطاء الماليين المعلومات مما يسمح لهم بإجراء المقارنات لإختيار أفضل العملاء.

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر العولمة المالية.

1 - مزايا العولمة المالية:

1 - 1 - مزايا العولمة المالية بالنسبة للدول النامية:

- يمكن الإنفتاح المالي للدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة التي تعانيها مواردها المحلية، بمعنى آخر فإنها تعوض عدم كفاية الإيداع المحلي، ففي آسيا أدى التدفق المالي الناتج عن الأسواق الناشئة إلى غاية الأزمة الآسيوية 1997 بتعويض نقص الإيداع المحلي حيث كان يقارب فيها المعدل الوطني للإيداع 30% .

- تسمح حركة الإستثمارات الأجنبية المباشرة لمحافظ الأوراق المالية بالتنوع وتوزيع أفضل للمخاطر بين الدول، فالإستثمارات الأجنبية المباشرة وإستثمارات المحافظ المالية تسمح بالإبتعاد على القروض المصرفية التجارية، وبالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية.

- تخفيض تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الإقتصاديين.

- ساعدت الإستثمارات الأجنبية على تحويل التكنولوجيا وإكتساب اليد العاملة المهارات والخبرات وفنون الإدارة والتنظيم.

- توفير رؤوس الأموال الضرورية لدعم النشاط الإنتاجي والصناعي للمؤسسات المحلية عن طريق المؤسسات العابرة، حيث وصلت إستثماراتها عام 1999 إلى 3.4 بليون دولار موزعة بين 449000 فرع أجنبي.⁹⁴

1 - 2 - مزايا العولمة المالية بالنسبة للدول المتقدمة:

سمحت العولمة المالية للدول المتقدمة (المصدر لرؤوس الأموال)، بخلق فرص إستثمارية واسعة وأكثر ربحية أمام فوائدها المتراكمة، حيث توفر لهم هذه الإستثمارات ضمانات وتنوعاً ضد المخاطرة من خلال تنوع الأدوات المالية.

2 - مخاطر العولمة المالية:

1 - 2 - المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية للإستثمارات الأجنبية: تتعلق هذه المخاطر خصوصاً بالتدفقات القصيرة الأجل، فشل إستثمارات الحافظة المالية، فإن المستثمرين الأجانب يقومون بتجديد مستمر لمحافظهم المالية للأصول الدولية، وذلك بسبب الربحية والحماية من المخاطر، لذلك تؤدي إلى حدوث تذبذب معين للأصول للمستثمرين الدوليين.

2 - 2 - الخطر النظامي: يحدث الخطر النظامي عندما يتسبب عجز هيئة عامة أو مجموعة من الهيئات الأخرى من خلال أثر العدوى وتحدث حالة إنقطاع خطيرة في قلب النظام المصرفي المالي.

ويرتبط الخطر النظامي في الميدان المالي بظاهرتين هما:

- عملية العدوى من سوق مالي لآخر.

- خطر إنعدام السيولة.

⁹⁴<http://ecotlem.forumarabia.net>, jeudi 16-12-2008, 9 : 43.

وتعد كل من أزمة المكسيك والأزمة الآسيوية 1997 مقالا لمفهوم الخطر النظامي الذي كان سببه هيئات الإقراض.

2 - 3 - مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة: مع حدوث النمو التدريجي لصناديق المضاربة (fonds spéculatifs) منذ السبعينات عقب إنهيار نظام بروتين وودز إلى نظام تعويم أسعار الصرف، الذي أدى لتوسيع نشاط المضاربات على العملة بشكل كبير، في نهاية 1997 كان هناك حوالي 3000 صندوق مجازفة، أغلبها أمريكي التي وصلت موجوداتها إلى 200 مليار وبالنسبة لحالة البلدان النامية، لا يمكن الإفلات من قبضة المضاربين والدليل على ذلك أن عملتها الوطنية والأوراق المتداولة في بورصتها تتعرض إلى هجمات المضاربين.

2 - 4 - مخاطر هروب الأموال الوطنية: يعني بهروب الأموال الوطنية إلى الخارج هو إستعمال جزء هام من المدخرات الوطنية للخارج في عدة مجالات، فجزء منها يستثمر في الأصول المالية وبعض منها يتوجه للإستثمار في الأصول العقارية والجزء الآخر يذهب إلى الإستثمار الإجنبي المباشر، كما أن قسما منها يودع في البنوك والمؤسسات المالية.

2 - 5 - مخاطر دخول الأموال القذرة (تبييض الأموال): تعرف ظاهرة تبييض الأموال على أنها توظيف الأموال ذات مصادر غير مشروعة قانونيا في النظام المالي والمصرفي مثل أرباح تجارة المخدرات وتهريب الأسلحة والموارد المحظورة، فيشير التقرير أنه تقدر المبالغ المبيضة مثلا من طرف كبار تجار المخدرات إلى نحو العديد من مئات المليارات من الدولارات في السنة.

وفي الحقيقة مع إندماج الأسواق المالية للبلدان النامية في الأسواق العالمية أصبحت البلدان النامية ملاذا لهروب كميات كبيرة من الأموال القذرة لتدعيم حجم إحتياطاتها الدولية ولخدمة أعباء الديون الخارجية وتمويل إحتياجات التجارة الخارجية.

2 - 6 - المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية للإستثمارات الأجنبية: وتختص هذه المخاطر خاصة بالإستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل مثل إستثمارات الحافظة المالية، والتي

يقوم المستثمرون الدوليون الكبار بتجديدها وتعديلها نتيجة للتقلبات الفجائية الناتجة عن الإدخار الدولي، فإستثمار الحافظة المالية يتميز بالسرعة والنمو من سوق مالي إلى آخر بصورة فجائية، وتسمى هذه التدفقات بالتدفقات الساخنة فهي تدخل بسرعة وتخرج بسرعة وبلغت الأرقام التي أشار إليها الإستثمار العالمي عام 1998 إلى درجة التقلب في إستثمار الحافظة المالية يصل 0.43 في حين قدر ب 0.35 بالنسبة إلى الإستثمار المباشر.

خلاصة الفصل الثاني

بعد دراسة سوق الأوراق المالية، كفاءتها وأثر العولمة عليها، مكن ذلك من إستخلاص أن السوق تكون كفاءة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية وبأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الإستثمار قليل جدا وبإعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الإستثمار ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما:

- كفاءة التسعير: ويقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير.

- كفاءة التشغيل: ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية.

ولقياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية يتم إستخدام المؤشرات التي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة ولهذا فهي تقدم تصورا تحليليا للمتعاملين في سوق الأوراق المالية والأطراف المهتمة به، ومن أمثلة المؤشرات البورصية الدولية هناك مؤشر داوجونز الصناعي ومؤشر ستانداندبور في الولايات المتحدة الأمريكية، ومؤشر نيكاي ومؤشر تويكس في اليابان، ومؤشر كاك في فرنسا، أما في السوق المالية البريطانية فيتم إستخدام "فاينانشل" لكافة الأسهم.

أما بالنسبة للعولمة المالية وإنعكاساتها على أسواق الأوراق المالية فلها أهمية في دراسة واقع وأفاق أسواق الأوراق المالية ومنه إستخلصنا أنه يجب توفر عناصر الربط بين البورصات لنجاح العولمة المالية وهذا لا يتحقق إلا عن طريق توفر وتفعيل تكنولوجيا المعلومات لمعرفة المراكز الدولية لأسواق الأوراق المالية.

الفصل الثالث:

أسواق الأوراق

المالية العربية،

معوقاتها وسبل

تفكيكها والربط بينها.

الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية، معوقاتهما وسبل تفعيلها والربط بينها.

لقد زاد إهتمام الدول العربية بأسواق الأوراق المالية العربية نتيجة للتطورات التي يشهدها النظام المالي، لذا سعت إلى تطوير وتحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير وهذا تماشياً مع مسيرة التنمية، كما زاد الإهتمام بها أكثر بسبب الأزمات البورصية التي تعرضت لها الإقتصادات الناشئة.

وبعد ما تم التوقيع في إطار الجات 1994 على إتفاقية تحرير الخدمات المالية، أصبح لزاماً على الدول العربية بذل جهود مضاعفة لجذب إستثمارات إلى الأسواق المحلية وتشجيع الإستثمار الأجنبي من خلال تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية العربية والذي من شأنه الإرتقاء بها في إتجاه المستويات الدولية مما يزيد الثقة في الأسواق وتحسين سيولتها ومن ثم التريع في نموها.

وقد بلغ عدد الأسواق النظامية في الدول العربية 15 سوقاً وكانت هذه الأسواق في كل من الأردن، البحرين، تونس، السعودية، عمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، الجزائر، العراق، قطر، السودان، فلسطين، الإمارات العربية.

وتقوم غالبية الدول العربية بتطبيق برامج شاملة للإصلاح المالي أدت إلى تطورات ملحوظة خلال السنوات القليلة الماضية تجسدت في نمو رسمة هذه الأسواق مدمج التداول فيها في ظل تحديث الأطر القانونية والمؤسسية والإجراءات الإصلاحية التي تم إتخاذها، لكن رغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب لأن الإصلاحات المطبقة لا تكفي بل يقتضي الأمر توفير المناخ الإستثماري الملائم.

وسنتناول في هذا الفصل العناصر التالية:

- واقع الإقتصادات العربية؛
- معوقات البورصات العربية؛
- إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها.

المبحث الأول: واقع الإقتصادات العربية.

بغية معرفة مكانة الإقتصاديات العربية في الساحة الإقتصادية الدولية سوف نستعين بالمؤشرات الدولية كمؤشر الحرية الإقتصادية وكذا المؤشرات الأخرى وذلك في النقاط التالية:

- موقع الدول العربية في المؤشرات الإقتصادية الدولية؛
- الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: موقع الدول العربية في المؤشرات الإقتصادية الدولية.

حرص عدد من المؤسسات والمنظمات على تزويد المستثمرين وصانعي القرار بمعلومات رسمية تساعدهم في إتخاذ القرار من خلال تهيئة عدد من المؤشرات التي يمكن أن تساهم في معرفة وضع كل دولة على إنفراد وتحديد أهم النقائص التي تعاني منها تلك الدول والتي تمنعها من جذب المستثمرين الأجانب، فالدولة التي تتخفف فيها نسبة المخاطرة وفق أحد المؤشرات تحظى بموقع متقدم في مؤشر الحرية الإقتصادية، والقطر الذي يحرز موقع متقدم في مجال التنمية البشرية يحقق درجة عالية في مؤشر ثروة الأمم الناهضة وهكذا... الخ.

1 - مؤشر الحرية الإقتصادية: تم إعتداد هذا المؤشر منذ سنة 1995 وذلك لقياس درجة تدخل السلطة الحكومية في الإقتصاد، وتأثير ذلك على الحرية الإقتصادية لأفراد المجتمع، ويستند هذا المؤشر على 10 عوامل تشمل: السياسة التجارية (معدل الضريبة ووجود حوافز غير جمركية)، وضع الإدارة المالية لموازنة الدولة (الهيكل الضريبي للأفراد والشركات)، حجم مساهمة القطاع العام في الإقتصاد، السياسة النقدية (مؤشر التضخم)، تدفق الإستثمار الخاص والإستثمار الأجنبي المباشر، وضع القطاع المصرفي والتمويل، مستوى الأجور والأسعار، حقوق الملكية الفردية، التشريعات والإجراءات الإدارية والبيروقراطية، أنشطة السوق السوداء.

تمنح هذه المكونات العشرة أوزانا متساوية، ويحتسب المؤشر بأخذ متوسط هذه المؤشرات الفرعية، ويمكن تقييم هذا المؤشر كمايلي:

- (1 - 1.95) يدل على حرية إقتصادية كاملة.
- (2 - 2.95) يدل على حرية إقتصادية شبه كاملة.

- (3- 3.95) يدل على ضعف الحرية الاقتصادية.

- (4- 5.00) يدل على إنعدام الحرية الاقتصادية⁹⁵.

2 - المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأمم للإقتصادات الناهضة: يصدر هذا المؤشر عن مركز الشؤون المالية منذ عام 1996 لغرض قياس مدى قدرة الدول الناهضة على تحقيق التنمية المتوازنة بين النمو الإقتصادي وتحسين الأوضاع الإجتماعية وكذلك على مدى قدرتها على توفير بيئة إستثمارية مستقرة وجاذبة ويشمل هذا المؤشر حاليا حوالي 70 دولة من الإقتصادات الناهضة.

يتكون هذا المؤشر من ثلاثة مكونات فرعية تضم 63 مكونا وهي:

- مؤشر البيئة الاقتصادية: ويشمل المؤشرات الاقتصادية الرئيسية ومؤشرات الإدماج في الإقتصاد العالمي ومؤشرات بيئة الأعمال.

- مؤشر البنية التحتية للمعلوماتية ومدى إنتشار إستخدامها.

- مؤشر البيئة الإجتماعية: وتشمل مؤشرات التنمية والإستقرار الإجتماعي ومؤشرات الصحة ومؤشرات حماية البيئة الطبيعية.⁹⁶

3 - مؤشر التنافسية العالمية: يصدر المؤتمر الإقتصادي الدولي في دافوس تقرير التنافسية العالمي الذي يتضمن مؤشر التنافسية منذ عام 1979 لقياس قدرة الدول على النمو والمنافسة إقتصاديا مع الدول الأخرى لتحقيق التنمية المستدامة وزيادة الكفاءة الإنتاجية بإستخدام أحدث التقنيات وتحسين مناخ الأعمال ويلاحظ أن مؤشر التنافسية ينقسم إلى مؤشر " جاري" و" مؤشر النمو" وهو يعكس توقعات إداء الدولة في المستقبل (5 سنوات)، ويدخل في المؤشر حاليا 75 دولة منها دولتان عربيتان ومن جهة أخرى يصدر المنتدى مؤشر إستدامة الحفاظ على البيئة (يغطي 122 دولة)، ومؤشر الجاهزية للعصر الرقمي (يغطي 75 دولة) وإضافة إلى تقرير التنافسية العالمي يصدر المنتدى تقارير تنافسية إقليمية.

ويتكون المؤشر من مؤشرين فرعيين هما مؤشر التنافسية المستقبلية ومؤشر التنافسية الحالية، ويستند مؤشر التنافسية إلى متوسط 8 عوامل هي (درجة الإنفتاح، دور الحكومة، وضع القطاع المالي، البنية الأساسية، البيئة المعلوماتية، نظم الإدارة، وضع العمالة، وضع

⁹⁵ ناجيب حسنين، تقييم مناخ الإستثمار الأجنبي في الجزائر، مجلة الجندول، العدد 24، سبتمبر 2005.
⁹⁶ نفس المرجع السابق.

المؤسسات)، ويمنح المؤشر أوزانا متساوية، ويعتمد على إجراء مسوحات رأي تشمل حوالي 3000 من رجال الأعمال والمستثمرين في 53 قطرا.

ووفق مؤشر التنافسية الجاري لعام 2001 الذي يضم 75 دولة، جاءت فنلندا أولا تليها الولايات المتحدة وهولندا وألمانيا وسويسرا، وجاءت بوليفيا وهند وراس وبنغلاداش و أكوادور و نيكاراغو على التوالي كأضعف الدول تنافسية منذ تأسيس مؤشر التنافسية (الجاري والنمو المستقبلي)، ودخلت في مؤشر التنافسية (الجاري والنمو المستقبلي) دولتان عربيتان فقط هما الأردن ومصر، ووفقا لمؤشر التنافسية الجاري لعام 2001 تراجع ترتيب الأردن في القائمة من 35 إلى 44 ، كما تراجع ترتيب مصر من 39 الى 44، أما في تقرير التنافسية الإقليمية الخاص بإفريقيا، والذي صدر للمرة الأولى في عام 2000 ويشمل 24 دولة إفريقية، فقد دخلت 3 دول عربية وجاءت من ضمنها تونس في المرتبة الأولى بينما جاء ترتيب المغرب خامسا ومصر سادسا.⁹⁷

4 - مؤشر التنمية البشرية: يصدر برنامج الأمم المتحدة الإنمائي تقرير التنمية البشرية سنويا منذ عام 1990 يتضمن مؤشر التنمية البشرية الذي يرتب 162 دولة في إطار ثلاث مجموعات تعكس مؤشرات التنمية البشرية (مرتفع، متوسط، ضعيف). وقد تطورت منهجية حساب هذا المؤشر وخاصة لجهة إحتساب معدل الدخل الفردي، وأضيفت إليه مؤشرات مساندة تشمل معيار تمكين النوع الإجتماعي الذي يحتسب مؤشرات التنمية البشرية معدلا على أساسه لأغراض قياس مدى مشاركة المرأة في الحياة السياسية والإقتصادية.

كما وضع مؤشر الفقر للدول النامية ومؤشر للدول المتقدمة لجذب الإنتباه مباشرة إلى مدى الحرمان والفقر داخل القطر، ويتم إحتساب المؤشر المركب للتنمية البشرية على أساس متوسط ثلاث مكونات هي:

- طول العمر (يقاس بمتوسط العمر المتوقع عند الولادة ويتراوح بين حديه الأدنى والأقصى ما بين 25 سنة- 85 سنة).

⁹⁷فلاح خليف الربيعي، أثر السياسات الاقتصادية على مناخ الاستثمار في الدول العربية، مجلة الجندول، العدد 23، جويلية 2005.

- المعرفة) يقاس معدل محو الأمية بين البالغين ونسب الإلتحاق في المراحل التعليمية المختلفة ويتراوح ما بين صفر % و 100%).

- مستوى المعيشة (يقاس بمعدل دخل الفرد للنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي ويتراوح ما بين 100 دولار و 40000 دولار) ويتكون دليل المؤشر من ثلاث مستويات، هي تنمية بشرية عالية (80 % وأكثر)، تنمية بشرية متوسطة من 50% إلى 79% وتنمية بشرية منخفضة أقل من 50%.

ووفق مؤشر التنمية لعام 2001 تتوزع الدول العربية كالآتي:

- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية المرتفعة، وبحسب الترتيب هي: البحرين، الكويت، الإمارات، قطر.

- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية المتوسطة، وبحسب الترتيب هي: ليبيا، لبنان، السعودية، سلطنة عمان، الأردن، تونس، سوريا، مصر، الجزائر.

- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية الضعيفة، وبحسب الترتيب هي: اليمن، جيبوتي، السودان، موريطانيا، ولم يتم إدراج العراق والصومال وفلسطين في التقرير العام.⁹⁸

5 - المؤشر المركب للمخاطر القطرية: يصدر عن مجموعة (بي، آر، أس) شهريا الدليل الدولي للمخاطر القطرية منذ عام 1980 ويتضمن الدليل المؤشر المركب للمخاطر القطرية لغرض قياس المخاطر المتعلقة بالإستثمار أو التعامل مع القطر وقدرته على مقابلة إلتزاماته المالية وسدادها كما يصدر مؤشر مركب مستقبلي بإستخدام النهج ذاته لإحتساب المخاطر القطرية، ويستند إلى متوسط ثلاث سيناريوهات تغطي حالات الوضع المتدهور والوضع المعقول والوضع الأفضل ويدخل في المؤشر 140 دولة منها 18 دولة عربية .

يتكون المؤشر المركب من ثلاث مؤشرات فرعية تشمل مؤشر تقويم المخاطر السياسية (يشكل نسبة 50% من المؤشر المركب) ومؤشر تقويم المخاطر المالية (25 %) ومؤشر تقويم المخاطر الإقتصادية (25) % كما هو موضح أدناه.

⁹⁸ نفس المرجع السابق.

الجدول رقم 04: مؤشر تقويم المخاطر السياسية (الحد الأقصى: 100 نقطة).

النقاط	المكون
12	درجة إستقرار الحكومة
12	الأوضاع الإقتصادية والإجتماعية
12	خريطة الإستثمار
12	وجود نزاعات داخلية
12	وجود نزاعات خارجية
6	الفساد
6	دور الجيش في السياسة
6	دور الدين في السياسة
6	سيادة القانون والنظام
6	الإضطرابات العرقية
6	مصادقية الممارسات الديمقراطية
4	نوعية البيروقراطية

المصدر: فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سبق ذكره، جويلية، 2005.

الجدول رقم 05: مؤشر تقويم المخاطر المالية (الحد الأقصى: 50 نقطة).

النقاط	المكون
10	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي
10	نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات
15	نسبة ميزان الحساب الجاري إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات
5	عدد الأشهر من الواردات التي تغطيها إحتياطات الدولة
10	إستقرار سعر الصرف

المصدر: فلاح خلف علي الربيعي، مرجع سبق ذكره، جويلية، 2005.

الجدول رقم 06: مؤشر تقويم المخاطر الاقتصادية، (الحد الأقصى: 50 نقطة).

النقاط	المكون
5	معدل دخل الفرد
10	معدل النمو الإقتصادي الحقيقي
10	معدل التضخم
15	نسبة عجز، فائض الميزانية الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي
10	نسبة وضع ميزان الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: نفس المرجع أعلاه.

ويشير دليل المؤشر إلى أن الدرجات (من صفر إلى 49.5 نقطة تمثل درجة المخاطرة المرتفعة جدا)، والدرجات من (50 إلى 59.5 نقطة تمثل درجة المخاطرة المرتفعة)، والدرجات من (80 إلى 100 نقطة تمثل درجة مخاطرة منخفضة جدا)، وهذا يعني أنه كلما إرتفع المؤشر المركب قلت درجة المخاطرة.

أما وضع الدول العربية فوفقا للمؤشر المركب للمخاطرة القطرية لشهر سبتمبر 2001 تم تصنيف 18 دولة عربية كالآتي:

- ثلاثة دول عربية في درجة مخاطرة منخفضة جدا وهي: الكويت، الإمارات، سلطنة عمان.
- ثمانية دول عربية في درجة مخاطرة منخفضة هي: البحرين، السعودية، ليبيا، تونس، المغرب، سوريا، الأردن، قطر.
- ثلاثة دول عربية في درجة مخاطرة مرتفعة هي: مصر، اليمن، الجزائر، السودان، لبنان.
- دولتان عربيتان في درجة مخاطرة مرتفعة جدا هي: العراق، الصومال.

المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية.

يوجد في أغلب الدول العربية أسواق الأوراق المالية، ولقد أدركت الدول العربية أهمية هذه السوق، إلا أنها تتباين من سوق لأخر من حيث درجة التنظيم والتطور ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين وتم تقسيمها إلى مجموعتين، فالمجموعة الأولى تشمل الأسواق

المتطورة على المستوى العربي، والمجموعة الثانية تشمل الأسواق التي تعتبر أقل تطور من الأولى.

وسيتم تجسيد هاتين المجموعتين من خلال العناصر التالية:

- بورصات دول الفائض المالي؛

- بورصات دول العجز المالي.

1 - بورصات دول الفائض المالي: سوف يتم التطرق هنا إلى أسواق الأوراق المالية العربية

التي تتمتع بفوائض مالية، سوف نأخذ عينة من هذه الأسواق وهي:

- السوق السعودي للأوراق المالية؛

- سوق البحرين للأوراق المالية؛

- سوق الكويت للأوراق المالية؛

- سوق الإمارات للأوراق المالية.

1 - 1 - السوق السعودي للأوراق المالية:شهد سوق الأسهم السعودي تطورا كبيرا، كما

تؤكدته مؤسسة النقد السعودي ويعتبر نظام الشركات الصادر 1965 وتعديلاته هو المصدر

الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محليا على المواطنين السعوديين

باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج أما السوق الثانوية فهي تخضع

للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية تداول أسهم

الشركات عن طريق المصارف التجارية.

1 - 1 - 1 - شروط ومتطلبات الإدراج:

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقا 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 وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين

كاملتين.

- أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس

الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها.

1 - 2 - سوق البحرين للأوراق المالية: إستطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الإستراتيجي الذي مكنها أن تلعب دورا حيويا في تجارة ترانزيت TRANSIT وإعادة تصدير البضائع المستوردة إلى دول إقليم الخليج العربي أن تشكل مركز جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى إفتتاح فروع لها في دولة البحرين بغرض تمويل عمليات تجارة الإستيراد والتصدير وذلك منذ بداية القرن العشرين.

1 - 2 - 1 - نشأة وتطور سوق البحرين للأوراق المالية: يعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956 م بشأن إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية في البلاد، خلال عقدي الستينات والسبعينات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينات الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي " سوق اللؤلؤة" لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والإطمئنان لدى المستثمرين كما عجز أن يعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة وذلك لإفتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح وإستمرار عمل أسواق الأوراق المالية.

كما أن التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق للأوراق المالية في البحرين جاءت نتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع إستراتيجي وبحكم كونها مركز ماليا إقليميا ودوليا، وبناءا على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم 04 لسنة 1987م والخاص بإنشاء وتنظيم السوق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988م وبذلك تم إرسال القواعد التنظيمية اللازمة لإستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات التي على ضوئها تم بدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989.⁹⁹

1 - 2 - 2 - شروط الإدراج: فيما يخص شروط الإدراج يمكن تلخيصها من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:

- تكون شركة مساهمة.

⁹⁹ رمضان عيشراح، مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة أفاقا الاقتصادية، العدد 86، 2001، ص: 21.

- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين.
- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 500000 ديناراً وما يعادلها بالعملات الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50% على الأقل.
- تكون الشركة قد حققت أرباحاً في السنتين المتتاليتين عند تاريخ طلب الإدراج وكذلك التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحاً.
- تلتزم الشركة نشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

1 - 3 - سوق الكويت للأوراق المالية: تم إفتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداولها يوميا من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، وفي نوفمبر 1976 أصدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية 1983م.

1 - 3 - 1 - الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية: يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق.

يعمل سوق الأوراق المالية من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة، في نطاق صلاحياته، لتنمية وإستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرّها لتفادي حدوث أي إضطراب في المعاملات.

يقوم السوق ببناء على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية بتقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها.

يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والإقتصادية وحركة رؤوس الأموال بما يساعد على تحقيق التنمية الإقتصادية والإستقرار المالي والإقتصادي في الدولة.¹⁰⁰

1 - 3 - 2 - إدارة السوق: تشكل لجنة الكويت للأوراق المالية من أحد عشر عضواً يمثلون الجهات التالية:

- وزير التجارة والصناعة كرئيس للجنة.
- مدير سوق الكويت للأوراق المالية كنائب للرئيس.
- عضو من وزارة المالية.
- عضو من البنك المركزي.
- عضو من وزارة التجارة.
- 4 أعضاء من غرفة تجارة وصناعة الكويت.
- عضوان من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بترشيح من وزير التجارة والصناعة.¹⁰¹

1 - 4 - سوق الإمارات العربية: وسوف يتم التطرق إلى:

1 - 4 - 1 - إنشاء السوق وإدارته: تنشئ الدولة أسواق لتداول الأوراق المالية والسلع، وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة، ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة، ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله بقرار من السلطة المحلية المختصة، على ألا يكون من بين أعضائه عضواً من مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، أو أن يكون وسيطاً مالياً، ويخضع أعضاء مجلس إدارة السوق للأحكام القانونية.

- يلتزم مدير عام السوق ونائبه وكل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطياً لدى هيئة الأوراق المالية والسلع.

وتمارس هيئة إدارة السوق الإختصاصات التالية:

- تعيين مدير عام السوق ونائبه.

¹⁰⁰ www.maktabe.com, Sunday, may 17, 2009.
¹⁰¹ نفس المرجع السابق.

- وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته والنظام الداخلي، وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية.
- المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع بما يضمن العدالة بين المتعاملين.
- رفع التقارير والبيانات إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.

2 - بورصات دول العجز المالي: سوف يتم التطرق هنا إلى البورصات التي تعاني من العجز المالي، وتتمثل هذه الأسواق في:

- بورصة عمان؛

- الهيئة العامة لسوق المال بمصر؛

- بورصة الدار البيضاء؛

- بورصة تونس.

2 - 1 - بورصة عمان: سيتم التطرق إلى خصوصيات بورصة عمان من خلال:

2 - 1 - 1 - نشأة بورصة عمان: بدأ إنشاء الشركات العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينات من القرن العشرين حيث تم تأسيس شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي، وشركة التبغ والسجائر، وشركة الكهرباء. أخذ الجمهور الأردني يكتتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ كما توالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل 66 شركة عام 1978.

وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى في أدبيات الأسواق المالية بالسوق غير المنظم ومع إزدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام إتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق مننظم، حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة، وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976.¹⁰²

2 - 1 - 2 - الإطار التشريعي لبورصة عمان: تم إفتتاح بورصة عمان رسمياً بتاريخ 01-04-1978م وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990م ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق

¹⁰² طاهر حيدر حر دان، مبادئا للإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص: 185.

المالية المؤقت رقم 23 ليمن كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق وهذا من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية:¹⁰³

- المادة 23 وجاء فيها مايلي:

تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات إستقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة جميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة والتصرف فيها وهي الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي.

- المادة 24 وجاء فيها مايلي:

يتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عمله تثبت بموجب قيود وتدون في سجلات البورصة.

- المادة 25 وجاء فيها:

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الإنتساب للبورصة ورسوم الإشتراك السنوية فيها ويكون لكل وسيط مالي صوت واحد في إجتماعات الهيئة ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي وتحديد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها والأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة.

- المادة 26 وجاء فيها: يضع مجلس إدارة البورصة بموافقة المجلس والأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصات بما في ذلك * ما يتعلق بالأمور التالية:

- إدراج وتداول الورقة المالية.

- صندوق ضمان الوسطاء الماليين.

- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سوية والأشخاص المفوضين للإطلاع عليها بحكم عملهم.

- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعمالئهم.

¹⁰³ حمالجويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، 2002، صص: 157-160.
• قبلاً نيت مدار اجال نشر كفة في السوق النظامي بشرط أن تكون الشركة مساهمة عامة ويكون رأس مالها مطابقاً لما هو وارد في أحكام قانون الشركات وأحكام قانون البنوك كما ما يشترط أن يكون رأس مالها مدفوع عب 50% من القيمة الاسمية لتسهلهم وأن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة كحفاً للشروع في العمل لمدة سنة كاملة.

2 - 1 - 3 - شروط الإدراج في بورصة عمان: يمكن تلخيص شروط الإدراج في بورصة عمان في النقاط التالية:

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج الأسهم في السوق الموازية.
- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع.
- أن تقدم الشركة القوائم المالية الختامية وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل.
- على الشركة تقديم طلب الإدراج مرفوقا بطلب الإدراج المقرر من قبل السوق ونسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج وكذا أعضاء مجلس الإدارة.

2 - 2 - سوق المال بمصر:

2 - 2 - 1 - نشأة البورصة المصرية: ترجع بداية سوق الأوراق في مصر إلى نهاية القرن التاسع عشر وكانت البداية بالإسكندرية، حيث أنشأت بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، ثم أعقبها إنشاء بورصة القاهرة عام 1898، وذلك نتيجة جهود فردية داخل البورصات إلى أن صدر القانون رقم 326 لسنة 1953 في شأن التعامل في الأوراق المالية حيث نص على حظر التعامل في الأوراق المالية إلا عن طريق أحد السماسرة المقيدين في البورصة وذلك سواء كانت الأوراق المتعامل عليها مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أو غير مقيدة، كما نص على أن السمسار يكون ضامنا لسلامة البيع، ثم صدر القانون رقم 161 لسنة 1957 باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية المعدل بالقانون رقم 121 لسنة 1981 وظل العمل به حتى صدور القانون رقم 95 لسنة 1992.¹⁰⁴

2 - 2 - 2 - الإطار التنظيمي للبورصة المصرية: وتتكون من مايلي:

¹⁰⁴ www.egyplsons.com, janvier 2006, 9 : 37.

- لجنة البورصة: تشكل 17 عضو: 9 من السماسرة و5 من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الإقتصاد لمدة سنتين ومن إختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، تحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

- الجمعية العامة: وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات على جميع المشاكل التي تتعلق بالبورصة.

- ويضاف إلى هذه الأجهزة كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم، مجلس التأديب ومندوب الحكومة.¹⁰⁵

2 - 3 - بورصة الدار البيضاء: يتم التعرف على بورصة الدار البيضاء من خلال:

2 - 3 - 1 - نشأة بورصة الدار البيضاء: منذ إنشائها عام 1929م مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية وفي المرحلة الثانية تغير إسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967م، حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية، قانون الشركات الصادر في عام 1992م وكذلك قانون السندات لسنة 1941م ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط ويكون مراسل له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء قيم منقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب والجدير بالذكر أنه لا يسمح للمواطنين المغاربة بالإستثمار في الخارج.¹⁰⁶

2 - 3 - 2 - الإصلاحات التي عرفت بورصة الدار البيضاء: عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات إذ منح الإصلاح الأول الذي جاء سنة 1948م شخصية معنوية لبورصة القيم، أما الإصلاح الثاني الذي جاء سنة 1967م فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معالمها كمؤسسة عمومية.

¹⁰⁵ محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، صص: 146-147.

¹⁰⁶ الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص: 251.

ومنذ 1993م أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية لبورصة الدار البيضاء من حيث الإطار التنظيمي والتقني الضروري لإنبعاثها.

- إنشاء مجلس القيم المنقولة جويلية 1994م كما تم في أكتوبر من نفس السنة الترخيص لـ 12 شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء.

- إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة في فيفري 1995م، وفي أوت من نفس السنة تم إنشاء شركة بورصة القيم للدار البيضاء وفي نوفمبر من نفس السنة تم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

- تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابعة للشركة المالية IFC وذلك بنسبة 0.75% وذلك في سبتمبر من عام 1996م.

- إنطلاق النظام الإلكتروني للتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997م وتعميم التسعير الإلكتروني على جميع قيم الأسهم وذلك في جوان 1998م.

- وتم إنطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الأنترنت في سبتمبر 1999م.

- يبني بورصة الدار البيضاء لبنية شركة مساهمة بمجلس رقابة ومجلس إدارة جماعية طبقا للقانون الجديد المتعلق بشركات المساهمة والنظام الأساسي لبورصة الدار البيضاء وذلك في سبتمبر 2000.¹⁰⁷

2 - 4 - بورصة تونس:

يتم التعرف على بورصة تونس من خلال:

2 - 4 - 1 - نشأة بورصة تونس: أنشأت بورصة تونس سنة 1969م كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، وقد تم إحداثها مع بداية وضع أسس نظام إقتصادي يعتمد على آليات السوق.

ورغم عراقتها فإن البورصة لم تتمكن من القيام بدور فعال في تمويل الإقتصاد نتيجة ضعف الإدخار طويل المدى والإعتماد على التمويل البنكي مما جعل البورصة عبارة على مكتب لتسجيل العمليات أكثر منه مرآة تعكس أداء الإقتصاد، ولم تتعدى رسمة السوق في تلك الفترة 1% من الناتج المحلي الإجمالي.

¹⁰⁷التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام 2002، ص: 7 - 9.

وبدأت أولى إصلاحات السوق سنة 1988م بهدف وضع إطار تشريعي وتقني حديث يساهم في تمويل أفضل للإقتصاد.¹⁰⁸

2 - 4 - 2 - الهيئات المنظمة لبورصة تونس: وفي سنة 1994م القيام بإصلاح جوهري يهدف إلى إعادة تنظيم السوق المالية وفقا للمعايير الدولية من خلال إصدار القانون رقم 117 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994م المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية ويفصل بين مهام التسيير ورقابة السوق، وقد تم في هذا الغرض إحداث هياكل جديدة هي:¹⁰⁹

- هيئة السوق المالية: جهاز إداري مستقل مكلف بتنظيم أسواق الأوراق المالية القابلة للتداول بالبورصة ورقابتها وبحماية الإدخار المستثمر في الأوراق المالية، وتتركب هيئة السوق المالية من رئيس وتسعة أعضاء منهم قاض ومستشار لدى المحكمة الإدارية ومستشار لدى دائرة المحاسبات.

- بورصة الأوراق المالية بتونس: شركة خفية الإسم يشارك فيها بالتساوي الوسطاء بالبورصة تتمثل مهمتها الأساسية في التسيير التقني لسوق الأوراق المالية والبحث في إدراج الشركات.

- الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية: وهي شركة خفية الإسم يشارك فيها أساسا الوسطاء بالبورصة مهمتها القيام بعمليات إيداع الأوراق المالية وتسوية المعاملات المنجزة بالبورصة.

- صندوق ضمان عمليات البورصة: يهدف إحداثه إلى تغطية مخاطر الطرف المقابل في عملية التداول، ويتم تمويل الصندوق عن طريق مخصصات مختلفة يدفعها الوسطاء عند التأسيس وبصفة منتظمة إثر عمليات التداول اليومية وبصفة إستثنائية عندما يقتضي الأمر ذلك، مع الإشارة أن بورصة تونس تقوم بالتصرف في هذا الصندوق منذ إنطلاق العمل بالنظام الإلكتروني للتداول في سنة 1996م.

2 - 4 - 3 - شروط الإدراج في البورصة: يستلزم جملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس هي:

¹⁰⁸http:// www.tunisia- green.com, 29- 03- 2009, 4 :24.
¹⁰⁹نفس المرجع أعلاه.

- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.

- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج.

- تحقيق أرباح صافية للسنتين الأخيرتين من الإدراج.

- الإلتزام بطرح 20% من أسهم رأس مال الشركة للتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة.

- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

2 - 4 - 4 - مميزات الإستثمار في بورصة تونس:

- يتميز الإستثمار في هذه البورصة بوجود عدة أنواع من الأدوات المالية القابلة للتداول كالأسهم، السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، شهادات الإستثمار دون حق التصويت.

- يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.

- حرية تحويل الأرباح وإنتقالها، الناتجة عن التعامل في البورصة.

- الحصول على إعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية.

- عندما يتحصل المساهم على 5% من حصص رأس المال يجب الإبلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية والشركة المصدرة.

2 - 5 - بورصة الجزائر:

2 - 5 - 1 - إنشاء بورصة الجزائر: تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها في 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م وفي نفس الوقت صدرت قوانين إقتصادية عن إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، وقسم رأس مال المؤسسات العمومية الإجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث

تساير أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988م ومنه فلا يمكن تصور نظام لشركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها الأسهم.

2- 5 - 2 - المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر: فكرة إنشاء بورصة الجزائر مرت بعدة مراحل هي:¹¹⁰

- المرحلة الأولى 1990م - 1992م: في هذه المرحلة إتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على إستقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة فمن جملة هذه الإجراءات أنشأت مؤسسة إسمها " شركة القيم المنقولة" فهي هيئة شبيهة بالبورصة يسيروها مجلس إدارة يتكون من 8 (ثمانية) أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية ذات رأس مال يقدر ب: 320000 دج وبتاريخ 9 نوفمبر 1990م وتطبيقا لما تم تقريره آنفا فإن صناديق المساهمة الثمانية قد قامت بتأسيس هذه الشركة بعقد موثق على شركة ذات أسهم، وخلال السداسي الثاني من سنة 1991م ظهرت ثلاثة مراسيم تنفيذية هي:

- المرسوم التنفيذي رقم 61 / 169 يتعلق بكيفية التعامل بالأوراق المالية.

- المرسوم التنفيذي رقم 91 / 170 يتعلق بإنشاء لجنة البورصة.

- المرسوم التنفيذي رقم 91 / 171 يتعلق بتحديد أنواع الأوراق المالية وأشكالها.

- المرحلة الثانية 1992م إلى يومنا هذا: في هذه المرحلة تم إستبدال ما أطلق عليه في البداية ب " شركة القيم المنقولة" لتصبح " بورصة الأوراق المالية" رغم أنها مرت بفترة ناجمة عن ضعف رأسمالها من الناحية الإجتماعية والدور الذي كان مبهم وغير واضح في عام 1992.

رغم هذا إلا أن الشركة قامت برفع رأسمالها إلى 932000 دج وذلك حسب القرارات التالية:

- المرسوم التنفيذي الصادر بتاريخ 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993م المتضمن النص الكامل المنظم لبورصة الجزائر.

¹¹⁰http:// nadaadz.net, 20- 11- 2009.

- النظام رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997م يتضمن القواعد الرئيسية والنهائية لسير بورصة الجزائر.

وبهذه القوانين والمراسيم تكون الجزائر قد إستكملت جميع شروط قيام البورصة.

2 - 5 - 3 - الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسير بورصة الجزائر من خلال هئتين وهما:

- لجنة تسير القيم المنقولة SGBVM وهي شركة أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عمليات البورصة ولا يصبح إعتقاد أي وسيط إعتقادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال لهذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي في البورصة.

ومن بين مهامها:¹¹¹

- **الوظيفة القانونية:** تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما يأتي على الخصوص:

- رؤوس الأموال التي يمكن إستثمارها في عمليات البورصة.

- إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.

- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.

- العروض العمومية لشراء القيم المنقولة.

- تنظيم عمليات المقاصة.

- **وظيفة المراجعة و الرقابة:** تتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها في

السوق المالية تنقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد

الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

- **الوظيفة التأديبية والتحكيمية:** فهي COSOB المؤهلة لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق

المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص

التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين

¹¹¹شعورشمعزن،البورصة،بورصةالجزائر،مرجسبقتكره، 1999،ص: 65.

والقواعد المتعلقة بعمل البورصة وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

2- 5- 4 - شروط الإدراج في بورصة الجزائر: يمكن التمييز بين:¹¹²

- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم.

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تستند إليها مقبولة في التسعيرة.

- الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وأخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

- شروط خاصة بالمؤسسة محل الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

- تقديم جملة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

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

¹¹² شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 144.

المبحث الثاني: معوقات البورصات العربية.

بالرغم من تمتع أسواق الأوراق المالية العربية بإمكانيات كبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها، وذلك من حيث الأطر القانونية وبناء المؤسسات الضرورية وتأسيس هيكليات إقتصادية متينة.

وتتقسم أسواق الأوراق المالية العربية إلى ثلاثة مجموعات متباينة ولكل منها ظروف وإحتياجات مختلفة:¹¹³

- **المجموعة الأولى:** وتضم البلدان التي تتمتع بأسواق مختلفة منظمة، وتعمل في إطار عمل تشريعي ومؤسسي متكامل للسوق.

- **المجموعة الثانية:** وهي التي تتسم أوضاعها الإقتصادية بنوعية ونشاط كافيين لإنشاء أسواق مالية نشطة، لكنها تفتقر إلى الأطر القانونية والمؤسسة الكاملة.

- **المجموعة الثالثة:** وهي تفتقر إلى النوعية والحجم الكافي من النشاط الإقتصادي والتجاري الذي يبرر قيام أسواق مالية محلية متطورة.

ظلت بورصات الأوراق المالية العربية رغم حداثة بعضها تبحث عن مكان مناسب في أسواق الأوراق المالية الدولية، بل وحتى بين الأسواق الناشئة، وتعرضت البورصات العريقة منها خلال السنوات الأخيرة إلى الإصلاح والتحديث (البورصة الأردنية والبورصة المصرية)، فقد قامت هذه البورصات على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، ولكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن، وبمستوى تطور يختلف من سوق إلى آخر في كثير من الحالات، وإلى وقت قريب كانت تعاني من تذبذب السياسات الإقتصادية وعدم إستخدام مكوناتها كغيرها من البورصات، من أن تلعب دورا في تحديث إطارها العام، ومن أن تتجاوز ما آلت إليه أوضاعها الراهنة.

إن التغيرات التي شهدتها حركة إصلاح البورصات العربية تعكس التوجهات الإقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي التي تضمن تنمية أسواق رأس المال وتؤهلها إلى مواكبة سياسات الخصخصة والتحول في الإصلاح الإقتصادي من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

¹¹³ صلاح الدين حسنا السيسى، تطوير بورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا إقتصادية معاصرة، دار عالم الكتاب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، صص: 58 - 59 .

ومن المؤكد أنه، على الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية العربية، وعلى الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها ومن التعاون التجاري الخاص بها ومن إختلاف البيئة الإقتصادية والإجتماعية القانونية لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقا نامية مازالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الإستثمارية الرشيدة، ومما زاد في أنها صغيرة الحجم، ضيقة النطاق، تستحوذ المصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية.

ولمعرفة معوقات أسواق الأوراق المالية العربية يكفي أن تقوم بإجراء مقارنة بين المقومات الفعالة لإنشاء أسواق الأوراق المالية وبين الواقع العملي، وهي مقارنة تؤكد أن هناك فروقا كبيرة ومتعددة لا تقلص من دور أسواق الأوراق المالية العربية، وإنما تعوق أسواق الأوراق المالية.

ولقد قسمنا هذا المبحث إلى:

- معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية؛

- معوقات تتعلق بالإطار الإقتصادي؛

- معوقات بورصة الجزائر.

المطلب الأول: معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

رغم أن الكثير من الدول العربية تمتلك أسواقا منتظمة إلا أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية لا تساير الواقع الإقتصادي، والدليل على ذلك أن معظم الدول العربية مازالت عن طريق السلطات المختصة تعيد النظر في هذه القوانين من أجل تحديدها كليا أو جزئيا بما يتماشى وإقتصادها من جهة وبين ما تصبو إليه من جهة أخرى.

أما الأسواق الثانوية فإنها لا تزال غير منتظمة في بعض الدول العربية، وأنها في البعض الآخر منظمة تنظيما جزئيا أو غير متكامل.

وبالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد والضوابط التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وإلى القواعد التي تسهل المعاملات، كما أنها تفتقر إلى الضوابط التشريعية التي توفر الحماية اللازمة للمتعاملين، كما أن بعضها الآخر لا يزال في مرحلة

الإنشاء مما يستلزم إنقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولاً، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والإستقرار.

ولاشك أن غياب الترابط بين بعض أسواق الأوراق المالية العربية وبين مكاتب السمسرة وغيرها من الأجهزة، لا يسهل عملية الإتصال السريع وما تتطلبه عمليات التداول والتسديد من سرعة إتخاذ القرار، وإنما تقوم هذه الأجهزة إن وجدت أصلاً بالإبطاء والتريث فترة زمنية معتبرة، وهو ما يمنع الأسواق من أن تتفاعل مع الأحداث لحظة جريانها وليس بعد فوات الأوان ومن جهة أخرى فإن عدم ترابط أسواق الأوراق المالية فيما بينها من ناحية، وبين أسواق الأوراق المالية الدولية من جهة أخرى يمنعها من أن تحقق ما هو مطلوب منها، وهكذا تتراكم أمامها المشاكل وتتضاعف المعوقات.

كما أن ضيق الطاقة الإستيعابية لرؤوس الأموال في البلدان العربية، التي أقيمت فيها هذه الأسواق، عقبة حقيقية أمام تطور أساليب الإدارة المالية وصغر حجم الإقتصاديات العربية. ويضاف إلى ذلك سلسلة من القيود الكثيرة، والرقابة المتشددة التي تفرضها السلطات النقدية والمالية العربية على تداول الأوراق المالية بين الحين والآخر، وتدخلها في بعض الأحيان بسبب أو من دون سبب يشكل عائقاً آخر يمنع الأسواق من أن تقوم بواجبها في الإصلاح الإقتصادي المطلوب.

ومما لا ريب فيه أن عدم وجود جهة تنظيمية مستقلة في بعض أسواق الأوراق المالية، تتمتع بصلاحيات وافية، مثل هيئة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول المتقدمة، التي تصنع معايير أسس إفصاح الشركات عن بياناتها المالية، وتنظم أعمال السوق الأولية، ومن البديهي إفتقار الأسواق المالية العربية لوجود معايير أساسية تضبط الممارسة وتنظمها من أجل ضمان عدم التلاعب في تحديد مسبق لتوجهات الأسعار، وسوف نتعرض لهذه المعوقات من خلال العناصر التالية:

- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية؛

- قصور آليات العمل بأسواق الأوراق المالية؛

- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

1- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية: على الرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة إلا أنه مازالت التشريعات في بعض الدول العربية تعاني من عدة أوجه قصور تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها وتقلل من فعاليتها، ويمكن عرض أوجه قصور هذه الأسواق من خلال إحدى الباحثين في هذا المجال:¹¹⁴

من الملاحظ أن بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة، وفق أطر نظرية لم تتوفر لها التجارب العلمية، وقد أدى ذلك إلى عدم قدرة هذه القوانين على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

ومن أمثلة ذلك أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وصفت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى من التشريعات وضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية والمحلية.

وإذا عمدت بعض الدول العربية إلى تعديل بعض مواد القوانين فإن تراكم التعديلات قد أدى إلى تعرض القوانين لتغييرات المستمرة، ومن الطبيعي أن عدم إثبات القوانين لا يمكن أن يساعد على استقرار تلك القوانين من ناحية و يؤدي من ناحية ثانية إلى أن تنتشعب القوانين وتتداخل فيما بينها مما يؤدي إلى الإرتباك وبخاصة حين تتعارض تلك القوانين مع بعضها البعض فيصبح من الصعب التوفيق بين المواد المختلفة المتداخلة فيما بينها من جهة والمتناقضة من جهة أخرى.

كما أن إصدار القرارات المنظمة لحالات معينة كلما دعت الحاجة إلى ذلك أدى إلى أن يعترض عمل هذه الأسواق في الكثير من الدول العربية تعدد القوانين ذات العلاقة، وعدم إنسجامها مع بعضها البعض، إضافة إلى تعدد الجهات القائمة على تنفيذ هذه القوانين.

¹¹⁴ أحمد البيطار، مرجع سابق ذكره، صص: 16 - 19.

ومن أوجه القصور في عدد من الدول العربية غياب التشريعات المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي التي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة.

ومن تلك الأجه، أن الأسواق المالية في كثير من الدول العربية لا تزيد على أن تكون وحدة تابعة للقطاع العام أو ملحق لإحدى جهاته، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا، ومن هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهه كما يجب وليس كما تريد هي وتحتاج.

غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح كما أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية I.O.S.C.O وهي كمايلي:¹¹⁵

❖ الأصول الواجب تضمينها في نشرة الإصدار:

- وصف الشركة المصدرة وعملها.
- تركيبة رأس مال الشركة.
- إستعمال العائد من الإصدار.
- المعلومات المالية التي تحتوي على الميزانيات السنوية لثلاثة سنوات.
- وصف الشركات التابعة إن وجدت.
- إدارة الشركة.
- تحديد هوية الأشخاص الذين يملكون 10% من أسهم الشركة.
- تسويق الأوراق المالية المصدرة.
- عوامل المخاطرة.
- نقصان في قيمة حقوق المساهمة.

¹¹⁵ أحمد البيطار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 29.

❖ يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على معلومات كاملة وصحيحة ويجب أن تفرض عقوبات على كل جهة تنظم نشرة الإصدار خاطئة، وبيانات تحتوي على معلومات مضللة.

❖ الإفصاح عن أي تغيير يطرأ على نشاط الشركة بما في ذلك النتائج المالية التي تؤثر فعليا على القيمة السوقية للسهم.

❖ إعداد البيانات المالية السنوية مدققة حسب الأصول خلال مدة لا تزيد عن ستة أشهر من إنتهاء السنة المالية.

ويتسم البعض الآخر منها بعدم الوضوح والأنسجام وعدم القابلية للمقارنة، كذلك فإن بعض التشريعات لاتحدد الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات ولا التي يجب أن يلتزم بها المدقق.

كما أغفلت العديد من التشريعات من الدول العربية توفير الحماية اللازمة لهؤلاء المدققين كي يبدو الرأي في أوضاع الشركات والبيانات المالية بكل حياد وإستقلال، مما أثر سلبا على الإفصاح وأضعف مستوى التدقيق.

❖ غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، وحتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك فإن صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان يأتي متأخر نظرا لعدم تحديد فترات إصدارها.

❖ غياب التشريعات التي تحدد إنشاء الأجهزة والآليات المساندة المستقلة مثل مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وجمعية الوسطاء، كما أوصت به مجموعة الثلاثة للتسوية والمقاصة.¹¹⁶

- التوصية الأولى: مقارنة التداول في يوم التداول زائد يوم عمل واحد بعد التداول (t+1) لأنه يجب أن تتم كل مقارنات التداول للمتعاملين المباشرين (السماسرة والوكلاء) يوم واحد بعد التداول كحد أقصى.

- التوصية الثانية: مقارنة التداول غير المباشر للمتعاملين.

¹¹⁶ أحمد البيطار، مرجع سابق ذكره، 2002، صص : 32 – 34.

- يجب إتمام مقارنة معاملات المتعاملين غير المباشرين أي المستثمر المؤسسي ضمن نظام مقارنة التداول في السوق.

- **التوصية الثالثة:** تواجد مراكز حفظ وإيداع مركزية.

- يجب أن تملك كل دولة مركز متطور للحفظ والإيداع.

- **التوصية الرابعة:** تصفية النفقات، يجب أن تدرس كل دولة أحجام التداول ومكوناته في سوقها المالي لتحديد مدى إمكانية تطبيق نظام معين لتصفية التداول يساعد على تعزيز الكفاءة وإتقاء المخاطر، أخذاً في الاعتبار أنه إذا كان يمكن أن تتج أنظمة التصفية المستمرة في الصفقات الكثيرة والمتعددة، فإنه لا يمكن تصفية كل صفقة على حدى إذا كانت الصفقات قليلة ومحدودة.

- **التوصية الخامسة:** التسليم بمقابل الدفع، يجب تطبيق مفهوم الدفع مقابل التسليم على جميع صفقات تداول الأوراق المالية وذلك لحماية المتعاملين.

- **التوصية السادسة:** تحصيل الإئتمان في نفس اليوم، يجب أن تساعد طريقة الدفع باعة الأوراق المالية على تحصيل الأموال في نفس اليوم الذي تتم فيه عملية الدفع مقابل التسليم، ويرتبط ذلك بطبيعة نظام تسوية المدفوعات في كل بلد.

- **التوصية السابعة:** دورة التسليم النهائية يوم تداول زائد ثلاثة أيام عمل بعد التداول (t+3)، يجب أن تتم كافة إجراءات صفقة تداول الأوراق المالية بحد أقصى ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول، وذلك لتجنب المخاطر التي قد تنتج عن تراجع أحد الطرفين عن إتمام الصفقة.

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

- **التوصية التاسعة:** إستخدام معايير الجودة لمنظمة الجودة العالمية، وذلك فيما يتعلق بنماذج التداول.

- تفتقر التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات الترويج و ضمان الإكتتاب، فهذه الشركات تعمل على عرض الأسهم على كافة عملائها، والترويج لها، إضافة إلى ضمان الإكتتاب الكامل للأسهم المطروحة، وتلعب دوراً كبيراً في إنجاح عمليات الخصخصة، وبالتحديد في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق إستيعابها.

- تفتقر التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني والمؤسسات التي تتعلق بالإصدارات، وذلك لأن مثل هذه الخدمات تساهم في جذب المستثمرين مما لا تتوفر لديهم الكثير من المعلومات عن قدرة المؤسسة المصدرة على الوفاء بالإلتزامات، وتعمل مثل هذه المؤسسات على مشاركة الشركات على الحصول على التداول بتكاليف أقل، وخاصة الشركات ذات الملاءة المالية العالية .

- تقتصر التشريعات في الدول العربية على إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية فيما بينها، ولكن بعض التشريعات في بعض هذه الدول العربية الأخرى من شراء الأسهم وإمتلاكها حيث مازالت تفرض بعض القيود على الإستثمار الأجنبي.

- إنعدام التنسيق بين مختلف التشريعات الخاصة بالأسواق المالية في الدول العربية مما يحد من قدرة هذه الأسواق على التكامل والترابط فيما بينها.

- على الرغم من قيام العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بمكتبة أنظمة التداول لديها فإن البعض الآخر منها لا يزال يستخدم أنظمة تداول يدوية، ومن المعروف أن الأنظمة اليدوية تتصف بعدم القدرة على تحقيق الكفاءة في عمليات البيع والشراء، وعلى عدم تحقيق العدالة بين المتعاملين.

- ويضاف إلى ما سبق، وجود تباين كبير في القواعد والنظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها في قيد الأسواق العربية، وكذا تباين طرق عمل هذه الأسواق، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، مع ما يرافقها من قصور عملي وجمود تشريعي، وإلى جانب هذا، فإنه غالباً ما تحمل التشريعات والتنظيمات الحالية للسوق الواحدة في طياتها الكثير من التناقضات، كما أن الهياكل التنظيمية للكثير منها غير مكتملة، وهي أمور يترتب عليها سوء أداء، مما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.¹¹⁷

- تفتقر هذه الأسواق للضوابط والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وتسهيل المعاملات، وتوفير الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الآخر منها

¹¹⁷ منير إبراهيم منير، مستقبل أسواق رأس المال العربية بمخاطر ومحاذير، توزع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995، صص : 658 – 712.

لايزال حديث العهد بالتنظيم، ومثال ذلك سوق الأوراق المالية في كل من اليمن وسوريا، ومن ثم فإنه يلزم إنقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق.¹¹⁸

ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية منها:¹¹⁹

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

- إفتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصریحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

أما المعوقات الهيكلية فإنها تتمثل فيمايلي:

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

- عدم إستفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل وتأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية.

- إفتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات المساعدة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم، مثل الشركات الصانعة للسوق.

2 - قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية:

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد للأسواق المالية العربية وتتجلى فيمايلي:

- إنعدام توافر الشركات صانعة السوق.

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

¹¹⁸ مأمون ناير اهي محسن، أسواق الأوراق المالية العربية واقعها وإمكانيات تطويرها وإدخالها في إطار التنمية الإقتصادية، سلسلة الدراسات الإستثمارية، المؤسسة العربية للضمان الإستثمار، 1988، صص: 33 - 38.

¹¹⁹ صالح الدين حسن السبيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكمها العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، دار عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص: 74.

بينما يعتبر الوسيط بالعمولة الأداة التي تقوم بمطالبة أوامر البيع والشراء الصادرة عن المشتريين، فإن على صانع السوق القيام بالإعلان عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية الواحدة في وقت واحد، ويسمى الفرق بين البيع والشراء هامشا.

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

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

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

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

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

ويمكن تلخيص نشاط صناع السوق في النقاط التالية:

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

- يعمل صناع السوق على الإستقرار النسبي لإتجاهات الأسعار.

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

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

✓ بإكتشاف فعلي للسعر الحقيقي لأنه هو الذي يعكس نقطة التوازن بين العرض والطلب في اللحظة المعنية.

✓ التأمين الفوري، أي تمكين المستثمرين من تنفيذ أوامر البيع والشراء حسب السعر الحقيقي للسوق كما هو معروض من صناع السوق دون حاجة لإنتظار طرف مقابل لآمر البيع والشراء من خلال نظام الوساطة التقليدية.

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

- توافر الضوابط والتعليمات التي تحمي أطراف عملية التداول.

- تهيئة الآليات الضرورية التي تجعل صناعة السوق ممكنة .

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

- إتاحة التنافس لجمهور المتعاملين.

بعدما تعرفنا على صناعة السوق والهدف منها، البحث في قصور صناع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية، وبصورة عامة، فإن الكثير منها تعاني من التقلب الشديد في الأسعار

نتيجة لتقلب أحجام التداول، مما يجعل هذه الأسواق متقلبة نتيجة لقلّة الشركات الصانعة للسوق وإنعدامها.

مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في أحيان كثيرة، رغم أن بعض الأسواق مثل سوق الأردن قد تطور تطوراً معقولاً من خلال نظام الوساطة بالعمولة فقط دون أي إنحراف حدي في معايير السيولة فيه، إلا أننا نرى أنه في ظروف إستثنائية، وفي ضوء هذا الواقع، يمكن منحيث المبدأ أن يضاف صناعات أسواق الأوراق المالية العربية وظائف يمكن أن توفر تحرك الأسهم الجامدة بحكم آلية صناعة السوق وما تستلزمه من إقراض وإقتراض، يشكّلان حافظاً مالياً لطرفي عملية الإقراض، وتعتبر إضافة لازمة عاجلاً أم آجلاً، لاسيما أن معظم الفوائض النقدية للأفراد والمصارف العربية والجهات الرسمية يتم توظيفها في الأسواق الدولية، وأحد أسباب هذا الإتجاه في التوظيف يعود إلى ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية العربية، علماً بأن ضعف السيولة يؤثر سلباً على الإستثمار في المشاريع الجديدة على هيئة شركات مساهمة عامة قابلة للإدراج لأغراض التداول في بورصات الأوراق المالية، وهذا ما يزيد من الحاجة إلى صناعات السوق في الأسواق المالية العربية.

- عجز السماسرة عن إعطاء المشورة للمشتريين الراغبين في شراء الأوراق المالية، وعدم إلمامهم بمهنة السمسرة ومن التعامل بالأوراق المالية.
- قلّة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بزمّام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

3 - عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

تُعاني أسواق رأس المال العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق، وتحد بالتالي من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، حيث لا يمكن عزل موضوع تطور أسواق رأس المال عن الأوضاع الإقتصادية والسياسية المتبعة، خاصة فيما يتعلق بعدم توافر إمكانيات تحويل الفوائض المالية العربية والموظفة غالباً في شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل، وذلك من خلال العمل المصرفي

العربي الدولي، سواء كان ذلك من داخل الوطن العربي أو من خارجه، وذلك بسبب إغلاق أسواق رأس مال الدول العربية المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج نتيجة قلة الموارد المالية من العملات الأجنبية، وبالرغم من إنفتاح دول الفائض المالي على تدفق رأس المال إلى خارج أسواقها المحلية، إلا أن السنوات الأخيرة شهدت محاولات جادة ومخلصة من قبل الدول العربية المستوردة لرأس المال لتذليل معوقات الإستثمار وتهيئة الأوضاع والطرق المناسبة لجذب المزيد من الإستثمارات الخارجية.

يمكن تصنيف القيود التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية فيمايلي:

3-1 - قيود معلوماتية:

- ضعف الإيضاح المالي.
 - عدم وجود تحليل فني وإقتصادي مستقبلي.
 - إنخفاض الوعي الإستثماري وخاصة لدى الأفراد، ووجود إعتبارات دينية تعوق توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بتوزيع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كالسندات.
 - المغالاة في تقدير المراكز المالية.
 - عدم توفر شبكة المعلومات على أسس تنبؤية وليس مجرد عرض للبيانات والمؤشرات، بل لا بد من توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة وتنمية البورصة مستقبلا.
 - نقص نظام المعلومات بالبورصات وغياب مراكز دعم القرارات.
 - عدم دراسة السوق المحلي وتحديد صفاته وخصائصه، سواءا بالنسبة للمستثمر الفرد أو للشركات وتوفير مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المناسبة لخصائص كل نوع وسلوكه.
- ### 3-2 - قيود تنظيمية: وتتلخص فيمايلي:

- ضعف الهياكل التنظيمية وإعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات.
- غياب التخطيط الإستراتيجي للبورصات العربية.
- غياب أدلة طرق التداول.
- إنتشار الشركات الإستثمارية المالية مما يقيد حجم الإستثمارات المالية وشكلها.

- تعدد المصطلحات المالية والإستثمارات نتيجة لتباين الثقافات العربية، وتأثيرها على البورصات، كل ذلك يعوق الإتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات.

- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.

- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الإستثمار و الإدخار.

- نقص التوجه نحو العالمية في الأداء والتركيز على الأبعاد المحلية.

- صعوبة منافسة البورصات العالمية.

كما أن هناك معوقات لتطبيق الربط بين البورصات العربية وهي:

- عدم توافق السياسات النقدية وسياسات الإستثمار والإقراض.

- في أي محاولة لتحقيق التكامل بين البورصات تتجه رؤوس الأموال للأسواق الأقوى مع

حرمان بقية الأسواق من الإستثمارات التي تعمل على تنميتها.

و إضافة إلى قيود المعلومات التنظيمية فإنه يمكن إضافة القيود المالية، وهي كالتالي:¹²⁰

- الرقابة على النقد الأجنبي.

- قيود تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج.

- فرض ضرائب على الأوراق المحلية للتداول.

- أثر التضخم على عائد السندات.

- ضعف البورصات من حيث حجم التداول.

- غياب السماسرة المتخصصين.

- عدم السماح لتملك الأوراق المالية لبقية العرب.

- غياب بنوك الإستثمار والإستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الإقتصادي.

بالإضافة إلى المعوقات التنظيمية وكذلك العوائق التي تحول دون الأداء الجيد لعمل أسواق

الأوراق المالية العربية وكذا العقبات التي تحول دون ترابطها، فإن أسواق الأوراق المالية

العربية القائمة تؤدي دورا محدودا في توفير السيولة نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات

¹²⁰فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1996، ص: 175.

المتداولة فيها وكذا ضالة الطلب والذي يعود سببه إلى انخفاض عوائد الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق مقارنة مع مجالات الإستثمار الأخرى، صف إلى ذلك انخفاض الإدارات الفردية والميل التقليدي لأصحابها نحو الإستثمار (النقدي البنوك) ، والإستثمار العقاري بعيدا عن أسواق المال كل هذه العوائق يمكن عنونها بالمعوقات الإقتصادية والتي يتم التفصيل في كل منها على حدا من خلال العناصر الآتية:

- ضيق نطاق السوق؛

- ضالة الطلب؛

- معوقات إقتصادية أخرى.

1 - ضيق نطاق السوق: تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الإستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الإستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، وعدم إلزامها بقواعد الشفافية والإصلاح ، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التمويل التقليدية. ويتمثل ضيق هذه الأسواق في قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وترتكز ملكية أسهم الشركات المدرجة على إمتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وإنخفاض معدل الدوران.

ويمكن التدليل على صحة ما سبق ذكره بمايلي في الجدول التالي:

الجدول رقم 07: المؤشرات الأساسية للأسواق المالية العربية التي تعكس صغر محدودية حجم هذه الأسواق 1994 – 2004.

السنوات	القيمة السوقية مليون دولار	عدد الشركات المدرجة	قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	عدد الأسهم المتداولة مليون سهم
1994	72536	1089	10.513	3.150

1995	84619	1081	14.988	9.590
1996	107766	1091	30.529	26.621
1997	145562	1185	63.894	35.856
1998	122.872	1446	35.536	15.837
1999	149150	1634	35.594	11.865
2000	148.158	1678	36.538	9.073
2001	152.230	1687	42.687	23.522
2002	208858	1826	65.400	46.086
2003	363.827	1723	232.420	63.388
¹²¹ *2004	622422	1597	568.288	57028

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 1999، ص: 108.

صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2000، ص: 174.

صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2002، ص: 124.

صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2003، ص: 133.

من الجدول أعلاه نستخلص مايلي:

- **القيمة السوقية:** ويقصد بها عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في سعر إغلاق أسهم

الشركة في نهاية الفترة للشركات المدرجة في السوق.

ومن خلال الجدول رقم (08) نلاحظ أن القيمة السوقية لرسملة البورصات العربية

المدرجة أسهمها في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي قد إرتفعت من 72536 مليون دولار

عام 1994 إلى 152230 مليون دولار عام 2001.

وبقيت تعرف هذا الإرتفاع سنة 2002 ب 208858 مليون دولار مقابل 363827 مليون

دولار، أي بزيادة نسبتها 73.2%، أما بالنسبة لسنة 2004، فقد شهدت إرتفاع كبير بلغ

622422 مليون دولار، أي بزيادة نسبتها 72% مقارنة بنسبة 2003، وقد جاءت حصة

السعودية من حيث إجمالي القيمة السوقية في المرتبة الأولى نسبة 49.20% تليها الكويت

• المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، تقرير مناخ الإستثمار في الدول العربية، 2004، ص: 169.

بنسبة 11.82%، وتراوحت نسب أسواق الأوراق المالية العربية الأخرى ما بين 8.98% إلى أقل من 1% وهذا في سنة 2004.

- عدد الشركات في البورصة:

نلاحظ من الجدول رقم (08) أن عدد الشركات المدرجة إرتفع من 1089 عام 1994م إلى 1826 عام 2002، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى الزيادة الكبيرة التي حصلت في عدد الشركات المدرجة في سلطنة عمان من 96 شركة عام 2001 إلى 1150 شركة عام 2002، وفي مصر من 1110 عام 2001 إلى 1150 شركة عام 2002، بالإضافة إلى أنه تم لأول مرة عام 2002 رصد أسواق الأوراق المالية في كل من أبي ظبي، ودبي، والدوحة.

أما في عام 2003، فقد إرتفع في ثماني (08) دول من بين 14 دولة، وهي الأردن، البحرين، السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، الإمارات وقطر، كما تراجع عددها في ثلاث دول هي: تونس، مصر والمغرب، فيما أدرجت في أسواق السودان 47 والجزائر (3) 50 شركة خلال عام 2003، وهو العام الأول لدخولها قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وبذلك بلغ عدد الشركات المدرجة في الأسواق الأربعة عشر خلال عام 2003 حوالي 1723 شركة مقابل 1826 شركة عام 2002، بتراجع نسبة 5.64%، وذلك بسبب الإنخفاض الكبير في عدد الشركات المدرجة في مصر من 1150 شركة عام 2002 إلى 967 شركة خلال عام 2003.

أما في عام 2004، فقد تواصل التراجع في عدد الشركات المدرجة بسبب إنخفاض عدده في سوق المال في مصر من 967 إلى 792 شركة عام 2004.

- **قيمة الأسهم المتداولة (حجم التداول):** ويقصد به قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة.

نلاحظ من الجدول رقم (08) تحسنا في قيمة الأسهم المتداولة، وهذا خلال الفترة 1994 – 1997، إلا أنها تراجعت بشكل ملحوظ سنة 1998م من 63894 مليون دولار إلى 35536 مليون دولار، بسبب الأزمة المالية الآسيوية، وتأثر الأسواق المالية العربية بها، وفي عام 2002 شهدت قيمة الأسهم المتداولة تحسنا في سبع دول هي: الأردن، السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، مصر والمغرب، فيما تراجعت دولتين هما: البحرين وتونس، وبلغت

قيمة التداول الإجمالية خلال عام 2002 (65400) مليون دولار مقابل 42687 مليون دولار سنة 2001، أي بزيادة نسبتها 53.2% ، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى الزيادة الكبيرة التي شهدتها كل من سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت، بالإضافة إلى دخول سوقي أبوظبي ودبي، وفي عام 2003 بلغت قيمة الأسهم المتداولة الإجمالية 232420 مليون دولار، وترجع الزيادة إلى نفس الأسباب السابقة في عام 2002.

أما في عام 2004، إرتفعت قيمة التداول الإجمالية إلى 568288 مليون دولار، أي بزيادة نسبتها 146.6% وشكلت السعودية ما نسبته 83.23% من إجمالي حجم التداول ثم تليها الكويت.

- عدد الأسهم المتداولة: وهي عدد الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق خلال الفترة، بلغ عدد الأسهم المتداولة 3150 مليون سهم خلال عام 1994، وبقي في تطور إلى غاية 1997، إذ بلغ 35866 مليون سهم لينخفض سنة 1998 إذ بلغ 15837 مليون سهم، وهذا بسبب تأثير الأزمة المالية الآسيوية، وبقي في إنخفاض إلى غاية 2001، وقد تحسن سنة 2002 إذ بلغ 23.522 مليون سهم بسبب التحسن في أسواق كل من الأردن، البحرين، السعودية، سلطنة عمان، الكويت، لبنان والمغرب، فيما تراجع في كل من تونس ومصر.

أما في سنة 2003 فقد بلغ 63380 مليون سهم بسبب الزيادة في كل من الكويت والسعودية، بالإضافة إلى عدد الأسهم في الأسواق الجديدة وعلى الأخص سوق الخرطوم. أما في سنة 2004، فقد إنخفض عدد الأسهم المتداولة إلى 57028 مليون سهم، بسبب تراجع عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، وكذا سوق الخرطوم للأوراق المالية.

2- ضالة الطلب والعرض: وتعود أسباب ضالة الطلب إلى العناصر التالية:

2 - 1 - إنخفاض معدلات الإدخار: ويعود إنخفاض معدلات الإدخار في الدول العربية إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المتاحة للإستثمار، إضافة إلى ذلك إنعدام ثقافة الإستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثير من المستثمرين، والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية* والدول العربية غير النفطية.

فالدول النفطية بسبب إرتفاع معدلات الدخل تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الإدخار المالي لم يقل بشكل عام عن 30%، وقد يتجاوزها إلى 50% في السنة، بإستثناء الفترة ما بين 1986 – 1992، حيث إنخفضت أسعار النفط بشكل كبير، وقامت فيها حرب الخليج الثانية، وقد كان معدل الإستثمار المالي في هذه الدول أقل دائما من معدلات الإدخار المالي، مما حقق لها فوائض مالية للإستثمار في الخارج، إذ يصل متوسط الدخل الفردي في بعض هذه الدول كقطر مثلا إلى أكثر من 30000 دولار سنويا.

أما الدول العربية غير النفطية، فإنها تعرف بشكل مستمر معدلات منخفضة للإدخار المحلي تقل عن 15%، وكثيرا ما تستقر عند 12% و 13%، أما معدلات الإستثمار المحلي لهذه الدول، فإنها تتراوح بين 20% و 25%، مما يترتب عليه إحداث فجوة في الموارد تتراوح بين 6% و 15% من الناتج الإجمالي، الأمر الذي يفرض ضرورة الإعتماد على الخارج لتمويل هذه الفجوة المحلية، ويتدنى متوسط دخل الفرد في هاته الدول إلى 380 دولار سنويا كما هو الحال في موريطانيا.¹²²

الجدول رقم 08: نسبة الإدخار إلى إجمالي الناتج المحلي في الدول العربية 1972 – 2003.

	1972	1976	1981	1986	1991	1996	2001
	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2003
مجموع الدول العربية	48.1	49.6	35.9	19.8	21.9	25.2	29
الدول النفطية	57.1	55.5	43.3	22.3	25.5	30.9	36
الإمارات العربية المتحدة	74	70.5	56.2	40	37.1	35.8	37
البحرين	41.1	49.1	48.9	-35.5	22	27.3	36.6
الجزائر	32.1	40.1	38.6	25.4	30.7	33.7	42.2
السعودية	70.7	55	34.1	17.4	28.4	32	37.7
سلطنة عمان	41.8	46.4	43.2	31.8	23.8	28.8	33.9
قطر	35.4	88.7	46.9	29.1	34.5	50.2	62.5
الكويت	65.5	58.2	35.9	20.7	-0.8	26.9	22.4
ليبيا	39.9	50.1	32.6	17.8	17.6	22	22.9

¹²² صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، تمويلات التنمية في الوطن العربي، 2005، ص: 37.
 • الدول النفطية: السعودية، العراق، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الجزائر، عمان، قطر، ليبيا.

العراق	60.1	59.1	33.2	17.8	17.8	19.1	20
الدول غير النفطية	11.5	11.9	16.8	12.5	13.4	13.6	14.1
الأردن	-33.5	-18.9	-13.8	-2.2	7	1.8	-2.2
تونس	14.6	22.3	21.3	19.1	21.5	23.3	21.9
السودان	9	9.5	10.2	11.9	12.9	12.3	15.7
سوريا	4.3	12.2	10.6	10.9	15	20.1	28
لبنان	-9.7	56.9	-23	-38.8	11.3	9.1	-8
مصر	6	16.1	15.3	17.1	15.4	13.1	13.9
المغرب	9.2	12.3	12.9	17.6	16.2	17.3	15.3
موريطانيا	18.5	2.6	1.5	7.7	9.2	8.2	2.9
اليمن	-4.6	-5.8	-21	-5.9	-2.2	19	16.4

المصدر: صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، تمويل التنمية في الوطن العربي، 2005، ص: 51.

2 - 2 - انخفاض العائد: المحصل عليه من الإستثمار في سوق الأوراق المالية العربية وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات والودائع.

2 - 3 - ارتفاع سعر الفائدة: يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الإستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضًا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الإستثمار في الأوراق المالية العربية وكلما كان سعر الفائدة مرتفعًا كلما أحجم المستثمرين عن الإستثمار في سوق الأوراق المالية.

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

فالإقتراض من البنوك قد يكون قصير أو متوسط الأجل، فهو في الأغلب مرتفع التكلفة، وقد يكون طويل الأجل وبتكلفة أقل نسبيًا إذ تم من خلال طرح سندات في سوق المال، حيث يمكن التعامل مباشرة مع أصحاب المدخرات دون وساطة البنوك.

أما إذا وقع الإختيار على المشاركة، فإن المفاضلة ستكون بين ضم شركاء جدد معددين ومعروفين مسبقًا، وبين إصدار أسهم جديدة وطرحها للإكتتاب المفتوح في سوق المال،

ليشتريها من يرغب بغض النظر عن هويته، وهنا تكون الفرصة أكبر لجمع تمويل ضخم لمشروعات كبيرة تسهم في دفع عجلة التنمية، كما أن هذا الأسلوب يفتح الباب أمام صغار المدخرين للمشاركة في جني الأرباح وعليه، وبالرغم من تعدد مصادر التمويل وإختلاف مزاياها، فإن الكثير من الدراسات يؤكد أن رجال الأعمال في العالم العربي يفضلون الإقتراض من البنوك على مصادر التمويل الأخرى.

2 - 4 - عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق: في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الإستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وإرتفاع معدلاتها، مما يقلل من حجم الإدخار ومن ثم على الإستثمار.

2 - 5 - عزوف عدد كبير من المدخرين عن إستثمار أموالهم في السندات: وذلك لسببين: - أولهما تأثير معدل التضخم، إذ سجل في الدول العربية إرتفاعا بلغ 4.5% عام 2004، لثماني عشر دولة، حيث كان أعلى معدل في اليمن ب 12.5% وتليه مصر ب 11.1% ، أما أدنى نسبة فقد سجلت في السعودية 0.2%، وكذا سلطنة عمان 0.4% . - أما الثاني فإنه يتمثل في تحريم الإسلام للربا، حيث يمتنع المشترون العرب عن توظيف فوائضهم في الأوراق المالية خاصة منها السندات، بإعتبار أن لها عائدا ثابتا يتمثل في الفائدة والتي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

2 - 6 - ضآلة الإنفتاح على الخارج: من العوامل التي لاتزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة إستثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

بالإضافة إلى المعوقات الإقتصادية التي سبق ذكرها يمكن إضافة المعوقات الأتية:¹²³
2 - 7 - ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنويع، وهذه السمة المشتركة

¹²³صلاح الدين حسنا السيسي، مرجع سبق ذكره، 2003، صص : 59 - 61.

تضع قيودا على إستراتيجيات الإستثمار سواءا للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول، كما أصبح سهل المحمول والإتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطاع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن، قطاع الإسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يركز التعامل على قطاعين أو ثلاثة في البورصة.

2 - 8 - ضعف السيولة: تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للمواد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها السوقية والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها وتنخفض قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفؤة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي يمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الإستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

2 - 9 - التقلبات الشديدة في الأسعار: من الخصائص الأساسية التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر هي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى إعتقاد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع الماليمن شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وهناك في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5 % و 10 %، علما أن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

2- 10 - ارتفاع درجة تركيز التداول: وتعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة، وتعاني كافة بورصات الأوراق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية.

ويرجع ذلك لسببين وهما:

- إحتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، وبخاصة أسهم شركات القطاع العام.

3 - مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج: تمثل قضية توطين الأموال العربية بالخارج، والحد من هجرتها في الظروف الراهنة إحدى الأولويات الإستراتيجية للعالم العربي وذلك لإحداث نوع من التوازن بين الموارد الإقتصادية العربية بما فيها رأس المال وبين المردود الإقتصادي و الإجتماعي لهذه الموارد في ظل فجوة مالية كبيرة تعاني منها معظم البلدان العربية، وتصل في البعض منها إلى 70% ويتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات الخارجية، كما تعمل في نفس الوقت جاهدة على جذب مزيد من الإستثمارات الأجنبية بالداخل بالرغم من منافسة جميع دول العالم لها وضآلة الحجم المتوقع قدومه لها، لهذا تعد قضية الحد من هجرة الأموال العربية للخارج وإعادة توطينها من البلدان العربية من أبرز إهنمات العرب خاصة في ظل الظروف الصعبة التي تواجهها هذه الأموال بالخارج بعد أحداث 11 سبتمبر والتمثلة في التجميد والمصادرة في أحيان كثيرة.

وعليه في ظل التغييرات الدولية التي فرضتها الظروف الإقتصادية والسياسية التي يمر بها العالم العربي يجب أن تحظى ظاهرة هجرة رؤوس الموال العربية إلى الخارج بالتحليل الإقتصادي لأسباب ودوافع هجرتها وكذلك بإقتراح أهم السياسات والآليات الإقتصادية للحد من هجرتها والعمل على إعادة توطينها في العالم العربي وسنستعرض فيمايلي النقاط التالية:

- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج؛

- أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج؛

- مخاطرة هجرة رؤوس الأموال العربية؛

- الآليات المقترحة لتوطين وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها.

3- 1 - الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج:

سنتناول في هذه النقطة دراسة الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية بالخارج، حيث أنه إتضح أن التطبيق العملي للنظرية الإقتصادية كان في الإتجاه المضاد، ثم كيف أن الفرصة البديلة للإستثمار بالعالم الخارجي لم تكن أفضل من الإستثمار في العالم العربي من جميع الوجوه.

الفجوة التمويلية في العالم العربي، ويتمثل في عدم قدرة الموارد المالية لهذه الدول على تمويل الإستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى حوالي 70% يتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات وقد يترتب على هذه الفجوة زيادة حدة بعض المشكلات الإقتصادية في العالم العربي كالبطالة وإرتفاع الأسعار وضعف الإنتاج كما لم تستطع الإستثمارات البينية العربية وكذلك الأجنبية من سد هذه الفجوة التمويلية لضعف حجم الإستثمارات.

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

وبتحليل ظاهرة إنتقال رؤوس الأموال العربية في الإتجاه المضاد نطرح السؤال التالي: هل إستطاعت الأموال العربية أن تضحى بالإستثمار في الدول العربية مقابل فرصة بديلة أفضل في بلدان الفائض، والواقع العملي أيضا يشير إلى أن الفرصة البديلة أي الإستثمار في البلدان الأجنبية لم تكن هذه الأفضل حيث إنتقاء الميزة النسبية للمستثمر العربي في هذه البلدان حيث حجم الإستثمارات كبير والأموال متوفرة هناك، بالإضافة إلى وجود مؤسسات متطورة وقادرة على إقتناص الفرص ولا تدع مجالاً للمستثمر العربي في الحصول على

الفرص الجيدة، لهذا نشطت المحافظ المالية على مستوى العالم، والتي تقوم بتجميع المدخرات والقيام بالعمليات الإستثمارية نيابة عن المدخرين، إلا أن العوائد على مثل هذه المحافظ محدود حيث يذهب جزء كبير من الأرباح مقابل الإدارة والإستشارات والضرائب، ويلاحظ أن سبب الإلتجاء لمثل هذا الأسلوب هو عجز المستثمر على الإستثمار المباشر في هذه البلدان ولاشك أن إستثمار الأموال العربية بالخارج يضر مصلحة الإقتصادات العربية فهو حسب بعض المتخصصين نوع من التحديات، فهو يلحق الضرر بالمجتمع ويعرقل جهود التنمية ويساعد في زيادة حدة المشكلات التي تعاني منها.

3 - 2 - أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج ومخاطرها:

لقد أسهمت العديد من العوامل الإقتصادية والغير إقتصادية في هجرة رؤوس الأموال العربية للخارج كان من بينها عوامل جاذبة من البلدان الأجنبية المستقبلية للأموال وعوامل طاردة من داخل البلدان العربية.

3 - 2 - 1 - الأسباب الخارجية: يمكن إيجاز أهم الأسباب الخارجية على النحو التالي:

- **المحافظة على الأموال:** وكون هذه الإستثمارات مضمونة حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول أوروبا الغربية من وجهة نظر الأموال العربية المهاجرة، المكان والبلاد الأمن للحفاظ على قيمة هذه الأموال نتيجة لقوة الأداء الإقتصادي بهذه الدول والمتزامن مع القوة السياسية والعسكرية في ظل حرية إقتصادية تمنع الإقتراب من التعدي على هذه الأموال.

- **الربحية:** يعتبر عنصر الربحية من العناصر المهمة والمحددة لتحركات رؤوس الأموال وهجرتها، بل أنه يمثل في معظم الحالات العنصر الأهم، ومن المعروف إقتصاديا أنه كلما زادت درجة نضج الإقتصاد وتطوره قلت فرص الإستثمار المربح في هذا الإقتصاد، وتصبح بالتالي فرص الإستثمار في البلدان الأقل تطورا مثل البلدان العربية أكثر ربحية منها في الدول المتقدمة، وهو ما يفسر لنا أن أغلب الإستثمارات الأجنبية المباشرة تتم في بلدان مثل الصين، وبعض دول جنوب شرق آسيا التي مازالت أرضا بكرًا للإستثمار المربح علاوة على توفر بعض الشروط الضرورية الأخرى للقيام بهذا الإستثمار، وتتعلق هذه الشروط الضرورية بما يسمى بتهيئة المناخ الإستثماري في أي بلد من بلدان العالم.

- قدرة المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على إسترجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت وبدون عوائق : تتسابق دول العالم في سن التشريعات الخاصة بتحويل الأرباح أو إسترجاع الأموال في أي وقت بالنسبة للإستثمارات الأجنبية ومع ذلك فإن الولايات المتحدة الأمريكية حتى الآن هي الدولة الوحيدة في العالم التي لا تعلن في قوانينها موقفا من تحرك رؤوس الأموال الوطنية أو الأجنبية دخولا أو خروجاً، وإن كان هذا لا يعني عدم وجود سياسات تحد من مثل هذه التحركات.

هذه هي أهم الأسباب لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى مثل التقدم والتطور في البنية التحتية والفوقية للإستثمار في هذه الدول.

وبعد هذا العرض والتحليل نستطيع أن نحدد أوزانا ترجيحية للأسباب الخارجية لهجرة الأموال العربية للخارج على النحو التالي:

- المحافظة على الأموال والضمان 60%.

- الربحية 20%.

- القدرة على إسترجاع الأموال والأرباح بدون قيود 20%.

3 - 2 - 2 - الأسباب الداخلية: أما عن الأسباب الداخلية (الطاردة) لهجرة الأموال العربية بالخارج فيمكن توضيح أهمها:

- ضعف المقدرة الإستيعابية للإقتصاديات العربية: وتتمثل في عدم إستطاعة هذه الإقتصاديات إستغلال الموارد المتوفرة لديها إستغلال كاملا في تحقيق مستوى من التنمية تتناسب مع مستوى هذه الموارد، ومن أمثلة على ذلك عدم مقدرة البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على إستثمار ما لديها من فوائض مالية بالرغم من توافر الكثير من الفرص الإستثمارية ذات الجدوى في المجالات المتعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.

- بالرغم من الإصلاحات الإدارية والقانونية التي تمت في معظم البلدان العربية فلا زالت هناك الكثير من المشاكل التي يتعرض لها المستثمرون العرب داخل البلدان العربية فلا زالت الميزاجية وشيوع الروتين والفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية تمثل حاجزا كبيرا لإنسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية وهروبها إلى الخارج.

- غياب التطبيق العملي على أرض الواقع للإصلاحات الإدارية والتنظيمية وكذلك التشريعات الخاصة لجذب الإستثمارات العربية.

- **عدم كفاية أوعية جذب الإستثمارات العربية:** لما كانت الدول العربية تعاني من ضعف المؤسسات المالية، كما أن النشاط الإقتصادي الإستثماري والمالي عادة ما تهيمن عليه الأجهزة الحكومية أو المختلطة مع سيطرة واضحة للقرار الحكومي لذا يجد المستثمر العربي صعوبة كبيرة في توجيه إستثماراته.

بالإضافة إلى هذه الأسباب يمكن إضافة المعوقات التشريعية، فهي من بين الأسباب التي تحول دون تمكن الدول العربية من الحفاظ على أموالها ولا الإستحواذ على حصص من الإستثمار الأجنبي.

فبالإطلاع على قوانين تشجيع الإستثمار في الدول العربية فيما عدا تلك التي لا توجد فيها حتى الآن قوانين لتشجيعه- البحرين والإمارات العربية المتحدة- يمكننا ملاحظة أن قوانين الإستثمار العربية لا تتضمن نصوص صريحة تخص خضوع الإستثمار للدستور والقوانين السارية التي لا تتعارض مع أحكامه، وعدم التصريح قانونيا بتمتع الإستثمار والمستثمر بأسس قواعد الحماية التشريعية، بالإضافة إلى أن قوانين الإستثمار العربية تشجع الإستثمار في مجالات محددة.¹²⁴

3 - 3 - مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية: يمكن حصر مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج في النقاط التالية:

- معدلات الفوائد الوهمية ليست الحقيقية: إذ يترك لكثير من أصحاب التوظيفات المالية أن ما يتقاضونه من فوائد البنوك الأجنبية أعلى من نظيراتها في بنوكهم الوطنية، إلا أن ذلك ليس إلا دخلا وهميا، إذ أن الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية تعاني من حالات التضخم النقدي، حيث تشدد نسبته أو تخف تبعا للأوضاع الإقتصادية، هذا ولما كانت نسبة التضخم تقاس- عادة- بنسبة إرتفاع مستوى الأسعار (أسعار المواد الإستهلاكية في الغالب) فهذا يعني أن القوة الشرائية للعملة المصابة بالتضخم تنخفض قوتها الشرائية داخل بلدها للسلع والخدمات بنفس نسبة التضخم، إن ظاهرة التضخم التي إعترت دول العالم هي التي

¹²⁴ سعدونوكابوسوفارسفضل، إقتصادياتالدولالعربيةبينإشكاليةالتهميشالماليوالأمواللمهاجرة، مركز البصيرة للبحوث والدراسات الإنسانية، العدد 6، جويلية 2005، ص: 71- 72.

دفعت بأسعار الفائدة إلى معدلات عالية جدا، على عكس ما قد يظن البعض أن هذا الإرتفاع مرده إلى الطلب المتزايد على تلك العملات من قبل الدولة المقترضة حديثة النمو، كبلدان أمريكا اللاتينية وآسيا وإفريقيا.

- خطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية إتجاه العملات العربية: يعتبر الدولار الأمريكي العملة الرئيسية الموظف فيها 80% إلى 90% من الفوائض النقدية العربية، وهو خاضع لتقلبات واسعة في سعر صرفه بالنسبة لبقية العملات، وفقا للمصالح الخاصة للولايات المتحدة الأمريكية.

فإذا أقدم الأفراد والحكومات العربية على توظيف أموالهم في الدولار مثلا، وكان وقتها مقوما بأكثر من قيمته الحقيقية، فأى هبوط في سعر صرفه شأنه أن يلحق أضرار بهؤلاء المستثمرين وقد يبتلع الإنخفاض هذا قسما من أصل المدخرات ذاتها.

- خطر عزز الدول والمؤسسات المقترضة للأموال على التسديد.

3-4 - الآليات المقترحة لتوطين وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها:

يكاد يتفق جميع الإقتصاديين على أن عودة جميع الأموال والإستثمارات العربية المهاجرة من الدول الأجنبية بشكل سريع وتلقائي هو نوع من الخيال، كما أن مقاطعة الإستثمار في جميع دول العالم خارج الوطن العربي يعتبر مستحيلا من الناحية العملية، فكبر حجم الأموال المهاجرة وتنوع الإستثمارات بين قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل والقيود التي تضعها الدول الأجنبية على تحركات هذه الأموال، والمصالح المشتركة والتشابكات الإقتصادية بين البلدان العربية والبلدان الأجنبية والظروف السياسية أحيانا تحتم وضع إستراتيجية لعودة الأموال والإستثمارات المهاجرة إلى بلدانها العربية بشكل منظم وتدرجي وتبعاً للتقدم الذي يتم إحرازه في مجال إيجاد آليات مناسبة لجذب هذه الأموال.

كما تسعى الدول العربية إلى بذل مزيد من الجهد والعمل لتفعيل ذلك من خلال توفير المناخ المناسب للإستثمار الذي يتجسد في تحسين معدلات النمو الإقتصادي، وكذا تفعيل دور السياسة المالية خلال الحد من عجوزات الموازنة العامة عن طريق الترشيد الأمثل للإنفاق وليس تثقيله والحد من ظاهرة المبالغة في فرض الضرائب، ولما كان الأداء القوي للبنوك والمؤسسات المالية في أي دولة الواجبة والحافز لتوطين الأموال والإستثمارات بهذه الدول

يجب إذن التركيز على السياسة النقدية في الدول العربية من خلال مساهمتها في الإستقرار الإقتصادي وكذا تطبيق معايير المحاسبة الدولية ووضع قواعد للتعاون في مجال مكافحة غسل الأموال، بالإضافة إلى زيادة تشجيع الإندماجات والتحالفات الإستراتيجية بين البنوك العربية وذلك لمواجهة إتفاقيات الجات لتحرير الخدمات المالية والتي تنص على حرية البنوك والمؤسسات المالية للدول الموقعة على الإتفاقيات بفتح فروع لها في جميع الدول الموقعة على الإتفاقيات.

كما أنه هناك جوانب أخرى يجب أن تأخذها الدول العربية بعين الإعتبار لإستعادة الأموال المهاجرة وهي جوانب مكملة للمناخ الإقتصادي العام وهي تشمل الجوانب السياسية، التشريعية والمعلوماتية.

- فلا شك أن المزيد من الإصلاحات السياسية والتشاور مع المواطنين سيشكل أرضية صلبة لعودة الأموال المهاجرة من الخارج وكذلك الحرية المنضبطة للفكر وحرية الإعلام والصحافة وحرية الرأي الأخر، وكذلك من المزيد من الإصلاحات القانونية والتشريعية والمعلوماتية وإتفاقيات منع الإزدواج الضريبي في البلدان العربية وتطبيق هذه الإصلاحات على أرض الواقع سيكون له مردود إيجابي.

- الإهتمام بوجود قاعدة بيانات دقيقة يستطيع المستثمر الإعتداد والإسترشاد بها.

- دعم المؤسسات والهيئات غير الحكومية من قبل الحكومة لدعم الإستثمار مثل الغرف التجارية والصناعية وجمعيات رجال الأعمال، المنتديات الفكرية والعلمية وغيرها.

6المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر.

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطور يذكر، صحيح أن إنشاءها جاء لإستكمال متطلبات إقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا، إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فإمتزجت بين عوائق سياسية، إجتماعية، دينية وأخرى إقتصادية بدرجة كبيرة وسوف نحاول التفصيل أكثر في هذه العوائق من خلال العناصر التالية:

- معوقات سياسية، قانونية، ثقافية وتنظيمية؛

- معوقات إقتصادية.

1 - المعوقات السياسية، القانونية، الثقافية والتنظيمية: يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات وفي مختلف المجالات منها سياسية، قانونية وثقافية نتناولها في النقاط التالية:

1 - 1 - المعوقات السياسية: إن العائق الأكبر الذي يواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر هو مشكل عدم الإستقرار السياسي، هذا الأخير يعتبر الشرط الأساسي الواجب توفره لجلب المستثمرين خاصة منهم الأجانب للإستثمار في البورصة، حيث يستبعد إستثمارهم في ظل أوضاع سياسية غير مستقرة ذلك لأن كل مستثمر يسعى للحصول على أقصى حد من الضمانات لإستثماره.¹²⁵

1 - 2 - المعوقات القانونية: من الناحية القانونية نجد أن من أهم تقنيات الخصوصية هي فتح رأس مال المؤسسة العمومية من خلال بيع أسهمها في البورصة، غير أن هذا الأمر لم يؤخذ بشكل جدي في الجزائر وهذا راجع إلى الإطار القانوني الضيق المتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصوصية المؤسسات العمومية.

وفي هذا الصدد نشير إلى أن رغم المجهودات التي قامت بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا شركة إدارة بورصة القيم من خلال وضع قوانين تسيير نشاط البورصة في الجزائر إلا أنه يلاحظ غموض بشأن المستثمرين الأجانب.

كما ظلت تواجه قصور أطر المؤسسة القانونية والتشريعية التي تحكم أصول وقواعد العمل في الأسواق المالية الأولية والقانونية، أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم الأسواق وتطوراتها المالية للتطورات الحاصلة في أسواق المال الدولية، إذ نرى التردد والغموض في إصدار التشريعات والنظم القابلة والمستوعبة لفكرة التطوير اللاحق مما أدى إلى تباطؤ عملية إندماج أسواق الأوراق المالية في الجزائر بمحيطها الدولي.¹²⁶

1 - 3 - المعوقات الثقافية: إن السياسة السليمة لتجنيد الإدخار، وخاصة الإدخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الإعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، منها السندات،

¹²⁵ <http://ecotlem.forumarabia.net>, 18 october 2008, 10 :12.

¹²⁶ نفس المرجع السابق.

باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا إنعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الإستثمار في العقارات والعملات وإعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.

1-4 - المعوقات التنظيمية: وتتمثل فيمايلي:¹²⁷

- **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، وذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

- **ضعف حجم المبادلات:** إن المبادلات أو المعاملات هي عبارة عن مجموع عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، فحجم المبادلات يعتبر أحد المؤشرات التي تعبر عن مدى فعالية البورصة، فكلما كانت هناك حركة تداول كبيرة كلما كانت هناك سيولة للأوراق المالية، فالمستثمرون يفضلون البورصة التي تعرض له إمكانية سيولة الأسهم بشكل كبير.

فجميع المؤسسات المدرجة في البورصة عرفت إقبالا كبيرا على قيمتها المعروضة للبيع من خلال السوق الأولي حيث كانت النتائج كالتالي:

- القرض السندي لسوناطراك: فاق الأهداف المسطرة ب 40.

- رياض سطيف: تم إكتتاب 55% من الأسهم من طرف الجمهور و 45% تم إكتتابها من طرف بنك التنمية المحلية.

- مجمع صيدال: فاق الطلب العرض بنسبة 143.

- فندق الأوراسي: فاق الطلب العرض بنسبة 139.2.

لكن هذا الإقبال لم يكن كذلك من خلال السوق الثانوية فحجم المعاملات الكلية ضعيف إذ قدر ب 4.458% ما بين 13 سبتمبر 1999 إلى غاية 4 سبتمبر 2000، هذا ما أثر على أسعار

¹²⁷نفس المرجع أعلاه.

القيم المتداولة حيث أنها لم تعرف تغيرات كبيرة الأمر الذي ساهم في ركود بورصة الجزائر.

وفي بعض الحصص كان يلجأ إلى عقد السيولة من أجل تنفيذ أوامر البيع والشراء أي أن الوسيط المتعاقد مع الشركة المصدرة يقوم بشراء أو بيع الأسهم أو السندات إذا لم يكن هناك أشخاص يريدون الشراء أو البيع، فهو بذلك يسمح بامتصاص القيم المتداولة التي لم تجد حاملا وهذا من أجل تفادي تدهور الأسعار ويمكن إرجاع ذلك إلى تدني الطلب على الأسهم والسندات بسبب إنخفاض معدل الدخل النقدي والإدخار الفردي ومنافسة الدولة ومؤسساتها للمدخرين من الأفراد في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها للأوراق المالية وحرمان السوق منها هذا من جانب، وتدني العائد الصافي لمعاملة الضريبة لعوائد الوراق المالية التي تعتبر من العوامل المقيدة للإستثمار في الأسهم والسندات وتعتبر معدلات هذه الضرائب عالية من جانب آخر.

- عدم التنوع في إصدار الأوراق المالية: إن الأوراق المتداولة الآن في بورصة الجزائر إنما هي أسهم عادية وسندات عادية وكما تطرقنا إليه سابقا أنه توجد عدة أنواع من الأوراق المالية حيث كل نوع يتميز عن الآخر بميزات مختلفة، وبالتالي وجب التنوع في إصدارها حتى يتسنى للمستثمرين التنوع في محافظهم المالية من جهة وإستعمالها لجلب المدخرين للإكتتاب فيها من جهة أخرى إذ أن التنوع في الأوراق المالية يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

- وجود بعض النقائص في الهيكل التنظيمي: فمثلا 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، على غرار البورصات العالمية التي تعمل 24/24 ساعة خلال كل أيام الأسبوع، ففي بورصة الجزائر تدوم عملية التسوية 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 لاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

2 - المعوقات الاقتصادية: في الجانب الاقتصادي يقف أمام تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات نذكر منها:

2 - 1 - عائق الخصوصية: يضم مفهوم الخصوصية عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الإقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخصوصية. الخصوصية هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات إقتصادية وإجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الإقتصادية.

وعلى هذا فإن الخصوصية تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الإقتصادي وأطولها، على إعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.

وبالرغم من إعتبار الخصوصية في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الإقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخصوصية...)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخصوصية الفعلية، وفيما يلي عرض لهذه المعوقات.

2 - 1 - 1 - معوقات خاصة بالمؤسسات القابلة للخصوصية: ترتبط هذه المعوقات السياسية والإجتماعية، وبالوضع البيئية للمؤسسات التي ستخصص.

ويمكن تلخيص العوامل السياسية والإجتماعية داخل الهيئات المعنية فيما يلي:

- تعاضم القطاعات العمومية، إن المؤسسات العمومية عامل جذب لطالبي الشغل، وبالفعل فإن الدخول إلى مناصب العمل في هذه المؤسسات يعطي نوعا من تأمين الشغل، مما يؤدي إلى إرتفاع في التعداد، الشيء الذي يطرح مشكلة تسيير الموارد البشرية على مستوى المؤسسة.

- أرضية العلاقات ذات الطابع الزبائني، إن الشمول في تسيير الموارد البشرية في المؤسسات العمومية أدى تدريجيا إلى تشكيل شبكات ذات طابع عائلي وسياسي، وأن النمو العام لهذه الشبكات أفرز معارضة لبرامج الخصوصية التي تشكل خطرا محتملا يكشف هذه الشبكات المشكلة ويفضح ممارستها.

- الوضعية السيئة للمؤسسات التي سوف تخصص، وتعود هذه الوضعية السيئة إلى أسباب:

- ✓ مؤسسات ملتزمة للميزانية، وهذا راجع إلى غياب الإهتمام بالمردودية، وتترجم هذه الوضعية في أعباء إستغلال متزايد، وعجز إستغلالي دائم، مما يتطلب تدخل الدولة عبر المساهمات المالية المختلفة (إعانات إستغلال، إعانات التجهيز، ضمانات مالية، السماح بالسحب على المكشوف... الخ) .
- ✓ غياب الحافز لدى المستثمرين (المقاولين) المحتملين.
- ✓ سوء تسيير الموارد البشرية وهذا راجع إلى غياب الحافز وتغيب نفسي معلى.
- ✓ تأثير كبير للهيئات النقابية على مجموع العمال.
- ✓ ثقافة مؤسساتية تشكل عائقا حين الخوصصة ذلك أنه هناك مقاومة لروح المؤسسة الخاصة.

2 - 1 - 2 - معوقات مرتبطة بمحيط المؤسسات القابلة للخوصصة:

يمكن رصد الصعوبات في مجموعتين:

2 - 1 - 2 - 1 - سوق الخوصصة: وفي هذا المستوى يمكن تلمس الصعوبات التالية:

أولاً: البعد التنافسي:

- حالة الإحتكار: وهي حالة مؤسسة القطاع العام التي ستخصص في حقل تنافسي بينما السوق محدود، وبديهي أن عملية الخوصصة في هذه الحالة لن تؤدي إلى المنافسة.
- حالة تنافس حقيقي: وهي حالة مؤسسات القطاع العام الإقتصادية التي تمت في محيط إحتكاري، وستعرضها الخوصصة إلى المنافسة، وهذه الوضعية ستسبب بالنسبة للمؤسسة المخصوصة في صعوبة الإندماج ضمن التيار الخاص، وهي صعوبة ناتجة من أن الإندماج سيزعج مصالح كانت قد تأسست تحت إمبراطورية الإحتكار.

ثانياً: سلوك المشتريين المحتملين (الكامنين):

- عدم كفاءة أو حذر المشتريين المحتملين المحليين: إن عدم الكفاءة أو الحذر غير مبرر في حالة المؤسسات التجارية، على إعتبار أن المشتريين المحليين في الغالب هم أنفسهم الممارسين للمهنة، إن إقبال المشتريين المحليين على المؤسسة التجارية كبير لأن الربح فيها سريع، وعلى العكس فإنه يمكن الحديث على حذر حقيقي من طرف المشتريين المحليين في حالة التنازل عن المؤسسات الصناعية للقطاع العام.

- المستثمرين الأجانب يركزون في الغالب على الإستثمار في القطاعات عالية المردودية، والتي تتطلب تحكما كبيرا في التكنولوجيا، مثل المحروقات والسمعي البصري، والإتصالات وغيرها، وذلك على إعتبار أنهم يملكون معدات إستثمارية كبيرة.

2 - 1 - 2 - المعوقات المؤسسية: ويمكن ذكر من بين المعوقات مايلي:

- عجز في نظام الإدخار المحلي، ذلك أن المستثمرين المحليين هم ضحية عجز القنوات البنكية التي لا تقدم الدعم الذي يستحقه المشتريين.

- عدم القدرة على إيجاد حلول بديلة فيما يخص التمويل اللازم لتنمية البورصة من أجل خلق أقطاب مالية.

- الوضع القانوني: والذي يتميز بمايلي:

❖ جباية ثقيلة بالنسبة للمشتريين المحتملين.

❖ حقوق جمركية عالية.

❖ أعباء إجتماعية مقيدة.

2 - 2 - معدل التضخم: منذ بداية التسعينات من القرن الماضي بدأت تسود موجة تضخمية

مستمرة في الجزائر، ولقد دار النقاش، في معظم الندوات واللقاءات حول ظاهرة التضخم وأساليب معالجته، فالبعض إعتبرها ظاهرة ظرفية، وإعتبرها البعض الأخر حتمية لا بد منها في مرحلة الإنتقال من الإقتصاد المخطط بشكل إداري إلى نقيضه، أي إقتصاد السوق.

ومن الملاحظ أن مقومات التضخم بالجزائر بدأت تشق طريقها، وتتعرق في توغلها، منذ أوائل التسعينات وإشتدت حدتها في منتصف التسعينات وخلال مرحلة الإقتصاد المخطط وإلى نهاية الثمانينات لم يتعد معدل التضخم 9%، وذلك لأن إستقرار الأسعار كان السمة السائدة في الإقتصاد الجزائري، حيث كانت الدولة تعالج العجز في الميزانية باللجوء إلى إجراءات السيولة النقدية، وخاصة مع نهاية عشرية الثمانينات، مما أنتج زيادة وفائضا في عرض النقود، وبطبيعة الحال حدث التضخم النقدي، فقد كانت الزيادة أكبر من الحاجة إليها، أي الطلب على النقود.

ولعل أهم مؤشر للطلب على النقود هو الناتج المحلي الإجمالي، والذي من المفروض أن يؤخذ بدون إنتاج النفط، حيث لا يشكل طلبا على النقود في الداخل إنما يصدر القسم الأعظم منه .

لقد كان الناتج المحلي الإجمالي اللانظفي منخفضا، ذلك أن حصة النفط من الناتج المحلي الإجمالي كانت كبيرة جدا، ومن هنا تفاقم الإختلال بين العرض النقدي والطلب النقدي، مما أدى إلى ما يسمى بظاهرة التضخم النقدي، هذا ما حدث بالفعل في أوائل التسعينات، حين أدى تخفيض العملة إلى تزايد معدل التضخم المضغوط، وإرتفاع تكلفة الواردات، وكذا تكلفة الديون الخارجية، ولقد دفع العجز في الميزانية إلى إصدار نقود إضافية لتغطية ذلك العجز، وهكذا بلغ معدل التضخم السنوي 39% نهاية 1994، في ظل هذه الحالة فإنه قد تم الإتصال بداية 1994 بالمؤسسات النقدية الدولية وخاصة صندوق النقد الدولي- البنك العالمي- وتم التوصل إلى ضرورة التعديل الهيكلي، ولقد كانت السياسة النقدية الصارمة التي طبقتها الجزائر خلال فترة التصحيح من بين السياسات المساعدة على خفض التضخم، فقد تراجع نمو الكتلة النقدية من 21.5% عام 1993 إلى 10.5%، ليعود إلى الإرتفاع من جديد سنة 1998 إلى 17.8%، وإلى 20.4% في عام 2002، وهو مؤشر ينذر بالعودة إلى زيادة معدلات التضخم مرة أخرى، وإلى غياب الإستقرار الذي تم تحقيقه بفضل تضحيات كبيرة.

وعلى الرغم من التراجع المسجل في نمو الكتلة النقدية مقارنة بما كان عليه في عامي 1992-1993، إلا أنه يبقى مرتفعا نسبيا، مقارنة بمعدل نمو الكتلة النقدية عند جيراننا في كل من تونس والمغرب، حيث لا يتجاوز 8% سنويا.

ومما لاشك فيه أن تقليص القدرة الإدخارية للعائلات، هو ما أدى إلى إنخفاض الطلب على الأدوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية في الجزائر.

2-3 - الإقتصاد الموازي: الإقتصاد الموازي، أو ما يسمى الظل (الخفي) يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الإقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الإقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم إقتصاد الظل هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية وكذا مدفوعات الضمان الإجتماعي.

وتمثل هذه السوق في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الإستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهضة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.

2 - 4 - ضغط الحوافز الجبائية: ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الإقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة إنخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الإقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع، أو الخدمات، أو حتى في الأصول المالية.

وهذا ما يدفع المتعاملين الذين لحقهم الضرر من النظام الجبائي إلى تغيير سلوكياتهم الإستثمارية، الإستهلاكية، والإدخارية من جهة، وتجعل من جهة أخرى النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب، مثل ضريبة IBS التي تعادل 30% من الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، ومثل زيادة الضريبة على الدخل الإجمالي IRG التي تخضع مرة أخرى إلى إزدواجية الضريبة، عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية الجزائرية.¹²⁸

2 - 5 - ضعف الإفصاح والشفافية: يعاني المستثمرون، في العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو

¹²⁸ محمد براق أرون، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 25.

المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات.

أما في بورصة الجزائر فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من إتخاذ قرار الإستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا إنعدام صناعة التحليل المالي و الإستثمار.¹²⁹

2 - 6 - طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر:

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توفرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو أشخاص معنويين، إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOB يؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، إلى أن المتتبع للوساطة المالية في الجزائر، هناك خمس شركات وساطة مالية معنوية، وهي:

- الراشد المالي والهيئات المكونة له (صندوق إعادة التأمين، البنك الجزائري الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي).

- الشركة المالية للإستشارة والتوظيف (الشركة الوطنية للتأمين، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية).

- شركة التوظيف في القيم المنقولة (الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، بنك الفلاحة والتنمية الريفية).

- الشركة العامة المالية والإستثمار (القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط، المؤسسة الجزائرية للتأمينات).

- وسيط البنك الإتحادي (البنك الإتحادي).

وما يمكن إستخلاصه هو:

¹²⁹ رشيد بوبوكسانيو نسيمية أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم 6، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة، ص: 38.

- أن تركيبة شركات الوساطة المالية مكونة من بنوك وشركات تأمين، وهي كلها ملك للدولة، ومعنى هذا أن القطاع الخاص مستبعد.

- أن هؤلاء الوسطاء أشخاص معنويون لا يوجد فيهم شخص طبيعي كم ينص عليه القانون المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، ومعنى هذا أن الشخص الطبيعي الوسيط غائب إلى يومنا هذا.

- إن إختيار أن يكون الوسطاء في عملية البورصة في المرحلة الراهنة، ممثلين في الهيئات المالية والنقدية بنوكا وشركات تأمين عمومية (مستثمرين تأسيسيين) إضافة إلى ضعف القدرة الإدخارية للعائلات يعطي الإنطباع بأن هيئات الوساطة في البورصة قد تهتم أكثر بتكوين محافظ مالية للبنوك التي تتبعها، ويخشى- في حالة عدم تعريض شركات المساهمة التي تظطلع حاليا بمهام الوسطاء في عمليات البورصة للتنافس فيما بينها بالقدر الكافي- أن تضيع مصالح المتعاملين الآخرين، وخاصة منهم الجمهور العريض.

2 - 7 - عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر:

من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيله متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلائم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فهناك عدد ضئيل من الأوراق المالية بالمقارنة مع الأسواق العربية.

المبحث الثالث: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها.

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية العربية أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لأخر، ربما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى، في أغلب الدول العربية، كما أنها تكاد تكون غير موجودة في عدد آخر من الدول والسبب في ذلك يعود إلى فقر أسواق الأوراق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة، ويقف وراء ذلك كما إرتأينا سابقا عدة عوائق منها ما يتعلق بالبيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق ومستويات الإدخار المحلي وعادات الإستثمار ومنها ما هو متصل بالسياسات الإقتصادية.

أمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، ذلك أن تطورها سيساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دوراً أساسياً في إستقطاب المدخرات وتوجيهها على أكثر الأوعية الإستثمارية ذات الكفاءة العالية وخلق أسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية ومن ثمة تحقيق إستقرار إقتصادي كلي بشكل عام. بالإضافة إلى ضرورة القضاء على هذه العقبات وتجاوزها، هناك أيضاً الحاجة إلى تكثيف الجهود لتحقيق الربط بين الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، الأمر الذي سيساهم بدوره على نموها، وهذا يتطلب فهم ومواجهة العقبات التي تحول دون هذا الربط والتنسيق في هذا المجال ولما لا لغيره من المجالات الإقتصادية الأخرى.

وفي هذا الإطار تلعب المؤسسات الإقليمية كصندوق النقد العربي دور مفيد في متابعة وإقترح حلول تساهم في تطوير أسواقنا العربية، بالإضافة إلى الجهود التي تقوم بها كل دولة منفردة بهدف الرقي بأسواق الأوراق المالية العربية.

وعليه سوف نتطرق إلى دراسة بعض الإسهامات لتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وكذا جهود الربط فيما بينها.

ولقد تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين:

- إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؛

- ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية.

المطلب الأول: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

في ضوء التحديات الكبيرة التي تواجه إقتصاديات الدول العربية، تلبية للإحتياجات التمويلية المتزايدة في المنطقة وفي ظل العقبات التي تحد من أداء أسواق الأوراق المالية العربية الدور المطلوب منها في سد الفجوة التمويلية، لذا أصبحت عملية البحث في سبل تجاوز هذه العقبات أمراً مطروحا ومطلوباً في نفس الوقت من أجل تعزيز إستقرار الإقتصاد الكلي والإسراع في وتيرة النمو الإقتصادي وتمكين الأسواق العربية من التكيف مع الصدمات الخارجية.

وفي هذا الإطار يسهر صندوق النقد العربي دائماً على البحث في سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية، وكذا إقتراح حلول تحد من العوائق التي تحول دون تطور أسواق الأوراق المالية العربية لذا تم تقسيم هذا المطلب إلى:

- مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية؛

- إقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

1- مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية.

حظى موضوع تطوير الأسواق المالية العربية باهتمام خاص في إتفاقية إنشاء الصندوق، إذ نصت في مادتها الرابعة أن من بين الأهداف التي يسعى الصندوق إلى تحقيقها هو تطوير الأسواق المالية العربية كما نصت المادة الخامسة أن من الوسائل التي يستخدمها الصندوق في تحقيق أغراضه هو تشجيع حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء. وعند إنشاء الصندوق كانت الجهود العربية المبذولة في هذا المجال تستهدف إنشاء سوق أوراق مالية عربية.

ويذكر في هذا الصدد الأمانة العامة لجامعة الدول العربية تقدمه إلى المجلس الإقتصادي والإجتماعي بمقترح إنشاء ذلك السوق، مدفوعة نحو ذلك بالإهتمام الذي أخذ هذا الموضوع يلقاه إثر ظهور الفوائض المالية لدى الدول العربية المصدرة للنفط وما تبع ذلك من محاولات لإنشاء أسواق أوراق مالية في عدد من الدول العربية لتشجيع إنسياب رؤوس الأموال فيما بينها. ووافق المجلس الإقتصادي والإجتماعي في عام 1976م على مقترح الأمانة من حيث المبدأ ثم كلف المجلس محافظي المصارف المركزية بإستكمال الدراسات التي أعدتها الأمانة حول الموضوع والنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق.

كما أبرز تقرير اللجنة الفنية التي شكلها مجلس محافظي المصارف المركزية أمرين، الأول هو أن الأسواق المالية في الدول العربية كانت تعاني الكثير من القصور ومن عدم توفر قنوات الإتصال فيما بينها

أما الأمر الثاني، والذي جاء نتيجة للأمر الأول، فهو محدودية التدفقات المالية على أسس تجارية بين الدول العربية

ونتيجة لتلك العوامل، لم تتوفر قنوات الإتصال فيما بين هذه الأسواق، لفتح مجالات التعامل، وبالتالي تسهيل إنسياب التدفقات المالية على أسس تجارية فيما بينها على الرغم من الإمكانات المتاحة في شكل فوائض في جانبا الدول العربية المصدرة للنفط، والطلب المتزايد على التمويل الخارجي في جانب الدول العربية الأخرى وسوف نتناول في هذا العنصر جهود الصندوق في سبيل تطوير الأسواق المالية في الدول العربية من خلال:

- برامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية؛

- جهود الإصلاح الإقتصادي وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية

1-1 - برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية:

سعى الصندوق في بداية عمله للتعرف على متطلبات تطوير الأسواق المالية في الدول العربية بحيث يمكن له في ضوء تطور قدراته الفنية وزيادة معرفته لمتطلبات تطوير هذه الأسواق، وضع برامج عمل له في هذا المجال.

وفي هذا السياق نظم الصندوق في أوائل عام 1984م مؤتمر (أسواق رأس المال في الدول العربية، واقعا ومجالات تطويرها) بهدف مراجعة وتقييم التطورات الحديثة في هذه الأسواق.

وفي ضوء ما إنتهى إليه المؤتمر من توصيات، وبناءا على ما تجمع لديه من خبرات ودراسات، بلور الصندوق برنامج عمل في مجال الأسواق المالية تضمن ثلاث بنود رئيسية وهي:

القيام بمسوحات ودراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء للتعرف على الأوضاع القانونية والمؤسسية، وإنشاء قاعدة معلومات من أنشطة هذه الأسواق وتقديم المساعدة الفنية للدول الأعضاء في تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها.

وقد تم التوسع في هذا البرنامج في ضوء إحتياجات المراحل المختلفة لتطوير نمو الإقتصادات العربية، فقد إنشأ الصندوق لاحقا آلية متخصصة لتقديم خدمات تقييم الملاءة الإنتمانية، والتوسع في تقديم العون المادي والفني للإصلاحات الإقتصادية الكلية بصورة

عامة وكذلك الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي في إطار تسهيل التصحيح الهيكلي.

وقد إستهدف الصندوق العمل من خلال هذا البرنامج على مساعدة الدول العربية في إنشاء وتطوير أسواقها المحلية وفق المعايير الدولية، وبما يحقق درجات متنامية من التوافق في مسار نموها في إطار البيئة الإقتصادية الكلية الأكثر إستقرار وملائمة لتطور هذه الأسواق.¹³⁰

1 - 1 - 1 . المسوحات والدراسات الميدانية: إستهدفت المسوحات والدراسات التي أجراها الصندوق الوقوف على العوامل التي كانت تحول دون نمو وتطور هذه الأسواق وإنتفاحها على بعضها البعض، والتقدم بإقتراحات حول التطورات العملية التي يجب إتخاذها لتقليل تلك المعوقات.

وشملت تلك الدراسات الدول التي كان لديها أسواقا لأوراق مالية قائمة، أو تلك التي كانت تشير أوضاعها إحتمال قيام أسواق فيها، وغطت الأوضاع القانونية والمؤسسية المتعلقة بتلك الأسواق.

و تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن الصندوق أعد دراسات حول عشر دول عربية شملت الأردن و الإمارات و البحرين و تونس و الجزائر و عمان و قطر و الكويت و مصر و المغرب، وقد تم إرسال الدراسات التي إستمر العمل في إعدادها فترة عامين، إلى السلطات المتخصصة في كل دولة للإستفادة منها والنظر في وضع التوصيات الواردة فيها موضع التنفيذ في ظل سياساتها الوطنية.

ولقد خلصت تلك الدراسات والمسوحات إلى أن هناك جملة من المعوقات تحول دون تطور هذه الأسواق في الدول الأعضاء والتي يجب العمل على تذليلها، ومن أهمها قصور الأنظمة التشريعية المنظمة لهذه الأسواق، وضيقها وإنعدام الأسواق الثانوية فيها، وهيمنة القطاع العام على النشاط الإقتصادي وضعف دور القطاع الخاص، وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، وعدم تنوع الأدوات الإستثمارية التي توفرها، وندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفتي

¹³⁰ صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، جوان 2003، صص : 5-19.

الوساطة المالية وصناع السوق، وعدم توفر الوعي الإستثماري، وأخيرا عدم توفر الإستقرار الإقتصادي في عدد منها.

1 - 1 - 2 - الدراسات والندوات: في إطار سعيه لزيادة الوعي الإستثماري وتوفير المعلومات الوافية حول أسواق الأوراق المالية العربية وما توفره من إمكانيات للإستثمار المحلي والأجنبي، فإنه وبجانب إنشاء قاعدة البيانات الخاصة بالأسواق المشاركة وإصدار النشرة الفصلية عن أنشطة هذه الأسواق، تضمن برنامج عمل الصندوق إعداد الدراسات وتنظيم الندوات المتخصصة حول أنشطة هذه الأسواق وشملت الدراسات أبحاثا عامة حول أوضاعها وتطورها، ودراسات خاصة تناولت قضايا معينة بغية مساعدة الجهات المعنية على معالجتها، مثل تقييم تجربة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية في تطبيق القواعد الموحدة لتملك وتداول أسهم الشركات، وتقييم دور أسواق الأوراق المالية لدول المجلس في جذب الإستثمارات الأجنبية الخاصة والمعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، ودور الأسواق المالية والقطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص.

كم نظم الصندوق عددا من الندوات المتخصصة حول أسواق الأوراق المالية العربية بالتعاون مع المؤسسات العربية والدولية المعنية، وعمل في هذا الإطار على تخصيص أكثر من ندوة من الندوات السنوية المشتركة التي ينظمها بالمشاركة مع الصندوق العربي للإنماء الإقتصادي والإجتماعي لهذا الموضوع.

وأخيرا حرص الصندوق على التعاون مع إتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية حيث يتمتع بصفة عضو مراقب، وبالإضافة إلى ذلك إنتسب الصندوق إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، لمتابعة على صعيد هذه المنظمة، خاصة فيما يتعلق بجهودها الرامية إلى وضع السياسات والإجراءات لتنظيم أنشطة أسواق الأوراق المالية العالمية والرقابة عليها بما يكفل سلامة التعامل فيها.

1 - 1 - 3 - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية:

1 - 1 - 3 - 1 - الأغراض: كانت ندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن أسواق الأوراق المالية العربية هو المبرر الذي دفع بالصندوق لإنشاء هذه القاعدة ليتمكن له من

خلالها جمع المعلومات والبيانات الرسمية و الموثوقة عن أوضاع و نشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أداءها باستخدام منهجية موحدة يتم نشرها بصورة دورية ومنتظمة.

وذلك بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها المساعدة على تنمية الوعي الإستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية وكمجال لإستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعملية تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام، كما شملت هذه الأهداف ضمان إستمرارية النشر وتدقيق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتسيير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة وإحتساب المؤشرات التي تبين إتجاهات التداول والأسعار في كل سوق.

وبالإضافة إلى ذلك، شملت أهداف قاعدة البيانات تمكين الصندوق والجهات المهتمة من مسؤولين وخبراء وباحثين من الإستفادة من البيانات المحدثة في إعداد الدراسات المتخصصة والتقارير الدورية عن هذه الأسواق.

وأخيراً، فإن من أهدافها المساعدة على تقييم مدى التنسيق والتشابه الذي يحدث في أسواق الأوراق المالية العربية المختلفة على أساس البيانات المجمعة عن أوضاعها ونشاطها بحيث يمكن بحث إحتتمالات الربط بين كل منها وبين أسواق عربية أخرى متشابهة في أنظمتها ومستوى تطورها، فقاعدة البيانات تساهم على التنسيق التدريجي الذي يمكن أن يؤدي إلى الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

1-1-3-2 - آلية التعامل: يركز عمل قاعدة البيانات على التعاون الوثيق بين الصندوق، حيث يوجد المركز وأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة.

ولذلك، حرص الصندوق على توفير الدعم اللازم لهذه الأسواق في إطار هذا المشروع، حيث عمل على تزويدها بأجهزة الحاسوب والبرمجيات ذات التقنية الحديثة اللازمة لربطها بمركز قاعدة البيانات لديه، بالإضافة إلى تدريب المختصين فيها، والذين تم إعتمادهم

كما أرسلين في هذه الأسواق، على المنهجية العلمية والتقنيات الخاصة بجمع البيانات على أداء الأسواق وإرسالها إلى الصندوق.

ولتطوير التعامل مع الأسواق المشاركة في قاعدة البيانات من خلال مواكبة التطورات في التقنية بصورة مستمرة، حرص الصندوق على تحديث الأجهزة والبرمجيات التي يوفرها لهذه الأسواق وعلى توفير التدريب المتواصل للمرسلين لرفع كفاءتهم في استخدام هذه الأجهزة وإطلاعهم على التطورات الحديثة في مجالات عملهم، وقد نظم الصندوق عددا من الدورات التدريبية المتخصصة لهؤلاء المرسلين.

1 - 1 - 3 - 3 - النشرة الفصلية عن أداء الأسواق المشاركة: إستاندا إلى البيانات التي توفرها قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، بدأ الصندوق بإصدار نشرة فصلية حول التطورات في هذه الأسواق تحت عنوان " النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" وهي الأولى من نوعها في الدول العربية.

وقد صدر العدد الأول من النشرة في شهر أبريل 1995م ويغطي كل من هذه النشرة معلومات وبيانات يمكن تقسيمها إلى قسمين، يتعلق الأول بتطورات وأداء السوق، ويتضمن تحليلا لنشاط السوق النظامي في الدول المعنية عن طريق مقارنة التغير في حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، وعدد الشركات المدرجة، وإجمالي القيمة السوقية.

وأخذا بأن قرارات المستثمرين لا تستند فقط على الإلمام بأوضاع الشركات ونشاط التداول، يتضمن القسم الثاني من النشرة تحليلا للتطورات ذات العلاقة بنشاط السوق في صورة عرض موجز لأوضاع الإقتصاد الكلي وأوضاع المالية العامة والقطاعين النقدي والخارجي مع التطرق إلى آخر المستجدات على الصعيدين التشريعي والمؤسسي.

وبالإضافة إلى ما سلف، تضمنت الأعداد الأولى من النشرة فصلا خاصا عن أحد الأسواق المشاركة بقاعدة البيانات تناول نشأته وتطوره وأهدافه، كما أصدر الصندوق عددا خاصا إستعرض الأطر التشريعية والمؤسسية للأسواق وشروط ومتطلبات الإدراج فيها ونظم الإفصاح والرقابة والتسوية والمقاصة المستخدمة وأنواع الأدوات المالية المتداولة وشروط الأستثمار للأجانب، بالإضافة إلى معلومات عن شركات الوساطة المرخصة وكيفية التعامل

معها، وقد إستهدف الصندوق من وراء إصدار ذلك العدد بأن يكون بمثابة دليل للمستثمرين في هذه الأسواق، وينطبق هذا التقليد على كل سوق ينضم إلى قاعدة البيانات.

كما تشمل النشرة مؤشر صندوق النقد العربي يتم إحتسابه لكل سوق بالإضافة إلى مؤشر السوق المحلي، ولإحتساب المؤشر، يختار النظام المعمول به بيانات لعينة من الشركات المدرجة في السوق المعني تمثل قيمتها السوقية لإجمالي الشركات المدرجة في السوق، والجدير بالذكر أنه يتم مراعاة عدة معايير عند إختيار العينة، أولها حجم القيمة السوقية.

أما المعيار الثاني فهو حجم ونشاط التداول لأسهم الشركة، حيث يراعي أن تشمل العينة الشركات الأكثر تداولاً ونشاطاً في السوق، وأخيراً تأخذ العينة في الحسبان جميع القطاعات والفعاليات الاقتصادية المتواجدة في السوق بحيث تتضمن أسهم لشركات من جميع القطاعات مع مراعاة نسبة حجم قطاع معين إلى الحجم الإجمالي للسوق.

وأخيراً تتضمن نشرة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يتم عند إحتسابه دمج جميع أسهم العينات للأسواق المشاركة في عينة واحدة، وتجري مراجعة أسهم العينة لكل سوق بشكل دوري للتأكد من توافر المعايير الثلاثة المذكورة.

1-1-3-4 - النشرة اليومية عن أداء الأسواق المشاركة:

منذ العاشر من جوان 2002، بدأ الصندوق بنشر بعض المؤشرات الأساسية حول الأسواق المالية المشاركة في قاعدة البيانات بصورة يومية على صفحاته في شبكة الأنترنت، وتشمل هذه المؤشرات على وجه الخصوص رسمة البورصات المعنية، وحجم التداول فيها متمثلاً في عدد الأسهم المتداولة، وقيمتها وعدد الصفقات، وعدد الشركات المدرجة، هذا بالإضافة إلى مؤشر الصندوق حول أداء هذه الأسواق.

1-1-4 - تقييم الملاءة الإنتمانية:

أظهرت التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، وكذلك نتائج أعمال الدراسات التي أعدها الصندوق والندوات التي نظمها في هذا المجال، أن من الأمور التي تفتقر إليها هذه الأسواق والتي من شأنها أن تساهم في تعزيزها توفر خدمات تقييم الملاءة الإنتمانية.

ويأتي الإهتمام بخدمات تقييم الملاءة الائتمانية في الدول العربية في إطار الجهود المبذولة لتنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية وزيادة أنواع الأوراق المالية المتداولة فيها حسب فترات الإستحقاق والجهات المصدرة لها وكذلك توسيع قاعدة المستثمرين في هذه الأوراق. فخدمات التقييم تعمل على معالجة النقص في البيانات المالية للجهات المصدرة لهذه الأوراق وكذلك إختلاف النظم المحاسبية المتبعة، وهي تعنى بتقييم وتصنيف المقترضين ومصدري أدوات الدين حسب قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم عند إستحقاقها وبصورة منتظمة.

وتشجع خدمات التقييم على تطور هيكل سعر الفائدة بحيث تعكس هذه الأسعار مخاطر الائتمان بالإستثمار في أدوات الدين أو الإقتراض المباشر، ويؤدي تطور هيكل أسعار الفائدة إلى توسيع إصدار الأدوات الإستثمارية المختلفة من الأوراق المالية والبدائل الإستثمارية التي تطابق إحتياجات المستثمرين والمقترضين.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن تقييمات الملاءة الائتمانية وتصنيف المقترضين على أسس تعزز من قدرات أجهزة الرقابة الرسمية كالبنوك المركزية وهيئات أسواق المال في عملية الإشراف والرقابة على نشاط المؤسسات المالية، وبذلك تساهم في حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية.

- **الشركة العربية لتقييم الملاءة الائتمانية:** أنشأ الصندوق هذه الشركة من أجل توفير تقييم الملاءة الائتمانية على الأسس العلمية المتعارف عليها دولياً وسد إحتياجات أسواق الأوراق المالية في هذا المجال، وقد تم تأسيسها بالمشاركة بين الصندوق ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ومجموعة (فيتش إيبكا)، وهي إحدى كبريات شركات التقييم في العالم، ولقد تم التوقيع على إتفاقية الشركة في شهر أكتوبر من عام 1995م وتم تأسيسها في شهر مارس من عام 1996م.

وإلى جانب المساهمة في توسيع وعميق أسواق الأوراق المالية المحلية، إستهدفت الشركة توفير خدماتها بحيث تسهل مقارنة البدائل الإستثمارية في مختلف الدول العربية بإستخدام منهجية موحدة للتقييم، وهي المنهجية الخاصة بمجموعة (فيتش إيبكا)، الشريك الفني، والمعتمدة في كافة المراكز المالية العالمية من قبل السلطات المعنية، وفي هذا السياق إعتمدت الشركة نظاماً موحداً لتقييم وتصنيف ملاءة الجهات المصدرة للأوراق المالية

وأدوات الدين الصادرة عنها والمصارف ومؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية والشركات، بما يسمح بالمقارنة بينها على أساس عملية موضوعية ومتسقة، الأمر الذي من شأنه أن يمكن المستثمر العربي والأجنبي على حد سواء من وضع إستراتيجية إستثمار مع الأخذ بعين الإعتبار البدائل المتوفرة على أساس المخاطر والعوائد المترتبة على الإستثمار فيها.

إستهدفت الشركة إنشاء لشركات تابعة لها في الدول العربية بحيث تغطي خدمات هذه الشركات كافة الدول العربية، وفي هذا الإطار تم إنشاء شركة تابعة في تونس، وهي شركة المغرب للتقييم، وشركة تابعة أخرى في مصر تحت إسم شركة النيل لتقييم وتصنيف الأوراق المالية ، ومن المتوقع أن يتم تأسيس شركات أخرى في الدول العربية حيث يتوفر طلب كاف لخدمات التقييم يدعم قيام هذه الشركات على أسس تجارية.

وقد شهد عام 2001 إنتقال كامل ملكية الشركة العربية لتقييم الملاءة الإئتمانية إلى شركة فيتيش التي كانت حصتها قبل ذلك تمثل 60 في المئة من رأس المال، حيث وافق كل من صندوق النقد العربي ومؤسسة التمويل الدولية على إستجابة لرغبة شركة فيتيش في تملك أسهم كل منهما.

وقد قرر مجلس المديرين التنفيذيين في إجتماعه الأخير لعام 2001، أن مساهمة الصندوق في إنشاء الشركة قد حققت إغراضها، وأن ذلك بالإضافة إلى خدمات إستمرارية دور الشركة وتطويره في المنطقة وفر الفرصة الملائمة لإنسحاب الصندوق من الشركة وبالتالي لبيع حصته فيها.

1 - 2 - جهود الإصلاح الإقتصادي وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية.

إن جهود الإصلاح الإقتصادي في الدول الأعضاء، والتي حرص الصندوق على دعمها ومساندتها إلى الإقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية العربية أن تلعبه في مسيرة التنمية، وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الإحتياجات التمويلية يكتسب أهمية متزايدة مع إعتداد أعداد متزايدة من الدول الأعضاء على آلية السوق في تخصيص الموارد، وإفساح المجال للقطاع الخاص في النشاط الإقتصادي، ولجوء السلطات فيها إلى المصادر غير التضخمية لتمويل العجوزات في الموازنات المالية.

وقد شملت مساندة الصندوق لهذه الجهود وضع السياسات الملائمة لتطوير هذه الأسواق في إطار برامج التصحيح الإقتصادي الشامل الذي وفر للصندوق الدعم المالي والفني للدول الأعضاء لوضعها وتنفيذها.

كما شملت المساندة تقديم المعونة الفنية لبعض هذه الدول من أجل إنشاء وتطوير أسواقها، ومنذ إنشاء تسهيل التصحيح الهيكلي، أصبح تطوير هذه الأسواق يحظى باهتمام أكبر في برامج التصحيح الهيكلي التي يدعمها الصندوق لتطوير القطاع المالي والمصرفي في الدول الأعضاء.

ونتيجة لهذه الجهود، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا شمل جوانبها المختلفة في ذلك التنظيمية والتشريعية أدت إلى إرساء بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة متواصلة، وفي مجملها، تستهدف تلك التطورات زيادة كفاءة الأسواق المالية وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيها.

كما استهدفت تطوير الأنظمة الضريبية وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ الملائم لتلبية إحتياجات المتعاملين وإستحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى إيجاد فرص إستثمارية لمختلف فئات المستثمرين، وتحسين سرعة وسهولة ودقة عملية التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلى الإرتقاء بكفاءة العاملين في مجال أسواق الأوراق المالية والتشديد على قواعد السلوك المهني، ويمكن إيجاز هذه التطورات فيمايلي:

1 - 2 - 1 - تعزيز الدور الرقابي للسوق: إتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص.

وفي هذا الجانب، تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى إعادة هيكلة السوق، والتي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم تداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ نهاية عام 2002 سبعة أسواق، وهي الأسواق في كل من الأردن، مصر، عمان، تونس، المغرب، الإمارات والجزائر، أما في بقية الدول العربية، فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معاً الرقابي والتنفيذي.

1 - 2 - 2 - تعزيز الشفافية والإفصاح: أولت أسواق الأوراق المالية العربية إهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. فمن جانب السوق، إتسع نطاق التعليمات والمعلومات والبيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها تشمل مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول ومؤشرات الأسعار.

كما أبرمت معظم هذه الأسواق إتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية منها شركتي روتينز وبلومبيرج.

ويلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الأنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الإستثمارية المتاحة فيها، وقد ضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول، يتم تحديثها بشكل يومي، بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية كافة البيانات المتعلقة بهذه الأسواق.

ومن جانب آخر أولت هذه الأسواق إهتماماً كبيراً لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها، فبالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية، أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم الشركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية.

1 - 2 - 3 - تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الإستثمارية:

إتجهت معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم إستقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة، وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الإستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالإستثمار بناء على دراسات علمية.

أما المستثمر الفرد، من ناحية أخرى، فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة حيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلباً على حركة التعامل في البورصات العربية، وفي هذا الجانب عملت السلطات في الدول العربية على تشجيع الإدخار طويل الأجل بإحداث حسابات إيداعية في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في هذه الأسواق.

ومن جانب آخر تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدايل الإستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الإستثمار.

وتجدر الإشارة أن صناديق الإستثمار التي قد تم تأسيسها في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات وإجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد لا يسمح حجم الإستثمار الفردي المباشر تحقيقها، كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين العرب المقيمين في الخارج والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية العربية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة، وبالإضافة، توفر هذه الصناديق قنوات للمستثمرين الوافدين المقيمين في الدول العربية ومجالاً للدخول في أسواق الأوراق المالية المحلية، وذلك أن حق المستثمر في هذه الصناديق يقتصر على حصته الأوراق المالية التي تستثمر بها موارد الصندوق ونسبة مماثلة من عوائدها.

1 - 2 - 4 - تشجيع الإستثمار الأجنبي: تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالإستثمار هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الإستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية إحتياجات التمويل المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق، وفي هذا الإطار، عملت الدول العربية على فتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الدول التي لا تفرض أي قيود على الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر، المغرب، الأردن، الجزائر ولبنان.

أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة، وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

ففي تونس، يسمح للمستثمر الأجنبي بإمتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

وفي السعودية والكويت، يسمح للأجانب الإستثمار في الأسهم عبر صناديق الإستثمار، وفي الإمارات، يسمح للأجانب بالإستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الإستثمار، كما أجاز قانون الشركات الأجانب بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 49% في حال سمحت الأنظمة الداخلية للشركات بذلك، وفي عمان، يسمح للأجانب بتملك الأسهم في الشركات حديثة الإدراج، وتصل نسبة التملك إلى 49% وإلى 100% لبعض الشركات.

وفي البحرين، يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100% إن رُوي أن في ذلك مصلحة للإقتصاد الوطني، وفي قطر، يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد على 25% من أسهم شركات المساهمة العامة وذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات بإستثناء شركات البنوك والتأمين.

1 - 2 - 5 - تعديل الأنظمة الضريبية: توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على أنظمة الضريبة المتبعة، بهدف خلق حوافز لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الإستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى، وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة بإستثناء المغرب بنسبة 10%، بالإضافة إلى ذلك، عملت بعض الدول على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق.

1 - 2 - 6 - مكننة أنظمة التداول: إتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها وإستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان

لدى المتعاملين، وقد نتج عن ذلك إستحداث أنظمة تداول آلي متطورة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة كما إتجه بعض من هذه الأسواق إلى إدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها هذه الأسواق وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

2 - إقتراحات تفعيل بورصة الجزائر: يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة إقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع.

وفيما يلي بعض الإقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد ساهم في تفعيل بورصة الجزائر.

2 - 1 - إقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي: إستكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الإستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.¹³¹

فبالنسبة لإصلاح قانون الشركات:

من الواضح أن إستقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم، إلا أن هذه الأسهم إقتصرت توزيعها بين الشركات المنطوية في هذه الصناديق.

وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الإستثمار في هذه الشركات مما يبقى الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات، إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

¹³¹ رشيد بوبوكسانيو نسيمة أوكيل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 38.

وبسليط بعض الأضواء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أن هذا القانون يجيز إنشاء شركات مساهمة، حيث يعرفها بأنها " الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة، غير أن رأس مال الشركة الذي حدد 5 ملايين دينار على الأقل أي ما يربو قليلا عن 60000 دولار"، يعد مبلغا زهيدا لا يمكن أن تضطلع الشركة من خلاله بدورها في الحياة الاقتصادية، ومع ذلك قد ينظر إلى ذلك على أنها بداية لإنشاء شركات مساهمة تكون كبيرة أو تكون لها إمكانيات النمو مما يدفع بعجلة التنمية وتحقق الإصلاحات المراد تجسيدها بالشكل الأمثل.

إذا كان القانون التجاري قد فسح المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلا من إنتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى تصبح قادرة على التأثير في الإقتصاد ومستوفية لشروط الإنضمام إلى البورصة فإن واقع الجزائر يؤكد على وجود شركات يمكن أن تؤدي دورا رياديا في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين التي تسيورها وذلك بتحويلها إلى شركات مساهمة لاسيما وأن القانون التجاري ينص على وجوب إمتلاك مجلس الإدارة لعدد من الأسهم لا يقل عن 20% من رأسمال الشركة.

إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي ولا يقتصر الجانب التشريعي على قانون إنشاء سوق مالي أو التعليمات المنظمة للتعامل في السوق فحسب ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على النص وتشجيع الإستثمارات في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع إقتصادي.

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

- توفير أعلى معايير الإفتتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية،

الشهرية وفي نهاية السنة المالية تم إعداد ونشر القوائم المالية الختامية وليس الإنتظار هذه السنة كاملة لنشر التقارير والقوائم المالية الختامية حتى يتم قرار الإستثمار وتنشيط السوق. - مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، يعتبر عاملا محدد في نجاح أي بورصة تنشط في المحيط وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي قدرة كبيرة على التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الإقتصادي، الإجتماعي والثقافي.

ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا تم وضع الآليات التشريعية والتنظيمية في قالب لا يسمح لها بإصدار كل النصوص التي تقتضيها المرحلة التي تم الوصول إليها، وعليه فإن الإهتمام الدائم بتحديد دور الدولة على مستوى سوق البورصة، نوع الوطاء في عملية البورصة وتحديد مجال عملهم ومنهجية تنفيذ الأوامر، إضافة إلى الرعاية المستمرة والدائمة للإدخار الخاص بالمستثمرين الصغار ومنحهم الحماية اللازمة وكذا تدقيق دور الرأسمال الأجنبي في السوق وكيفية تحفيزه وتقادي الأوجه التي يكون فيه هذا النوع من رأس المال خطر على البلاد.

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع.¹³²

- الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر: إتجهت العديد من الدول العربية نحو الفصل بين الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص، وهذه الأسواق هي: سوق عمان بالأردن، مصر، تونس، عمان، المغرب، والإمارات العربية المتحدة.¹³³

2 - 2 - إقتراحات مرتبطة بالجانب الإقتصادي والمالي:

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال: - تخفيض سعر الفائدة: حيث توضح النظرية الإقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الإتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا

¹³² محمد براق، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 413.

¹³³ صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي بالعربي بالموحد لعام 2000، ص: 124.

للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصد النقدية أي الودائع إلى أسهم وسندات) ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة إسترشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الإستثمار في الأوراق المالية.

- تخفيض معدل التضخم فالنظرية الإقتصادية تشير إلى أن الرشادة في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التضخم في الإعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقية) للعوائد المستقبلية لإستثماراته، إذ عندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق، فإنخفاض معدل التضخم يعني إنخفاض معدل العائد المطلوب على الإستثمار مما يترتب عليه إرتفاع القيمة الحقيقية للإستثمار، وهو أمر من شأنه أن يترك أثره الإيجابي على قيمة الإستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بسوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب إنخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول كذلك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الإقتصادي.

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للإكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% على 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأسمالها.

- تحفيز الإدخار وذلك من خلال التريبة الإدخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد والرسميين من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير إتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الإستهلاك الأمثل والبعد عن الإستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها، ويحقق التريبة الإدخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة، التلفزة والجراند كما يمكن أن تحقق هذه التريبة عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.¹³⁴

¹³⁴ يسريد عيس، التريبة الإدخارية والتنمية الشاملة، سلسلة المعارف الإقتصادية والإدارية، العدد الرابع، 1996، ص: 29.

- ضبط الإستهلاك: ويقصد به المحافظة على الإستهلاك عند مستوى معين يسمح للفرد بحياة كريمة وأيضاً زيادة الميل إلى الإِدخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الإستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الإستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الإهتمام بنوع السلع المستهلكة ونشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الإستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوماً من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الإستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئاً للإِدخار ومن ثمة للإستثمار اللازم لنمو الطاقات.

- الإستمرارية والتوسع في برامج الخصخصة إذ تشكل عمليات الخصخصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الإكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الإستراتيجيين أو لشركات وصناديق الإستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخصخصة لا يكون إلا عن طريق خصخصة الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة وهذا ما شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة وعرض خصخصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور البورصة.

- تشجيع قيام شركات وساطة كفؤة وقادرة على المنافسة والإبتكار حيث يضطلع الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتنميته، وتكون هذه المؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة إيجابية على نشاط السوق.

- عصرنة الجهاز المصرفي¹³⁵: يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي إقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مساهمته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة، والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات حادة منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990م.¹³⁶

¹³⁵ صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الإقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الإستثمار، ملتقى دولي حول لأهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعّال في الإقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 2 جوان 2004، ص: 9 - 10.

وتتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في الإستثمارات ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير.

وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أداءها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الإقتصادية.

وإذا كان للبنوك التجارية دورها التقليدي في إستلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والإستثمارات، فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الإستثمار التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية، إنها بنوك متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الإستثمارات والإقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل، بعبارة أخرى أنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا وتحليل الإحتياجات المالية لمثل هذه الشركات.

والملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من حروب أو التهديد بها أو حتى النزاعات التي تمس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي.

إن مثل هذه الأحداث تنعكس أثارها على أداء إقتصاديات الدول بشكل عام وعلى بورصاتها بشكل خاص، إلا أن هذه الأثار تتفاوت درجاتها بين الدول تبعا لمكانتها في الإقتصاد العالمي، ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية لوضع التقديرات حول إنعكاساتها على الإقتصاد الوطني أو على قطاع معين من الصناعة أو الخدمات المالية ونحوهما.

وفضلا عن ذلك يجب أن تؤخذ في الحسبان التغييرات في التشريعات الإضرابات العمالية وحجم المبيعات وحدة المنافسة في خط إنتاج معين، ومن خلال هذه المعلومات يمكن

للمحللين الماليين تحليليها وتقديم دراسات مستفيضة ورؤى دقيقة لما سيكون عليه الوضع مستقبلا.

وتتوفر الدول ذات إقتصاديات متطورة وأسواق مالية كفؤة على بيوت السمسرة تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأسواق المالية، وتقوم أيضا بإصدار تقارير ودراسات في غاية الأهمية حول الإستثمار، وتتضمن بيوت السمسرة على دوائر متخصصة في البحث تصدر مالها من المعلومات في شكل نشریات أو مجلات توضع تحت الطلب لكل راغب في الإطلاع عليها، وتقوم هذه الدوائر بإجاز تحاليل حول الصناعات والشركات والأوراق المالية وتقدم إقتراحات لأهداف إستثمارية.

ويمكن إضافة الإقتراحات العملية التالية:¹³⁷

- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تعميق وتوسيع قاعدة المستثمرين مثلا إلحاق شركة التأمينات وصناديق الضمان الإجتماعي.

- تخفيض مدة التسوية والمقاصة، وذلك من خلال الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية وفيما بينها لتقترب من المعيار الدولي T+3 وكذلك إنشاء غرف للمقاصة في الأقاليم وتسهيل الإتصال فيما بينها.

- إنشاء مدارس ومعاهد عليا متخصصة في البورصات من أجل تكوين كوادر متخصصة لتفعيل وتنشيط البورصة كما هو في البحرين.

فتح بورصة الجزائر أمام الإستثمار الأجنبي ضمن شروط وضوابط محددة وذلك من خلال القضاء على مشكل المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي وكذا واقعية سعر الصرف وتحديدده عند مستوى يتلاءم مع قوى السوق.

2-3 - إقتراحات تتعلق بالجانب الإجتماعي والثقافي:

- الثقافة البورصية: أنه من الضروري السعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الإقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل إستثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الإقتصادية سواء

¹³⁷ رشيد بوبوكسانيو نسيمة أوكيل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 39.

كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة بإستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الإتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسيس الجمهور وينبغي أن تتعود العائلات على إستعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الإستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للإستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من شركات إستثمار ذات رأسمال متغير أو ثابت، صناديق جماعية للتوظيف، نوادي للإستثمار... الخ.

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة سألفة الذكر بالنظر لما توفره من مزايا تتجلى في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الإقبال على الإستثمار المالي للقيم المتداولة والنظام الجبائي المطبق.

- العامل الديني: نشير أن هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض والنظام القيمي للعائلات وذلك ما أجل الإستفادة من الإدخار المكتنز بتعبئته.¹³⁸

المطلب الثاني: ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية.

إن تطوير وربط الأسواق المالية الإقليمية من أهم المتطلبات الأساسية لإستعادة رأسمال العربي إلى المنطقة وإجتذاب الإستثمار الأجنبي والخبرة الإدارية والتكنولوجية.

ولربط الأسواق المالية يتطلب توفر العناصر التالية المجسدة في ثلاثة عناصر وهي:

- تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية؛

- البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية العربية؛

- إتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

1 - تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية.

¹³⁸ محمد براق، آخرون، مرجع سابق ذكره، 1999، صص : 421 - 422.

ما يلاحظ في أسواق الأوراق المالية العربية هو التباين الكبير بين تشريعاتها المالية والأطر المؤسسية من جهة، وكذا تباين متطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير كل حسب خصوصياته، كما أن مستويات تطور الأسواق متباينة ولكل سوق تاريخه وتجاربه وآلياته، وعليه فإن محاولة التنسيق فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية تعتبر عملية معقدة إلا أنه هناك محاولات جادة للربط تجسدت في توحيد الأطر التشريعية وكذا البنى التحتية.

وفي هذا الإطار يجب أن تتضمن التشريعات والقوانين الجديدة أحكاما تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها.¹³⁹ وتشمل هذه القوانين على:

1 - 1 - 1 - قوانين وأنظمة أسواق الأوراق المالية: يشمل قانون سوق الأوراق المالية القواعد الأساسية المتعلقة بأهداف وعوامل السوق وإدارتها وتنظيمها المالي، كما يعين وينظم علاقات السوق ويحدد إجراءات وهيكل العمليات، والتدابير التي تتبع في إدراج وتداول الأسهم ومتطلبات الإفصاح، وهذا القانون تفسره اللوائح التنفيذية التي توضحه من خلال التطبيق والتوسع.

وتتناول قوانين الأسواق المالية في عدد من البلدان العربية نفس القضايا والإهتمامات الأساسية، بما في ذلك الإدارة والهيكل المؤسسي والعضوية ومتطلبات الإدراج والإفصاح المالي وإجراءات التداول والتسعير.

1 - 1 - 1 - الإدارة والهيكل المؤسسي: يشمل الهيكل المؤسسي للسوق الآليات المختلفة لإدارة أنشطة التداول والإشراف عليها، وهناك إختلافات في التنظيم القانوني للأسواق في المنطقة العربية، ففي البحرين وقطر والكويت ولبنان تشمل إدارة الأسواق كلتا الوظيفتين التنفيذية والإشرافية، تحت مظلة لجنة الأوراق المالية والبورصات، وفي أسواق الأردن ومصر وبلدان مجلس التعاون الخليجي فإن هذين الدورين مقسمان بين مؤسستين إحداهما مسؤولة عن بورصة الأوراق المالية والأخرى مسؤولة عن الإشراف.

¹³⁹ صلاح الدين حسنا السيسى، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 90.

ولكل خيار مزاياه وعيوبه، فالنظام الأول الذي يوحد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه في نطاق هيئة عامة للخدمات المالية يتبع النموذج البريطاني، أما النظام الذي يعطي مسؤولية الإشراف على السوق إلى مؤسسات للخدمات المالية فإنه يستند إلى النهج الأمريكي. وحسبما تشير الدراسات الحديثة، فإن الدروس المستفادة من الأزمة الاقتصادية التي حدثت في جنوب شرق آسيا تؤكد أن توحيد إدارة القطاع المالي والإشراف عليه أفضل من الخيار الثاني بالنظر إلى أنه يوفر بيئة أفضل لتأمين الإقتصاد الوطني ضد الصدمات الداخلية والخارجية ومصر هي أول بلد عربي يفصل المسؤوليات التنفيذية عن المسؤوليات الإشرافية.

وتمارس الهيئة العامة لسوق المال التي أنشأت بموجب القرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979م لتطوير وتنظيم الرقابة على السوق وتوفير المعلومات عن السوق وتشرف على التداول في بورصتي القاهرة والإسكندرية وقررت الأردن بعد إستعراض تجربتها في إنشاء بورصة عمان وتشريعها بشأن إصدار الأوراق المالية، إنشاء هيئة الأوراق المالية كوكالة إشرافية.

وتمشيا مع إتجاه صوب خصخصة القطاع العام وتعزيز دور القطاع الخاص، شرعت بعض الحكومات في خصخصة أسواقها للأوراق المالية، وفي الأردن فصلت البورصة عن إشراف السلطة التشريعية والسلطة التنفيذية، وأعطى للوسطاء الذين يعملون في السوق الحق في إدارتها كهيئة إعتبارية ذات إستقلال مالي وإداري.

وفي مصر، حتى الرغم من فصل الإشراف عن الإدارة فإن السوق لا تزال تعتبر مؤسسة حكومية.

1 - 1 - 2 - العضوية: تنص قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية على أن أعضاء السوق هم شركات للمساهمة المدرجة ووسطاء السوق المعتمدين وتحدد القوانين والأنظمة التنفيذية المتطلبات القانونية للوسيط ودوره المؤسسي فضلا عن إلتزاماته وحقوقه. وتختلف التعاريف القانونية للوسطاء من بلد إلى آخر، ولكن توجد سمة مشتركة هي أن تداول الأوراق المالية ينبغي أن يتم في مقصورة السوق من خلال وسيط مسجل.

ويلاحظ إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية مايلي في دراسة مقارنة بشأن القوانين المنظمة للوساطة في الأسواق العربية للأوراق المالية.

تعتبر التشريعات في قطر ومصر وعمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة يكون غير قانوني إذا لم تنفذ المعاملات من خلال وسطاء رسميين، وتقتصر تداول الأوراق المالية على مقصورة السوق، وتحظر أي شكل آخر من أشكال التداول.

تجيز التشريعات في البحرين والكويت وعمان أن تداول الأوراق المالية المدرجة خارج الموقع المحدد يشترط أن يتم التبادل وفقا لأنظمة معينة، وعلى الرغم من أن هذا قد يعتبر نوعا من التقييد، فإنه يتيح إمكانية التداول في الأوراق المالية المدرجة في سوق محددة في جميع الظروف من خلال الوسطاء المدرجين في السوق، وتضمن هذه الطريقة سلامة هذه المعاملات وتتيح للسلطات الإشراف عليها.

وتختلف الأسواق في البلدان العربية في تعريفها للوسطاء، وتجيز الأردن والبحرين وقطر ولبنان للأفراد العمل بهذه الصفة، على حين تقتصر في الإمارات العربية المتحدة والكويت ومصر وعمان، أنشطة الوساطة في الأسواق على الشركات وتجيز بعض بلدان مجلس التعاون الخليجي لشركات السمسرة الدولية القيام بأعمال الوساطة، بشرط أن تقيم فروعاً محلية لأداء هذه الوظيفة، وتتفق معظم الأسواق العربية للأوراق المالية على شروط تسجيل الوسطاء والترخيص لهم بالعمل وعلى متطلبات البدء المتصلة بالحد الأدنى للإحتياجات الرأسمالية والضمانات المصرفية والمؤهلات العملية والتخصص في الميدان والسلطة القانونية لممارسة العمل، ويوجد في بعض الأسواق ميثاق شرف بأن يلتزم الوسطاء بقواعد سلوك خاصة بالمهنة وإقامة علاقات طيبة بين الوسطاء، وقد وضع إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية ميثاق شرف من هذا النوع للوسطاء العرب، وفي بعض الحالات توجد جمعيات يمكن للوسطاء الإنضمام إليها وتتحد أنظمة الشركات التي تنص عليها قوانين الأسواق المالية في البلدان العربية مسؤوليات الوسطاء في الأسواق التي يعملون بها، وكذلك العقوبات التي تفرض في حالة عدم الوفاء بواجباتهم وإلتزاماتهم تجاه عملائهم وتنظم الإشراف على أنشطة الوساطة، ويغطي الإشراف ما يحدث داخل السوق وضمان إلتباع الإجراءات السليمة، ويمثل هذا مسؤولية رئيسية لفريق الإدارة ويتوقع من

الوسطاء تزويد المشرفين بأي وثائق يطلبونها، كما أنه لا غنى عن الإمتثال الذاتي لقواعد السلوك المهني كما يتاح لأسواق الأوراق المالية القيام بوظائفها.

1-1-3 - متطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية: تتحمل كل شركة مسؤولية إستيفاء متطلبات الإدراج، التي تمثل عنصرا أساسيا في عمل السوق بالنظر إلى تأثيرها الكبير على توفير الأوراق المالية التي تدرج في السوق.

وتتشرك بعض البلدان العربية في بعض قواعد ومتطلبات إدراج الشركات في بورصتها، ولكن هناك من الإختلاف ما يكفي لمنع التوحيد، ويرد أدناه إستعراض للأنظمة ذات الصلة في أسواق مصر والأردن والكويت ولبنان وعمان وقطر والإمارات العربية المتحدة، يركز على متطلبات الإدراج في السوق الأولية.

- المتطلبات الرأسمالية: وتشتمل الأمثلة على المتطلبات الرأسمالية على مايلي:

- تتطلب سوق أبوظبي أن يكون إصدار الأوراق المالية المدرجة من شركات مساهمة برأسمال مدفوع لا يقل عن 50% من القيمة المدرجة بحد أدنى 20 مليون درهم إماراتي (5.4 مليون دولار).

- يشترط قانون سوق البحرين ألا يقل رأس المال المدفوع لشركة مدرجة عن 1.3 مليون دولار وأن تكون قيمة الأسهم 0.5 مليون دولار على الأقل.

- في بورصة بيروت، يجب أن يكون رأسمال الشركة المدرجة ما يعادل 3 ملايين دولار بالليرات اللبنانية كحد أدنى وينبغي ألا يقل المساهمون الذين يمثلون 25% من رأسمال الشركة 50 فردا مختلفا على الأقل.

- في مصر، ينص قرار الهيئة العامة لسوق المال بشأن قيد وإستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الإسكندرية والقاهرة على أن تكون الأسهم المتاحة للإصدار العام مساوية 30% على الأقل من مجموع أسهم الشركة وهناك شرط آخر هو دفع رأس المال المصدر بالكامل وبما يعادل 20 مليون جنيه مصري كحد أدنى أي 3.3 مليون دولار.

وتوجد قائمتان رسميتان في السوق الرسمية الأولى تشمل الأوراق المالية للشركات التي إستوفت الشروط الضرورية، وتشمل الثانية الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وتتيحها كإصدار عام، والأوراق المالية التي يصدرها القطاع العام ولكنها لا تدرج بالضرورة في

إصدار عام والأوراق المالية للشركات غير المستوفية للحد الأدنى الضروري من المساهمين، وتوجد قائمة غير رسمية مقسمة أيضا إلى فئتين تدرج فيها الأوراق المالية غير المستوفية لمتطلبات رأس المال، ومن ثم لا يمكن إدراجها في القائمتين الرأسمايتين. وتشمل القوائم غير الرسمية الشركات التي تفتقر على سبيل المثال إلى العدد اللازم من المساهمين... وتدرج أيضا في القوائم غير الرسمية.

- في الكويت يشترط القرار رقم 1 لسنة 1993 بشأن إقرار وإدراج الأسهم للتداول ألا يقل رأس المال المدفوع للشركة المدرجة عن مليون دينار كويتي أي 3.4 مليون دولار تقريبا أو ما يعادل ذلك بعملة أخرى.

- وفقا للمادة الخامسة من توجيهات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان يجب ألا يقل رأس المال المدفوع أو الإجمالي القيمة السوقية للشركات في الأردن عن مليون دينار أردني أي 2.8 مليون دولار تقريبا كشرط لإدراج الأوراق المالية، ويجب أن يكون قد تم تداول 10% على الأقل من أسهم الشركة خلال 12 شهر، السابقة على تغيير الإدراج من السوق الثانوي إلى السوق الأولي، وتشمل بورصة عمان ثلاثة أسواق، القائمة الأولى والثانية يجري فيها تداول الأوراق المالية وفقا لقواعد إدراج خاصة، أما القائمة الثالثة فتتناول الأوراق المالية غير المدرجة في السوق.

- متطلبات حقوق المساهمين: تشمل الأمثلة على متطلبات حقوق المساهمين على مايلي:

- تشترط سوق أبو ظبي للأوراق المالية أن تكون حقوق المساهمين لكل مجموعة أسهم تصدرها الشركة متساوية وأن تتجاوز قيمة الأسهم رأس المال المدفوع للشركة بما لا يقل عن 20%.

- المرسوم التنفيذي رقم 8668 لسنة 1995م بشأن بورصة بيروت لا يشير إلى متطلبات تتعلق بحقوق المساهمين.

- وفقا للقرار الذي إتمدته الهيئة العامة لسوق المال في مصر يجب ألا تقل حقوق المساهمين في نهاية السنة عن بداية نفس السنة.

- تشترط سوق عمان للأوراق المالية أن تتجاوز حقوق المساهمين، بالنسبة لشركة تطلب الإدراج، رأس المال المدفوع بنسبة 10% على الأقل في نهاية السنة السابقة على الطلب.

- تشير أنظمة سوق الكويت للأوراق المالية إلى حقوق المساهمين.

- **متطلبات فترة النشاط السابقة على الإدراج:** تشمل الأمثلة على متطلبات فترة النشاط على مايلي:

- في سوق أبو ظبي، يجب أن تكون تلك الشركة ترغب في إدراج أوراقها المالية قد إنشأت قبل سنتين على الأقل، وأن تكون قد أصدرت بيانات مالية سنوية روجت حساباتها من قبل طرف أو أطراف مأذون لها بذلك.

- في السوق المصرية، يجب أن تكون الشركة المصدرة قد نشرت تقارير مالية عن السنوات الثلاثة السابقة لطلب الإدراج، ويجب أن تكون التقارير مستوفية لجميع المتطلبات القانونية ذات الصلة.

- للمشاركة في سوق الكويت، يجب أن تكون الشركة قد إستوفت متطلبات فترة النشاط المحددة في القانون ذي الصلة (القوانين ذات الصلة) في بلد المنشأ، ويظهر أن هذه الأحكام تنطبق على الشركات الكويتية والأجنبية على السواء ولا تشمل المادة الثانية من المرسوم رقم 1 لسنة 1993م أي متطلبات فترة النشاط.

- **متطلبات أرباح الشركات:** تشتمل الأمثلة على الأنظمة المتعلقة بأرباح الشركات على مايلي:

- في سوق أبو ظبي، يجب أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج قد حققت أرباح سنوية مقدارها 5% على الأقل خلال السنتين السابقتين على طلب الإدراج، ويجب أن تكون الأرباح قد وزعت على المساهمين.

- في السوق المصرية، يشير قرار إتخذه مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال إلى ضرورة أن تكون الشركة قد حققت ربحاً مقداره 5% (بإستثناء الضرائب) في السنة السابقة على الإدراج.

- يشير المرسوم رقم 1 لسنة 1983م إلى أنه لا ينبغي أن تكون الشركة الراغبة في الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية قد كبدت خسائر خلال السنة السابقة على الرغم من أنه يوجد سبب كاف لتعليق هذا الشرط.

- تشترط بورصة عمان أن تكون الشركة قد حققت بعض الأرباح قبل خصم الضرائب في السنة السابقة على طلب الإدراج.

- **متطلبات عدد المساهمين:** تقتضي بعض الأسواق المالية في المنطقة متطلبات خاصة تتعلق بحقوق المساهمين ومبيعات الشركة وحجم التداول وعدد المساهمين، وتتطلب بورصة القاهرة والإسكندرية أن يكون عدد المساهمين في الشركة 150 فرد على الأقل بصرف النظر عن الجنسية، كما وضعت بورصة عمان وسوق الدوحة للأوراق المالية حداً أدنى مناظر مقداره 1000 فرد لكل شركة، أما بورصة بيروت فتطلب أن تكون نسبة 25% من أسهم الشركة مملوكة لمجموعة لا تقل عن 50 مساهماً مختلفاً.

- **المتطلبات المتعلقة بإدراج الشركات الأجنبية:** تنص القوانين المالية للبلدان العربية بصفة عامة على نفس المتطلبات المتعلقة بالشركات الأجنبية والمحلية على السواء، مع بعض الأحكام الإضافية التي تشمل حماية حقوق المستثمرين وضمان نزاهة التداول، ويشير إستعراض قواعد إدراج الأوراق المالية الأجنبية في أسواق البلدان العربية إلى مايلي:

- في سوق أبو ظبي، تخضع الأوراق المالية وغيرها من الصكوك المالية التي تصدرها الشركات الأجنبية لمتطلبات الإدراج المحلية.

- فيما يتعلق ببورصتي القاهرة والإسكندرية، تشترط الهيئة العامة لسوق المال في مصر، أن تدرج الأوراق الأجنبية في القوائم غير الرسمية أو بشرط إستيفاء نفس المتطلبات التي تنطبق على الشركات المصرية.

وبالإضافة إلى ذلك، يجب أن تكون الورقة مدرجة في بورصة أجنبية تشرف عليها سلطة تمارس إجراءات مماثلة لإجراءات الهيئة العامة لسوق المال في مصر، وأن تكون الأسهم بعملة أجنبية تصرف بالجنه المصري، وأن تطبق الشركة الأجنبية معايير المراجعة والمراقبة الدولية في إعداد تقاريرها المالية، ويجب نشر هذه التقارير مرفقاً بها بيانات المراجعين والتفسيرات اللازمة في طبعة صباحية من إحدى الصحف اليومية العامة الواسعة الإنتشار التي تصدر في مصر، خلال شهر من إعتماها في البلد مقر الشركة.

- فيما يتعلق ببورصة بيروت، تجيز المادة 73 من القانون 86668 لسنة 1995م أن تطلب الشركات الأجنبية إدراجها في السوق الرسمي أو الناظر وتشير المادة 86 إلى أن نفس

المتطلبات تنطبق على الشركات اللبنانية والأجنبية الساعية إلى الإدراج ويجب أن تستعمل طريقة حسابية مقبولة دولياً في جميع المستندات في أي ملف يقدمه مصدر أجنبي، حتى إذا استوفت جميع المتطلبات الأخرى.

- في الكويت، يطلب القانون المعتمد في عام 1986م من جميع الشركات المساهمة غير الكويتية أن تقدم المستندات الضرورية لإستيفاء جميع المتطلبات عند التقدم بطلب الإدراج، وينبغي أن تثبت الشركة إما أنها مدرجة في بورصة دولية مقبولة لدى لجنة سوق الأوراق المالية في الكويت أو أن نسبة 25% من رأسمالها متاحة للإصدار العام في الكويت ويجب أن يبلغ رأس المال المدفوع 5 ملايين دينار كويتي على الأقل، وألا تكون الشركة قد تكبدت خسائر على مدى السنتين السابقتين على طلب الإدراج ويجب ألا يتعارض عقد الشركة والنظام الأساسي لعملياتها مع قوانين الكويت ويمكن عدم فرض قيود على حقوق المساهمين الجدد في تداول الأوراق المالية للشركة، ويجب أن تلتزم الشركات المساهمة غير الكويتية المدرجة في السوق بالقوانين المالية ذات الصلة، وفي هذا السياق يتعين تقديم التقارير المالية التي تطلبها لجنة سوق الأوراق المالية في الوقت المناسب، جنبا إلى جنب مع إسم وعنوان المراجع المالي للتقارير، كما يجب على الشركة أن تبلغ إدارة السوق بأي قرارات يمكن أن تؤثر على سعر أوراقها المالية المدرجة ويجب أن تتم معاملات التداول التي تشمل الأوراق المالية للشركات الأجنبية المدرجة من خلال شركات الوساطة المختارة من قبل إدارة السوق، أما الشركات المساهمة التي يكون منشؤها أي من دول مجلس التعاون الخليجي فهي معفاة من هذه المتطلبات.

- تشير المادة 14 من التوجيهات المتعلقة بإدراج الأوراق المالية في بورصة عمان إلى أن أحكام وشروط إدراج الأوراق المالية تنطبق على الشركات الأردنية على قدم المساواة. ويجب مايلي بشأن إدراج الأوراق غير الأردنية (باستثناء الصناديق المشتركة): يجب أن تكون الأوراق المالية قد أدرجت لمدة سنتين على الأقل في سوق غير أردني يجيز أيضا إدراج الأوراق المالية الأردنية إذا استوفت المتطلبات، وألا تشمل مواد إنتساب الشركة المدرجة على أي أحكام تحضر نقل الملكية، غير أنه إذا رغبت شركة أردنية في إدراج أوراقها المالية في أي بورصة خارج المملكة، فإنه يجب إبلاغ سلطات السوق بأسباب

الطلب، ويرسل هذا التفسير متبوعاً بأراء سلطات السوق إلى لجنة الأوراق المالية للحصول على الأذن المطلوبة.

1 - 1 - 4 - الإفصاح المالي: تشتمل جميع قوانين البورصات وقواعد الشركات على أحكام تتناول تفاصيل شروط ومتطلبات الإفصاح، ويمثل الإفصاح التام أحد أهم متطلبات الأسواق وينشط الإشراف وممارسات مراجعة الحسابات فعالية التداول ويعطي الثقة في المساهمين، وبالإضافة إلى ذلك فإن المعلومات المفصحة عنها تساعد المستثمرين على إتخاذ القرارات الصحيحة.

وتنتج نوعية ودقة الإفصاح عن طريق طرائق المحاسبة والمراجعة المستخدمة ومن الضروري أن تقوم الشركات المدرجة بإعداد تقاريرها المالية وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المقبولة دولياً، وبالنظر إلى هذا يعزز الإشراف على السوق ويضمن تكافؤ الفرص للمشاركين وتتطلب قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية من الشركات الإفصاح عن ميزاتها وأي معلومات أخرى يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية. وتوجد بعض الاختلافات الواضحة بين الأسواق العربية بشأن طبيعة المعلومات المطلوبة ونشرها والعقوبات التي تفرض على من يقدمون تقارير زائفة أو ناقصة أو من يستفيدون من المعلومات التجارية الداخلية.

وتتشرك السلطات والشركات المدرجة في المسؤولية عن النشر المنتظم للمعلومات الدقيقة وتنتشر معظم أسواق الأوراق المالية في منطقة المعلومات ذات الصلة في الصحف والمجلات المحلية، التي تركز على أنشطة التداول والتغيرات السعرية اليومية التي تؤثر على مؤشرات السوق وأداء شتى القطاعات الإقتصادية وعلى سبيل المثال، ينشر صندوق النقد العربي بصورة منتظمة تقريراً يوفر بيانات مالية تفصيلية وموجزا لأنشطة الأسواق المالية.

وفيما يلي أمثلة على القواعد المتصلة بالإفصاح في ثلاثة أسواق في المنطقة العربية. - القانون رقم 7667 لسنة 1990م الذي يضم الأنظمة التنفيذية لبورصة بيروت، لا يشتمل على قواعد الإفصاح بيد أن المادة 666 من هذا القانون تتطلب أن تصدر البورصة نشرة رسمية مجانية تحتوي على جميع المعلومات ذات الصلة في الصحف والمجلات المحلية،

كما تشير المادة 665 إلى حفظ جميع الوثائق المتصلة بالتداول في البورصة وتتاح هذه المعلومات للجمهور من الساعة التاسعة صباحا حتى الظهر في أيام العمل، بعد تقديم طلب خطي وفقا للقواعد التي وضعتها لجنة السوق ويتسم نظام الإفصاح في بورصة بيروت بثغرات واضحة وينبغي تحديثه.

- ولعل نظام الإفصاح المصري هو الأكثر تفصيلا بين بورصات البلدان العربية، وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بدور إيجابي في ضمان الشفافية في السوق إعترافا منها بأن هذا يمثل عملية جارية أساسية ينبغي أن تظهر كل تغير وتطور رئيسي.

ويشمل قرار الهيئة بشأن الإفصاح المواد (16-19) تنطبق على جميع الشركات المقيدة فيهما ولا يسمح بالمغالاة أو نشر معلومات لا تظهر مركزها المالي الفعلي، وفي جميع الظروف يجب عليها أن تقدم وثائقها إلى السلطات عند طلبها، ولا يسمح للشركات بإعطاء معلومات للمحللين الماليين أو المؤسسات المالية قبل نشرها على الجمهور ويجب أن تقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال صلاحيات الجمعية العمومية للمساهمين، وأن تخطر بأبي قرارات أو إجراءات إدارية خلال 10 أيام من كل إجتماع، ويتم الإفصاح من خلال الإخطار بالفرص المتعلقة بالإكتتاب العام، وقبل أن تتيح شركة أسهما في إصدار عام، يجب أن تحصل على إذن من الهيئة العامة لسوق المال، التي تنشر جميع المعلومات ذات الصلة في صحيفتين يوميتين، إحداهما على الأقل صحيفة مصرية واسعة الإنتشار تطبع باللغة العربية كما يتم الإفصاح من خلال التقارير المالية.

ويجب على كل شركة ذات أوراق مالية متاحة في إصدار عام أن تنشر كل ستة أشهر معلومات عن أنشطتها ونتائجها أو أثرها وينبغي أن تفصح التقارير عن المعلومات المالية والمعلومات المتعلقة بالميزانية وغيرها من المعلومات الضرورية عن الشركة وفقا لمعايير المراجعة ويجب على الشركات نشر موجزات لتقاريرها نصف السنوية والسنوية خلال أسبوع من إصدار جمعيتها العمومية في صحيفتين يوميتين، إحداهما على الأقل باللغة العربية (المادة 22) كما يشتمل قرار الهيئة العامة لسوق المال على أحكام تتناول إلتزام الشركة بنشر المعلومات عن أي إجتماع غير عادي يعقد نتيجة لأحداث أو أنشطة غير متوقعة على شاشة التداول في البورصة.

- كان أحد أسباب أزمة المناخ في الكويت في مطلع الثمانينات من القرن العشرين هو عدم وجود معلومات، أو على وجه أكثر تحديد الإفتقار إلى نظام يوفر المعلومات المالية الضرورية للمستثمرين ووضع إجراءات للتعامل مع الأنشطة غير القانونية، وإستحداث قوانين تأديبية لمنع الغش، ولا يرد في الأحكام القانونية التي تنطبق على سوق الكويت للأوراق المالية ذكر الإفصاح بالنسبة للشركات الكويتية، وتتصل الإشارة الوحيدة إلى الموضوع بإنشاء الوكالات المتخصصة اللازمة للسوق، ومن بينها واحدة ينبغي أن تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات ذات الصلة بالسوق وأوراقها المالية كما يجب أن تضطلع هذه الوكالة بإعداد دراسات ونشر تقارير يومية عن تداول وأسعار وأرباح الشركات المدرجة.

ويتطلب القانون رقم 15 لعام 1960م الذي يتناول شركات التداول من كل شركة مصدرة للأسهم للتداول العام أن تنشر تقرير في الصحافة الواسعة الإنتشار سيثمل إسم ملك (مالكي) الشركة وتفاصيل بشأن عقدها وأهدافها ونظام عملياتها وعدد أسهمها وقيمتها، كما يجب على الشركات المصدرة للأوراق المالية أن تنشر ميزانياتها وأسماء أعضاء مجالس إدارتها ومراجعي حساباتها خلال شهرين من إدراجها (المادة 93) .

1 - 1 - 5 - إجراءات التداول والتسعير: تتناول شتى القوانين واللوائح التنفيذية في البلدان العربية إجراءات التداول ونقل الملكية وإستوفت معظم الأسواق العربية للأوراق المالية نظمها، وزادت التكنولوجيا الحديثة التي تستخدمها من سرعة وجودة عمليات التداول، ويرد في العنصر التالي الذي يتناول البنية التحتية تحليل تفصيلي لتنظيم التداول في الأسواق العربية للأوراق المالية، ومن الضروري إعتداد نظم تداول أكثر تقدما وتطابقا في الأسواق العربية بما يتيح الربط بينها ومن ثم تيسير التداول بين الأسواق المختلفة.

1 - 2 - قوانين الشركات: تمثل قوانين الشركات حجر الزاوية للأسواق الأولية وتحدد هذه القوانين الإجراءات الضرورية لإنشاء شركات المساهمة وشتى أنواع الأوراق المالية، وتنص على المتطلبات المتعلقة بشركات الإصدار كما تشمل هذه القوانين القواعد التي تتوخى حماية حقوق المساهمين وتضمن سلامة النظام الإقتصادي وتشمل الأحكام المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومراجعة الحسابات، وفي معظم البلدان العربية أجرى تنقيح لقوانين

الشركات بهدف تشجيع إنشاء شركات مساهمة وتطوير شتى المتطلبات والفوائد المرتبطة بإصدار الأوراق المالية من جميع الأنواع أو زيادة ثقة وأمن المساهمين، وحسنت عمليات المراقبة والإشراف بما يتماشى مع المعايير الدولية.

وفيما مضى كانت قوانين الشركات التي تعنى بتنظيم العلاقات بين الشركات في أنشطة المساهمة يجري تعديلها بصفة دورية، ولكن المشكلة كانت تكمن في الواقع في طرائق تطبيق هذه القوانين على نحو تحسن إدارة ويوفر حماية أفضل للمستثمرين وتواجه عدة بلدان عربية هذه الحالة، وبدأت بعض الدول العربية في إبلاغ إهتمام أكبر لتحسين إدارة الشركات منذ عدة سنوات قليلة مضت، بعد أن أصدرت منظمة التعاون والتنمية في الميدان الإقتصادي مجموعة من المعايير ذات الصلة التي تتناول حقوق المساهمين والمعادلة العادلة لهم، ودور المساهمين في إدارة الشركات ومسؤوليات مجلس الإدارة وقضايا الإفصاح والشفافية.

1 - 3 - القوانين والأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية: توجد قواعد شتى تتعلق بسوق الأوراق المالية في صكوك مثل قوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والإستثمار الأجنبي وكثيرا ما تتضمن قوانين الضرائب وإعفاءات يجوز منحها للمساهمين المحتملين والموجودين بغية تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية.

وقد غيرت بعض البلدان العربية قوانينها لخفض العبء الضريبي على شركات المساهمة وأعفت الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب لتشجيع المشاركة الجديدة والإستمرار في السوق.

وينبغي ملاحظة أنه لا توجد قوانين ضريبية متعلقة بالأوراق المالية في دول الخليج. في السوق العربية، من الضروري إستخدام إجراءات ومصطلحات متطابقة في شتى الأسواق المالية لضمان حد أدنى على الأقل من التنسيق الإقليمي، كما أن عدم وجود ممارسات لمراجعة الحسابات أو قصورها في بعض الأسواق العربية والإفتقار إلى معلومات مالية دقيقة والإختلافات في اللوائح التنفيذية المتعلقة بمراجعة الحسابات تمثل كلها عوامل تضعف نظام السوق، وعلى خلاف ذلك، فإن التنسيق الفعال ييسر قرارات الإستثمار، ويعزز تطوير ممارسات مراجعة الحسابات بشفافية التي تفيد المستثمرين.

وبغية تشجيع تدفقات الإستثمار، عمدت معظم البلدان العربية إلى تعديل قوانين الإستثمار بها، وتوفير الضمانات وزيادة الحوافز وتسيير عمليات التداول.

غير أن مستوى الإنفتاح في الأسواق مختلف إلى حد ما بين البلدان لأسباب وجيهة، ذلك أن الهيئات التشريعية تعمل على أساس أن من الضروري وضع بعض التنظيم لحركة رأس المال لتحقيق الإستقرار في السوق والحد من المضاربات غير المشروعة.

2 - البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية: تشتمل العناصر الهيكلية الأساسية لسوق الأوراق المالية نظام التداول والإيداع المركزي للأوراق وقواعد التسوية والمقاصة.

2 - 1 - نظام التداول: وهو نظام يتم من خلاله تنظيم وتنفيذ عمليات الأوراق المالية المدرجة في السوق وقد أقدمت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية على تعديل هذه الأنظمة، بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال من أهمها قيام العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بمكننة أنظمة التداول لديها وتحديثها، وقد ساهم ذلك في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول فضلا عن زيادة شفافية السوق.¹⁴⁰

وتستخدم ثلاثة نظم تداول في العالم العربي، إذ يستخدم (EFA الكندي في الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، مصر، المملكة العربية السعودية، في حين تستخدم كل من تونس، لبنان، المغرب نظام التداول الفرنسي (NSC-UNIX) وتستخدم الكويت نظام فريد أعتمد في جانفي 1996م.

2 - 2 - نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية: يمثل وجود نظام الإيداع المركزي دعامة أساسية في قيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته مما يجعل التعامل فيه عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي، يقوم هذا النظام على حفظ جميع الأوراق المالية التي يتم عليها التداول لدى جهة مركزية واحدة بدلا من تداول الورق من حائز لآخر فإن العملية يتم تبسيطها لتصبح مجرد قيد بالدفاتر.

2 - 3 - المقاصة والتسوية: أوصت مجموعة الثلاثين G30 بالإسراع بعملية التسوية بحيث تتم مقابلة أوامر الشراء والبيع في اليوم التالي من عملية التداول (T+1) ويتم تصحيحها من

¹⁴⁰ أحمد البيطار، مرجع سابق ذكره، 2002، ص: 09.

قبل ISSOA بحيث يتم مقابلة أوامر الشراء والبيع في نفس يوم التداول وتنتهي عملية التسوية والمقاصة في (T+3) ولكنها أوضحت أيضا أن النظام الكفو في عملية التسوية هو النظام الذي يتسم بدقة عالية ولا يوجد بها أخطاء ويمكن الحكم على كفاءة النظام القائم من خلال نسبة العمليات التي يوجد بها خطأ ولم تتم تسويتها إلى عدد الأيام التي فيها تصحيحها فكلما إنخفضت هذه النسبة دل ذلك على كفاءة النظام السابق.

وبالنظر إلى أن التسويات تتطلب نظاما مركزيا لحفظ المعلومات والمستندات، قررت البلدان العربية الثلاثة التي ربطت أسواقها (الكويت ولبنان ومصر) إنشاء شركات خاصة مستقلة على السوق، لأداء وظائف التسوية والإيداع والمقاصة، وأنشأت الكويت أول شركة للمقاصة والتسوية في عام 1982م، تلتها لبنان في عام 1994م ومصر في 1996م، وتستند أنشطة الشركات الثلاث إلى توصيات (مجموعة الثلاثين) التي وضعت المعايير الدولية لنظم المقاصة والتسوية وفيما يلي التفاصيل المتعلقة بهذه الشركات:

أنشأت الشركة الكويتية للمقاصة في عام 1982م، في عقب أزمة المناخ، وبناء على طلب من سوق الكويت للأوراق المالية في عام 1986م، طورت الشركة طرائقها إلى برنامج إعدته السوق رسميا في عام 1987م، وفي ماي 1988م، أفتتحت المرحلة الثانية من البرنامج رسميا، أنشأت أرقام حسابات لكل مساهم ونظمت ممارسات تدريبية من خلال وسطاء الشركة نفسها، وكللت جهود الشركة الكويتية للمقاصة بنجاح في تحقيق الإستقرار في السوق، تتطابق طرائقها مع أكثر الطرائق تقدما في العالم.

وتستلزم ممارسات المقاصة اليومية مقارنة وتسوية حسابات المساهمين، يستخدم الحساب الذي أنشأ لكل مساهم في جميع معاملات التداول التي يجريها، بما في ذلك تسليم الأسهم المشتراة وتحويلات الأسهم المباعة والمدفوعات الواردة المرسلة، كما يوفر الحساب سجل لأنشطة المساهم يظهر جميع التغيرات في مركزه المالي، ويقدم الوسطاء إلى الشركة تقارير يومية تضم أسماء وتكاليف الأسهم المتداولة خلال ذلك اليوم.

وفي صباح اليوم التالي، تعطي الشركة كل وسيط تقريرا عن المركز المالي لكل عميل يدين ما إشتري وما يبيع والأرباح المكتسبة في اليوم السابق، ويتيح نظام المقاصة والتسوية في سوق الكويت للأوراق المالية للمساهمين إستخدام أرباح تداولهم بمجرد إتمام التداول وفي

بمتطلبات السوق دونما حاجة لأية تغييرات هيكلية كبيرة، يحسب النظام ويخصم آليا جميع التكاليف والعملات، كما يساعد في منع تداول الأسهم بدون رأسمال كافي وتتم تسوية الحسابات في سوق الحسابات في السوق الكويتية في يوم التداول، وتنشأ سوق الكويت للأوراق المالية صندوق تسوية لرأس مال يبلغ حسب التقديرات 3 ملايين دينار كويتي) 10.2 مليون دولار تقريبا) للتوسط بين الوسطاء وإدارة السوق وشركة التسوية .

أما النظام البناني فهو متأثر " سيكوفام" (SICOVAM) الفرنسي، وشركة " ميد كلير" (التي كانت تسمى سابقا مركز التقاص لللكوك المالية للبنان والشرق الأوسط) هي وكالة التقاص والتسوية في لبنان، ووظيفتها الأساسياتان هما الإيداع المركزي لجميع الأسهم المحولة في بورصة بيروت وإدارة التسوية والتقاص لحسابات البورصة، وتسلم الأوراق المالية بصورة فورية للدفع نقدا وفقا لأنظمة محددة لكل سوق (الأولية أو الثانوية، المحلية أو الدولية).

وهدف " ميد كلير" هو تسليم حقوق المساهمين من لحظة إتمام صفقة التداول بيد أن الفترة الفعلية للتقاص والتسوية في البورصة اللبنانية هي ثلاثة أيام تقريبا، مقابل يوما واحدا في أسواق مجلس التعاون الخليجي.

وفي مصر، أنشأت شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بموجب قانون سوق المال (القانون رقم 95 لسنة 1992) الذي يتناول شركات التداول في البورصة، ويعتبر أن مقاصة وتسوية الأوراق المالية أحد الأنشطة التي يتعين أن تظطلع بها الشركات.

ويجيز الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لأسواق الأوراق المالية إنشاء شركات تكون مؤسسة عن تنظيم تسلم وتسليم الأوراق المالية التي تتداولها شركات الوساطة وعن تسوية الحسابات وفقا للقواعد التي أقرتها الهيئة لسوق المال، وبدأت شركة مصر للمقاصة كشركة مساهمة في عام 1996م، ومع اعتماد قانون التسجيل والحفظ المركزي للأوراق المالية (القانون رقم 93 لسنة 2000م)، أصبحت شركة مصر للمقاصة هي الشركة الوحيدة في مصر المسموح لها بالعمل في أنشطة المقاصة والتسوية لبورصتي القاهرة والاسكندرية.

وتعمل الشركة كوكالة للحفظ المركزي ومسك الدفاتر للبورصتين أو تكمل إجراءات تحويل ملكية الأوراق المالية، وتحفظ سجلات المعاملات لفترة خمس سنوات على الأقل وجميع الملفات المتعلقة بهذه المعاملات لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات.

وأنشئ صندوق لضمان التسويات في عام 2000 لحماية المستثمرين وتوفير الأمن والإستقرار في السوق، وتشمل عضوية هذا الصندوق جميع شركات الوساطة المكلفة بالتسويات بإسم عملاءها وممثلي الشركات الأخرى في نظام المقاصة والتسوية.

وبحلول نهاية عام 2000م كانت شركة مصر للمقاصة تخدم 1044 منهم 870 شركة مصدرة للأسهم و146 شركة وساطة و 9 صناديق إستثمار وتعمل الشركة على تقليص فترة التسوية لجميع الأوراق المالية المتداولة المودعة في الحفظ المركزي ومن ثلاثة أيام إلى يومين، وسيؤدي هذا إلى زيادة حجم التداول وتقليص المخاطر المرتبطة ببطء تسوية معاملات الأوراق المالية.

2 - 4 - نشر المعلومات: يحتاج جمهور المستثمرين إلى معلومات عديدة تمكنه من القيام ببيع أو نشر الأوراق المالية بما يتماشى مع فرضية كفاءة السوق المالية فيحتاج المستثمر لمعلومات تتعلق بالشؤون العالمية لتكوين فكرة عن تلك الظروف ومدى تأثيرها على الإقتصاد المحلي الذي تنشط فيه السوق المالية.

بعد ذلك يعرج إلى جميع المعلومات عن البيئة المحلية للإقتصاد وخاصة درجة النمو والتضخم، أسعار الفائدة ومعدل البطالة وهي ظروف يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية، ثم ينتقل بعد ذلك إلى ظروف وأحوال الصناعة المحلية مثل درجة المنافسة، الفرص المستقبلية لتطوير المنتجات، الإعتماد على العنصر البشري أولاً... الخ، في الأخير يركز إهتمامه على الوضعية المالية للمؤسسة ومركزها التنافسي والتنظيم الداخلي لها والمستوى التكنولوجي.

لذا يمثل نشر المعلومات أحد العمليات التي تدعم التداول وأشا إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية الشبكة العربية للأسواق المالية في ديسمبر 2001م من أجل توفير معلومات يسهل الوصول إليها في الوقت المناسب عند أسواق الأوراق المالية الأعضاء وقبل

وجود هذه الشركة كانت أسواق أوراق الكويت ولبنان ومصر قد عقدت إتفاقيات مع روتيرز لتقديم معلومات للمستثمرين من البلدان الثلاثة.

3 - إتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية: بذلت أسواق الأوراق المالية النشطة في البلدان العربية جهودا متعددة الأطراف في ربط أسواق الأوراق المالية في المنطقة بإنشاء إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية في عام 1982م وقد أنشأ الإتحاد لتقدم المساعدة في تنظيم أسواق الأوراق المالية الأعضاء وتشجيع تبادل الخبرة الفنية وغير ذلك من أشكال التنسيق وتحديد وإزالة الحواجز القانونية التي تعيق تدفقات الإستثمار فيما بين الدول، وفيمايلي عرض لجهود الربط للأسواق المالية في المنطقة العربية.

3 - 1 - تطور إتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية منذ 1999م:

لقد تمكن أسواق الأوراق المالية العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها وذلك من خلال عقد الإتفاقيات الثنائية والثلاثية وتهدف هذه الإتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين أسواق الأوراق المالية العربية، وما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

فبالإضافة إلى الإتفاقية الموقعة بين أسواق الكويت والبحرين وعمان والإتفاقية الموقعة بين سوقي البحرين والأردن والأخرى الموقعة بين أسواق الكويت ولبنان ومصر، تم خلال عام 1999م، التوقيع على مذكرة التفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية والتي هدفت إلى تنمية أفاق التعاون بين السوقيين وسبل تطويره وتذليل العقبات أمام إنسياب الإستثمارات والأموال في البلدين، كما تم التوقيع على مذكرة التفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بالمغرب، تهدف إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية بين السوقيين.

أما في سنة 2000م، تواصلت جهود التعاون والترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية حيث تم التوقيع على إتفاقية التعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر تعمل بموجبها الهيئات على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق

بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوقين وتشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين.

وفي مجال الإدراج المشترك بين الأسواق تم خلال عام 2000م إدراج شركة السودان للإتصالات في سوق البحرين للأوراق المالية لتكون بذلك أول شركة سودانية تدرج خارج سوق الخرطوم للأوراق المالية.¹⁴¹

وفي أفريل من عام 2001م بدأت أسواق الأوراق المالية في كل من سلطنة عمان والكويت ومملكة البحرين بتنفيذ المرحلة الأولى من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينها.¹⁴²

خلال عام 2002م تم التوقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والاسكندرية وبورصة تونس كما تم خلال الربع الثاني من هذا العام الإتفاق بين إدارتي لسوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من قبل الشركات المدرجة ومكاتب الوسطاء بحيث يتم تقديم كفالة واحدة فقط قدرها 10 مليون درهم بدلا من كفالة قدرها 10 مليون درهم لكل من السوقين كما هو الحال في الوقت الراهن.¹⁴³

وفي سنة 2003م قامت سوق البحرين للأوراق المالية في إطار التعاون مع الأسواق الأخرى بتوقيع مذكرة تفاهم مع سوق طهران (إيران) للأوراق المالية تهدف إلى تعزيز التعاون القائم بين السوقين في مختلف المجالات وخصوصا في الجوانب المتعلقة بخلق وتفعيل قنوات تبادل المعلومات بين السوقين وتبادل الخبرات ذات العلاقة بنشاطهما علاوة على الإستفادة من برامج التدريب المتخصصة التي تتضمنها الجهات المختصة بقطاع الأوراق المالية في البلدين.

3 - 2 - الجهود الجارية صوب ربط الأسواق المالية العربية:

أقر إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية إنشاء الشبكة العربية للأسواق المالية ومؤسسة عربية مشتركة للتقاص والتسوية، وقد أنشأت الأولى في سبتمبر 2001م، ولكن إختلاف وجهات النظر بشأن متطلبات رأس المال الأولي أخرج بإنشاء الثانية، الذي كان من

¹⁴¹ صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2001، ص: 126.

¹⁴² صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2002، ص: 241.

¹⁴³ صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2003، ص: 120.

المقرر أن يتم في مطلع 2002م وستسهل مؤسسة التقاص والتسوية، عندما تفتتح، التداول العابر للحدود أمام المستثمرين من الدول الأعضاء في الإتحاد، وتمتد أهدافها إلى ما يجاوز أنشطة المقاصة والتسوية، ذلك أنها ستشارك في تحويل الأموال بين البلدان العربية وستنظم عمليات إصدار وعرض الأوراق المالية، ستحسن إلى حد كبير الأفاق المترتبة للربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية، كما ستعمل كمركز إيداع دولي للأوراق المالية، وحدد الإتحاد أنشطة الأسواق العربية للأوراق المالية كمايلي:

- القيام بأعمال المقاصة والتسوية للمعاملات بين مختلف الأسواق العربية.

- القيام بمهمة مركز الإيداع والسجل المركزي.

- تيسير العمليات المتعلقة بإدراج وتداول الأوراق المالية للشركات العربية.

ويتصدى الإتحاد لقضية نشر الثقافة بين المستثمرين التي تكتسي نفس القدر من الأهمية وربما لا يدرك المستثمرين الإقليميون المحتملون الفرص الجديدة التي يوفرها الربط بين أسواقهم للأوراق المالية.

وتقوم شبكة الأسواق المالية العربية التي أنشأها الإتحاد بدور رئيسي في توعية المستثمرين وتشجيع الشفافية بين الأسواق العربية للأوراق المالية، وتوفر للمستثمرين من خلال الشبكة إمكانية وصول سهلة إلى المعلومات بالإتصال المباشر في الوقت المناسب عن وضع الشركات المدرجة للتداول وأسعار الأسهم ومؤشرات الأسواق في أرجاء المنطقة، وتمثل خازنة للمعلومات بشأن الشركات المدرجة، والمعلومات المتعلقة بقواعد وأنظمة الأسواق المالية، وتوجيه الأوامر وتغطية الأحداث المباشرة وأنشطة الأسواق، وأكملت هذه المرحلة من مشروع الإتحاد بإنشاء موقع إلكتروني لشبكة الأسواق المالية العربية، والهدف من المرحلة الثانية للشبكة هو تيسير الربط الإقليمي بين أسواق الأوراق المالية من خلال إنشاء بورصة ظاهرية للأوراق المالية عن طريق الإتصالات الإلكترونية، ويجري حاليا تطوير هذه الآلية، وإقتراح الإتحاد تشكيل مؤسسة للبورصات العربية لتحديد أنشطة الأوراق المالية تداولاً بحيث يمكن إدراجها إلكترونياً في جميع الأسواق العربية للأوراق المالية مما ييسر المعاملات العابرة للحدود وسيحسن إمكانية الوصول إلى أموال الإستثمار الإقليمية بالنسبة للشركات العربية.

وستندمج شبكة الوصلات البيئية الإلكترونية بين الوسطاء وأسواق الأوراق المالية المترابطة للوفاء بشتى القواعد والأنظمة المنطبقة على فرادى الأسواق، وسيكون الوصلة البيئية غير منظورة بالنسبة للوسيط، وستظهر الشركات المشاركة مدرجة في البورصات الظاهرية الموحدة عندما تصبح في الواقع مدرجة في أسواقها المحلية للأوراق المالية وتنظمها القواعد والأنظمة المحلية، وبهذا المعنى ستكون البورصة البورصة الظاهرية أيسر من تنفيذ منصة تداول عربية واحدة، تتطلب التنسيق الكامل للأنظمة وتوحيد التشريعات المالية وستتوفر معلومات شاملة عن قواعد وأنظمة كل سوق الأوراق المالية لصالح المستثمرين من خلال الموقع الإلكتروني لشبكة السوق المالية العربية.

ويجب أن يتعرف المستثمرون العرب الذين يشاركون في الأسواق الرأسمالية المتقدمة في خارج المنطقة على القواعد واللوائح الناظمة لمعاملاتهم في هذه البورصات، ولا غنى للمستثمرين من داخل المنطقة الذين يمارسون المعاملات من خلال البورصة الظاهرية العربية للأوراق المالية عن فعل الشيء نفسه وبموجب نظام الشبكة، ستحفظ كل بورصة وطنية بهويتها ونكهتها المحلية لخدمة إحتياجات شركاتها المحلية على نحو أفضل، غير أن الشبكة ستسير أيضا المعاملات العابرة للحدود، بتوفير إمكانية وصول أسرع وأفضل للمستثمرين إلى أسهم الشركات العربية المدرجة للتداول في شتى أرجاء المنطقة . ويمكن إستخدام عدد من الإستراتيجيات المختلفة لتيسير تدفقات الإستثمار بين بلدان المنطقة وربط الأسواق المالية.

- يمكن لشركة ما أن تدرج أسهمها في أكثر من بورصة واحدة لزيادة فرصة الحصول على أموال رأسمالية وعلى سبيل المثال، أدرجت مؤسسة الإتصالات القطرية "كيوتل" في سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق أبوظبي للأوراق المالية بصورة مشتركة، مما أتاح للشركة فرصة الحصول على إستثمارات في جميع البلدان الثلاثة، وأمضى مدراء "كيوتل" وقتا طويلا وأنفقوا مبالغ هامة في التعرف على قواعد وأنظمة كل سوق من أسواق الأوراق المالية وتلبية متطلباتها من حيث إجمالي القيمة السوقية وأفصاح المالي والإدراج والرسوم وما إلى ذلك.

وهذه الطريقة باهضة الكلفة لجمع رأس المال السهمي بالنسبة للجميع بإستثناء كبرى الشركات .

- وثمة خيار ثان هو أن تعتمد الشركة إلى زيادة فرص وصولها إلى أموال أفستثمار الإقليمية بالسعي لدى حكوماتها للسماح للمستثمرين الأجانب بالوصول إلى أسواقها المحلية للأوراق المالي، ومن شأن هذا، في حالة "كيوتل" أن يزيل الحاجة إلى الإدراج المشترك في البورصات الثلاثة والتكاليف المتصلة بهذا، غير أنه كان يتعين على المستثمرين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين إستيعاب تكاليف جديدة تتصل بالحصول على المعلومات المالية في الوقت المناسب عن الشركة المدرجة خارج سوقيهما للأوراق المالية والتسجيل كمستثمرين أجنب في سوق الدوحة للأوراق المالية وممارسة المعاملات من خلال شركة وساطة مالية.

- وثمة إستراتيجية ثالثة يشجعها إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية من خلال مشروعه لإقامة شبكة ربط سوق الدوحة للأوراق المالية للوسطاء المحليين في الإمارات العربية المتحدة والبحرين من خلال مقسم الوصلات البينية المالية، كما لو كانت الأسهم مدرجة بصورة مشتركة في سوقيهما المحليين للأوراق المالية وستكون وصلة الشبكة شفافة بالنسبة للوسطاء والمستثمرين وستكون مبرمجة، حسبما ذكر من قبل، لتلبية شتى قواعد وأنظمة نوادي أسواق الأوراق المالية.

ويمكن للبورصة الظاهرية التي تيسر التداول العابر للحدود زيادة عمق السوق المالية العربية وكمية السيولة بها، وخفض تكاليف المعاملات المرتبطة بهذا التداول، وتوفير المعلومات في الوقت المناسب من خلال أحدث التكنولوجيات والمساعدة على تفادي عدم كفاية المعلومات والحيازة الطويلة للأوراق المالية التي تتصف بها عادة الأسواق العربية للأوراق المالية.

3 - 3 - متطلبات أخرى للربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

وتتمثل هذه المتطلبات فيمايلي:¹⁴⁴

¹⁴⁴ صالحالدينحسنالسيبي، مرجعسبقذكره، 2003، ص: 91.

- إنشاء شبكة إتصالات عربية متطورة: يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للإتصالات لتأمين سرعة الإتصال ونق المعلومات فيما بينها ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دور كبير في ربط الأسواق المالية العربية كما أن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي والإتجاه الجديد لبورصات الأوراق المالية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية ويتيح للمستثمر العربي فرصة جيدة لمتابعة إستثماراته في هذه الأسواق.

- إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية: لاشك أن إنشاء شركة وساطة عربية يساعد كثيرا على البط وإفتاح الأسواق المالية العويقتصر نشاط هذه الشركة على مايلي:

- ❖ العمل كوسيط مالي للأوراق المالية لشركات عربية مشتركة.
- ❖ العمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع مباشر لأوراق مالية جديدة وأراق مالية متداولة.

❖ تتكفل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة.

❖ تقديم الإستثمارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

بالإضافة إلى:

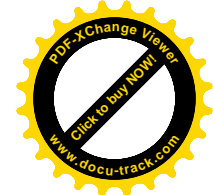
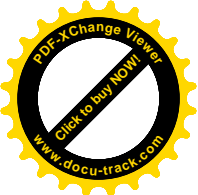
- تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضمنا لتدفق رؤوس الأموال إقتداءا بالنموذج الأوروبي حيث أكدت إتفاقية إنشاء الإتحاد الأوروبي على ضرورة توحيد أسواق المال، تخفيض القيود في التعامل في البورصات وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق وقد سعت إتفاقية البورصات الأوروبية للقضاء على العقبات التي تحول دوت تحقيق هذه الأهداف من خلال الأتي:

- القضاء على عقبة المعلومات عن كل بورصة.

- إلغاء وتقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.

- تخفيض تكلفة عقد الصفقات للأوراق المالية عبر البورصات المختلفة.

- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.



- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية على تنويع الإستثمارات سواءا في الأسهم والسندات الحكومية الدولية وسندات الشركات والصكوك الأخرى فإمتصاص السيولة في الأسواق وربط الإيداعات بالتوظيف الأمثل للمصادر المالية وزيادة معدل دوران الأوراق المالية.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد خُصّ الفصل الثالث بعد دراسة معوقات البورصات العربية وسبل تفعيلها والربط بينها، أن الدول العربية شهدت إهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية خاصة في عصر العولمة في مختلف المجالات، وخصوصاً مؤسسات القطاع العام، فهذا التوجه يتطلب وجود أسواق مالية متطورة وذات كفاءة قادرة على إستيعاب إحتياجات هذه المرحلة، فبالإضافة إلى أسواق الأوراق المالية العربية التي كانت موجودة، شهدت الساحة المالية العربية إنشاء المزيد من أسواق الأوراق المالية العربية المنظمة حيث أصبحت تضم أربعة عشر سوق وهي: سوق أبوظبي للأوراق المالية، بورصة عمان الأردنية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء المغربية، بورصة الجزائر، بورصة الأوراق المالية بتونس، سوق دبي المال، سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية بقطر، بورصة بيروت البنانية وبورصة القاهرة والاسكندرية.

تتباين أسواق الأوراق المالية العربية فيما بينها، إذ يمكن تصنيفها من حيث طبيعة أسواق أوراقها المالية إلى أربعة مجموعات لكل مجموعة منها صفات رئيسية وذلك من حيث الأوضاع الإقتصادية وتوجهاتها لتطوير أسواقها المالية وهذه المجموعات هي:

- المجموعة الأولى: دول الفائض المالي، وتشمل هذه المجموعة دول مجلس التعاون الخليجي" السعودية، البحرين، الكويت، الإمارات وقطر" وتتمتع هذه الدول بالفوائض المالية، وما تجدر إليه الإشارة أن لدى بعض هذه الدول أسواقاً مالية منظمة، في حين أن البعض الآخر يحاول وضع الترتيبات اللازمة لإنشاء مثل هذه الأسواق.

- المجموعة الثانية: دول العجز المالي، وتقع ضمن هذه المجموعة خمس دول هي: الأردن، لبنان، مصر، المغرب وتونس، حيث تتوفر لدى هذه الدول كافة أسواق مالية منظمة.

- المجموعة الثالثة: تتمثل في كل من العراق، سوريا، الجزائر، اليمن وليبيا، حيث أعطت هذه الدول القطاع العام الدور الأساسي في تحقيق التنمية الإقتصادية، غير أنه جرت خلال السنوات الأخيرة تحولا أساسية على المستويين الدولي والمحلي، إنعكست على توجه هذه الدول لزيادة دور القطاع الخاص في تحقيق أهداف التنمية الإقتصادية وأجتماعية، مما أدى

بهذه الدول إلى إتخاذ الإجراءات اللازمة لإنشاء وتطوير أسواقها المالية لكونها الركيزة الأساسية للتنمية وتحقيق الإصلاحات الاقتصادية المطلوبة.

- المجموعة الرابعة: وهي الدول ذات النشاط الاقتصادي المتدني مثل جيبوتي، الصومال، موريطانيا والسودان، حيث أن حجم النشاط الاقتصادي لا يبرر إنشاء أسواق مالية متطورة، وعلى الرغم من وجود سوق أوراق مالية في بعضها إلى أن الإهتمام بقضايا التنمية الاقتصادية لا يقتصر على إنشاء البورصات.

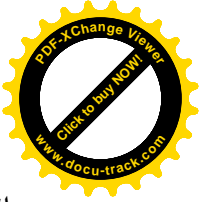
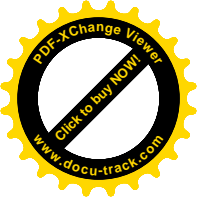
رغم هذا التباين إلا أن جميع أسواق الأوراق المالية العربية تعترضها جملة من المعوقات، هذه الأخيرة تم تناولها في المبحث الثاني من الفصل الثالث، إذ تم توضيح المعوقات التي تعترض الأسواق العربية من خلال ثلاث مطالب:

فالمطلب الأول تناول المعوقات التنظيمية والتشريعية، إذ تفتقر جل أسواق الأوراق المالية العربية إلى الأطر التنظيمية وكذا الضوابط التشريعية كتلك التي تحمي المتعاملين في السوق، بالإضافة إلى عدم مرونة التشريعات، والغياب الشبه التام لصناع السوق الذي ينقص الفاعلية في مثل هذه الأسواق، وضعف جهود التعاون بين الدول العربية لربط أسواقها.

أما على الصعيد الاقتصادي تم تسجيل عائق ضيق نطاق السوق من خلال ضآلة الطلب نتيجة نقص الإدخار وعدم وجود ثقافة بورصية من جهة، وضآلة العرض من جهة أخرى والذي يعود إلى نقص الشركات المسعرة في البورصة، ومنه عدم تنوع الأوراق المالية التداولية في السوق، بالإضافة إلى مشكلة هجرة رؤوس الأموال للخارج بحثا عن العائد والأمان اللذان تفتقر إليهما أسواق الأوراق المالية العربية.

أما في المطلب الثالث فقد تم تسليط الضوء على معوقات تواجه بورصة الجزائر والتي لا تختلف عن تلك التي تعترض بقية أسواق الأوراق المالية العربية.

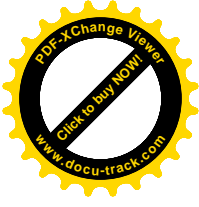
بينما المبحث الثالث والأخير من الفصل الثالث تناول سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية والربط بينها، فتطرق المطلب الأول منه إلى إسهامات تفجيا أسواق الأوراق المالية العربية، وتناول العنصر الأول منه مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير هذه الأسواق حيث أخذ الصندوق هذه المهمة على عاتقه منذ إنشائه، وهذا من خلال نشره لقاعدة البيانات، وإنشاء هيئات متخصصة لتقييم أداء هذه السوق، وتقديم جملة من المساهمات الفنية لإصلاح أسواق



الأوراق المالية العربية، وفي آخر هذا المطلب تم تقديم مساهمة من الباحثة في تقديم بعض الإقتراحات لتفعيل بورصة الجزائر، شملت الجانب التشريعي والتنظيمي، الجانب الإقتصادي والمالي وأخيرا الجانب الإجتماعي والثقافي.

في المطلب الثالث من هذا الفصل تم إقتراح الربط بين اسواق الأوراق المالية العربية لتجاوز مختلف المعوقات والوصول بهذه الأسواق إلى المستوى المطلوب.

وعليه فإن حداثة بعض أسواق الأوراق المالية العربية، ونقص الخبرة بالإضافة إلى المعوقات السالفة الذكر تسببتفي عدم تطور الأسواق العربية، رغم أهميتها ضمن متطلبات التنمية الشاملة، لذا يتوجب تجاوز تلك المعوقات من خلال توحيد الجهود بين الدول العربية ومنه ربط أسواق الأوراق المالية العربية.



الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم إبتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة أو السوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية أو يتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الإستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدراً كافياً من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وعليه إذا انعكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفوء، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على المؤشرات بإعتباره بارومتر قياس الأداء، وأداء التنبؤ بحركة تطور أسعار السوق، خاصة في ظل العولمة والإتجاه المتزايد نحو تحرير الخدمات المالية فإن تدفقات الأموال أصبحت كبيرة وسريعة تبحث دائماً عن العائد المرتفع.

لقد أدركت الدول العربية أهمية مثل هذه الأسواق، خاصة في ظل التوجه الجديد المتمثل في تقليص دور القطاع العام والإتجاه نحو خصوصية، فمثل هذا التوجه يقتضي تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، فبالإضافة إلى الأسواق التي كانت موجودة كبورصتي مصر، سوق القيم المنقولة بالدار البيضاء في المغرب والبورصة اللبنانية ظهرت أسواق أخرى لتصبح عدد أسواق الأوراق المالية العربية أربعة عشر سوقاً هي سوق أبوظبي للأوراق المالية، بورصة عمان الأردنية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء المغربية، بورصة الجزائر، بورصة الأوراق المالية بتونس، سوق دبي المالي، سوق الخرطوم للأوراق المالية

بالسودان، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية بقطر، بورصة بيروت اللبنانية، بورصة القاهرة والاسكندرية بمصر، أسواق الأوراق المالية العربية متباين فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط، وتسعى كل دولة عربية إلى تطوير سوقها، إلى أن أغلبها مازال في مراحل الأولى، وتواجه كل أسواق الدول العربية العديد من العراقيل وفي جميع المجالات، تتمثل في قصور التشريعات الإقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية و إن وجدت فهي تفتقر للوضوح بالإضافة إلى تأخر برامج الخصخصة وقصور دور شركات الوساطة، كم تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات المالية، ففي جانب الطلب، فإن انخفاض الطلب على الأدوات المالية يعود إلى انخفاض معدل الدخل الفردي ومنه ضعف الإدخار الفردي بالإضافة إلى انخفاض العائد المالي على هذا النوع من الإستثمار بالمقارنة بمجالات الإستثمار الأخرى، أما في جانب العرض يلاحظ بأن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من عدم تنوع الأدوات المالية .

أما على الصعيد الإجتماعي والثقافي نجد عدم توفر الوعي الإستثماري بين المتعاملين بالإضافة إلى العامل الديني الذي يحرم التعامل ببعض الأدوات المالية.

في ظل التحدي للتغيرات الجديدة التي سيشهدها العالم على مستوى العلاقات التجارية والمالية الدولية، وما صاحبها من تحرير للسلع ورؤوس الأموال وإطلاق قوى السوق والمنافسة لتحقيق التوازنات المطلوبة للإقتصاد العالمي، لذا يجب على الدول العربية تحليل المعوقات التي تفرض أسواقها لمواجهة هذه التحولات.

وعليه وبناء على الأهداف المتفاوتة من هذه الدراسة ومحاولة الإجابة على الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

1- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية والجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة وسياسة في وجه تطوير هذه الأسواق: كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات في أسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق بالإضافة إلى توفر المناخ الإستثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهميته في توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين

وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية للكيف مع المتغيرات المستجدة وإستعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق بإستمرار، كما أن بعضها الآخر لا يزال في مرحلة الإنشاء مما يستلزم إنقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولاً، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، فترة ثلاثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والإستقرار.

- وهنا تتأكد عدم صحة الفرض القائل بأنه يمكن للتشريعات واللوائح التنظيمية أن تنشأ سوق مالياً فعالاً لوحدها، بإعتبار أنها غير كافية ما لم يتوفر مناخ إستثماري ملائم الذي يعتبر حجر الأساس لإقامة أسواق الأوراق المالية.

2- أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الإقتصادية المحلية والدولية وإذا عملت بعض الدول العربية إلى تعديل مواد القوانين فإن تراكم التعديلات قد أدى إلى تعرض القوانين للتغيرات المستمرة، ومن الطبيعي عدم ثبات القوانين لا يمكن أن يساعد على إستقرار تلك القوانين من ناحية ويؤدي من ناحية ثانية إلى أن تنتشعب القوانين وتتداخل فيما بينها.

3- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، وعدم إلتزام عدد كبير من الشركات المساهمة بمعايير المحاسبة الدولية، لذا فإن المستثمرون ينتظرون التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من إتخاذ قرار الإستثمار مما نتج عنه تدفق الإستثمارات العربية نحو البورصات العالمية التي تتميز بمستوى عال من الإفصاح.

وهنا تتأكد عدم صحة الفرض القائل بان عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية وتوطيد الإستقرار الإقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة ولا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها من أجل إتخاذ قرار الإستثمار.

4- لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي بعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن، ويتبين نقص التطور النسبي في أسواق الأوراق المالية بشكل واضح من حصة الدول العربية من مجموع قيمة الرسملة السوقية في العالم، فقد قدرت الرسملة السوقية لتسعة أسواق أوراق مالية عربية وهي المملكة العربية السعودية، مصر، لبنان، الكويت، الأردن، الإمارات العربية، البحرين، عمان، قطر، عام 2002م بأقل من 180 مليون دولار في حين قدر المجموع الكلي للقيمة العالمية بحوالي 10 تريليون دولار لنفس السنة أي ما يعادل 1.8%.

- وهنا تتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن تخلف أسواق الأوراق المالية العربية راجع إلى حداثة نشأتها، مما لا يتطلب فترات زمنية متباعدة تشكل كل فترة مرحلة من مراحل نموها، بدليل أنه يعود إنشاء بعض البورصات العربية إلى عهد قديم مثل بورصتي القاهرة والاسكندرية بمصر خلال سنتي 1883م و1889م على التوالي، وبورصة بيروت بلبنان عام 1920م وبورصة الدار البيضاء المغربية عام 1929م وبالرغم من مرور هذه الحقبة الزمنية على إنشاء تلك الأسواق إلا أنها مازات تعاني من التخلف والركود.

5- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية لأسواق الأوراق المالية.

6- إفتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في احيان كثيرة.

7- إن نقاط الضعف البنوي والعوائق المؤسسية التي تقف في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية عديدة حيث أن هذه الأخيرة صغيرة جدا من حيث الحجم ودورها محدود في مجال حشد الموارد وتخصيصها ويرجع السبب في ذلك إلى محدودية أدوات الإستثمار المتداولة وعدد صغير من الشركات المسجلة وإحتكار ملكية القطاع العام للأوراق المالية من جهة، وإلى محدودية القطاع الخاص من الجهة الأخرى.

8- ضالة الطلب وتعود أسبابه إلى العناصر التالية:

- إنخفاض معدلات الإدخار في الدول العربية يعود إلى ضعف دخل الفرد مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للإستثمار، بالإضافة إلى إنعدام ثقافة الإستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثير من المستثمرين، والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع على أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية.

- إنخفاض العائد المحصل عليه من الإستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين الإستثمار في الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.

- إرتفاع سعر الفائدة، يعتبر سعر الفائدة محدد من محددات الإستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ لأنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الإستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما أحجم المستثمرون على الإستثمار في سوق الأوراق المالية.

- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الإستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد إزدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وإرتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الإدخار، ومن ثم على الإستثمار.

- عزوف عدد كبير من المدخرين على إستثمار أموالهم في السندات وذلك لتأثير معدل التضخم، إذ سجل في الدول العربية إرتفاعا بلغ 4.5% عام 2004، لثمانية عشر دولة، حيث كان أعلى معدل في اليمن ب 12.5%، وتليه مصر ب 11.1%، أما أدنى نسبة فقد سجلت في السعودية 0.25%، وكذا سلطنة عمان 0.4%.

9- في ظل السوق الكفو تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في تلك الأسهم من مخاطر.

10- ضآلة الإنفتاح على الخارج، من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة إستثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بأسواق الأوراق المالية العربية بالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

11- ضيق الفرص المتاحة للتنوع، تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنوع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الإستثمار، سواءا للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول.

12- ضعف السيولة، ويمكن صد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال إنخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الإستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

13- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من عدم تجانس القوانين التشريعية والتنظيمية وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وعند تقييم أثر الربط بين البورصات العربية وخاصة بين الكويت ومصر ولبنان، نجدها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات وسلبيات حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق المتوقعة على إتفاقيات التعاون.

- وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن عدم ترابط أسواق الأوراق المالية العربية راجع إلى كثرة التشريعات واللوائح التنظيمية والسبب يعود إلى تباين التشريعات من دولة إلى أخرى مما لا يشجع عملية الربط ويمكن الإستدلال على ذلك من خلال نشرات صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية.

أما بالنسبة للإقتراحات فإنني أقترح مايلي:

1- مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي، إستكمال الإطار التشريعي، من خلال سن القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة، ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى قوانين أنظمة الإستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.

2- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار وإبرام إتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كذلك قيام هذه الأسواق بنشر بياناتها من خلال شبكة الأنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الإستثمارية المتاحة من خلال:

- الإلتزام بالنشر في الصحف واسعة الإنتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.

- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.

- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها.

- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة.

- إلتزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي أن يقيم أداء هذه الشركة، وحتى تستطيع الشركات أن تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للإكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.

3- تحفيز الإدخار وذلك من خلال التبرية الإدخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير إتجاهاته

وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الإستهلاك الأمثل والبعد عن الإستهلاك الزائد الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها.

4- الإستمرارية والتوسع في برامج الخوصصة إذ تشكل عمليات الخوصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات، إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الإستراتيجيين أو لشركات وصناديق الإستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخوصصة لا يكون إلا عن طريق خوصصة الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة وهذا ما شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة وعض خوصصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطوير البورصة.

5- مكننة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وإدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية المتطورة وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

6- خفض فترة التسوية من خلال:

- الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بالمراكز الرئيسية فيما بينها.
- إنشاء غرف للمقاصة وتسهيل الإتصال بينها، وكذلك الربط الآلي لوحدة الجهاز المصرفي والبنك المركزي لسهولة تسوية المعاملات المالية الناتجة عن التعامل في البورصة.

- زيادة عدد البنوك والفروع المشتركة في عمليات التسوية والمقاصة، كحل مرحلي.
- تخفيض فترة التسوية.

7- متطلبات الربط والتعاون بين البورصات.
وتتمثل فيمايلي:

- إنشاء شبكة إتصالات عربية متطورة: يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للإتصالات لتأمين سرعة الإتصال ونقل المعلومات فيما بينها ولعل تشغيل

القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دور كبير في ربط أسواق الأوراق المالية العربية كما أن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي والإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية ويتيح للمستثمر العربي فرصة جيدة لمتابعة إستثماراته في هذه الأسواق.

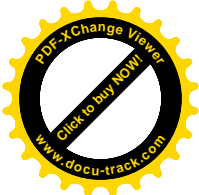
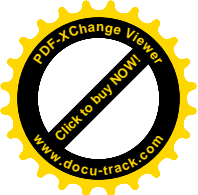
- إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية: أن إنشاء شركة وساطة عربية يساعد كثيرا على ربط وإفتتاح الأسواق المالية العربية ويقتصر نشاط هذه الشركة فيمايلي:

- العمل كوسيط مالي للأوراق المالية لشركات عربية مشتركة.
- العمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع مباشر لأوراق مالية جديدة وأوراق مالية متداولة.

- تقييم الإستثمارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.
- تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية والذي من شأنه تعزيز فرص التعاون بين البورصات ويزيد من إنفتاحها على بعضها ويكون ذلك من خلال خلق بيئة قانونية مالية متناسقة في كل البلاد المتطلعة للإدراج فوجود قوانين مالية متشابهة بين البلدان الهادفة للإدراج من أهم المقومات الإدراج المشترك كما هو الحال في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى تفعيل دور هيئات سوق رأس المال في التقارب والمقارنة بين أسواق البلدان العربية.

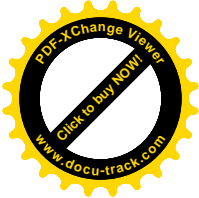
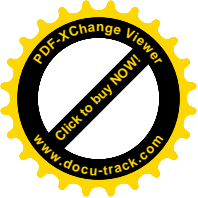
- ضرورة تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضمانا لتدفق رؤوس الأموال وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية وقد ساعدت إتفاقية البورصات الأوروبية للقضاء على العقبات التي تحول دون تحقيق هذه الأهداف من خلال الأتي:

- القضاء على عقبة المعلومات عن كل بورصة.
- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية.
- تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة.
- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.
- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية.



وفي الأخير كانت هذه بعض الإقتراحات للنهوض بأسواق الأوراق المالية العربية قصد مواجهة التحديات واللاحق بركب المراكز المالية المتقدمة أو تحقيق الإستخدام الأمثل للفوائض المالية العربية بدل من تركها في أيدي الغير فعلى الدول العربية أن تكثف جهود التعاون فيما بينها إقتداءا بالنموذج الأوروبي.

وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا ونسأله التوفيق والسداد.



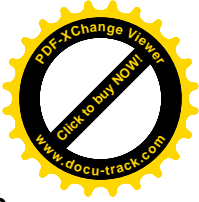
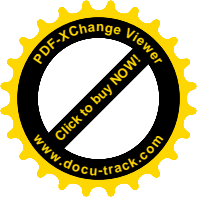
قائمة المراجع

قائمة المراجع:

- 1. الكتب:

1-1. الكتب باللغة العربية:

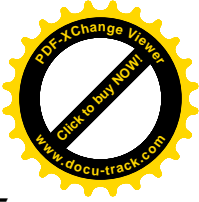
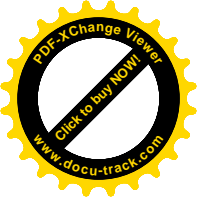
- 1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 2- الأمين حسين عبد الله، الودائع المصرفية النقدية وإستثمارها في الإسلام، دار الشروق، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1983.
- 3- البيطار أحمد، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، صندوق النقد العربي 2002.
- 4- التوني ناجي، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، ماي 2004.
- 5- الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- 6- جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطابع الأهرام، مصر، 1998.
- 7- حردان طاهر حيدر، مبادئ الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- 8- حشيش عادل أحمد وحسين عوض زينب، مبادئ علم الإقتصاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 1999.
- 9- حطيب شندي جمال، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002.
- 10- حميد محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- 11- الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 12- الحناوي محمد صالح والعبد جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.



- 13- الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 14- حنفي عبد الغفار، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق إستثمار الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 15- حنفي عبد الغفار، البورصات، أسهم، سندات، صناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، بدون سنة الطبع.
- 16- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 17- دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، تحليل الأزمات الإقتصادية للأمس واليوم، المؤسسة الجامعية لدراسات النشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، 1992.
- 18- الراوي خالد وهيب، الإستثمار مفاهيم تحليل إستراتيجية، عمان، دار المسيرة، 1998.
- 19- رجب سميرة سعيد، إدارة الإستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 1999.
- 20- رضوان سمير عبد الرحمان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
- 21- رمضان زياد، مبادئ الإستثمار المالي، والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 1998.
- 22- الزبيدي حمزة محمود، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
- 23- الزرري عبد النافع عبد الله وفرج غازي توفيق، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
- 24- زوبل محمود أمين البطريق يونس، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 25- سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، مصر، 1996.
- 26- سويلم محمد، الإدارة المالية في قطاع المال، مطبعة النيل، مصر، بدون سنة الطبع.

- 27- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1999.
- 28- السيبي صلاح الدين، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا إقتصادية معاصرة، دار عالم للكتاب، مصر، الطبعة الأولى، 2003.
- 29- السيبي صالح الدين حسن، شركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، دار عالم للكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.
- 30- شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 31- شمعون شمعون، الرياضيات الإقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- 32- شيحة مصطفى رشدي وزينب حسن عوض الله، الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، الطبعة الأولى، مصر، 1993.
- 33- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996.
- 34- عبد الحميد عبد المطلب، السياسات الإقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997.
- 35- عبد الحميد عبد المطلب، العولمة وإقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 36- عبد الرحمان سليم، مبادئ الإستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 37- عبد الغفار محمد، مشكلة الإدخار في مصر، مطبعة زهراء الشرق، مصر، 1997.
- 38- عبد الله خالد أمين، العمليات المصرفية وطرق المحاسبة الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن، 1998.
- 39- عبيد سعيد توفيق، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 40- العصار رشاد و الحلبي رياض، النقود والبنوك، دار الصغاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2000.
- 41- عطية أحمد صالح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، 2003.

- 42- الفيومي محمد، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية المصرية، مصر، 1990.
- 43- قرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 44- كاظم مراد، البورصة وأفضل الطرق لنجاح الإستثمارات المالية، دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967.
- 45- كمال طه مصطفى، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 46- لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 47- المحجوب رفعت، المالية العامة، النفقات العامة والإيرادات العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975.
- 48- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية أغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة الطبع.
- 49- مرعي عبد الحي، محاسبة التكاليف لأغراض التخطيط والرقابة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1972.
- 50- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2005.
- 51- مطر محمد، إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 1999.
- 52- المنزلاوي عباس حلمي، القانون التجاري، الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 1994.
- 53- الموسوي ضياء الدين مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998.
- 54- الناشف الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.



55- هندي منير إبراهيم، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

56- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

57- هندي منير إبراهيم، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995.

58- هندي منير إبراهيم وقرياقص رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.

59- هندي منير إبراهيم، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الإستثمار المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.

60- يسري محمد ودعبس إبراهيم، التربية الإذخارية والتنمية الشاملة، دار المعارف، مصر، 1996.

2-1- الكتب باللغة الأجنبية:

_ Robert REIC, Système d'information et management des organisation, Edition vuibert Année 1995.

-P.Monmer, les marches boursières, verreuil, paris, 3eme édition, 1997.

_ p. topscaliane, les indices boursières sur action, édition economica, paris, 1996.

_ shall-helly.c, introduction to financial management, Mc Graid-Hill, new work, 1988.

2- المجلات .

- بوكابوس سعدون وفارس فضيل، إقتصاديات الدول العربية بين إشكالية التهميش المالي والأموال المهاجرة، مجلة الدراسات الإقتصادية- مركز البصيرة للبحوث والدراسات الإنسانية- العدد 6، جويلية 2005.

- بوكساني رشيد وأوكيل نسيمة، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم 06، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة.

- حسن مأمون إبراهيم، أسواق الأوراق المالية العربية واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها، سلسلة الدراسات الإستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، 1988.

- الربيعي فلاح خلف علي، اثر السياسات الإقتصادية على مناخ الإستثمار في الدول العربية، مجلة الجندول، العدد 23، جويلية 2005.

- شراح رمضان علي، مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة أفاق الإقتصادية، العدد 86، 2001.

- ناجي بن حسين، تقييم مناخ الإستثمار الأجنبي في الجزائر، مجلة الجندول، العدد 24، سبتمبر 2005.

- هبة مضر شاكر الطرجي وسعود جايد العامري، قائمة التدفقات النقدية ومتطلبات الإفصاح المحاسبي، مجلة أفاق الإقتصادية، العدد 93، 2003.

3- الملتقيات.

- عصفور أمل مصطفى، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، 6-10 مارس 2005.

- فلاح صالح، بورصة الجزائر بين المعوقات الإقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الإستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الإقتصاد العالمي من 31 ماي إلى 2 جوان 2004.

4- التقارير.

- التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء، 2002.

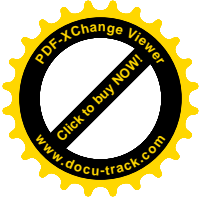
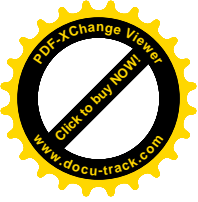
- المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، تقرير مناخ الإستثمار في الدول العربية، 2004.

- صندوق النقد العربي، المؤسسات المالية العربية، تمويل التنمية في الوطن العربي، 2005.

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لعام 2000.

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2001.

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2002.



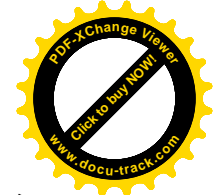
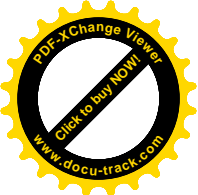
صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2003.
- صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد في تطوير الأسواق المالية العربية، جوان
2003.
5- مواقع الأنترنت.

- www.arab_api.org.
- <http://ar.wikipedia.org>.
- <http://ecotlem.forumarabia.net>.
- www.egypt_sons.com.
- http://islamfin.go_forum.net.
- www.maktabe.com.
- <http://nadaadz.net>.
- <http://www.thegulfbiz.com>.
- <http://www.tunisia-green.com>.
- www.tadawul.net

-

قائمة الجداول:

رقم الجدول	إسم الجدول	الصفحة
1	مقارنة بين الأسهم والسندات.	25
2	مصادر الطلب والعرض على الأموال القابلة للإقتراض.	40
3	مواصفات الأنظمة الفرعية للوحدة الإقتصادية.	64
4	مؤشر تقويم المخاطر السياسية (الحد الأقصى 100 نقطة)	99
5	مؤشر تقويم المخاطر المالية (الحد الأقصى 50 نقطة).	99
6	مؤشر تقويم المخاطر الإقتصادية (الحد الأقصى 50 نقطة).	100
7	المؤشرات الأساسية للأسواق المالية العربية التي تعكس صغر محدودية حجم هذه الأسواق 1994-2004.	129
8	نسبة الإدخار إلى إجمالي الناتج المحلي في الدول العربية 1972-2003.	133



قائمة الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	المناخ الإستثماري وسياساته.	33
2	تحديد سعر الفائدة في السوق وفق النظرية التقليدية.	42
3	سعر الفائدة في السوق وفق النظرية الحديثة.	43
4	المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم.	73

الفهرس

رقم الصفحة	العنوان
أ - خ	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.
3	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
3	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية ومكوناتها.
3	1- تعريف سوق الأوراق المالية.
4	2- مكونات سوق الأوراق المالية
4	1-2- اسواق أولية.
5	2-2- أسواق ثانوية.
6	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها.
7	1- خصائص سوق الأوراق المالية.
7	2- وظائف سوق الأوراق المالية.
9	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية.
10	1- نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية.
10	1-1- صالة التداول.
10	2-1- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة.
11	3-1- طرق التداول بسوق الأوراق المالية.
11	2- المتعاملون.
11	1-2- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل.
12	2-2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين.
13	3- الأوامر.
14	4- شروط الدخول إلى البورصة.
15	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
15	المطلب الأول: ماهية الأسهم.
15	1- تعريف السهم ومختلف قيمه.
17	2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها.
17	1-2- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به.
18	2-2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.
18	3-2- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.
20	المطلب الثاني: ماهية السندات.
20	1- تعريف السند.
21	2- أنواع السندات.
21	1-2- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة.
22	2-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد.

22	2-3- أنواع السندات حسب الحقوق والإميازات المقدمة لمالكيها.
22	2-4- أنواع السندات حسب معدل العائد.
23	2-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة.
23	2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة.
23	3- خصائص وإستهلاك السندات.
24	3-1- حقوق حاملي السندات.
24	3-2- خصائص السندات.
24	3-3- إهتلاك السندات
25	4- الفرق بين الأسهم والسندات.
26	المطلب الثالث: المشتقات والأدوات المهجنة.
27	1- تعريف المشتقات.
27	2- أنواع المشتقات.
27	2-1- عقود الإختيار.
28	2-2- العقود المستقبلية.
30	3- الأوراق المهجنة.
31	المبحث الثالث: الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.
32	المطلب الأول: توفير مناخ إستثماري ملائم.
32	1- تعريف المناخ الإستثماري.
33	2- مناخ الإستثمار وسياساته.
35	المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء سوق أوراق مالية.
35	1- مستويات النمو الإقتصادي وزيادة معدلاته.
37	2- الإدخار.
37	2-1- تعريف الإدخار وأنواعه..
38	2-2- محددات الإدخار.
39	3- مستوى الدخل وهيكلة توزيعه.
39	4- سعر الفائدة، تعريفه والنظريات المحددة له في السوق.
39	4-1- تعريف الفائدة.
40	4-2- النظريات المحددة لسعر الفائدة في السوق.
44	4-3- العناصر المحددة لسعر الفائدة.
45	المطلب الثالث: المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء سوق أوراق مالية.
46	1- قانون الشركات.
46	1-1- شركات الأشخاص.
48	1-2- شركة المساهمة.
48	2- قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها.
48	2-1- نوعية وطبيعة الأوراق المالية.
49	2-2- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات.

51	2-3- الأحكام المتعلقة بالوسطاء.
51	2-4- تعليمات تداول الأوراق المالية.
51	2-5- تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها.
51	2-6- المخالفات والعقوبات.
52	3- قوانين الأنظمة الضريبية.
52	4- التشريعات المتعلقة بالإستثمار الأجنبي.
52	5- قانون الخوصصة.
53	المطلب الرابع: شركات المساهمة والجهاز المصرفي ودورهم في إنشاء سوق أوراق مالية.
53	1- كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفير المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى.
54	2- الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق أوراق مالية.
54	2-1- تصنيفات البنوك.
54	2-2- دور البنوك في إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية.
57	خلاصة الفصل الأول.
58	الفصل الأول: أسواق الأوراق المالية، كفاءتها، مؤشراتنا وأثر العولمة عليها.
60	المبحث الأول: فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية.
60	المطلب الأول: نظام المعلومات وأهميته.
60	1- تعريف نظام المعلومات وعناصره.
61	1-1- تعريف المعلومة.
61	1-2- تعريف نظام المعلومات.
61	1-3- عناصر نظام المعلومات.
62	1-4- مصادر المعلومات.
63	2- خصائص نظام المعلومات وأنواعه.
63	1-2- خصائص نظام المعلومات.
65	2-2- أنواع نظم المعلومات.
65	3- الجهات المهتمة بالمعلومات.
65	1-3- المقرضون.
67	2-3- المستثمرون.
67	3-3- الإدارة.
67	4-3- الجهات الحكومية.
68	3-5- مراقبة الحسابات.
68	المطلب الثاني: مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.
68	1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية.
69	2- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.
70	1-2- كفاءة التسعير.
70	2-2- كفاءة التشغيل.

72	3- المعلومات وأسواق الأوراق المالية.
73	المطلب الثاني: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.
74	1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.
74	2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق.
74	3- الصيغة القوية لكفاءة السوق.
75	المبحث الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.
75	المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية.
75	1- مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية.
76	2- إستخدامات مؤشر أسواق الأوراق المالية.
77	3- المتغيرات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية.
78	3-1- حجم العينة وملائمتها.
78	3-2- الأوزان النسبية لمفردات العينة.
80	المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.
81	1- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.
81	1-1- مؤشر داوجونز الصناعي.
82	1-2- مؤشر ستاندر أندبور.
82	2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان.
82	2-1- مؤشر نيكاي.
83	2-2- مؤشر توبيكس.
83	3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا.
83	3-1- مؤشر كاك لكافة الأسهم.
83	3-2- مؤشر كاك 40.
83	4- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا.
83	4-1- مؤشر فاينانشل تايمز.
84	4-2- مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم.
84	4-3- مؤشر الفاينانشل تايمز 30.
84	المبحث الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية وإنعكاساتها.
84	المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية.
85	المطلب الثاني: مراحل تطور العولمة المالية.
85	1- مرحلة تدويل التمويل غير المباشر.
86	2- مرحلة التحرير المالي.
86	3- مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة.
87	المطلب الثالث: العوامل المفسرة للعولمة المالية.
87	1- تنامي الرأسمالية المالية.
87	2- عجز الأسواق الوطنية عن إستيعاب الفوائض المالية.
88	1-1- مزايا العولمة المالية بالنسبة للدول النامية.
89	1-2- مزايا العولمة المالية بالنسبة للدول المتقدمة.
89	2- مخاطر العولمة المالية.

89	2-1- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية للإستثمارات الأجنبية.
89	2-2- الخطر النظامي.
90	2-3- مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة.
90	2-4- مخاطر هروب الأموال الوطنية.
90	2-5- مخاطر دخول الأموال القذرة.
90	2-6- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية للإستثمارات الأجنبية.
92	خلاصة الفصل الثاني.
93	الفصل الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية، معوقاتنا وسبل تفعيلها والربط بينها.
95	المبحث الأول: واقع الإقتصادات العربية.
95	المطلب الأول: موقع الدول العربية في المؤشرات الإقتصادية الدولية.
95	1- مؤشر الحرية الإقتصادية.
96	2- المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأمم للإقتصادات الناهضة.
96	3- مؤشر التنافسية العالمي.
97	4- مؤشر التنمية البشرية.
98	5- المؤشر المركب للمخاطر القطرية.
100	المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية.
101	1- بورصات دول الفئات المالي.
101	1-1- السوق السعودي للأوراق المالية.
102	1-2- سوق البحرين للأوراق المالية.
103	1-3- سوق الكويت للأوراق المالية.
104	1-4- سوق الإمارات العربية.
105	2- بورصات دول العجز المالي.
105	1-2- بورصة عمان.
107	2-2- سوق المال بمصر.
108	2-3- بورصة الدار البيضاء.
109	2-4- بورصة تونس.
111	2-5- بورصة الجزائر.
115	المبحث الثاني: معوقات البورصات العربية.
116	المطلب الأول: معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.
118	1- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية.
123	2- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية.
126	3- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.
127	3-1- قيود معلوماتية.
127	3-2- قيود تنظيمية.
128	المطلب الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الإقتصادي.
129	1- ضيق نطاق السوق.

132	2- ضالة الطلب والعرض.
132	2-1- انخفاض معدلات الإدخار.
134	2-2- انخفاض العائد.
134	2-3- ارتفاع سعر الفائدة.
135	2-4- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق.
135	2-5- عزوف عدد كبير من المدخرين عند إستثمار أموالهم في السندات.
135	2-6- ضالة الإنفتاح على الخارج.
135	2-7- ضعف الفرص المتاحة للتتويج.
136	2-8- ضعف السيولة.
136	2-9- التقلبات الشديدة في الأسعار.
137	2-10- ارتفاع درجة تركيز التداول.
137	3- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج.
137	3-1- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج.
139	3-2- أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج ومخاطرها.
141	3-3- مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية.
142	3-4- الآليات المقترحة لتوظيف وعودة الأموال العربية بالخارج والحد من هجرتها.
143	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر.
144	1- المعوقات السياسية، القانونية والثقافية.
144	1-1- المعوقات السياسية.
144	1-2- المعوقات القانونية.
144	1-3- المعوقات الثقافية.
145	1-4- المعوقات التنظيمية.
147	2- المعوقات الإقتصادية.
147	2-1- عائق الخصوصية .
149	2-2- معدل التضخم.
150	2-3- الإقتصاد الموازي.
151	2-4- ضعف الحواجز الجبائية.
151	2-5- ضعف الإفصاح والشفافية.
152	2-6- طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر.
153	2-7- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر.
153	المبحث الثالث: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها.
154	المطلب الأول: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.
155	1- مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية.
156	1-1- برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية.
163	1-2- جهود الإصلاح الإقتصادي وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية.
168	2- إقتراحات تفعيل بورصة الجزائر.

168	1-2- إقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي.
170	2-2- إقتراحات مرتبطة بالجانب الإقتصادي والمالي.
174	3-2- إقتراحات تتعلق بالجانب الإجتماعي والثقافي.
175	المطلب الثاني: ربط أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلباتها التقنية.
175	1- تنسيق التشريعات المالية وتطابق البنى التحتية الضرورية لربط الأسواق المالية.
176	1-1- قوانين وأنظمة أسواق الأوراق المالية.
186	2-1- قوانين الشركات.
187	3-1- القوانين والأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية.
188	2- البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية.
188	1-2- نظام التداول.
188	2-2- نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية.
188	3-2- المقاصة والتسوية.
191	4-2- نشر المعلومات.
192	3- إتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية.
192	1-3- تطور إتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية منذ 1999.
193	2-3- الجهود الجارية صوب ربط أسواق الأوراق المالية العربية.
196	3-3- متطلبات أخرى للربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.
199	خلاصة الفصل الثالث.
202	الخاتمة العامة.
215	قائمة المراجع.
221	قائمة جداول.
222	قائمة الأشكال.

الملخص باللغة العربية:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الأليات الهامة لتجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية من جهة، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم.

تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين هما السوق الأولي والسوق الثانوي، ويقتضي على سوق الأوراق المالية أن يوفر قدراً كافياً من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على مؤشرات للتنبؤ بحركة تطور أسعار السوق خاصة في ظل العولمة.

أسواق الأوراق المالية العربية متباينة فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط، وتواجه كل أسواق الدول العربية العديد من العراقيل، في قصور التشريعات الإقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تأخر برامج الخصخصة وقصور دور شركات الوساطة، كما تعاني العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات المالية، أما على الصعيد الإجتماعي والثقافي نجد عدم توفر الوعي الإستثماري بين المتعاملين بالإضافة إلى العامل الديني.

ولكي تستطيع الدول العربية القضاء على هذه العراقيل يجب أن تعتمد إلى تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية، الذي من شأنه تعزيز فرص التعاون بين البورصات ويزيد من إنفتاحها على بعضها البعض.

الكلمات المفتاحية:

- أسواق الأوراق المالية.
- معوقات في جانبي العرض والطلب.
- معوقات إجتماعية، ثقافية ودينية.
- تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية.

الملخص باللغة الفرنسية:

Les marchés des valeurs mobilières sont considérés comme l'un des mécanismes importants pour la collecte et l'acheminement des ressources. Ils permettent leur utilisation dans des projets d'investissement des ressources d'une part, et de donner aux particuliers et aux petits investisseurs une variété d'opportunités pour investir dans leur épargne, d'une autre part.

Dans ce marché s'échangent de nombreux instruments financiers, provenant des stocks traditionnels et des obligations de toutes sortes, et d'autres modernes, tels que les dérivés et les titres hybrides. On distingue deux types de marchés : primaire et secondaire, qui consistent à fournir des informations suffisantes à propos des valeurs mobilières échangées. Les experts et les investisseurs intéressés, pour surveiller le rendement des marchés des valeurs mobilières, comptent sur des indices de prévision des mouvements de l'évolution des marchés, à la lumière de la mondialisation.

Les marchés boursiers arabes sont différents entre eux en termes de développement d'organisation et d'activités. Les marchés arabes affrontent de nombreux obstacles, manque de législation économique et financière liées aux marchés des valeurs mobilières, en plus des programmes de privatisation retardés et le manque du rôle des sociétés intermédiaires qui souffrent également de nombreux

obstacles des deux cotés de l'offre et la demande d'instrument financiers. Alors que sur le plan social et culturel, nous constatons le manque de la culture des investissements entre les négociants, en plus du facteur religieux.

Pour que les pays arabes puissent surmonter ces obstacles, ils doivent permettre à leurs marchés financiers, l'intégration mutuelle inter-arabe, ce qui renforcera les possibilités de coopération, et une plus grande ouverture des uns sur les autres.

Les mots clé :

- les marchés des valeurs mobilières.
- contraintes de l'offre et de la demande.
- obstacles sociaux, culturels et religieux.
- activation de l'intégration mutuelle entre les marchés financiers arabes.

الملخص باللغة الإنجليزية:

Stock market is considered one of the major mechanisms that contributes in collecting and using the important resources in investment projects. On one hand it orients the investor towards an adequate building of a new project, on the other hand it provides many opportunities to save and employ their savings.

The market deals with many financial tools such as, stocks and bonds of various kinds. In addition to modern and hybrid ones.

The stock market is divided into two sub-markets, the first branch is the primary and the secondary one. The fact that requires a wide knowledge about the currency itself. Most of the specialists and investors specialized in this field rely on experts and investors to follow the whole procedure to expert any progress in prices dealing with globalisation.

The Arab stock market differs according to its degree in progress and activity. All the Arab market faces a lot of obstacles such as : a real handicap in legislation, economic and financial ones. More over, the delayed private programs and the mediator societies that face a real problem in demand and supply. Concerning social and cultural sector where is a lack of awareness in investment with dealers in religious side.

To fight against all these obstacles we should activate all the Arab stock markets to give much more opportunities to deal with each other for a successful cooperation.

Key words :

_ stock markets.

_ constraints in supply and demand.

_ social, cultural and religious obstacles.

_ activation and insertion between Arab stock markets.