

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان

كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية

تخصص نقود بنوك ومالية

الموضوع:

دور البورصة في تحقيق النمو الإقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

طاولي مصطفى كمال

من إعداد الطالبة :

بن شعيب فاطمة الزهراء

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا
مشرفا
ممتحنا
ممتحنا

جامعة تلمسان
جامعة تلمسان
جامعة تلمسان
جامعة تلمسان

أستاذ التعليم العالي
أستاذ محاضر
أستاذ محاضر
أستاذ محاضر

أ. د. بلمقدم مصطفى
د. طاولي مصطفى كمال
د. بوهنة علي
د. تشوار خير الدين

السنة الجامعية: 2010 / 2011

تشكرات

في أول الأمر أتوجه إلى المولى عز وجل لأحمده حمدا كثيرا على أنه وهبنا التوفيق والسداد ومنحنا الرشد والثبات وأعانني على كتابة المذكرة وانجازها.

وأنتقدم بالشكر الجزيل والامتنان العظيم إلى أستاذي ومؤطري الدكتور طولي مصطفى كمال لما تفضل به من عطف أبوي ورحابة صدر، وبالعرفان العميق لقاء تحمله عبء الإشراف على المذكرة وما أمدني به من نصح وإرشاد وتوجيهات سديدة.

كما أتقدم بخالص التقدير للأستاذ بن بوزيان محمد والأستاذ بن شعيب نصر الدين اللذان ساهما بوقتتهما لإخراج هذا العمل إلى بر الأمان داعية الله لهم دوام التوفيق والسداد.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لأستاذتي الكرام أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم المناقشة وقراءة هذه المذكرة دون أن أنسى في الأخير أن أشكر كل عمال مكتبة العلوم الاقتصادية

كما لا يسعني إلا أن أشكر كل من ساعدني من قريب أو بعيد ولو بالسؤال عن مصير هذا البحث.



إهداء

بكل احترام وتقدير أهدي هذا العمل المتواضع:
إلى من قال فيهما الله تعالى: > وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه
وبالوالدين إحسانا <.
إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما و أطال في عمرهما.
إلى أخي " جمال الدين " و أختي " ريم أمينة " حفظهما الله.
إلى الجدة الكريمة أطال الله في عمرها.
إلى من كان بفضلها هذا البحث " إسماعيل " ، " فادية " حفظهما
الله.
إلى " ليلي " ، " خيرة " ، " نسيمة " حفظهم الله
إلى كل الأهل و الأحباب.....



فاطمة الزهراء

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
44	السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الاقتصاديين	1 - 01
49	سوق المال والمؤسسات العاملة به	2 - 01
59	منحنى التفضيل الاستثماري	3 - 01
68	خريطة المستويات المساعدة والمقاومة	4 - 01
77	منحنى المنفعة الحدية	5 - 01
77	منحنى الخط الفعال	6 - 01
81	خط سوق رأس المال	7 - 01
118	الأشكال المختلفة لكفاءة السوق	1 - 02
138	مراحل الدورة الاقتصادية	2 - 02
139	البورصة والاقتصاد : الارتباط	3 - 02
160	السياسات الاقتصادية المتبعة للخروج من الأزمة الاقتصادية	4 - 02
206	منحنى نسبة رساميل بورصات الخليج	1 - 03

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
27	أنواع الأسهم العادية	1 - 01
61	المقارنة بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة	2- 01
92	موجز الأوامر في البورصة	3 - 01
93	مقابلة أوامر الشراء والبيع	4 - 01
202	الشركات المدرجة في البورصات الخليجية	1 - 03
204	رسمة بورصات الخليج	2 - 03
205	النتاج المحلي الإجمالي لدول الخليج	3 - 03
206	تطور حجم البورصات الخليجية خلال الفترة 2000-2009	4 - 03
209	نسبة التداول للنتاج المحلي الإجمالي في البورصات الخليجية	5 - 03
211	معدل دوران الأسهم المتداولة في البورصات الخليجية	6 - 03

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
الإهداء	
كلمة شكر وتقدير	
فهرس المحتويات	
قائمة الأشكال	
قائمة الجداول	
مقدمة عامة	1
فصل تمهيدى : لمحة عن التمويل غير المباشر	8
مقدمة الفصل	8
I : ماهية الجهاز المصرفى	9
II : ماهية التمويل غير المباشر	13
III : عيوب التمويل غير المباشر	15
IV : البورصة مصدر آخر للتمويل	18
خلاصة الفصل	20
الفصل الأول : ماهية بورصة الأوراق المالية وكيفية التعامل والاستثمار فيها	21
مقدمة الفصل الأول	21
المبحث الأول : عموميات حول بورصة الأوراق المالية	22
المطلب 1 : نبذة تاريخية عن البورصة	22
المطلب 2 : تعريف بورصة الأوراق المالية	23

24	المطلب 3 : الأوراق المالية المتداولة
24	أولا : الأسهم العادية
24	1. التعريف بالأسهم العادية
27	2. أنواع الأسهم العادية
29	3. حقوق حملة الأسهم العادية
30	ثانيا : الأسهم الممتازة
30	1. التعريف بالأسهم الممتازة
32	2. أنواع الأسهم الممتازة
33	3. حقوق حملة الأسهم الممتازة
34	ثالثا : السندات
34	1. التعريف بالسندات
36	2. أنواع السندات
37	3. حقوق حملة السندات
38	4. الفرق بين الأسهم والسندات
39	رابعا : الأوراق المختلطة
39	1. التعريف بالأوراق المختلطة
40	2. أنواع الأوراق المختلطة
41	3. الوظيفة الاقتصادية للأوراق المختلطة
42	المطلب 4: أقسام سوق رأس المال
48	المطلب 5: وظائف بورصة الأوراق المالية
51	المطلب 6: نماذج عن بعض البورصات
51	أولا : البورصات الأمريكية
51	ثانيا : البورصات الفرنسية
52	ثالثا : بورصات اليابان

53	رابعاً : بورصة الجزائر.....
55	المبحث الثاني: كيفية الاستثمار والتعامل في بورصة الأوراق المالية.....
58	المطلب 1: أسس اتخاذ القرار الاستثماري.....
59	أولاً : الإستراتيجية الملائمة للاستثمار.....
62	ثانياً :اعتماد خطوات محددة عند اتخاذ القرار.....
62	1. تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.....
63	2. التحليل الاستثماري.....
68	3. تقييم أدوات التوظيف.....
75	ثالثاً : الاستناد إلى المبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري.....
75	المطلب 2: الاستثمار بمحفظة الأوراق المالية.....
76	أولاً:التعريف بمحفظة الأوراق المالية.....
78	ثانياً : إدارة المحافظ الاستثمارية.....
79	ثالثاً : خطوات تشكيل المحفظة الاستثمارية.....
80	رابعاً : كيفية تحليل المحفظة الاستثمارية.....
83	خامساً : نماذج مهمة للمحافظ الاستثمارية.....
83	المطلب 3: مؤشرات البورصة.....
83	أولاً : تعريف المؤشر.....
84	ثانياً : الاستخدامات الأساسية للمؤشر.....
85	ثالثاً : تكوين المؤشر.....
86	رابعاً : المؤشرات الأساسية العالمية.....
86	المطلب 4 : كيفية تداول الأوراق المالية.....
89	أولاً : المستثمرون والوسطاء الماليون.....
89	ثانياً : أوامر البورصة.....
89	1. التعريف بأمر البورصة.....

90	2. أشكال أوامر البورصة.....
91	ثالثا : أنظمة التسعير.....
94	رابعا : المقاصة وتسوية العمليات.....
96	خامسا : المشتقات المالية.....
98	المطلب 5 : إدارة وتنظيم التعامل في البورصة.....
106	خلاصة الفصل الأول.....
107	الفصل الثاني : دور البورصة وكيفية تحقيقها للنمو الاقتصادي.....
107	مقدمة الفصل الثاني.....
108	المبحث الأول : التمويل المباشر.....
108	المطلب 1 : خصائص التمويل المباشر.....
109	المطلب 2 : عملية التمويل عن طريق البورصة.....
112	المطلب 3 : حتمية كفاءة البورصة.....
112	أولا : مفهوم كفاءة البورصة.....
112	ثانيا : شروط كفاءة البورصة.....
115	ثالثا : متطلبات كفاءة البورصة.....
116	رابعا : الصيغ المختلفة لكفاءة البورصة.....
118	المطلب 4 : العولمة المالية واندماج الأسواق المالية.....
118	أولا : تعريف العولمة المالية ومظاهرها.....
119	ثانيا : أسباب العولمة المالية وتطورها.....
122	ثالثا : مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية.....
125	المبحث الثاني : البورصة والنمو الاقتصادي.....
125	المطلب 1 : ماهية النمو الاقتصادي.....
125	أولا : تعريف النمو الاقتصادي.....
126	ثانيا : مفاهيم متعلقة بالنمو الاقتصادي.....

127	ثالثا : نظريات النمو الاقتصادي.....
132	رابعا : عناصر النمو الاقتصادي.....
133	خامسا : مؤشرات النمو الاقتصادي.....
134	المطلب 2 : مؤشرات تنمية البورصة.....
134	أولا : مؤشرات متعلقة بحجم ، سيولة وعمق السوق.....
135	ثانيا : حجم الوساطة المالية.....
136	ثالثا : كثافة واتساع النظام المالي.....
136	رابعا : اندماج بورصة معينة مع الأسواق المالية العالمية.....
137	المطلب 3 : الانقسام المزدوج بين البورصة والنمو الاقتصادي.....
137	المطلب 4 : دورة البورصة والدورة الاقتصادية.....
139	المطلب 5 : دراسات حول العلاقة بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي.....
143	المطلب 6 : البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات المالية.....
143	أولا : تعريف الأزمة المالية وكيفية حدوثها.....
143	1. تعريف الأزمة المالية.....
144	2. مؤشرات انهيار البورصة.....
147	ثانيا : أهم الأزمات المالية وتداعياتها.....
158	ثالثا : كيفية الخروج من الأزمات.....
163	خلاصة الفصل الثاني.....
164	الفصل الثالث : دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية.....
164	مقدمة الفصل الثالث.....
164	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية الخليجية.....
165	المطلب 1 : نشأة الأسواق المالية الخليجية.....
165	1. نشأة سوق الكويت للأوراق المالية.....

169	2. نشأة السوق السعودي للأوراق المالية
170	3. نشأة سوق مسقط للأوراق المالية
172	4. نشأة سوق البحرين للأوراق المالية
173	5. نشأة بورصة الدوحة للأوراق المالية
175	6. نشأة أسواق الأوراق المالية في الإمارات
177	المطلب 2 : خصائص الأسواق المالية الخليجية
184	المطلب 3 : أهداف الأسواق المالية الخليجية
185	المطلب 4 : كيفية التعامل في الأسواق المالية الخليجية وتنظيمه
185	أولا : دور الوسطاء الماليين
186	ثانيا : نظام التداول في الأسواق المالية الخليجية
190	ثالثا : صناديق الاستثمار
191	رابعا : المشتقات المالية في الأسواق المالية الخليجية
194	خامسا : إجراءات التعامل في الأسواق المالية الخليجية وتنظيمه
194	1. شروط ومتطلبات الإدراج في الأسواق المالية الخليجية
195	2. إدارة وتنظيم التعامل في الأسواق المالية الخليجية
202	المبحث الثاني : الأسواق المالية الخليجية والنمو الاقتصادي
202	المطلب 1 : حجم الأسواق المالية الخليجية
208	المطلب 2 : سيولة الأسواق المالية الخليجية
212	المطلب 3 : الأزمة المالية العالمية الحالية وآثارها على الاقتصاديات الخليجية
218	المطلب 4 : سلبيات الأسواق المالية الخليجية وآفاق تطورها
218	أولا : سلبيات الأسواق المالية الخليجية
219	ثانيا : آفاق تطور الأسواق المالية الخليجية
223	خلاصة الفصل الثالث
224	الخاتمة
228	المراجع

مقدمة عامة

إن النمو الاقتصادي في مدلوله يرمي إلى أن الدولة وصلت إلى وضع اقتصادي يمكنها من الاستمرار بشكل تلقائي في توجيه قدر ملائم من فائضها نحو النمو الاقتصادي. فهو يعني زيادة الناتج الوطني مع إمكان تحقيق زيادة في مستوى دخل الفرد وبالتالي تحسين الوضع الاجتماعي للأفراد.

هذا والتمويل أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد باعتباره يتضمن طريقة التي يريد بها الأشخاص توزيع الموارد المالية النادرة في حين الحاجة إليها وبضمن سير النشاط الاقتصادي.

ومصادر التمويل تنوعت و أصبح أمام الشركات و الهيئات الطالبة لتلك المصادر بدائل عديدة الأمر الذي حتم عليها انتهاج إستراتيجية مالية محددة لاختيار أفضل البدائل إذ تعتبر تكاليف التمويل و آجال الأموال المتاحة وطبيعتها في مقدمة المعايير التي تركز عليها الشركات والحكومات في اختيار البديل لتحقيق أهداف الإستراتيجية.

فمصادر التمويل متعددة منها ما هو داخلي و منها ما هو خارجي (أجنبي) حيث أن هذا الأخير قد تلجأ إليه الدولة للدعم أو إذا عجزت مصادرها الداخلية عن توفير الأموال اللازمة، ولا يوجد اقتصاد تطور بالاعتماد على التمويل الأجنبي ففي غالب الأحيان يعتبر المصدر المحلي أحسن مصدر للتمويل.

فقرارات التمويل المحلي تؤخذ داخل النظام المالي باعتباره يلعب دور هام في تحريك الأموال ممن لديهم فائض (المدخرين) إلى من هم بحاجة إلى الأموال حيث يتم النقل و التحويل للأموال من خلال الأسواق المالية و البنوك.

فالبنوك يمكن أن تؤدي دورا أساسيا في تمويل النشاطات الاقتصادية من خلال دورها الواسطي بين المودعين الذين يشكلون جانب عرض الأموال ، والمقترضين الذين يشكلون جانب الطلب على هذه الأموال، فهي إذن ميكانيكية هامة لجمع وحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى استثمارات في الآلات والمعدات والأبنية و البضائع والخدمات إلى جانب عملها على جذب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها لتمويل المشاريع الأكثر كفاءة و إنتاجية و ربحية.

أما الأسواق المالية تلعب هي الأخرى دورا رئيسيا في تمويل النشاطات الاقتصادية حيث أنها أحسن مصدر للتمويل باعتبارها تضمن نموا بدون تضخم على عكس الاعتماد على التمويل غير المباشر من خلال البنوك.

فبورصة الأوراق المالية تلعب دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي ، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية و ذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية التي يتم طرحها في البورصة .بالإضافة إلى ذلك تعمل بورصة الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرحها لأوراق مالية مختلفة .و كلما كانت البورصة كفاءة انعكس ذلك بصورة مباشرة على كفاءة و تطور الاقتصاد ككل.

وازدادت أهمية الأسواق المالية في تمويل مختلف أوجه النشاطات الاقتصادية مع زيادة التحرير المالي في ظل العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي ، حيث لقيت هذه الظاهرة انتشارا هائلا في السنوات الأخيرة واهتماما متزايدا وتوسع معناها الحقيقي على المستوى الدولي باحتوائها لمفاهيم جديدة هي : اللاتنظيم ، الاندماج وإزالة الحواجز ، اللوساطة المالية ،والإبداعات المالية.

فالاستفادة من الأسواق المالية يختلف من بلد لآخر تبعا للتابين في مستوى النضوج الرأسمالي و خصائص الاقتصاد وملاءمة المرجعية القانونية ، فمثلا ليس من المتوقع أن يكون الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا و اليابان ، هو نفس الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في الدول الأقل تطورا كالدول العربية مثلا.ففي الوقت الذي تعتبر فيه البورصات المالية من أهم ركائز الهيكل الاقتصادي للدول المتقدمة لا تزال البورصات تمر بمرحلة النشوء و التطور في معظم الدول النامية .فالاهتمام في تأسيس و تطوير بورصات الأوراق المالية في الدول الأقل تطورا لم يبدأ إلا في العقد الماضي نتيجة التفاعل بين عدد من العوامل و المتغيرات الاقتصادية الداخلية و الخارجية. حيث أن في دول مجلس التعاون الخليجي لم يكن تأسيس و تشغيل أسواق الأوراق المالية إلا انسجاما مع القناعة المتعاضمة لدى أوساط الفعاليات الاقتصادية على المستويات المحلية و الإقليمية و الدولية بأهمية الدور الذي ستلعبه من خلال مساهمتها في تحقيق و استقرار معدلات النمو ، لما لهذه الدول من مشكلة عدم توفر رأس المال الكافي بالشروط و التكاليف المناسبة لتمويل النشاطات الاقتصادية.

• الإشكالية:

و من هنا يمكن صياغة إشكالية البحث في سؤال أساسي هو:

ما هو مدى مساهمة البورصات الخليجية في تحقيق النمو الاقتصادي ؟

ومن خلال الإشكالية نطرح بعض التساؤلات التالية:

- ما المقصود بالتمويل المباشر؟
- فيما تتمثل عيوب التمويل غير المباشر؟
- كيف نتعامل ونستثمر في البورصة؟
- هل تعتبر البورصة ميدان للمقامرة أم أنها توفر الأموال لسد الاحتياجات المالية في الاقتصاد وبالتالي تزيد معدلات النمو الاقتصادي؟
- هل للأزمات المالية التي تتعرض لها البورصات أثر في عرقلة النمو الاقتصادي؟
- ما طبيعة الأسواق المالية الخليجية؟

• فرضيات الدراسة: للإجابة على هذه الإشكالية قد وضعنا الفرضيات التالية:

- البورصة تساهم في تمويل النشاطات الاقتصادية
- البورصة تعبئ المدخرات و تخصصها في نشاطات أكثر ربحية من خلال تمويلها.
- البورصة تضمن نموا بدون تضخم مقارنة بالنظام المصرفي.
- الأسواق المالية الخليجية لا تزال صغيرة الحجم و ضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع، لهذا فمساهمتها في النمو الاقتصادي ضعيفة.

• دوافع اختيار الموضوع: هناك مجموعة من الأسباب دفعتنا إلى اختيار الموضوع:

- بسبب اعتبار البنوك و الأسواق المالية وسيلة فعالة لدفع عجلة النمو الاقتصادي.
- بسبب تكرار حدوث الأزمات المالية و خصوصا الأزمة الحالية، نريد أن نعرف إن كانت البورصة ميدان للمقامرة لهذا تتعرض للمخاطر و تحدث الأزمات أم هي تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي.
- إن كانت البورصة لها مزايا من خلال مساهمتها في تحقيق النمو الاقتصادي.

- بسبب معرفة وضعية الاقتصاد الخليجي من ناحية التمويل عن طريق البورصة و هل للبورصة أثر فعال في تحقيق النمو الاقتصادي.

● أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الموضوع من الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي خصوصا في ظل العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي حيث أن دول مجلس التعاون الخليجي هي الأخرى لجأت إلى إنشاء و تشغيل أسواق الأوراق المالية (الأسواق الناشئة) نظرا لقناعتها بأهمية دورها في النمو الاقتصادي.

● أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- محاولة التعرف على المصطلحات المتداولة في البورصة و الصعوبة الفهم التي قد نسمع بها في أحد النشرات الإخبارية.

- التعرف على مكانة البورصة و دورها في تحقيق النمو الاقتصادي.

- التعرف على مزايا تركيز التمويل المباشر في الاقتصاد عوض التمويل غير المباشر من خلال البنوك.

- التعرف إن كان للبورصة أثر في حدوث الأزمات المالية خصوصا الأزمة المالية العالمية الحالية و ما يمكن أن تسببه في عرقلة النمو الاقتصادي.

- التعرف على كيفية و دور الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي في تحقيق النمو الاقتصادي.

● **منهج الدراسة:** تم استخدام المنهج الوصفي فيما يتعلق بجمع المعلومات عن البورصة والنمو الاقتصادي ، ومنهج دراسة الحالة فيم يتعلق بدراسة الأسواق المالية الخليجية و دورها في تحقيق النمو الاقتصادي.

● **حدود الدراسة:** تم وضع حدود للإشكالية المطروحة مع ضبط الإطار الذي تتم فيه الدراسة من تساؤلات و فرضيات وأهداف يسعى إليها البحث ولتحقيق ذلك تم انجاز هذا البحث من خلال الإلمام والإحاطة بالجوانب الأساسية للبورصات وكيفية التمويل من خلالها لتحقيق نمو اقتصادي، وهذا بتحديد المكان بكل الدول عموما في الجانب النظري مع دراسة حالة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

● **الدراسات السابقة:** من الدراسات التي تناولناها في هذا الموضوع و التي تتعلق به أو ببعض أجزائه الأساسية و التي أمكن الحصول عليها مايلي :

✚ وليد أحمد صافي ، سوق الأوراق المالية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية سوق عمان المالي،جامعة الجزائر معهد العلوم الاقتصادية 1996-1997 ، وهي عبارة عن رسالة لنيل شهادة الماجستير

في العلوم الاقتصادية و الإشكالية التي يدور حولها الموضوع هي : ماهي مكانة الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية ؟ و ماهي الأدوات الأساسية المتداولة في تلك الأسواق و كذلك التطورات التي تعرفها هذه الأدوات ؟ و ماهي قدرات الدول العربية في إنشاء مثل هذه الأسواق ؟ و ماهي الصعوبات التي تحول دون إقامة مثل هذه الأسواق ؟ ومامدى إمكانية إقامة سوق عربية موحدة؟ و قد قسم الدراسة إلى 4 فصول: الفصل الأول تطرق فيه للنظام الداخلي للبورصة والفصل الثاني خصصه للأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية أما الفصل الثالث تناول فيه أهم البورصات الدولية و الأسواق المالية العربية و أما الفصل الرابع والأخير تناول سوق عمان المالي.

✚ بن حاسين بن اعمر، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية -حالة الجزائر- جامعة تلمسان ،كلية العلوم الاقتصادية، 2003-2004 ،وهي مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،والإشكالية التي يدور حولها الموضوع : ماهي أهم العقبات التي تحد من قدرة الأسواق المالية على القيام بدورها في الدول النامية خاصة في الجزائر؟ وقد تم تقسيم الدراسة إلى 5 فصول: استعرض في الفصل الأول أسواق المال كحتمية اقتصادية أما الفصل الثاني تم التطرق فيه للبورصات و الأزمات المالية والفصل الرابع تم ذكر بعض تجارب البورصات العالمية و العربية وقد خصص الفصل الخامس لدراسة حالة بورصة الجزائر.

✚ مروة أحمد جمال الدين ، واقع البورصة وآفاق تطورها في الدول العربية -دراسة مقارنة بين حالة الجزائر و مصر ، معهد العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر، 2006-2007 ، و هي عبارة عن رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، و الإشكالية التي يدور حولها الموضوع : بمقارنة واقع البورصتين الجزائرية و المصرية ماهي أهم العوائق التي حالت دون قيامهما بالدور المنوط بهما وفيما يتجلى آفاق تطويرهما المشترك؟ وقد تم تقسيم الدراسة إلى 4 فصول: الفصل الأول تم التطرق فيه إلى تجربة بورصات الأوراق المالية الناشئة أما الفصل الثاني تم التطرق فيه لواقع بورصات الأوراق المالية العربية وبالنسبة للفصل الثالث استعرض فيه آفاق تطوير بورصات الأوراق المالية العربية أما الفصل الرابع تم التطرق فيه لدراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة مصر.

✚ عبد اللطيف مصيطفى، دور البنوك و الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي-دراسة حالة الجزائر- جامعة تلمسان ،كلية العلوم الاقتصادية و التسيير ، 2007-2008، وهي عبارة عن أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، و الإشكالية التي يدور حولها الموضوع :ماهو دور ومساهمة النظام المصرفي و الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية؟ وقد قسمت الدراسة إلى 5 فصول : الفصل الأول تم التطرق فيه للأنظمة والنظريات والسياسات النقدية ، ثم في الفصل الثاني تم التطرق للنظام المصرفي والمالي ومكانتهما في الاقتصاد و فاعلية البنوك والأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، أما الفصل الثالث تم استعراض

معالم النظام المصرفي والمالي في الدول النامية ومتطلبات التحول نحو اقتصاديات الأسواق المالية ومواكبة التوجهات الدولية أما بالنسبة للفصل الرابع تم التطرق فيه للنظام المصرفي و المالي الجزائري و في الفصل الخامس تم التطرق لتقييم أداء النظام المصرفي و الأسواق المالية في الجزائر.

✚ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، 2005-2006 وهي عبارة عن رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، والإشكالية التي يدور حولها الموضوع : ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وماهي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وماهي سبل تطويرها قصد ترابطها؟ وقد قسمت الدراسة إلى 6 فصول: الفصل الأول خصص للملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني تم التطرق لكفاءة الأسواق المالية وكفاءة مؤشراتنا وأثر العولمة عليها، و الفصل الثالث خصص لأسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة، و الفصل الرابع عالج أسواق الأوراق المالية العربية، والفصل الخامس عالج فيه أهم المعوقات التي تعترض تطوير أسواق الأوراق المالية العربية من معوقات تشريعية هيكلية ومعوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي، أما الفصل السادس فألقى الضوء على سبل تفعيل وترابط أسواق الأوراق المالية العربية.

✚ Taouli Mustapha Kamel, Cohérence du système productif et financier – Cas de l'Algérie 1962-2004, thèse de doctorat d'état es sciences économiques, Faculté des sciences économiques et de gestion, université de Tlemcen, 2004/2005. حيث خصص الفصل الخامس للأسواق المالية في الجزائر.

● محتويات الدراسة: للإجابة على الإشكالية أعلاه و اختبار الفرضيات موضوع الدراسة تم تناول الموضوع في 3 فصول مرورا بفصل تمهيدي و كل فصل يبدأ بمقدمة وينتهي بخلاصة.

الفصل التمهيدي: نتناول فيه لمحة عن التمويل غير المباشر بأربعة نقاط: ماهية الجهاز المصرفي ، ماهية التمويل غير المباشر وبعد ذلك عيوب التمويل غير المباشر ، وأخيرا كيفية مساهمة البورصة في التمويل.

الفصل الأول: نتناول فيه ماهية بورصة الأوراق المالية وكيفية التعامل والاستثمار فيها وذلك بمبحثين : الأول نتناول فيه عموميات حول بورصة الأوراق المالية أما الثاني نتناول فيه كيفية الاستثمار والتعامل في البورصة.

الفصل الثاني: نتناول فيه دور البورصة وكيفية تحقيقها للنمو الاقتصادي وذلك بمبحثين : الأول نتناول فيه التمويل المباشر أما المبحث الثاني نتناول فيه البورصة والنمو الاقتصادي.

الفصل الثالث: نتناول فيه دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية وذلك بمبحثين : الأول نتناول فيه ماهية الأسواق المالية الخليجية أما المبحث الثاني نتناول فيه الأسواق المالية الخليجية والنمو الاقتصادي.

فصل تمهيدي

لمحة عن التمويل غير المباشر

مقدمة الفصل

إن النظام المالي يعتبر بمثابة المحرك الأساسي الذي يوفر الموارد المالية اللازمة لسير النشاط الاقتصادي عن طريق توفير القنوات التي يتم من خلالها تجميع المدخرات اللازمة للاستثمار في المجالات الأكثر إنتاجية. فالبنوك والبورصات يعتبران القناتين الأساسيتين للقيام بذلك.

فالبورصات هي موضوع بحثنا لكن قبل ذلك سنتطرق في هذا الفصل التمهيدي إلى البنوك وكيفية تمويلها للنشاط الاقتصادي والذي يسمى بالتمويل غير المباشر.

وسنتعرض في هذا الفصل إلى أربع نقاط : حيث أننا سنتناول أولاً ماهية الجهاز المصرفي ثم ماهية التمويل غير المباشر وبعد ذلك عيوب التمويل غير المباشر، وأخيراً كيفية مساهمة البورصة في التمويل.

I: ماهية الجهاز المصرفي:

أولاً : تعريف الجهاز المصرفي:

يقصد بالجهاز المصرفي لبلد ما المؤسسات المصرفية و القوانين والأنظمة التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات. هذه المؤسسات المصرفية تختلف باختلاف الأنشطة والأعمال التي تمارسها فهناك البنوك التجارية، البنوك الإسلامية، بنوك الاستثمار والبنوك الشاملة حيث يتربع في قمة هذه البنوك البنك المركزي⁽¹⁾.

ويمكن تعريف البنك بأنه: منشأة تتصب عملياتها الرئيسية على تجميع النقود الفائضة عن حاجة الجمهور أو منشآت الأعمال أو الدولة لغرض إقراضها للآخرين وفق أسس معينة أو استثمارها في أوراق مالية محددة⁽²⁾.

و فيما يلي تعريف كل نوع من أنواع البنوك السابقة الذكر:

-**البنك التجاري:** هو مؤسسة ائتمانية تضطلع أساساً بتلقي الودائع القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير و يطلق عليها " بنوك الودائع " أو " بنوك الائتمان"⁽³⁾.

-**بنك الاستثمار:** إن هذا النوع من البنوك يباشر عمليات تتصل بتجميع و تنمية المدخرات و ذلك لخدمة الاستثمارات ويجوز له أن ينشئ شركات في مختلف المجالات و كذلك يمكن له أن يمول عمليات التجارة الدولية وأهم ما يميز وظائف بنوك الاستثمار والأعمال أنها تدبر التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية

¹ - هشام جبر، إدارة المصارف، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، مصر، سنة 2008، ص5.

² - شاعر القرويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون- الجزائر، سنة 2000، ص 25.

³ - زينب عوض الله - أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي، منشورات الجليبي الحقوقية - بيروت، سنة 2003، ص

بالإضافة إلى التعرف على فرص الاستثمار المتاحة ودراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات وإنشاء وتأسيس الشركات (1).

- **البنوك الإسلامية** : أو البنوك اللاربوية أو البنوك التي لا تتعامل بالفائدة حيث تعتبر مؤسسة مالية ذات رسالة اقتصادية واجتماعية تعمل في إطار تعاليم الإسلام. فهي لا تتعامل في الإقراض نظرا لأنها ترى أن الإقراض عندما يتم يتقاضى البنوك سعر للفائدة وهذه الفائدة من وجهة نظر إسلامية هو عمل من قبل ربا والربا حرام في الإسلام. لذلك نجد أن هذه البنوك تحاول أن تبحث عن أشكال متنوعة لتشغيل الأموال لديها تشغيلًا يبتعد بها عن كل شبهة الربا ومن هذه الأشكال المرابحة والمشاركة والمضاربة. فالمرابحة هي عملية بيع وشراء تتم بالتراضي ومكسب البنك هنا هو عائد المرابحة وهذا النشاط بديل لعملية الإقراض. أما المشاركة فهي عبارة عن قيام أحد العملاء من التجار مثلا بالتقدم إلى البنك الإسلامي طالبا منه أن يشاركه في صفقة تجارية محددة على أن يقوم الطرفين عند الانتهاء من هذه الصفقة بتقسيم الأرباح التي تحقق فيما بينهم على أن يتم قبل ذلك حصول للطرف الذي يقوم بإدارة الصفقة على نسبة من الأرباح مقابل الأعباء الإدارية. في حين أن المضاربة التي تحمل في طياتها مفهوم المشاركة وليس المقامرة تعتبر عملية مشاركة في كل أنشطة العمل التجارية (2).

- **البنوك الشاملة**: مع تزايد الاتجاه نحو العولمة ظهرت كيانات مصرفية تسعى وراء تنويع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات وتوظيف مواردها وتمنح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات فهي تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية وبنوك الاستثمار وتقوم إستراتيجية البنوك الشاملة على إستراتيجية التنويع بهدف استقرار حركة الودائع وانخفاض مخاطر الاستثمار (3).

- **البنك المركزي**: هو شخصية اعتبارية عامة ومستقلة ويعتبر بنك البنوك لأنه مسؤول عن السياسة النقدية والائتمانية ويطلق عليه السلطة النقدية لأنه يتولى إصدار البنكنوت ويقوم ببعض العمليات التي لا تضطلع بها البنوك الأخرى، والبنك المركزي بالرغم من أنه شخصية عامة مملوكة للجميع فإنه يقوم بكل الخدمات

1- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، سنة 2007، ص 200.

2- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص: 118- 201.

3- نفس المرجع السابق، ص 200.

المصرفية للحكومة ويطلق عليه في هذه الحالة بنك الدولة ورغم ذلك فهو مستقل عن الحكومة في مجال السياسة النقدية حتى لا تؤثر على عمله¹.

ثانيا : السياسات المصرفية² :

1 - سياسة السيولة : وتعني قدرة البنك الفردي على مواجهة التزاماته والتي تتمثل بصفة أساسية في عنصرين هما : تلبية طلبات المودعين للسحب من الودائع، وأيضا تلبية طلبات الائتمان أي القروض لتلبية احتياجات المجتمع. فالسيولة التامة تمثل عنصر الحماية والأمان بالنسبة للبنك باعتبارها تجنبه الخسارة التي قد تحدث نتيجة اضطرار البنك إلى تصفية بعض أصوله غير السائلة ولتحقيق هذه الغاية تعمل البنوك على الاحتفاظ بحد أدنى من النقدية بخزينة البنك وودائع لدى البنك المركزي حيث يعتبر البنك المركزي المقرض الأخير للبنوك وفي حالة صعوبة تدبيرها لموارد نقدية لمقابلة التزاماتها وذلك بتحويل أصل من الأصول إلى البنك المركزي مثل إعادة خصم الأوراق التجارية لدى البنك المركزي.

2- سياسة الودائع : تعتبر الودائع الجزء الأكبر من موارد البنوك حيث تحرص البنوك على تتميتها لأنها تتوقف عليها الكثير من العمليات مثل منح القروض وإنشاء النقود وذلك من خلال فتح المزيد من الوحدات المصرفية وتبسيط إجراءات التعامل من حيث السحب والإيداع ورفع كفاءة الأوعية الادخارية بالزيادة في أسعار الفائدة هذه الودائع قد تكون قصيرة كحالة الودائع الجارية أو طويلة كحالة الودائع الادخارية.

3 - سياسة القروض : يقوم البنك بمنح قرض يتلاءم مع خصائص النشاط (قصير متوسط أو طويل الأجل) وذلك باعتماده بصفة أساسية على الودائع التي يحصل عليها من الغير ويتطلب الأمر هنا وجود سياسة

¹ - نفس المرجع السابق - ص 201

- هشام جبر - مرجع سبق ذكره - ص 221

² - ينظر :

- الطاهر لطرش - تقنيات البنوك - ديوان المطبوعات الجامعية - بن عكنون - الجزائر - الطبعة (6) - سنة 2007 -

ص ص: 13-14.

- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص - أسواق المال وتمويل المشروعات - الدار الجامعة - الإسكندرية - مصر - سنة

2005 - ص ص: 229-365.

مكتوبة ومعتزف بها كإطار إرشادي لمنح الائتمان وفقاً لأهداف البنك كما يجب رسم السياسة الائتمانية للبنك في ضوء الربحية والسيولة والأمان للمودعين والمخاطرة بالإضافة إلى المحافظة على سلامة توظيف الأموال وحسن استخدامها بما يحقق أهداف البنك المرجوة .

4 - سياسة رأس المال : تهدف الإدارة الجيدة إلى تحقيق الربح إلى جانب وظيفتها التقليدية والمتمثلة في الحفاظ على أموال المودعين بتوزيع وتخصيص الأموال على مختلف بنود الأصول للبنك بطريقة تحقق الموازنة بين السيولة والربحية. حيث قد تلجأ البنوك إلى تعديل أسعار الفائدة كوسيلة لجذب ودائع إضافية أو زيادة رأس المال وهذه كلها وسائل لتوفير الأموال اللازمة لتوفير متطلبات السيولة وتنمية الربحية للبنك. وتتخلص وظائف رأس المال فيما يلي :

- حماية أموال المودعين Protection fonction

- الوظائف التشغيلية Opérationnel Fonction والتي تبدو أهميتها من خلال قدرة البنك على ممارسة نشاطه وان يكون رأسماله كافياً لمقابلة ذلك.

- وظيفة الضمان لكل من يمنح البنك ائتمانا.

- تمويل المباني والتجهيزات الرأسمالية التي يستخدمها البنك.

- التوظيف في بداية حياة البنك حيث أن الرأس المال دور أساسي في تمويل النشاط الإقراضي والاستثماري للبنك خلال الفترة الأولى من نشأته.

II: ماهية التمويل غير المباشر⁽¹⁾:

يساهم الجهاز المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي بطريقة غير مباشرة من خلال دور الوساطة الذي يمارسه بين المودعين الذين يشكلون جانب عرض الأموال في النظام المصرفي (أصحاب فائض التمويل) والمقترضين الذي يشكلون جانب الطلب على هذه الأموال (أصحاب الحاجة إلى التمويل) وهذا ما يسمى بالاقتصاد الوسيط أو اقتصاديات الاستدانة (économie d'endettement) إذا سيطر هذا النوع من التمويل على الاقتصاد حيث توجد علاقتين: علاقة البنك بالمقترض وعلاقة البنك بمصدر التمويل. فالبنك يقوم بتجميع الأموال من مصادر ادخارها المختلفة عن طريق قبولها لأشكال الودائع المختلفة واستخدامها وتوزيعها على مجالات الإقراض المختلفة وذلك وفق أسس وقواعد تقوم على اعتبار أساسي هو أن البنوك لا تملك الأموال المودعة لديها وإنما هي مؤتمنة على هذه الأموال حيث تقوم بإعداد مجموعة من دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات قبل اتخاذ القرار بالافتراض وذلك بالتحقق من جديتها ومن إمكانية تحقيقها للأهداف ومن قدرة المشروعات على تسديد ما يستحق عليها من ديون والتزامات ومن تحقيقها عائد معقول يتناسب مع رأس المال المستثمر فيها. وهذا كله من أجل ضمان حسن استخدام الأموال المتاحة للبنك مع تحقيق عائد مناسب. فالائتمان المصرفي يعد من أهم مصادر إشباع الحاجات التمويلية لقطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة، حيث أن البنوك التجارية تقوم بتمويل الاستثمارات على شكل قروض قصيرة الأجل لتمويل رأس المال العامل، كما تساهم هذه البنوك في تمويل التجارة الخارجية على وجهين: الأول منها يتمثل في فتح الاعتماد المستندي لتمويل عمليات الاستيراد أما الوجه الآخر لهذه العملية يتمثل في التمويل

¹ - ينظر : - عبد اللطيف مصطفى - دور البنوك و الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي ، دراسة حالة الجزائر - أطروحة مقدمة

لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية - تحت إشراف الأستاذ بن بوزيان محمد - كلية العلوم الاقتصادية و التسيير - جامعة تلمسان -

2008/2007 - ص ص:143-145

- هشام جبر - مرجع سبق ذكره - ص ص: 11-12.

- صلاح الدين حسن السبسي - القطاع المصرفي والاقتصاد الوطني - عالم الكتب - القاهرة - مصر - 1 طبعة 1 - سنة 1423هـ/2003م -

ص ص: 13-12 19-18 pp - 2000 - ed.economica - paris - bourse et marchés financiers - Yves Simon , Michel Fleuriet -

الذي تقدمه البنوك التجارية لحيازة المواد الخام اللازمة لتصنيع البضاعة التي سيتم تصديرها . هذا وتعمل هذه البنوك على حفظ أموال المودعين وتسهيل معاملاتهم دون الحاجة لحمل النقود باستخدام الشيكات وبطاقات الصرف الآلي وبطاقات الائتمان وغيرها من أدوات الدفع المستحدثة.

أما بنوك الاستثمار قد تقوم بمنح قروض طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات كما قد تساعد على تنفيذ المشروعات الكبيرة بإصدار الكفالات بالنيابة عن المقاولين من أجل تسهيل قيامهم بعملهم دون تجميد رأس المال اللازم لضمان قيامهم بالتنفيذ أيضا قد تشارك هذه البنوك في تقديم التمويل للمشاريع الضخمة عن طريق المشاركة في منح القروض المجمعة التي تحتاج إليها مثلا الشركات الصناعية وشركات النقل والشركات السياحية والعقارية إذ تحتاج هذه المنشآت إلى أموال ضخمة لا يستطيع بنك واحد أن يقدمها أو قد لا يستطيع مخاطر إقراضها بهذا المبلغ . وبالنسبة للبنوك الإسلامية تعمل على تمويل المشروعات عن طريق المشاركة في الاستثمارات من خلال المضاربة وعمليات المرابحة. ويبرز الدور التنموي للبنك المركزي باعتباره منظم لإصدار العملة وللائتمان المصرفي إذا أسيء استخدامه قد يحدث أضرارا كبيرة بالاقتصاد حيث أن المبالغة في حجم الائتمان قد يؤدي إلى آثار تضخمية ضارة و الانكماش في منح الائتمان قد يؤدي إلى صعوبة مواصلة المشروعات ونشاطها. لذلك يجب أن يكون الائتمان متوازيا وملبيا للاحتياجات التمويلية الفعلية للاقتصاد الوطني بما يؤدي إلى زيادة معدلات التنمية المراد تحقيقها و هذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سياسة ائتمانية منسجمة مع الاحتياجات الفعلية للنشاط الاقتصادي لان عدم وجود سياسة ائتمانية لا تؤدي فقط إلى فقدان الاستقرار الاقتصادي و إنما أيضا إلى سوء تخصيص الموارد الائتمانية المصرفية حيث يفقد الائتمان المصرفي أهميته في التنمية الاقتصادية ويصبح أحد معوقاتها .فالطلب على الائتمان المصرفي يحدد حاجة القطاعات الاقتصادية إلى التمويل اللازم وهذا يعني أن الطلب على الائتمان المصرفي هو طلب مشتق من حاجة القطاعات إلى التمويل و لهذا فكلما زادت عملية التنمية واتسع النشاط الاقتصادي كلما زادت الحاجة إلى الائتمان المصرفي والذي يحقق لعملية التنمية المهام التالية :

- بدون الائتمان المصرفي تصبح عملية المفاضلة بين المصادر المالية داخل الاقتصاد مقيدة ، كما أن فوائض الوحدات الاقتصادية المدخرة سوف لا تتدفق بكفاءة إلى الاستخدامات الأكثر إنتاجية .

- يستخدم الائتمان المصرفي كأساس لتنظيم عملية إصدار النقود القانونية، فعندما يشرع البنك المركزي في وضع سياسة للإصدار يضع في اعتباره حجم الائتمان المنتظر من النظام المصرفي في نطاق الخطط العامة.
- يؤدي سحب الائتمان المصرفي من قبل المقترضين إلى زيادة حجم المعروض النقدي و لهذا فالائتمان المصرفي عامل مهم يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار عند تحديد حجم الإنفاق والقوة الشرائية المتاحة داخل الاقتصاد .
- يعتبر الائتمان المصرفي أداة بيد الدولة تستخدمها في الرقابة على نشاط المشروعات وذلك من خلال استخدامها للأرصدة الائتمانية المخصصة لها .
- للائتمان المصرفي تأثيره المباشر على زيادة الادخار والحد من الاستهلاك لأن المصارف تشجع الأفراد على الادخار لتوفير موارد الائتمان .

III: عيوب التمويل غير المباشر:

الجهاز المصرفي المستقر هو الذي يتمكن من تحقيق أهداف القطاعات الاقتصادية المختلفة من خلال توزيع الموارد المالية على الأنشطة الاقتصادية لهذه القطاعات توزيعاً سليماً. وفي سبيل تحقيق هذا الهدف يعتمد الجهاز المصرفي على الإدارة الفعالة للمخاطر المختلفة من أجل امتصاص الصدمات الاقتصادية. وفي حالة عدم استقرار الجهاز المصرفي تتفاعل الصدمات التي يتعرض لها القطاع المصرفي مع انتشار المعلومات المشككة في قدرته على أداء الدور المنوط به مما قد تتسبب هذه الحالة أزمات مصرفية نتيجة مطالبة المودعون من البنوك برد ودائعهم بشكل مفاجئ إلى الحد الذي تضطر البنوك إلى تعليق مبادلة الودائع بالنقود السائلة¹.

فالعوامل المؤثرة على استقرار الجهاز المصرفي تتمثل في مشاكل المخاطر ومشاكل التضخم.

- 1- المخاطر المصرفية : تعرف المخاطرة بأنها ذلك الالتزام الذي يحمل في جوانبه الربية وعدم التأكد المرفقين باحتمال وقوع النفع أو الضرر حيث يكون هذا الأخير تدهور أو خسارة في الموارد المالية

¹-عبد اللطيف مصيطفى، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 150- 151.

نتيجة عوامل غير منظورة في الأجل الطويل أو القصير⁽¹⁾. ويمكن أن نورد أهم المخاطر التي تتعرض لها البنوك كما يلي⁽²⁾:

- **المخاطر الائتمانية:** تعرف بأنها مخاطرة أن يتخلف العملاء عن الدفع أي يعجزون عن الوفاء بالتزاماتهم بخدمة الدين . و يتولد عن العجز عن السداد خسارة كلية أو جزئية لأي مبلغ مقرض إلى الطرف المقابل .

- **مخاطرة السيولة:** هي ذلك النوع من المخاطر الذي يتعرض له البنك نتيجة عدم توافر القدر الكافي من النقدية و الأصول عالية السيولة لتغطية الالتزامات القصيرة الأجل غير المتوقعة . الأمر الذي قد يضطر معه البنك إلى ضرورة بيع أصوله التي لا تتصف بالسيولة بأسعار تقل كثيرا عن القيم العادلة لها و بالتالي تعرض البنك لمخاطر الإفلاس .

- **مخاطر أسعار الفائدة:** تعرف بأنها مخاطرة تراجع الإيرادات نتيجة لتحركات أسعار الفائدة بالنسبة للمقرض .

- **مخاطر السوق :** يقصد بها ذلك النوع من المخاطر الذي تتعرض له البنوك نتيجة القيام بالاتجار في الأصول المالية دون القيام بأي تحوط hedging يحميها من هذه المخاطر في احتمال انحراف أسعار الأوراق المالية عما يتوقعه البنك .

- **مخاطرة القدرة على الوفاء بالالتزامات :** هي مخاطرة عدم القدرة على تغطية الخسائر المتولدة من كافة أنواع المخاطر من خلال رأس المال المتاح و لذلك فإن هذه المخاطرة هي مخاطرة عجز البنك عن السداد و هي مطابقة أيضا للمخاطرة الائتمانية بواسطة الأطراف المقابلة للبنك . إن القدرة على الدفع Solvency هي النتيجة النهائية لرأس المال المتاح و كل المخاطر التي يتم تحملها الائتمان ، سعر الفائدة ،

¹ - صوار يوسف، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التقني و التقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية . دراسة حالة BADR، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تحت إشراف بندي عبد الله عبد السلام، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة تلمسان، 2008/2007، ص23.

² - ينظر : - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2007 ص ص: 197-207.
- السيد البدوي عبد الحافظ - إدارة الأسواق و المؤسسات المالية - توزيع دار الفكر العربي القاهرة - سنة 1999 ص ص: 321.

السيولة و المخاطر السوقية. فالقضية الأساسية المتصلة بكفاية رأس المال هي تحديد أي مستوى من رأس المال ينبغي ربطه بالمخاطرة الإجمالية .

2- مشكلة التضخم¹:

إن توسع البنوك في منح الائتمان يعتبر عاملا مهما في تزويد الأسواق بمبالغ نقدية كبيرة ، فقد ترغب الدولة في تنشيط الأعمال العامة و زيادة الإنتاج فتشجع المصارف على فتح عمليات الائتمان بوسائلها المعروفة كتخفيض سعر الفائدة و هذا يؤدي إلى زيادة الإقبال على طلب القروض . و هذا يبنى بحدوث ظاهرة التضخم .

و إذا تم استخدام سياسة التمويل بالعجز المنظم بالقروض (أي تمويل العجز في الميزانية العامة) بغير التخطيط للتنمية الاقتصادية فذلك يؤدي إلى ضغوط خطيرة. فالتضخم ظاهرة نقدية حسب فريدمان " (من رواد النظرية النقدية) " يعتبر أن زيادة الائتمان يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية ومنه يرتفع المستوى العام للأسعار وهذا ما يفسر ظاهرة التضخم .

ويختلف الاقتصاديون في تحديد أثر التضخم في السلوك الادخاري بشكل عام وفي الطلب على الودائع المصرفية بشكل خاص . فمنهم من يرى أن تأثيره السلبي على القوة الشرائية يؤدي إلى زيادة الاستهلاك مما يضعف رغبة الفرد على الادخار بشكل عام ويفقد اتجاهه نحو الأوعية الادخارية وعلى نقيض ذلك يرى البعض انه يؤدي إلى زيادة المدخرات وزيادة الطلب على الأوعية الادخارية والمصرفية ويسمى بالادخار الوقائي لأنه عند زيادة الأسعار يقوم الأفراد بتأجيل الشراء لبحث عن سلعة بديلة .

¹ - ينظر :- فوائد مرسى - التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية - منشأة المعارف - الإسكندرية - مصر - سنة 1980 ص 220.

- بلعزوز بن علي - محاضرات في النظريات و السياسات النقدية - ديوان المطبوعات الجامعية - بن عكنون - الجزائر - الطبعة 2 - سنة

2006 ص 149

- عبد الطيف مصيطفى- مرجع سبق ذكره - 153.

IV: البورصة مصدر آخر للتمويل¹ :

إن عملية الالتقاء والمقابلة بين أصحاب الحاجة إلى التمويل وأصحاب القدرة على التمويل أي المنتجين المقترضين والمدخرين المقرضين، تتحقق بطريقة غير مباشرة بواسطة الوساطة البنكية، وقد تتحقق بطريقة مباشرة بفضل وسطاء ماليين على مستوى البورصة ، حيث إذا سيطرت هذه الطريقة على الاقتصاد يصبح يسمى باقتصاد الأسواق المالية أو اقتصاد التمويل اللا وسيط (financement désintermédié) .

ففي نظام التمويل المباشر تصدر الأوراق المالية من طرف من هم بحاجة إلى الأموال ويكتتب بها من لهم القدرة على التمويل على مستوى السوق الأولي وبورصات القيم المنقولة تخصص بتنظيم التداولات وتسعير الأوراق المالية ، فهي توفر فرصا لمقايضة الخطر وتأمين السيولة ومكافأة مرتفعة للمقرضين وتكلفة منخفضة للمقترضين. وهذا طبعا بفضل وسطاء ماليين لكنهم لا يقومون بالدور المعتاد كما في نظام التمويل الغير مباشر وإنما يتدخل الوسيط ليقدم خدمات بمساعدة المقترضين البحث عن المقترضين ، أي يقوم بوظيفة السمسرة كما يقوم بتسيير التوظيف للأوراق المالية لحساب عملائها وتكون في هذه الحالة عبارة عن منظمات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة (opcvم)، وهذا مقابل مكافآت تتمثل في العمولة وليس الهامش المقنتع كما في الدور المعتاد للبنك. رغم الاختلاف بين نظام التمويل المباشر والتمويل الغير مباشر، فهذا لا يمنع من وجود بعض التداخل بين أسواق الأوراق المالية والبنوك. فالبنوك شأنها شأن أسواق الأوراق المالية قد تساعد المدخرين في تنويع المخاطر وتوفير ودائع سائلة.

كما أن أسواق الأوراق المالية مثلها مثل البنوك قد تزيد من فرصة الحصول على المعلومات عن الشركات لان المستثمرون يهدفون تحقيق الأرباح من خلال التعرف على الأسهم المقدره بأقل من قيمتها الحقيقية ليستثمروا فيها أموالهم وقد تساعد أسواق الأوراق المالية أيضا في تحسين إدارة الشركات من خلال توفير

¹ - ينظر : - عاطف وليم اندراوس-أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها - دار الفكر الجامعي - الإسكندرية-مصر-الطبعة 1-حسنة2006 - ص ص:239-242.

- Michel cazals, Mohamed Damak , et Frédéric poulon- économies d'endettement, économies de Marchés

Financiers – Cas de la France et de la Tunisie – Ed. Cujas- paris- 2001- PP :9-10.

- Daniel Goyeau, Amine Tarazi –la bourse –la découverte-paris-2006-pp :50-55.

المعلومات التي تتيح للمساهمين أعمال الرقابة على الإدارة بالشركات. أيضا قد لا تقدر البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل، ويرجع ذلك لعدة أسباب أهمها: مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها وغالبا ما تعطى هذه القروض بكميات محددة ووفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي لذلك يتطلب الأمر وجود سوق للأوراق المالية.

فسوق الأوراق المالية والبنوك تعمل كعناصر مكملة وليس مصادر بديلة في عملية تمويل الاستثمارات وقد أثبتت ذلك دراسة (boyed and Smith 1996) فتطور البورصة يترجم بتراجع نشاط الوساطة المالية للبنك، وعندما يبدأ دور البنوك بالضعف والفتل ، هذا يؤهل عملية الأوساط المالية (البورصة) حيث أن البورصة يتم فيها تبادل الوعود المستقبلية، وقد تكون تكلفة المعاملات مرتفعة في وضعيات مركبة من شأنها أن تؤدي إلى مشاكل الثقة بين البائع والمشتري بالإضافة إلى المعلومات قد تكون متحيزة لهذا من الصعب الاستغناء عن مؤسسات (بنوك، وسطاء، ماليين) قادرين على معالجة أوجه القصور هذه.

خلاصة الفصل :

من خلال ما درسناه في هذا الفصل التمهيدي يتبين لنا أن القطاع المصرفي يحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية والمالية بماله من تأثير إيجابي في تمويل النشاطات الاقتصادية من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات المجمعة على الاستثمارات المختلفة حيث تقوم البنوك بتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية بتقديم القروض والتسهيلات الائتمانية المختلفة معتمدة على الأموال المودعة لديها .

لكن البنوك عند القيام بدورها هذا قد تتعرض لمشاكل المخاطر والتضخم قد يؤدي بها إلى عدم مقدرتها على منح الائتمان بالمستوى المطلوب لتمويل المشروعات وبالتالي تنخفض الاستثمار والطاقة والإنتاجية للاقتصاد . ولتغطية هذه الفجوة تأتي أهمية الأسواق المالية باعتبارها تلعب هي الأخرى دور هام في المواءمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز وذلك بتشجيع المدخرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مما له أثر هام في تنمية ثروتهم فضلا عن أهميتها الحيوية في تمويل القطاعات التي توجد لديها عجز في السيولة النقدية.

الفصل الأول

ماهية بورصة الأوراق المالية وكيفية الاستثمار والتعامل فيها

مقدمة الفصل الأول

لا يوجد أحد لم يسمع عن البورصة أو يصله من أخبارها الكثيرة المتقلبة و المتضاربة، ولا يوجد أحد إلا وقد شاهد لمرة واحدة على الأقل ولو على الصدفه شريط البورصة، وليس منا إلا ومن تعجب من المصطلحات الكثيرة والعجيبة التي يتلفظ بها المحللون الماليون وخبراء الاقتصاد في إحدى النشرات الإخبارية عن البورصة مثل : سعر الأفعال، هبوط المؤشر، القيم المتداولة ...الخ من المصطلحات الكثيرة.

فالبورصة بكل بساطة هي سوق للتجارة، وكل سوق له قواعده وأسسها وعلى كل من يريد المتاجرة في إحدى الأسواق أن يتعلم أولاً أصول هذه المتاجرة ويستوعبها جيداً إلا أن الفرق الجوهرى الوحيد بين البورصة والسوق العادى هو أن البورصة أكثر كفاءة وتنظيماً من السوق العادى.

وللتفصيل أكثر في مضمون البورصة سنتطرق في هذا الفصل إلى ماهية بورصة الأوراق

المالية و كيفية الاستثمار والتعامل بها وذلك بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: نتناول فيه عموميات حول بورصة الأوراق المالية من خلال إعطاء مفهوم لها وتطورها التاريخى إضافة إلى وظائفها والأوراق المالية المتداولة وبعض النماذج من البورصات مثل بورصة نيويورك والبورصات الفرنسية وبورصة اليابان وبورصة الجزائر.

أما المبحث الثانى: نتناول فيه كيفية الاستثمار والتعامل فى بورصة الأوراق المالية من خلال التعرف على أسس اتخاذ القرار الاستثمارى وأهمية الاستثمار بمحفظة الأوراق المالية والأهمية التى يوليهها الاعتماد على مؤشرات البورصة إضافة إلى المتعاملين فى البورصة وكيفية تداول الأوراق المالية وقواعد وإجراءات التعامل وتنظيمه.

المبحث الأول: عموميات حول بورصة الأوراق المالية

المطلب 1 : نبذة تاريخية عن البورصة .

ترجع بداية البورصة إلى اجتماع الصيارفة و التجار في أثينا حيث وجدت السوق المسماة Emponuim كما أقيمت في روما سوق عرفت باسم La Collegia Mercatorum في القرن الخامس قبل الميلاد. و في القرن 12 م بفرنسا قام سماسرة في الصرف بمراقبة وتنظيم ديون المجموعة الزراعية لحساب البنك، حيث أصبحوا بذلك يعتبرون أول السماسرة وكانوا يجتمعون في الجسر الكبير بباريس الذي أصبح يسمى بجسر التبادل. وفي القرن 13 م البنكيين اللومبارديين (Lombards) بإيطاليا هم الأوائل في تبادل مديونية الدول في بيزا و جنوة و فلورنسا. حيث أنه في سنة 1309 تفتت الظاهرة بإنشاء بورصة (Bruges) واتبع ذلك عدة دول Amesterdam، Gand، Flondre، كما تم إنشاء بورصة في آنفر ببلجيكا. إلا أن البورصة لم تنشأ بشكلها الحالي إلا في القرن 15م حيث أنشأت بليون بورصة منظمة سنة 1540م. وفي سنة 1636م كان أول انهيار بهولندا حيث قام الهولنديين باستعمال البورصة لتمويل المؤسسات، فأول مؤسسة أصدرت الأسهم والسندات هي مؤسسة الهند الشرقية الهولندية Néerlandaise des indes orientales وذلك سنة 1602. وفي سنة 1688 بدأ تسعير الأسهم والسندات في بورصة لندن. وفي سنة 1774 ببورصة باريس (والتي تم إنشاؤها بقرار من مجلس الملك Le conseil du Roi صدر في 17/09/1724) الأسعار السوقية يجب أن تعلن بهدف تحسين شفافية العمليات حيث تم إنشاء قاعدة التداول (البورصة) Parquet، و في القرن 19م الثورة الصناعية سمحت بالتطور السريع لسوق البورصة الناتج عن الحاجة لرؤوس الأموال لتمويل الصناعات والنقل حيث ابتداء من 1970م انتشرت اللامادية للأوراق المالية المتداولة في البورصة بفضل ثورة الإعلام الآلي وفي سنة 1971م تم إنشاء NASDAQ كأول سوق للتسعير الآلي¹

¹ - ينظر: - محمد يوسف ياسين - البورصة - منشورات الحلبي الحقوقية - بيروت - لبنان - الطبعة الأولى - سنة 2004 - ص 17.

- [http://www.wikipédia.org/wiki/bourse-\(économie\)](http://www.wikipédia.org/wiki/bourse-(économie)).

المطلب 2: تعريف بورصة الأوراق المالية:

تعتبر بورصة الأوراق المالية قسم من سوق رأس المال الذي يعتبر سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى) (1).

هذا القسم يضمن المقابلة بين طالبي وعارضي الأوراق المالية حسب مختلف الطرق (العقود الفورية و العقود الآجلة) (2).

تعود كلمة بورصة إلى أحد المصدرين: الأول هو فندق في مدينة Bruges كان يزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس Trois bourses وكان يجتمع فيه لتصرف الأعمال عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين، والثاني نسبة إلى عائلة Van der Burse في مدينة Bruges نفسها حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليين وكان يقال: " ذهبنا Chez les Bourses"، وبعدها تطورت فأصبحت: " ذهبنا A la bourse" (3) ويمكن تعريف البورصة كما يلي:

- 1- " المكان الذي تعقد فيه اجتماعات دورية في مواعيد معينة لأجل القيام بعمليات شراء وبيع الأوراق المالية، وقد يطلق هذا اللفظ على مكان الاجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد " (4).
- 2- " البورصة هي سوق منظمة وموجهة للجمهور حيث تتم العمليات وفقا للقواعد المنصوص عليها في القوانين والأنظمة، وهذه العمليات لا يمكن إجراؤها وتنفيذها إلا عن طريق الوسطاء المخولين قانونا للقيام بذلك" (5).
- 3- " البورصة هي مؤسسة مستمرة ومنظمة تنظيما دقيقا يضمن تلاقي العرض والطلب للقيم المنقولة التي تناولها حركتها في جو من المنافسة الحرة التامة " (6).

¹ - زياد رمضان ، مروان شموط - زياد رمضان - مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة القاهرة سنة 2007، مرجع سبق ذكره - ص82.

² - Daniel Goyeau , Amine Tarazi – op cit - P11.

³ - محمد يوسف ياسين- مرجع سبق ذكره - ص14.

⁴ - فيصل محمود الشواورة - الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - دار وائل للنشر- عمان - الطبعة الأولى - سنة 2008 - ص45.

⁵ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص14.

⁶ - نفس المرجع السابق - ص14.

4- " البورصة هي الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة"⁽¹⁾.
ومن خلال هذه التعاريف نستنتج أن البورصة تعتبر أهم الأسواق المنظمة، فهي صلة الوصل بين المشاريع وادخارات الأفراد و بالتالي تعتبر السوق الطبيعية التي تلتقي فيها الشركات المساهمة و الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال و الإسهام في المشروعات الاقتصادية المختلفة.

المطلب 3 : الأوراق المالية المتداولة:

الأوراق المالية المتداولة هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل تلجأ إليها المؤسسة بغرض تأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها، كما تلجأ إليها الدولة لتمويل المشروعات أو لتغطية العجز أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم. وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من فرعين رئيسيين: الأسهم والسندات بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما هي الأوراق المختلطة.

أولاً : الأسهم العادية.

I- التعريف بالأسهم العادية :

• مفهوم الأسهم العادية:

تتاح إمكانيات تزويد المشروعات بالتمويل اللازم التي تمارس نشاطها من خلال شركة مساهمة بالادخار المتوفر، عبر المشاركة برأسمالها عن طريق الاكتتاب بأسهم تعرف رأس المال (Actions).

فالأسهم عبارة عن أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم. قد يكون السهم لحامله (Au porteur) بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من بحوزته ذلك السهم في أية لحظة ولذلك فتداوله يتم بانتقاله من مشتري لآخر دون المرور بالشركة المعنية، أي بمجرد رغبة الحامل للسهم في الحصول مرة أخرى على أمواله يقوم ببيعها في البورصة. وقد يكون السهم اسمياً أي حاملاً للأسهم المالك

¹- فيصل محمود الشواورة - مرجع سبق ذكره - ص45.

(Nominatif) حيث يصبح هذا الأخير معروفا لدى الشركة وعليه فإن تداوله يتطلب إعلام الشركة بالصفحة لإتاحة الفرصة لهذه الأخيرة بتسجيل العمليات في دفاترها ومعرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم. كما قد يكون السهم إذنيا يصدر بإذن شخصي معين أو جهة معينة أو لأمره ويتم تداولها عندما يأذن بذلك عن طريق تظهيرها، ونادرا ما تصدر الشركات أسهما إذنية، وفي غالب الأمر تصدر أسهما لحامله¹.

والأسهم التي تصدرها الشركة قد تكون أسهما عادية وهذا ما سنتناوله في هذا المطلب والنوع الثاني من الأسهم التي قد تصدره الشركة هي الأسهم الممتازة التي سنتناولها في المطلب الموالي.

ويمكن تعريف السهم العادي (Action ordinaire) بأنه: " أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول. الحق لحامله بذمة الجهة المصدرة له. الحصول على عوائد غير ثابتة. بجانب حصته برأسمال الشركة والمثبته بشهادة السهم" (2)

• خصائص الأسهم العادية:

السهم العادي له خصائص يتميز بها تتمثل فيما يلي³:

- يمثل حق ملكية: و هو حصة من رأس المال للشركة المساهمة ولا يمكن أن يكون حق مديونية لأن ذلك يتعارض مع مبدأ الاستمرارية.
- يكتسب السهم العادي صفة التداول، مما تعطيه مرونة كبيرة في تسييره.
- ليس له تاريخ استحقاق كونه يمثل حق ملكية قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية.
- مسؤولية المساهم لتحمله التزامات المؤسسة تجاه الغير محدودة حسب حجم الأسهم التي يمتلكها.

¹ - ينظر: - جبار محفوظ - الأوراق المالية المتداولة في البورصات - الجزء الثاني - دار هومة ، الجزائر - الطبعة الأولى - سنة 2002 - ص 06.

- فليح حسن خلف - الأسواق المالية والنقدية - عالم الكتب الحديث - الأردن - الطبعة الأولى - سنة 2006 - ص 198

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام- الاستثمار بالأوراق المالية - دار المسيرة - عمان - الطبعة 1- سنة 2004م/1425هـ - ص 30 .

³ - ينظر : - نفس المرجع السابق - ص ص :31-37.

- جبار محفوظ - الأوراق المالية المتداولة في البورصات - مرجع سبق ذكره - ص 09.

- زياد رمضان - مروان شموط ، مرجع سبق ذكره - ص 97.

- عدم ثبات العائد و تذبذبه ما بين ربح أو خسارة تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة.

- تصدر الأسهم العادية بقيم متساوية و لا يجوز للشركة أن تصدر هذا النوع من الأسهم بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

- توجد عدة أنواع يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساسها تتمثل فيما يلي:

* **القيمة الاسمية:** هي القيمة المثبتة في شهادة السهم التي ينصب عقد تأسيس الشركة. ويجب أن تكون القيمة متساوية للأسهم المصدرة التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية. فهذه القيمة عادة ما تكون منخفضة مقارنة بسعر السوق مما جعل البعض يعتبرها ذات دلالة اقتصادية قليلة الأهمية. لكن المهم ألا تصدر الشركة أسهما بقيمة تزيد عن سعر البيع في السوق. حيث أن الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع يعرف بعلاوة الإصدار (Par value) يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة.

* **القيمة الدفترية (Book value):** هي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للسهم تمثل ما يصيب السهم الواحد من حق الملكية.

رقس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة + الاحتياط

حق الملكية

القيمة الدفترية =

عدد الأسهم العادية

عدد الأسهم العادية

رقس المال المدفوع يمثل القيمة الاسمية للأسهم العادية مع إضافة علاوة الإصدار. وتعتبر القيمة الدفترية من أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية. فهي تمثل مؤشر للحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق. لذا فهي تلعب دورا مهما في تقويم الاستثمار بالأسهم العادية لأنها تؤثر إلى قدرة الشركة على تحقيق العوائد لحملة الأسهم.

* **القيمة السوقية (Market value):** تمثل هذه القيمة، القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية

لحظة زمنية معينة، و التي تتحدد بفعل عوامل العرض و الطلب في سوق الأوراق المالية. ومن المفضل أن

تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الدفترية، إذ أن السهم الذي يباع أعلى من قيمته الدفترية يوحى للمستثمر بأن الجهة المصدرة للسهم تعاني من صعوبات و مشاكل مالية.

* **القيمة الحقيقية (Intrinsic value):** يطلق عليها أيضا القيمة النظرية أو العادلة، تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر السهم في سوق الأوراق المالية. وهي تعكس حالة توازن السوق وحالة التوازن من الصعوبة أن تتحقق بفعل عمليات المضاربة، نقص أو عدم توافر المعلومات عن أداة الجهة المصدرة للسهم.

* **القيمة التصفوية (Liquidation value):** هي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها في حال تصفية الشركة يمكن احتسابها كما يلي:

قيمة الموجودات - الالتزامات وحقوق المساهمين الممتازين

= القيمة التصفوية

عدد الأسهم العادية

II - أنواع الأسهم العادية:

إن أسعار الأسهم تتأثر بعوامل عديدة والتي من أهمها: سمعة الشركة المصدرة في تحقيق الأرباح وفي توزيع حصص المساهمين من هذه الأرباح وكذلك ظروف الأسواق المالية في البلد المعني بالإضافة إلى مجموعة من التأثيرات المتولدة عن العلاقات الدولية وانعكاساتها المحلية ومن هذه العوامل يمكن أن تستمد الأنواع الآتية للأسهم العادية حيث يمكن أن نصنفها في الجدول التالي⁽¹⁾:

AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
أسهم								أسهم رديئة
متميزة								غير مصنفة

جدول 01- 1: أنواع الأسهم العادية

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، فؤاد عزمي سلام - مرجع سبق ذكره - ص 33.

¹- ينظر: - أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص: 33-36

- هو شيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفار للنشر، عمان، الطبعة الأولى، سنة 2003م/1424هـ، ص ص: 97-100.

- 1- **الأسهم المتميزة (Bluechips):** تأخذ التصنيف AAA وتتمثل في أنها أسهم شركات قوية ومعروفة بسمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد من حيث تحقيقها لأرباح عالية وتوزيعها لهذه الأرباح بشكل منتظم بالإضافة إلى الأمان والدخل أي أن أسعارها مرتفعة في العادة.
- 2- **أسهم الدخل (Income etocks):** هي أسهم تعطي دخلا مستمرا أي توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة وتتمثل في أسهم شركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة حيث أن مبيعاتها الكلفة التي تتحملها مستقرة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وثابتة و دخل ثابت.
- 3- **أسهم النمو (Growth stocks):** هي عكس أسهم الدخل، فالمستثمر هناك يتوقع أرباحا موزعة في نهاية السنة و بشكل دائم، ولكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاع كبير في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، وتتمثل في أسهم شركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي وتجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو لاكتشافات جديدة لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة قيمة أسهمها في السوق.
- 4- **أسهم المضاربة (Speculation stocks):** هي أسهم تخضع من حيث الطلب والسعر لتقلبات شديدة وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثا عن الأرباح السريعة وفي الفترات القصيرة وتتمثل في أنها أسهم لشركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات النجاح أو الفشل.
- 5- **أسهم موسمية (Seasonal stocks):** هي أسهم تتأثر بالدورات الاقتصادية وتتمثل في أنها أسهم لشركات تنتج سلعا موسمية حيث الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسّن الاقتصاد وانتعاشه (رواج) كما أنها تتأثر بحالات الكساد.
- 6- **أسهم دفاعية (Defensive stocks):** هي عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية وتتمثل في أنها أسهم لشركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الرواج أو الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر.
- 7- **أسهم شبكات المعلومات الدولية (Internet stocks):** أن شبكات المعلومات الدولية التي بدأت بنشاطاتها الفعلية في بداية التسعينات ازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية، فخلال السنوات الأخيرة من القرن 20م لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من

أسهم هذه الشبكات فمثلاً: أسهم Spyglass و Netxape و Yahoo قد ارتفعت على الأقل إلى الضعف خلال عامين فقط وقد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة ملياري دولار أمريكي.

III- حقوق حملة الأسهم العادية⁽¹⁾:

1- الحق في الحصول على كافة المعلومات للشركة المصدرة للأسهم، سواء كانت معلومات مؤقتة محاسبية مثلاً أو معلومات دائمة مثل تغير القيمة السوقية في البورصة. أو معلومات خاصة قد تتمثل في إبلاغ الجمهور بمعلومة بعد موافقة الهيئات التنظيمية للأسواق المالية عليها قد تتعلق بحالة الرفع من رأس المال أو العرض العلني للشراء أو الإصدارات الإجبارية.

2- حق التصويت: كل مالك لسهم له الحق بالتصويت يمارسه من خلال الجمعية العمومية (وفقاً للمبدأ لكل مسهم صوت). وهذا الحق يسمح بالمشاركة في اتخاذ قرارات الإدارة الشركة قد تتعلق بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، الرفع أو التخفيض من رأس المال، تغيير بعض الهياكل بالمؤسسة، التصديق على الحسابات المالية...

3- الحق في الحصص: الربح السنوي للشركة ملك للمساهمين، جزء منه يوزع على شكل حصص والجزء الآخر يبقى في المؤسسة على شكل احتياطات، فكل سنة الجمعية تقرر فيما يخص الحصص التي يمكن أم تمنح للمساهمين إما نقداً أو عن طريق أسهم جديدة تصدر بسعر من اختيار المساهم. فإن كان الحق نقدي من الحصص فهي تنقسم إلى قسمين:

- حصة أولى ثابتة تحسب على أساس نسبة من القيمة الاسمية للسهم.

- حصة أعلى تحدد كل سنة حسب مبلغ يساوي مجموع الأرباح السابقة واحتياطات موزعة تم احتسابها من أرباح غير موزعة لسنوات سابقة، مع الأخذ بعين الاعتبار طلب المساهمين والحاجات النقدية للشركة.

كل الأسهم تخضع لهذا التقسيم للحصص النقدية ما عدا المساهم الذي في حوزته سهم لمدة سنتين، فله الحق في حصة أعلى تقدر بـ 10 على الأكثر إذا كان السهم اسمي.

¹- ينظر : - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول)، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، سنة 2003، ص 84.

- Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Investissement et marchés financiers , Pearson éducation, France, 9^{ème} édition, 2005, P11.

- Paul Jacques Lehmann- bourse et marchés financiers - Dunob - Paris - 2^{ème} édition - 2005 -, PP : 11 - 17.

4- حق الأولوية في الاكتتاب: هذا الحق يمكن أن يمارس عندما تقرر الشركة الرفع من رأسمالها من خلال إصدارات جديدة للأسهم أو من خلال الزيادة في القيمة الاسمية للأسهم المتواجدة حيث تكون الأولوية للمساهمين القدامى.

5- حق التصرف بالأسهم: فليس للمساهم الحق في أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له بل يستطيع بيع هذه الأسهم بدون الحصول على ترخيص مسبق من الجهة التي أصدرت هذه الأسهم.

6- حق الحصول على جزء من موجودات الشركة عند تصفيتها: وذلك بشكل يتناسب مع حصة مساهمة كل مساهم في الشركة وهذا بعد بيع الأصول وسداد كل الديون ودفع نصيب حملة الأسهم الممتازة.

ثانيا : الأسهم الممتازة:

I- التعريف بالأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في البورصة لكنها أقل استخداما كأداة تمويل مقارنة بالأسهم العادية حيث أن الشركات لا يمكن أن تنشأ وتقوم وتستمر في عملها ونشاطها بدون إصدارها للأسهم العادية بينما الأسهم الممتازة تعتبر مصدرا مكملا للتمويل فمن الأسباب التي تدعو إلى إصدارها¹:

- محاولة الشركات تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأس مالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية.

- المتاجرة بالملكية (الرفع المالي) إذا أمكن استثمار حصيلة بيع الأسهم الممتازة حيث تحقق أرباحا تفوق الأرباح التي ستوزع على حملتها.

- استعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

¹ - زياد رمضان ، مروان شموط - مرجع سبق ذكره - ص104.

فالسهم الممتاز Preferred stock يعرف بأنه: " أداة مالية تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي) الحق لحامله الحصول على عائد محدد سنويا بنسبة من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد، بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم¹

وعليه يتميز السهم الممتاز بالخصائص التالية(2):

- للسهم الممتاز الأولوية في الحصول على نسبة معينة من الأرباح في حال تحققها قبل حملة الأسهم العادية كما له الأولوية في موجودات الشركة المصدرة له عند التصفية.
- للسهم الممتاز 3 قيم: اسمية، دفترية، سوقية مثلها مثل الأسهم العادية.
- تمتاز هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصة المشاركة أي هناك نوع آخر يدعى بأسهم المشاركة، فحملة هذا النوع من الأسهم العادية له الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين وهذا بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين على نفس النسبة.
- معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة و انتخاب أعضائها.
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء حيث أن بعض الشركات قد تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء Sinking fund لغرض استهلاك السهم. وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد سابقا. أما بالنسبة للاستدعاء يعطي الحق للجهة المصدرة استدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء Call premium.

- قد يحول السهم الممتاز إلى سهم عادي وذلك من أجل تبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته وبيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق، ويتم هذا التحويل بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقا كما تحدد مدة التحويل

¹ - أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص66.

² - ينظر : - أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره ، ص 67 - 68.

- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، مرجع سبق ذكره، ص27.

- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص224.

وخيار التحويل عادة يترك للمستثمرين حيثما تتاح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ولا سيما عندما يكون سعر التحويل أقل من الأسعار السوقية للسهم العادي.

II- أنواع الأسهم الممتازة:

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو الشركة المصدرة وتتمثل هذه الفئات فيما يلي⁽¹⁾:

• الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح Cummulative preffered stocks:

هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، في حين يسقط حق المساهم العادي وحامل السهم الممتاز غير المجمع للأرباح للمطالبة بتوزيعات سنوات سابقة.

• الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح Participating preffered stocks:

هي حملة توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وتتمثل هذه الميزة في مشاركة المساهمين العاديين في بقية الأرباح وذلك بعد أن يحصل المساهمون العاديون على حقوقهم من الأرباح.

• الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible preffered stock:

إن قابلية السهم الممتاز بالتحويل إلى أسهم عادية تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي وفي الوقت نفسه توفر لحاملها وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقى للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

• الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء Callable preffered stocks:

إن قابلية الأسهم الممتازة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها إلى الشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة

¹- زياد رمضان - مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص ص 103-104 .

للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين و بالتالي تخفيض الرفع المالي Financial leverage للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي.

III- حقوق حملة الأسهم الممتازة (1):

إن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث أن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح وأيضاً اتخاذ القرار بتوزيعها لكنها تختلف عنها من حيث:

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها.
- غالباً ما يضع نظام الشركة المصدرة حداً أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على حملة الأسهم الممتازة.
- لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم.
- تتمتع حملة الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها في حال تصفية الشركة المصدرة.
- قد تكون الأسهم الممتازة من نوع "المجمعة للأرباح"، فالشركة المصدرة عند تحقيقها لأرباح وعدم توزيعها فحصة حملة هذه الأسهم في هذه الأرباح لا تسقط في العام التالي، و إذا كانت الأسهم غير مجمعة للأرباح فإن حق حملة هذه الأسهم في الحصول على الأرباح عند تحقيقها وعدم توزيعها يسقط في الفترة التالية.

ثالثاً : السندات

I- التعريف بالسندات:

• مفهوم السندات :

تعتبر السندات الورقة الأساسية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وتعتبر كمصدر أساسي للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات أو حكومات ويكمن تعريف السند بأنه " أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة

¹ - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول)، مرجع سبق ذكره، ص85.

للتداول، الحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق " (1).

• خصائص السندات :

تتميز السندات بالخصائص التالية(2):

- السند أداة دين: يترتب لحامل السند حق دائنيه على الشركة المصدرة في حين يكون لحامل السند الأولوية على حامل السهم في استفاء حقوقه من أرباح عند التوزيع وموجودات الشركة عند التصفية.
- السند أداة استثمار ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة.
- القابلية للتداول: حيث توفر للسند طويل الأجل السيولة.
- تصدر السندات بواحد من الأسلوبين التاليين:
 - أن يتولى بنك الاستثمار عملية الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها ويسمى إصدارا عاما.
 - أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عند الاكتتاب ويسمى إصدارا خاصا.
- السندات هي وثائق تمثل اتفاق بين الشركة المصدرة وبين المستثمرين تلتزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض (أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة) في فترة محددة على قسيمة السند (أي تاريخ الاستحقاق).
- كما يجب أن تظهر على وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأننتهم على مدخراتهم بالإضافة إلى سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند.
- للسندات 3 قيم: القيمة الاسمية، سعر الإصدار، والقيمة السوقية.

¹ - أرشد فؤاد التميمي. أسامة عزمي سلام - مرجع سبق ذكره - ص 86

² - ينظر : - نفس المرجع السابق - ص 87

- زياد رمضان، مروان شموط - مرجع سبق ذكره - ص ص : 106-107.

- جبار محفوظ - الأوراق المالية المتداولة في البورصات - مرجع سبق ذكره . ص 48

أ- **القيمة الاسمية (Faciale):** هي القيمة المدونة على السند يتم على أساسها احتساب مبلغ الفائدة السنوية (القسيمة le coupon).

ب- **سعر الإصدار (La valeur d'émission):** ترافق عملية إصدار السندات حيث يقدم المقرض الأموال للمقترض. وحتى يتم تشجيع المكتتبين بها مصدر السندات يقوم بتحديد قيمة الإصدار بأقل من القيمة الاسمية (au dessous de pair) الفرق بينهما يسمى بعلاوة الإصدار.

ت- **قيمة التسديد (La valeur de remboursement):** ترافق المبلغ المسدد للمقرضين بهدف تسديد السندات، ففي سنوات السبعينات المصدرين كانوا يقترحون قيمة التسديد أعلى من القيمة الاسمية (au dessous du pair) الفرق بينهما يسمى بعلاوة التسديد لكن من ذلك الوقت فصاعدا أصبح تسديد السندات يتم بقيمتها الاسمية أو إعادة شرائها من البورصة في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق بقيمتها السوقية.

ث- **القيمة السوقية (Le cours):** تسمح بمقارنة السندات ذات المبلغ الاسمي المختلف وتسهيل عملية التسعيرة للسندات كما أنها تحدد بنسبة من القيمة الاسمية.

- تمتاز السندات بقابلية الاستدعاء، فالجهة المصدرة قد تستدعي السند قبل تاريخ الاستحقاق إذا نصت الاتفاقية على ذلك.
- قابلية التحويل فقد تنص شهادة السند على شروط تحويل السند إلى أسهم عادية بسعر محدد وهذا يوفر للشركة إمكانية الحصول على أموال بكلفة أقل وبالنسبة للمستثمر توفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع سعر السهم بأعلى من سعر التحويل.
- سمة الإطفاء: فقد تلجأ بعض الشركات إلى تخصيص صناديق إطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات.

II- أنواع السندات (1):

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أقسام، من أهمها التقسيم القائم على السندات التقليدية والسندات الأخرى:

1- السندات التقليدية (العادية) Les obligations ordinaires: هي سندات بمعدل فائدة ثابت

تمثل ديناً على المصدر الذي يلتزم بدفع مبلغ سنوي لحامل السند يتمثل في فائدة ثابتة محددة مسبقاً منذ الإصدار كما يلتزم بدفع المبلغ الأصلي للدائن.

¹- ينظر : - جبار محفوظ - الأوراق المالية المتداولة في البورصات - مرجع سبق ذكره. ص: 50-69.

2- الأنواع الأخرى من السندات:

- 1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة وبذلك يصبح من بين ملاكها في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات أو في أية فترة قبل تسديدها.
- 2- السندات بقسائم الاكتتاب في السندات (OBSO): حيث يرفق بكل سند قديم قسيمة يمكن استبدالها بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار.
- 3- السندات المضمونة بأصول الشركة: قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها وفي هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته (سدده) من تلك السندات.
- 4- السندات غير المضمونة: تمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة.
- 5- السندات بمعدل فائدة متغير: جاء هذا النوع من السندات انطلاقاً من نقائص السندات ذات المعدل الثابت، وبما أن أسعار الفائدة تتغير ارتفاعاً وانخفاضاً على مدى فترة الدين فإذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق فإن مصدر السندات بمعدل فائدة ثابت يخسر الفرق ما بين ما يدفعه لحملة السندات وبين سعر الفائدة في السوق أي تكلفة رؤوس أمواله أعلى مما لو جلب تلك الأموال من السوق. أما حملة تلك السندات يحققون فائضاً يتمثل في مقدار ارتفاع أسعار الفائدة التي يتقاضونها بالنسبة لأسعار الفائدة السائدة في السوق.
- 6- السندات المرتبطة بالمؤشرات **Les obligations indexées**: لقد عرف السند المرتبط بمؤشر بأنه السند الذي يربط سعر الفائدة الخاص به أو المبلغ الأصلي بتغيرات مؤشر معين، وذلك بهدف المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند حيث مع ارتفاع المستوى العام للأسعار لفترة طويلة (التضخم). القيمة الحقيقية للسند تنخفض وربطه بمؤشر ما هو إلا حفاظاً على الأخيرة لهذا يعرف هذا النوع من السندات بالسندات المستقرة.
- 7- سندات الحكومة: هي أوراق مالية تصدرها الحكومات لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدارس والمستشفيات أو لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية وتخفيض نسبة التضخم حيث لا يمكن للشركات إصدار مثل هذه السندات التي قد تكون في بعض الأحيان على مدة طويلة جداً: 30، 40، 50 سنة أو أكثر.

III- حقوق حملة السندات (1):

- الحق في الفوائد: لحامل السند الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها في المواعيد المتفق عليها وتعتبر الفائدة جزءاً من الدين فمتى حل أجل استحقاقها تعين على الشركة الوفاء بها أيا كان مركزها المالي وتحدد هذه الفائدة بمعدل ثابت أو نسبة معينة من الأرباح أو الاثنين معاً.
- حق الأولوية: وهو مفهوم تتميز به السندات وينشأ في حالة قيام الشركة بتصفية أعمالها لأي سبب من الأسباب وفي هذه الحالة ستقوم الشركة ببيع أصولها ثم يتم توزيع حصيلة البيع وفقاً للمعادلة التالية:
الأصول = الالتزامات + حقوق الملكية. حيث يتم استخدام الأموال المتحصلة من بيع أصول الشركة في:

- دفع الالتزامات للدائنين أولاً.
- ثم لحملة السندات.
- ثم لحملة أسهم الشركة إذا تبقت سيولة مالية.

وهذا الترتيب إجباري وتلتزم به جميع الشركات.

- تلتزم الشركة برد قيمة السند لحامله عند حلول الأجل المتفق عليه، فإن عجزت عن الوفاء أو توقفت عن الدفع جاز لحامل السند مقاضاتها للحصول على حقه أو طلب شهر إفلاسها. ولا يجوز للشركة أن تدفع قيمة السند قبل حلول الأجل المتفق عليه كما لا يجوز للحامل أن يطالبها بالدفع قبل حلول الأجل، لأن الأجل المقرر لمصلحة الطرفين فلا يجوز لأحدهما تعديله إلا بموافقة الآخر.
- يمكن للشركة وفاء السندات من خلال عدة طرق أبرزها:
 - وفاء السندات في موعد الاستحقاق، الشركة ملزمة برد قيمة السند لحامله عند حلول الأجل المتفق عليه.
 - وفاء السندات بطريقة الاهتلاك: عندما يكون مبلغ القرض كبير ويتعذر الوفاء به دفعة واحدة أو يكون من شأن هذا الوفاء التأثير في مالية الشركة تأثيراً بالغاً تشترط الشركة عند إصدار السندات الوفاء بقيمتها تدريجياً عن طريق اهتلاك عدد منها كل عام.

¹- ينظر : - محمد يوسف ياسين. مرجع سبق ذكره . ص ص :50-52.

- حسن حمدي - دليلك على البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، الطبعة الأولى سنة 2006 ، ص 57.

- وفاء السندات بشرائها في البورصة: قد تعتمد الشركة إلى وفاء جزء من سندات القرض عن طريق شرائها قبل موعد الاستحقاق في البورصة عندما تجد أن سعرها يقل عن قيمتها الاسمية، حيث يجب عدم المغالاة في الشراء حتى لا ترفع أسعار السندات.
- وفاء السندات عن طريق تحويلها إلى أسهم وبالتالي ينقضي الدين اتجاه حملة السندات.
- وفاء السندات في حالة الإفلاس للشركة أو تصفيتها: إن الحكم بإعلان إفلاس الشركة يؤدي إلى إسقاط أجل الديون المترتبة عليها، فيسقط أجل القرض وتستحق لحملة السندات المبالغ التي دفعوها للشركة.

- الحق في تداول السندات بالطرق التجارية: تختلف طريقة تداول السندات باختلاف الشكل الذي يصدر فيه، فإن كان اسمياً يتم تداوله بطريقة القيد في سجلات الشركة، وإن كان لحامله يقع تداوله بطريقة التسليم وإن كان الأمر فيتداول بالتظهير.

IV- الفرق بين الأسهم والسندات:

- توجد العديد من أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:
- إن حملة السندات هم دائنين. في حين أن حملة الأسهم مالكيين. أي أن السند هو أداة دين بينما السهم هو أداة ملكية.
- يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تدفعها الشركة المصدرة بغض النظر عن تاريخ أعمالها ووضعها المالي بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عندما تحقق الشركة أرباحاً ويتقرر توزيعها.
- تعطي الأسهم لحملة حق الإدارة بينما السندات لا تمنح لحملة ذلك.
- تعطي الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على العائد وكذلك القيمة الاسمية عند تصفية الشركة.
- تساهم السندات كمصدر تمويلي في تحقيق العباء الضريبي لأن عائدتها يدخل ضمن التكلفة وقبل احتساب الأرباح والضريبة، في حين أن عائد الأسهم لا يدخل ضمن الكلفة ويدفع بعد حساب الأرباح والضريبة.
- لاستثمار في السندات يتأثر سلباً بالتضخم أي إن المستثمر فيها يتضرر نتيجة للتضخم ويستفيد المقترض أي الشركة (الجهة المصدرة للسند) في حين أن الاستثمار في الأسهم يمكن له أن يستوعب

¹- ينظر : - فليح حسن خلف. مرجع سبق ذكره. ص ص: 158- 259

- حسن حمدي. مرجع سبق ذكره. ص ص: 51- 52

التضخم وقد لا يتأثر به سلبا لان السهم مشارك في ملكية أصل الشركة باعتباره حق ملكية وهذه الأصول تزداد في قيمتها أي سعرها مع الزيادة العامة في الأسعار التي ترافق حصول التضخم في الاقتصاد.

رابعا : الأوراق المختلطة.

I- التعريف بالأوراق المختلطة:

من اجل تسيير تعهدات المصدرين تم ابتداء أوراق مالية ما بين الأسهم والسندات تسمى بالأوراق المختلطة les titres hybrides أو قيم منقولة مركبة تمزج بين خصائص أدوات الملكية وأدوات المديونية وأحيانا تضم خصائص الخيارات (Les Options)⁽¹⁾.

المكونات الأساسية للأوراق المختلطة تتمثل فيما يلي⁽²⁾:

- القيمة الاسمية هي القيمة التي تسدد للمستثمرين في تاريخ الاستحقاق.
- فائدة على القيمة الاسمية تحدد مسبقا تسمى بالقسيمة (Coupon) تمنح للمستثمر بالإضافة إلى القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق.
- تاريخ الاستحقاق هو تاريخ تحويل إذا كانت هذه الأوراق من نوع السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
- سعر التحويل وهو نسبة الأسهم الممنوحة لكل سند قابل للتحويل يحسب كما يلي:
سعر التحويل = القيمة الاسمية للسند / عدد الأسهم الممنوحة على السند
يمكن أن تكون هذه النسبة ثابتة إذا تم تحويل سند واحد بسهم واحد.

II- أنواع الأوراق المختلطة⁽³⁾:

1- **سندات المساهمة Titres participatifs (TP)**: هي أوراق مالية مختلطة تجمع بين الأسهم والسندات لها خصائص متعددة حيث تعتبر بالنسبة للمصدر من الديون الأبدية حيث أن بعض الكتاب الفرنسيين يعتبرونها بمثابة أموال شبه خاصة Quasi fonds propres لأنها غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية

¹ - Daniel Goyeau – Amine Tarazi-Op.cit. p40

² -Roy Todarello FCP , Financial planning pty limited , Proper authority holder –Hybrid securities bonds debentures floating rate notes – platinum house Sydney – October 2002 - in : http://

www.roccosinclair.com.au/pdf/hybridsecuritis.pdf

³ - Daniel Arnould –Les marchés de capitaux en France- Armand Colin- Paris -1995- pp : 174-180

الشركة، إما بالنسبة للمكتسب بها فهي تمنح له فائدة جزء منها ثابت ومضمون والجزء الآخر متغير مرتبط بأداء المؤسسة (رقم الأعمال القيمة المضافة، النتيجة الصافية....).

2- سندات بقسائم الاكتتاب **Obligations à bon de souscription**: تتمثل في سندات بقسائم

الاكتتاب في الأسهم (OBSA) وسندات بقسائم الاكتتاب في السندات (OBSO) و سندات بقسائم الاكتتاب في أسهم مسددة (OBSAR)، وخاصة هذا النوع من الأوراق انه تم إصدار سنتين مرة واحدة يتمثلان في سند تقليدي وقسائم الاكتتاب تعطي حق الخيار بالاكتتاب باسهم أو سندات الشركة المصدرة. وعملية الاكتتاب تتم بطلب من حامل السند من تاريخ إصدار القسائم إلى تاريخ استحقاقها حيث أن بعد الاكتتاب في حالة (OBSA) يتم تسعير كل من السند وقسيمة الاكتتاب، أما في حالة (OBSO) القسائم تسعر منفصلة عن السندات وتتداول في البورصة بصفة مستقلة.

3- السندات القابلة للتحويل **Obligations convertibles**: هي سندات بمعدل فائدة ثابت حيث

أن حاملها يمكن أن يحولها إلى أسهم للشركة المصدرة لهاته السندات في فترة زمنية محددة وبسعر تنفيذ معين.

4- الأوراق المالية التابعة **Les titres subordonnés**: يمكن التمييز بين نوعين من الأوراق

المالية التابعة تتمثل في: الأوراق المالية التابعة لفترة غير محددة **Titres subordonnés à durée indéterminée** (TSDI) والأوراق المالية التابعة القابلة للتسديد **Titres subordonnés remboursables** (TSR) حيث أن TSDI غير قابلة للتسديد من حيث المبدأ إلا عند تصفية الشركة وفترة القرض تكون غير معروفة ويمكن أن تكون طويلة لهذا السبب يمكن اعتبار هذا النوع كأموال شبه خاصة (ديون أبدية) بينما الأوراق المالية القابلة للتسديد فلها ميعاد استحقاقها.

5- شهادات الاستثمار **Les certificats d'investissement**: تشبه الأسهم العادية فيما يخص

القيمة الاسمية كما أن لحملتها نفس حقوق حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح واقتسام الممتلكات عند التصفية غير أنها لا يمتلكون الحق في التصويت فهذه الشهادات هي عبارة عن جزء من السهم إذ يتمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها وإنما هي حق لحملة الأسهم العادية.

III- الوظيفة الاقتصادية للأوراق المختلطة:

تصدر الشركات الأوراق المختلطة لأنها تسمح للمؤسسات الكبرى بتنويع مصادر التمويل و التسيير الأحسن لهيكل التمويل ويتبين ذلك من خلال ما يلي (1):

- **كلفة المعاملات:** نأخذ مثلا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تحقق فوائد للمصدر تتمثل في أنها تعتبر إحدى أدوات التمويل القليلة التكلفة أي الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة إذا كان سعر إصدار الأسهم منخفض مقارنة بسعر تسديد السندات، كما أنها تمنح للمصدرين الارتفاع المؤجل عند القيام بعملية التحويل حيث عندما يكون سعر السهم أكبر من سعر السند القابل للتحويل وكان كذلك مردود السهم أعلى من الفائدة على السند له كذلك منفعة من عملية التحويل هذه بالإضافة إلى أن هذا النوع من الأوراق يتمثل في استنادة مؤقتة بما أن الديون تتحول إلى أموال خاصة.

وإذا أخذنا السندات بقسائم الاكتتاب بالأسهم، فحامل السند له خسارة محدودة بقيمة القسيمة وريح غير محدود حيث أنه يمارس حقه بالاكتتاب إذا كان سعر السهم الممكن شراؤه (Prix d'exercice) مضافا إليه سعر حيازة القسيمة أقل من سعر الأصل الضمني (السند الأساسي).

- **مؤشرات الملاءة Indicateurs de solvabilité:** الأوراق المالية التابعة مثلا لها خاصية الأموال الشبه الخاصة حيث أنها تسهل عملية التسيير في الأجل الطويل للتمويل للمؤسسات التي هي بحاجة إلى التمويل. فمردودية هذه الأوراق على مستوى السوق يمكن اعتبارها كمؤشرات مناسبة لمعرفة حالة المصدرين المعنيين. كل ارتفاع أو انخفاض في المرودية لهذا النوع من الأوراق يمكن إسناده إلى اعتبارات الملاءة، حيث أن الحائزين على هذه الأوراق يراقبون الشروط المالية للمصدر أي إذا كانت لديه الملاءة الكافية (القدرة على التسديد).

- **تسيير تناقض المصالح:** الأوراق المختلطة تضمن بطريقة جيدة لتسيير تناقض المصالح بين المساهمين والدائنين بما أن المساهمين يمتازون في تطبيق إستراتيجية في تطوير المؤسسة تحقق من خلالها الأهداف التي تتعرض للمخاطر في حين أن الدائنين لا يهتمون لا بضمان الأمان لحقوقهم

¹- ينظر : - وسام ملاك - البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 1) - دار المنهل اللبناني- بيروت- الطبعة 1 - سنة 1424/2003 هـ -

المتمثلة في الفائدة الثابتة المستقلة عن النتائج المحققة من طرف المؤسسة فمثلا حامل السند يمكن أن يصبح مساهم (حالة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم) إذا كان ذلك يحقق له منفعة.

المطلب 4: أقسام سوق رأس المال.

يوجد سوق رأس المال والذي يطلق عليه سوق الأوراق المالية ليجمع بين المشترين والبائعين للأوراق المالية، فهي الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية وحتى تؤدي دورها على أكمل وجه، تقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولي وسوق ثانوي الذي بدوره ينقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وسوق ثالثة وسوق رابعة، وهذا حسب الأسواق الأمريكية. أما في أوروبا، فسوق الأوراق المالية تقسم هي كذلك إلى سوق أولي وسوق ثانوي وسوق خارج التسعير (سوق غير رسمي)، لكن حسب الأمر بتاريخ 1993/05/10 والمكمل بقانون في 1996/07/02 بفرنسا والذي ينص على تطوير النشاطات المالية، فالأسواق الأوروبية تقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

1- حسب الأسواق الأمريكية (1) :

1- السوق الأولي : هو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين (الشركة المصدرة للسهم) والدائن (الشخص المكتتب به لأول مرة)، فهي الأسواق التي يتم بواسطتها إصدار الأوراق المالية الجديدة من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مادية قصيرة وطويلة الأمد. هذه الإصدارات الجديدة قد تصنف إلى إصدارات جديدة موسمية وغير موسمية، فالإصدارات الموسمية يقصد بها تلك الإصدارات الإضافية من الأوراق المالية المتواجدة فعلا، معنى ذلك أن الزيادة في رأس المال للشركات القائمة والعاملة من خلال الاكتتاب العام أو إصدار السندات بغرض زيادة مواردها المالية، في حين تشير الإصدارات الجديدة غير الموسمية إلى الإصدارات العامة الأولية من الأوراق المالية (أي تصدر أول مرة وتعرض للاكتتاب العام). يتم التعامل في هذا السوق بإتباع أحد الأساليب التالية:

¹- ينظر:

- فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 55 - 58

- زياد رمضان، مروان شموط - مرجع سبق ذكره - ص ص : 86 - 95.

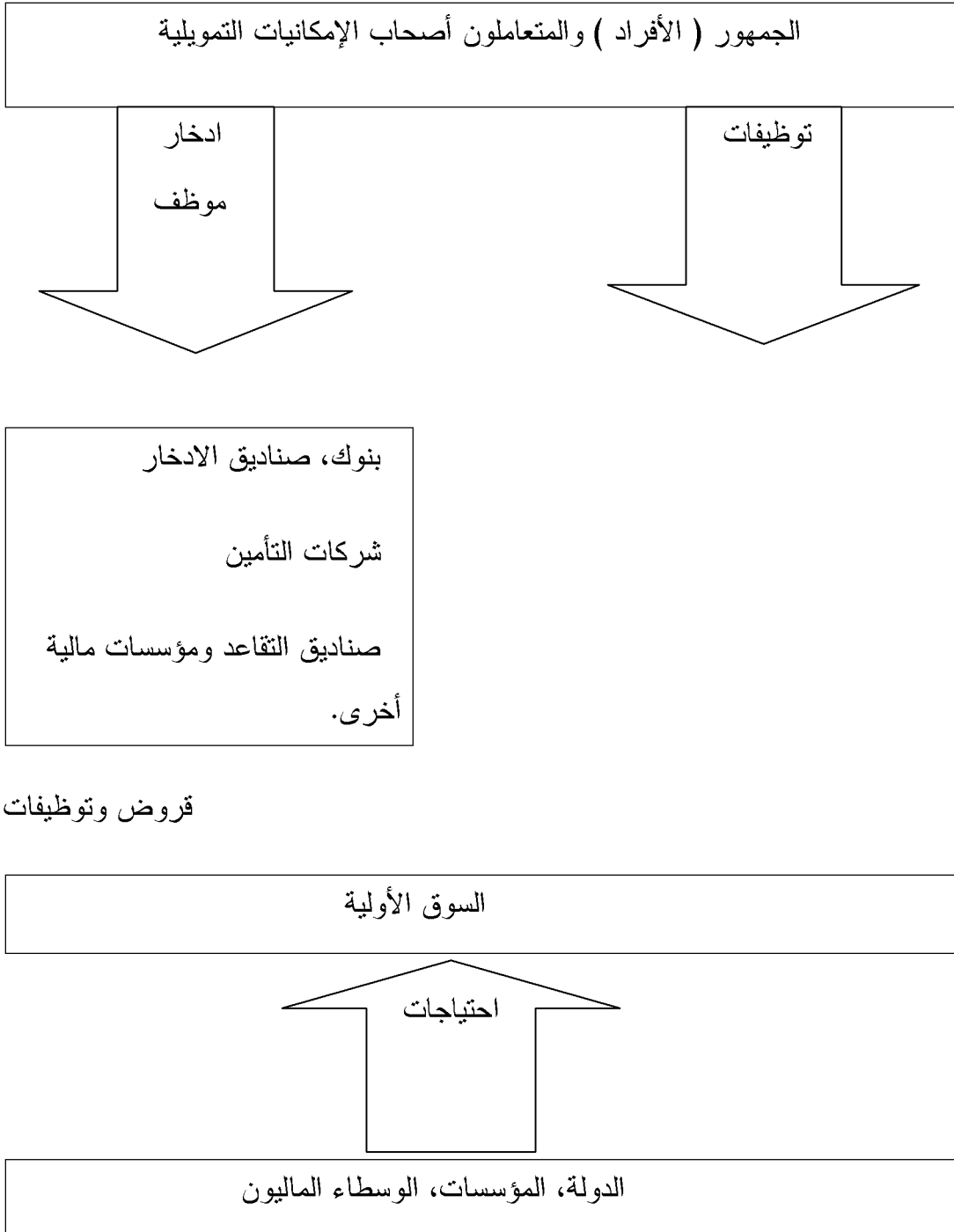
- حبار محفوظ - البورصة وموقعها في أسواق العمليات المالية - (الجزء 01) - دار هومة - الجزائر - الطبعة الأولى - سنة 2002 -

ص ص : 54 - 63.

- خالد وهيب الراوي - الاستثمار - دار المسيرة - عمان - الطبعة الأولى - سنة 1999 - ص 10.

- 1- أسلوب البيع المباشر : الذي يتم عندما تبيع الشركة المصدرة للأسهم والسندات للجمهور - من أفراد ومؤسسات - مباشرة في السوق دون تدخل وسطاء وهذا عندما يكون حجم الإصدار صغير ولا حاجة للاستعانة ببيوت الخبرة أو الوساطة المالية، بالإضافة إلى توفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة. إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة إلى عدم كفاية أو توفير الخبرة التسويقية المناسبة.
- 2- أسلوب المزاد : ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.
- 3- أسلوب البيع غير المباشر : الذي يتم ببيع تلك الأسهم و السندات إلى وسيط معين و يقوم ذلك الوسيط ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق وذلك من أجل تجنب التكاليف العالية، والوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة لكن عليها تحمل ما قد يترتب عن ذلك من تكاليف وعمولات إضافية لابد وأن يتقاضاها هذا الوسيط الذي يتولى مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار.

والشكل التالي يبين لنا كيفية انسياب المدخرات بين المتعاملين من خلال السوق الأولي , في حين أن حامل الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات اسبب أو لآخر وعليه فبإمكانه بيع تلك الأوراق لمستثمر آخر وهذا موضوع السوق الثانوية.



شكل 01-1: السوق الأولية و علاقتها بالمتعاملين الاقتصاديين

المصدر: جبار محفوظ - البورصة و موقعا من أسواق العمليات المالية - مرجع سبق ذكره - ص 58.

2- السوق الثانوية: هو المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة. وما يترتب عليها من نقل الملكية بين البائع والمشتري وذلك طبقا لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، وسواء كان ذلك من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة. ويتمثل دافع التعامل في هذه السوق بدافع السيولة حيث أن المستثمرين الذين لديهم فوائض من السيولة سيقربون شراء المزيد من الأوراق المالية أما الذين يتعرضون لعجز مالي فسيميلون إلى بيع بعض ما يحتاجونه من الأوراق المالية للحصول على احتياجاتهم من السيولة بالإضافة إلى دافع المعلومات على الأسعار السوقية للأوراق المالية التي قد تقود المستثمر إلى البيع أو الشراء حسب الحالة.

و السوق الثانوية تنقسم إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة.

➤ **الأسواق المنظمة Organized market**: هي أسواق منظمة ومراقبة من قبل الجهات العليا والراقبية لسوق الأوراق المالية والتي يجري فيها تداول الأوراق المالية ويطلق عليها مصطلح البورصة، فهي ترتبط في قانون ومكان وزمان واضح ومعلوم وتعتمد في البيع والشراء على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم و يتم التعامل على أساس المزاد.

➤ **الأسواق غير المنظمة Unorganized market**: تعرف بأنها سوق للمفاوضة Négotiation market غير الرسمية وغير المركزية، يجري فيها التعامل خارج نطاق البورصة وتسمى هذه المعاملات بالمعاملات على المنضدة (Over the counter) وهي تلك المعاملات من بيع وشراء والتي لا تتم في البورصات وتمثل سوق السماسرة والوكلاء الذي ينشأه صانعو السوق، ونظرا لعدم وجود مكان محدد لإجراء المعاملات فإن هذه الأسواق تتصل مع بعضها البعض من خلال نظام إلكتروني لتبادل المعلومات يعرف باسم (NASDAQ).

National association of securities dealers automated quotation system.

وتتمثل أهم الفوائد التي تقدمها السوق غير المنظمة للمتعاملين:

- ✓ بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة، فمثلا نجد في الولايات المتحدة الأمريكية أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت السمسرة في بيع الأوراق المالية المصدرة.
- ✓ تقوم السوق غير المنظمة بتسهيل الأوراق المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة و بسرعة فائقة.

✓ يحقق السماسرة هامش ربح مرتفع يمثل الفرق بين سعر الشراء و البيع.

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين للأسواق الثانوية (المنظمة و غير المنظمة) يمكن إضافة الأقسام التالية:

➤ **السوق الثالثة Third market**: يقصد بها التجارة بالأوراق المالية في الأسواق غير المنظمة من قبل بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وجمهور العملاء في هذه الأسواق يتمثل في صناديق التقاعد Pension funds وصناديق الاستثمار المشتركة Mutual funds وشركات التأمين Inssurance company. وقد لاقت هذه الأسواق نجاحا في الولايات المتحدة الأمريكية إذ وجدت بعض المؤسسات ضالتها حيث تتيح لها هذه الأسواق فرص التفاوض في مقدار العمولة وبالتالي الحصول على تخفيض والسرعة في تنفيذ العمليات بوقت أقصر مقارنة بالوقت الذي يستغرقه عقد الصفقات في الأسواق المنظمة.

➤ **السوق الرابعة The fourth market**: تعني انتقال الأوراق المالية و بصفقات كبيرة بين المؤسسات الاستثمارية وبدون وساطة السماسرة، وهذا يعني عقد الصفقات بصورة أسرع، وقد تتم الصفقة بوجود وسيط لا يمارس هنا دور السمسار، كما أنه لا يحتفظ برصيد من الأوراق المالية وربما تكون عمولته في هذه الحالة قليلة، ويجعل الاتصال المباشر بين الطرفين أن تكون التكلفة منخفضة والأسعار مرضية للطرفين. ويمكن التعامل في هذه الأسواق بكل أنواع الأوراق المالية لذا فهي تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة.

2- حسب الأسواق الأوروبية⁽¹⁾:

(1) الأسواق غير المنظمة: تتميز هذه الأسواق بغياب تام أو جزئي للمراقبة.

1- **الأسواق غير المراقبة Des marchés non contrôlés**: تعتبر أسواق مستقلة عن كل سلطة

تنظيمية مشرفة مثل أسواق البورصة على الانترنت مثل نموذج Electronic Communications Networks (ECN) أو الأسواق الخاصة مثل سوق الأوراق المالية الضخمة للمؤسسات غير المدرجة في

¹ - voir : - paul Jacques lehmann – Op.cit - PP : 34 – 37.

- Didier Vitrac - Tout savoir sur la bourse -Gualino éditeur – Paris - 2002/2003 – PP : 107 – 112.

- Philippe Dessertine - Le nouveau marché : recontre de l'entreprise familiale et de la logique boursière - in

«Revue de finance , contrôle , stratégie – volume3 - N°1 – Mars - 2000 – PP :117 – 138 ».

البورصة. حيث أن هذا النوع من الأسواق لا يخضعون لأية قواعد، والتعاملات تكون معرضة لمخاطر تأتي من المتدخلين.

2- الأسواق قليلة المراقبة **Des marchés peu contrôlés**: تصنف ضمن الأسواق غير

الرسمية **Over the counter** أو **Ouvert à toute cession** تشرف عليها سلطات تنظيمية. حيث يوجد سوقين بفرنسا: السوق المفتوحة **Le marché libre** و **Alternext**.

أ- السوق المفتوحة **Le marché libre**: تم إيداعها في 1996/09/25 ووضعت في مكان السوق خارج التسعير (**Hors cote**) الذي اختفى في 1998/07/02 حيث أنه تم إيداعه من طرف البنوك لمنافسة سوق التسعير الرسمي (**Le cote officielle**) والذي وفق في القيام بالعمليات خارج البورصة (**Coulisse**) حيث أنه كان يستقبل المؤسسات التي تم شطبها من أسواق أخرى، هذا الشطب ناتج عن إفلاس الشركة أو لصغر حجم التداول للأوراق المالية. والسوق المفتوحة هي سوق فوري يقوم بنفس التعاملات التي تتم في السوق المنظم سواء تعلق الأمر بالتداول، التسليم أو الدفع، لكنه يفرض شكليات للدخول وتكاليف مخفضة. وهذا جلب نظر العديد من الشركات حيث بلغ حوالي 500000 من المساهمين المتدخلين في هذا السوق مع نهاية سنة 2000.

ب- **Alternext**: تم إيداعه في 2005/05/17 للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (**PME**) التي تريد أن تدرج في قائمة التسعير دون الأخذ بعين الاعتبار شروط السوق المنظم، حيث أنه في هذا السوق تعرض ضمانات أكيدة للمدخرين لا تعرض مثلها في السوق المفتوحة.

(2) الأسواق المنظمة: و تتمثل في السوق الأولي، السوق الثانوي، السوق الجديد و **Eurolist**.

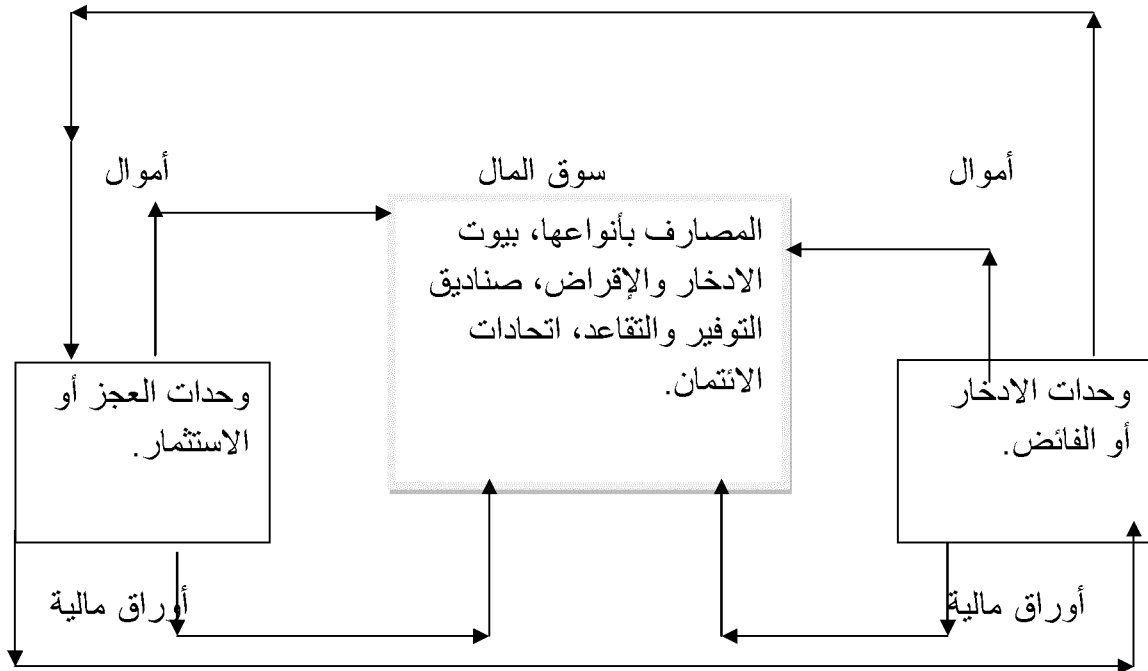
- **السوق الأولي**: هو ذلك السوق الذي يقوم بمهمة الإصدار وينقسم إلى سوقين: سوق التسديد الشهري (**RM**) أين يجري التداول المؤجل للقيم والسوق الفوري (**Marché au comptant**).
- **السوق الثانوي**: الذي تم إيداعه سنة 1983 ليقوم بمهمة التداول للأوراق المالية.
- **السوق الجديد**: الذي تم إيداعه في 1996/02/14 بصفة مستقلة وتخصيصه للأسهم النمائية (**Valeur de croissance**) ليشبه نموذج **NASDAQ** الأمريكي. حيث يتم في هذا السوق استقبال المؤسسات المبتكرة مهما كانت جنسيتها وأحيانا الصغيرة منها، ومصطلح المبتكرة لا نقصد بها أن المؤسسة تتمتع بالتكنولوجيا العالية حيث أن **NASDAQ** الأمريكي ينافس السوق الجديد بالرغم من أنه يستقبل المؤسسات المختصة في

القطاع التقليدي لكنها مبتكرة فيما يخص التسويق والتسيير الداخلي أو مراقبة التكاليف. يتم الدخول إلى هذا السوق المؤسسات التي تريد الرفع من رأس المال وزيادة نموها وبالتالي تقوية شهرتها وتحسين أدائها الاقتصادي. ومثال ذلك المؤسسات العائلية وحضورها القوي على مستوى السوق الجديد بعد أن كانت تعاني من ركود في نشاطاتها وسوء التسيير، حيث سجل مع نهاية 1999، 85% من المؤسسات العائلية مدرجة في السوق الجديد والتي اكتسبت من خلاله المؤسسات العائلية شهرة كبيرة وانفتاح مالي يسمح لها بالحصول على رؤوس الأموال بمشاركة البنوك أو اللجوء إلى آليات البورصة، بالإضافة إلى تعلم آليات التسيير.

- **Eurolist**: تم إيداعه في 2005/05/21 ووضع في مكان الأسواق الثلاثة: السوق الأولي، السوق الثانوي، و السوق الجديد. اتسع نطاقه ليشمل عدة أماكن مالية تتوفر فيها شفافية وتصريحات المؤسسات المدرجة دون إعطاء أهمية لنوع الشركة، كما أنه في هذا السوق يمكن للمؤسسات الصغيرة أن تحصل على سيولة مرتفعة. هذا السوق لا يتكون إلا من قسم وحيد هو مصلحة التسديد المؤجل *Service de règlement différencié (SRD)* الذي وضع في مكان نظام التسديد الشهري (P.M) بعد اختفائه. فبفضل هذا القسم الجديد يمكن للمتدخلين عدم التسديد الفوري للأوراق المالية المشتراة، وعدم التسليم الفوري للأوراق المالية المباعة، إذن هي عمليات آجلة والوسطاء يلعبون دور المقرض للأموال والأوراق المالية.

المطلب 05: وظائف بورصة الأوراق المالية وأهميتها :

تتبع أهمية بورصة الأوراق المالية بشكل عام من الدور الذي تلعبه والمتمثل في الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها وذلك بتوفير الموارد المالية في الاقتصاد من الجهات التي لا تحتاج إليها (أي جهات الفائض في الموارد عن حاجاتها المالية) إلى جهات العجز في الاقتصاد التي تحتاج إلى الموارد المالية لتلبية احتياجاتها التي تفوق مواردها والقيام بالنشاطات الاقتصادية الجديدة، و توسيع ما هو قائم منها. فالربط بين هاتين الجهتين (عارضى و طالبى الأموال) قد يتم بطريقة مباشرة، و لكن في أغلب الأحيان قد يتم بشكل غير مباشر عن طريق الوسطاء الماليين، الذين يتولون وظيفة تجميع أموال المدخرين (الأموال الفائضة) من أجل توفيرها للمستثمرين، ويمكن توضيح هذا الدور في الشكل التالي:



شكل 01-2: سوق المال و المؤسسات العاملة به

المصدر : أرشد فؤاد التميمي ، أمانة عمومي ملاء - مرجع سوق خكره - ص111.

يعتبر هذا الدور جوهرى لصحة الاقتصاد ونموه و حيويته وذلك بقيام البورصة بالوظائف التالية :

1- تعبئة المدخرات: المستثمرون الذين لهم مدخرات كافية يمكن أن يصبحوا مساهمي مؤسسة بشراء أسهمها أو دائنو مؤسسة بشراء سنداتها وذلك في حالة الرفع من رأس مال المؤسسة أو الدخول إلى البورصة على مستوى السوق الأولي أو التوجه إلى السوق الثانوي أين يتم تداول الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق الأولي فالبورصة تسمح بتعبئة الادخار وتعتبر أحسن مخصص للموارد المالية وتوجيهها إلى مشاريع استثمار مربحة ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وذلك بتوفر الخصائص التالية:

*كفاءة التسعير: أي أن تعكس أسعار السوق جميع المعلومات المتاحة فيه.

*جودة التشغيل: أي أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أدنى حد، بالمقارنة مع العائد الذي يتم تحقيقه من وراء هذه المعاملات.

* عدالة السوق: بمعنى أن يتيح السوق فرصاً متكافئة لجميع الذين يرغبون في إبرام الصفقات به.

* الأمان: والمقصود به ضرورة توافر وسائل وإجراءات محددة لحماية الأطراف المتعاملة فيه من كافة

المخاطر التي قد تتجم عن التعامل فيما بينهم¹.

2- المحافظة على الثروة وتنميتها: إن الأسهم و السندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في

الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم

بييعها لا سيما و أن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحاً

وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها².

3- تمويل المؤسسات وخطط التنمية: البورصة تسمح للمؤسسات والحكومات بالتمويل والاستثمار

وتضعها في اتصال مباشر مع العرض والطلب على رأس المال. عندما تتحدث عن نظام اللا وساطة

باختلاف النظام البنكي، فالدخول للبورصة أو الرفع من رأس المال يسمح للمؤسسات بأن تكبر وتطور

مشاريعها، كما أن البورصة أداة هامة لتقييم الشركات، إذ تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم

بواقع هذه الشركات ومساعدتهم على الحكم عليها إما بالنجاح أو الفشل فإذا انخفضت أسعار أسهم إحدى

الشركات، فإن ذلك يدل على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي. وبالنسبة للحكومة فالبورصة

تسمح لها بتمويل خطط التنمية مثل إنشاء مشروع الذي يعود في النهاية بالنفع على المجتمع ككل. وذلك

من خلال طرحها لأوراق مالية حكومية مثل أدون الخزانة وسندات حكومية³.

4- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية :

- التأمين Insurance: ضد نتائج بعض المخاطر

المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاط:

التأمين Insurance: ضد نتائج بعض المخاطر.

¹ - حسن حمدي - مرجع سبق ذكره - ص: 17.

² - زياد رمضان ، مروان شموط - مرجع سبق ذكره - ص: 15.

³ - حسن حمدي - مرجع سبق ذكره - ص: 18.

- التوزيع Diversification: أي تنويع مجالات و أوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة Don't put all of your eggs in one basket) يعني لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة.

- التحوط Hedging: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة أو الأسهم بتاريخ معين و بسعر يتفق عليه من الآن و بغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل¹.

5- سيولة الأوراق المالية وتحقيق أسعار توازنية لها: في البورصة يتم تداول الأوراق المالية التي جلبت

العديد من المستثمرين وهذا يفسر معنى إرادة الشركة ذات رأس المال المخاطر Capital-risk دخول مساهمها إلى البورصة. وإذا كانت البورصة مبنية على أسس راسخة ومتينة سيتم تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها بصورة واقعية وعلى أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة حيث يجب أن تمثل أفضل الأسعار بالنسبة للبايعين (أي أعلى سعر للطلب Highest Bid) وبالنسبة للمشتري كذلك (أدنى سعر للعرض Lowest offer) وبذا فإن أسعار هذه الأوراق تصبح أسعار توازنية².

المطلب 6 : نماذج عن بعض البورصات

أولاً : البورصات الأمريكية⁽³⁾:

تحتل أسواق الأوراق الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية. كما تحتوي على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة. ويشهد على ما هو موجود في وال ستريت (Stock Exchange American) ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board Trade كما تتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلية والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينيات.

¹ - زياد رمضان ، مروان شموط - مرجع سبق ذكره - ص:16.

² - حسن حمدي - مرجع سبق ذكره - ص:19.

³ - ينظر: - رسمية احمد أبو موسى - الأسواق المالية والنقدية - دار المعترف - عمان - الأردن - الطبعة 1 - 1425هـ/2005م ص ص : 58 - 59.
- بوكساني رشيد - معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية - تحت إشراف قدي عبد المجيد- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة الجزائر - 2006/2005 - ص ص : 107-108.

وفي نيويورك تكتسب الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطر، حيث تعتبر شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة. كما كان لها دور مشهور خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر وقد كان أبرزها NASDAQ والتي تتعامل إلكترونياً مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة.

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالكفاءة العالية ونظام معلومات مالي متقدم إضافة إلى القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية كما يتم تأمين المعاملات بالبورصة من خلال جهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية، كما تطور وتجدد البورصات بشكل مستمر.

وبقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو، وتحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة إلى غاية أزمة 1929 لكي تصبح بعدها أكثر جموداً.

ثانياً : البورصات الفرنسية⁽¹⁾:

تتمثل السوق الفرنسية بشكل رئيسي في بورصة باريس حيث يتم التداول عن طريق شركة أعضاء البورصة Sociétés de Bourse إذ الذي يميز السوق الفرنسي هو انه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا ونانسي. وهذه البورصات تمثل نظاماً متكاملًا تخضع لنفس السلطات ولنفس القواعد وتنتشر البيانات وفي هذه السوق تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم CAC وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في أوراق مالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد.

كما أن البورصات الفرنسية لا تعتبر جذابة للاستثمارات الدولية، وتسجل بورصة باريس عدداً محدداً من الأسهم الأجنبية بالمقارنة للأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة وتتعامل بورصة باريس في أوراق مالية ذات عائد ثابت (سندات). وتحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة. ويقلل من نشاط البورصة القيود الإدارية والضرائب ذات المعاملة التمييزية والإجراءات المطولة التي تضعف

¹- فريد النجار - البورصات والهندسة المالية - مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر - 1999/1998 - ص ص: 122-123.

من جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق المال الفرنسية. ودعت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرًا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتداول أسواق المال الفرنسية على النحو التالي:

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة
- جذب الاستثمارات الدولية
- زيادة ساعات التداول في البورصة
- زيادة المعلومات للمستثمرين
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية
- إعطاء حريات الوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك.

ثالثًا : بورصات اليابان⁽¹⁾:

تعتبر اليابان قوة اقتصادية ضخمة حيث يظهر هذا التفوق في العديد من المجالات ومن بينها الميدان المالي، حيث نشأت أول بورصة في اليابان بطوكيو وأوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك. وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868-1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداءً من عام 1930. وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي وذلك ضمن الشروط التالية:

- يجب أن تسجل جميع العمليات بالترتيب الذي حصلت فيه
- يجب أن تجمع هذه العمليات في البورصة
- تمنح العمليات للأجل

¹ - ينظر: - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص115.

- رسمية احمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص : 60-61.

- وسام ملاك- البوصات والأسواق المالية العالمية- الجزء 02 - دار المنهل اللبناني. بيروت - الطبعة01 - سنة 1424هـ. 2003م - ص ص :

73 - 91.

- بن حاسين بن اعمر- عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية ، حالة الجزائر- مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف بوطالب قويدر - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية- جامعة تلمسان- 2004/2003، ص80.

وكانت بورصة طوكيو وأوزاكا ونايوبا من أول البورصات اليابانية تطورا عام 1961 وأصبحت بورصة طوكيو التي تمثل 86% من حجم العمليات الإجمالية لكافة البورصات اليابانية، من أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987. ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في 8 بورصات محلية وهي: طوكيو، أوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكاكا، كيوتو، سابورو. أما فيما يخص الأوراق المالية المتداولة في البورصات اليابانية فتتقسم إلى أسهم وسندات، حيث تتوزع بورصة الأسهم في طوكيو إلى ثلاثة أقسام: قسم أول حيث شروط القبول هي أكثر تعقيدا، والقسم الثاني انشأ عام 1961 يشترط أن تكون مسعرة أولا الشركات الجديدة، وقسم ثالث يتعلق بالأسهم الأجنبية.

أما السوق خارج التسعير فقد خسر الكثير من أهميته منذ إنشاء القسم الثاني حيث في الوقت الحالي هناك أكثر من 100 شركة تقوم بتبادل أسهمها في هذا السوق. أما في بداية السبعينيات أنشئ سوق خاص بالسندات التي تترافق مع عقد إعادة شرائها فالبائع هو شركة تحتاج مؤقتا لرؤوس أموال قصيرة الأجل، أما المشتري فهو يبحث عن استثمار الفائض في رؤوس أمواله القصيرة الأجل. فبعد عام 1975 جرت في هذا السوق أكثر من نصف العمليات على السندات، حيث عرفت بورصة طوكيو ارتفاعا مستمرا وسريعا وهو ما صاحب الأداء المرتفع للشركات اليابانية وانخفاض معدلات التضخم وظهور الفائض في الميزان التجاري. وتتمثل خصائص البورصات اليابانية فيما يلي:

- انخفاض المخاطر
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية
- زيادة عدد الشركات المسجلة
- انتشار الوعي الادخاري لدى اليابانيين
- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية
- تحسين شروط تسجيل الشركات اليابانية
- تطوير أسواق السندات
- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية

- الاهتمام بمقياس الأداء الاقتصادي
- تطوير أدوات السوق الدولي والقانوني
- مكننة العمليات في البورصة بالحواسيب المتقدمة
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية
- تدويل البورصات اليابانية حيث تم التوجه نحو الخارج بواسطة (A.D.R) American Depository receipts على اثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريضة على رفع اعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات الأمريكية وهذه الصيغة كانت قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام 1961، في السنوات اللاحقة توسعت هذه الصيغة لكي تطاول الأسواق الأوروبية وعلى وجه الخصوص سوق اليورو دولار Euro-dollar وفي عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون الفرديون على إذن بشراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية. لكن التطور الأكثر وضوحا من ناحية تدويل السوق كان قد حصل في عام 1977 وتتضمن الإصدار الأول لسندات اليورو-ين في السوق الدولي. كما ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها (Branches) وفروعها المستقبلية (Filiales) في الخارج بالإضافة إلى ميلها للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية. وكان لهذه البيوت مكاتب لها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وهونغ كونغ وسينغافورة والبحرين. حيث لوحظ أنها كانت تحقق حوالي 10% من مداخيلها نتيجة عمليات خارجية خلال الثمانينات، حيث في عام 1981 أصبح البيت المالي الياباني الأكثر أهمية Nomura عضوا في بورصة نيويورك. كما ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970 من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلي الياباني بغية الاستثمار حيث في عام 1973 قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدار أسهم أجنبية. وإبتداءا من عام 1972 حصلت العديد من بيوت الأوراق المالية الأجنبية على إذن بفتح فروع لها في اليابان.

رابعا : بورصة الجزائر:

تعود فكرة نشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الصلاحيات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال للمؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988. حيث لا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

وبالرغم من الصعوبات التي اعترضت انطلاقها إلا أنه قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93 - 10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.⁽¹⁾

وتتمثل المبررات الأساسية لإنشاء سوق للأوراق المالية هي⁽²⁾:

- زيادة النمو الاقتصادي
- زيادة دور القطاع الخاص في التنمية
- بسبب محدودية القطاع المصرفي في جذب المخدرات المحلية
- جذب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطين الأرصدة المهاجرة
- المساعدة في سياسة الخصخصة.

وما يلاحظ على بورصة الجزائر أنها لا زالت إلى اليوم تعاني من عقاب متعددة حالت دون انطلاقها الفعلية ومن بين هذه العراقيل³:

- عراقيل قانونية: وتتمثل في تلك القوانين التي تقف عائقا أمام تحقيق بعض المبادئ الاقتصادية التي تهيئ الظروف المناسبة لقيام البورصة كالتسيير الإداري، عدم مواكبة القوانين للتطورات الاقتصادية، التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات اقتصاد السوق.
- عراقيل اقتصادية: وتتمثل في أن أغلب الشركات ملك للدولة، انتشار التضخم وعدم ارتفاع عوائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظرف الخاص الذي تعيشه البلاد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلّة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخصخصة.

¹ - شيخي بلال - السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي - في : (دورية دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث، دار الخلدونية - الجزائر - العدد الثاني عشر، فيفري 2009، ص 118).

² - عبد اللطيف مصطفى- مرجع سبق ذكره، ص 315.

³ - نفس المرجع السابق، ص 317.

- عراقيل إدارية : تتجلى في الأنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية
 - عراقيل إعلامية: ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار.
- انطلاقا من كل ما سبق يلاحظ أن بورصة الجزائر تتسم بالهشاشة وضعف دورها في تمويل الاقتصاد الوطني فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها يمكن اقتراح جملة من الحلول تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:
- اقتراحات قانونية: تجنب الفراغات القانونية، تجنب البعد بين الإصدار والتنفيذ ويجب أن تكون القوانين شفافة وشاملة لا تخص جانب وتهمل جوانب أخرى لها صلة، تحديد الأدوار، وضع القوانين التشجيعية، التنوع وتدعيم الرقابة وخلق الثقة.
 - اقتراحات اقتصادية: وتتمثل في تشجيع الادخار المحلي، رسم استراتيجيات للخصوصية تأخذ بعين الاعتبار الظروف والعوامل المحلية، ضمان التوازنات الاقتصادية الكلية، التخفيف من حدة الديون الخارجية للاستفادة من الأموال داخليا، بناء قاعدة معلوماتية، السعي لربط السوق المحلية بالإقليمية والدولية، تقوية النظام البنكي وتنشيط عمليات الوساطة، تشجيع تدفقات رؤوس الأموال والاستثمار داخل الوطن.
 - اقتراحات اجتماعية: تطوير الإعلام الاقتصادي الموجه للجمهور، ترغيب الشرائح الاجتماعية في الادخار، البحث عن طرق ووسائل مالية جديدة تستجيب للجانب الديني الذي يحذر استعمال الفائدة.

¹ - عبد اللطيف مصطفى- مرجع سبق ذكره - ص317.

المبحث الثاني: كيفية الاستثمار والتعامل في بورصة الأوراق المالية:

المطلب الأول: أسس اتخاذ القرار الاستثماري:

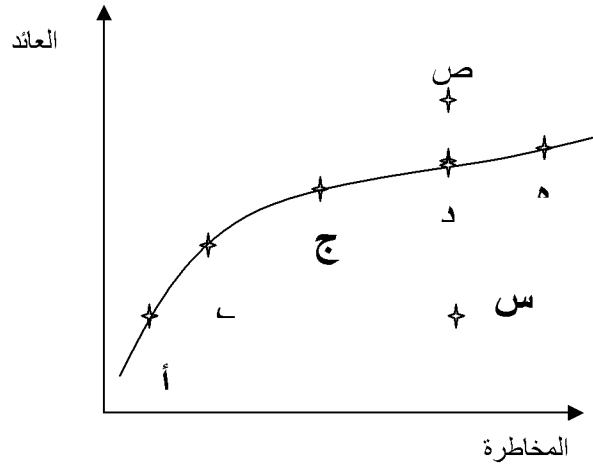
يوجد نوعان من الاستثمارات من حيث نوع الأصل المحصل عليه من جراء عملية الاستثمار هذان النوعان هما: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي

فالاستثمار المالي يقصد به شراء تكوين رأسمالي موجود. وما يهمننا في هذا الموضوع هو الاستثمار في البورصة الذي يعني شراء حصة بشكل مباشر في رأس مال (سهم) أو حصة في قرض (سندات)، كما يمكن أن يكون الاستثمار في البورصة استثمار غير مباشر على شكل محفظة تتكون من أصول مالية مختارة بهدف تحقيق أهداف مالية حيث يمكن شراء مثلا حصة في منظمات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة (OPCVM) سواء من شركات استثمار ذات رأس مال متغير (SICAV) أو الصناديق المشتركة للتوظيف (صناديق الاستثمار FCP). ف شراء الحصة تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة. ⁽¹⁾ وعملية الاستثمار تتم باتخاذ القرار حيث تستلزم الضرورة أن يكون ناجحا ولكي يكون كذلك لابد إتباع أسلوب التخطيط حيث يجب على المستثمر أن يوظف أولا المنهج العلمي في اتخاذ القرار لناحية تحديد الهدف من الاستثمار، تهيئة البيانات والمعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، تحليل ودراسة الجوانب المالية للمبادئ الاستثمارية، اختيار البديل الاستثماري الأفضل والمسألة الأخرى التي يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يأخذها بعين الاعتبار هي اعتماد عدد من المبادئ والمعايير كأساس لاتخاذ القرار. كما يجب على المستثمر أن يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما: العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية. وحتى يقوم المستثمر بكل هذه الخطوات لابد عليه أولا من تحديد واعتماد إستراتيجية استثمار ملائمة.

¹- ينظر : - زياد رمضان - مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي- دار وائل للنشر - عمان- الأردن الطبعة 3. سنة 2005 - ص35.

أولاً : الإستراتيجية الملائمة للاستثمار(1):

فيما يتعلق بالإستراتيجية الملائمة فإنها تتوقف بشكل أساسي على أولويات المستثمر والتي يكشف عنها منحنى تفضيله الاستثماري والذي يتشكل من رغبات المستثمر تجاه كل من الربحية والسيولة والأمان. ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد المتوقع من الاستثمار، بينما يعبر عن ميله اتجاه العنصرين الآخرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه. وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما، هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة trade-off بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطرة التي يتقبلها من جهة أخرى وذلك كما يتضح في الشكل (01-3):



الشكل 01 - 3 : منحنى التفضيل الاستثماري

المصدر: محمد مطر، فايز تيمم - مرجع سبق ذكره - ص 20

فكما يتضح في الشكل أعلاه تعتبر الأدوات الاستثمارية (أ، ب، ج، د، هـ) مقبولة من المستثمر لأنها تقع على منحناه التفضيلي أما بالنسبة للأداتين س، ص فهما غير مقبولتين كون الأداة (س) تحقق للمستثمر

¹- ينظر: محمد مطر، فايز تيمم. إدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر - عمان - الأردن - الطبعة 1 - سنة 2005. ص ص : 19- 20

- طلال كداوي- تقييم القرارات الاستثمارية- البازوري - عمان - الأردن - سنة 2008 - ص ص : 14- 19

- هوشيار معروف- مرجع سبق ذكره - ص ص : 22- 25

- مروان شموط. كنجو عبود كنجو- أساس الاستثمار - الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات- مصر - سنة 2008- ص ص : 7- 9

عائد اقل مما تحققه الأداة (د) مع أنها تحمل نفس المستوى من المخاطرة. أما الأداة (ص) فهي وان كانت تحقق للمستثمر عائد أعلى من (د) وبنفس مستوى المخاطرة إلا أنها غير متاحة للمستثمر وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية ينقسم المستثمرون إلى ثلاث أنماط هي:

1- **المستثمر المتحفظ Conservative Investor** : وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية

وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة.

2- **المستثمر المضارب Speculator**: وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية

ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار.

3- **المستثمر المتوازن Balanced investor**: وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتمامه

لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنوع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد وتدني درجة المخاطرة.

ويمكن أن نبين أهم الفروق بين الاستثمار Investment والمضاربة Speculation وحتى المقامرة

Gambling بحيث كلما ابتعد المضارب عن المستثمر النموذجي فإنه يميل ليكون مقامرا متعاملا بالصفقات

السريعة والمراهنات الخطيرة على العوائد والأصول معا وذلك من خلال الجدول (01 - 2)

المقامرة	المضاربة	الاستثمار
- ليس لها إستراتيجية تحقق المقنم	- قرار الاستثمار يبين على مؤشر التداول	- قرار الاستثمار يبني على مؤشر العائد
- المقامر يركز على اقصر الأجل لأنه يهتم بالعوائد السريعة.	- المضارب يهتم بالأجل المتوسطة والقصيرة لان اهتمامه بفروقات الأسعار والمنافع السريعة يدفعه إلى التقلب السريع من فرصة إلى أخرى.	- المستثمر يركز على الفترات الطويلة في نشاطاته لأنه يفضل الاستقرار بدلا من الدخول في متاهات التقلب
- ضربة حظ	- المضارب يبحث عن تحقيق الأرباح مع تحمل بعض الخسائر.	- يفضل المستثمر العوائد ذات النفقات المستمرة والمستقرة

<ul style="list-style-type: none"> - المقامر يميل إلى المخاطرة بدرجة اكبر. - المقامر ينصب جل اهتمامه على السيولة النقدية التي يضحى بكل أصوله من اجلها. - المقامر لا يكثرث بهذه التشريعات ولا يبدل أي مجهود لغرض تجنب نفسه النتائج السلبية لتصرفاته غير المشروعة - بدرجة اشد من المضارب. - المقامر يسيء إلى سمعته الشخصية وسمعة مؤسسته بسبب تصرفاته. 	<ul style="list-style-type: none"> - المضارب يميل إلى المخاطرة بأصوله. - المضارب يتركز في السيولة النقدية ومن ثم يعطي اهتمامه بالأصول المالية. - المضارب يحاول الالتفاف على التشريعات النافذة بمختلف الأساليب المشروعة وغير المشروعة وحتى يجنب نفسه من أي عقوبات. - المضارب يعتمد على الشائعات والحدس والسيكولوجية السوقية مما يدفعه إلى الانسياق وراء أساليب التحايل والالتواء. - المضارب لا يهتم بسمعته ولا سمعة مؤسسته نظرا لعدم استقرار نشاطاته 	<ul style="list-style-type: none"> - يهتم المستثمر بعلاقة العائد والمخاطرة - المستثمر يحتفظ بالتدفق النقدي الضروري لاستمرار عمليات الاستثمار - المستثمر يمارس نشاطه في مناخ نظامي مع الالتزام بالقوانين والأنظمة المعتمدة - المستثمر يفضل تسيير نشاطاته في مناخ واضح يتسم بالشفافية. - المستثمر يهتم بسمعته الشخصية وسمعة مؤسسته
--	--	---

جدول 01 - 2: المقارنة بين الاستثمار و المضاربة و المقامرة

المصدر: تلخيص وتجميع المعلومات من :

- هوشيار معروف - مرجع سبق ذكره - ص : 24-25
- مروان خموط ،كنجو عبود كنجو - مرجع سبق ذكره - ص : 8-9

ثانيا : اعتماد خطوات محددة عند اتخاذ القرار:

1- تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية⁽¹⁾:

عند وضع الأهداف الاستثمارية يجب الأخذ بعين الاعتبار الوقت الزمني المستهلك لتوفير مقدار المال بمعنى كيف يلحق المستثمر بالوقت المناسب الذي يحدده لجمع المال الذي خطط لتوفيره من أجل القيام بعملية الاستثمار وبعد وضع هدف واقعي في وقت زمني معقول يجب تحديد كمية المال اللازمة للاستثمار على أساس منظم لتنفيذ الهدف. يعتمد مفتاح النجاح في البورصة على الالتزام بتحقيق الأهداف، فإذا قرر المستثمر القيام بالاستثمار على سبيل التجربة فلن ينجح، حيث تختلف أهداف الاستثمار حسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر ومستوى وطبيعة طموحاته الاقتصادية وما يتوفر لديه من معلومات وما يسود من مناخ استثماري في محيط نشاطاته وما يتميز به شخصيا أو ما يعتمد عليه من قدرات أو أجهزة إدارية وقد تتمثل هذه الأهداف فيما يلي:

- المحافظة على رأس المال المستثمر وذلك بعد دراسة المستثمر للمخاطر المتوقعة وما يجنب رأس المال هذا من تأثيرات سلبية لهذه المخاطر بمعنى أن المستثمر يبحث عن الاستخدام الكفء لرأس ماله.
- تحقيق عوائد مستمرة ومستقرة حيث أن المستثمر يهتم بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد.
- استمرار السيولة النقدية لأنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة لاستعمالها لمواجهة متطلبات الحياة في مختلف الميادين من تغطية النفقات الجارية أو إيفاء الديون المستحقة عليه.
- استمرار الدخل وزيادتها بوتائر متصاعدة فقد ترتفع القيمة السوقية لأسهم الشركة مثلا عن قيمتها الاسمية حيث أن هذا يشير إلى نجاح الشركة وبالتالي تزداد أرباحها والشركة الناجحة يزيد الطلب على شراء أسهمها وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وهكذا يحقق المستثمر بهذه الأسهم أرباحا رأسمالية وحتى المساهمون الجدد يشترون أسهم هذه الشركة لأنهم يتوقعون ارتفاع الأسعار في المستقبل.

2- التحليل الاستثماري⁽²⁾:

¹- ينظر : - مروان شموط. كنجو عبود كنجو - مرجع سبق ذكره. - ص ص : 12-16

- هوشيار معروف - مرجع سبق ذكره - ص ص : 20-21

- ادوارد جيلباتريك - الاستثمار في البورصة- ترجمة: خالد العامري - دار الفاروق - مصر - الطبعة 2 - سنة 2008 - ص ص : 13-17

²- ينظر : - منير إبراهيم هندي - أساسيات الاستثمار بالأوراق المالية - توزيع منشأة المعارف - الإسكندرية - مصر - سنة 2003 - ص ص : 159-166

- مروان شموط. كنجو عبود كنجو. مرجع سبق ذكره. ص ص : 301-325

- طارق عبد العال حماد - التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية- الدار الجامعية - الإسكندرية. مصر. سنة 2006- ص ص : 84-89

- مبارك لسوس - التسيير المالي - ديوان المطبوعات الجامعية - بن عكنون . الجزائر - سنة 2004 - ص ص : 44-54

يعرف التحليل الاستثماري بأنه أحد المهام الرئيسية التي يباشرها المستثمرون والمحللون والأطراف المتعلقة بالسوق المالي كافة من أجل التعرف الذاتي على مواقع الضعف أو الانحرافات لتصحيحها ومواقع القوة لتعزيز الإيجابيات فيها والهدف من التحليل الاستثماري هو السعي لتقديم خدمة توعية المستثمرين وتقديم أفضل المعلومات و البيانات التي تساعد في بناء القرار الاستثماري الصحيح، حيث ينقسم التحليل الاستثماري إلى نوعين: التحليل الأساسي والتحليل الفني.

أ- التحليل الأساسي:

يعتبر التحليل الأساسي الأداة التنبؤية للظروف الاقتصادية العامة وتحليل الصناعة التي ينتمي لها المشروع وتحليل التقارير المالية للشركة بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر الأسهم و الإطار المستخدم لإجراء هذا التحليل يعتمد على دراسة الاقتصاد، الصناعة، الشركة Economy, Industry, Company approach.

1- التحليل الاقتصادي:

يتمثل في تحليل البيئة الاقتصادية وسياسات الدولة النقدية (عرض النقود والسيولة) التي يتولاها البنك المركزي وسياسات الدولة المالية (الإنفاق الحكومي والضرائب) وفحص الناتج القومي ومعدلات التضخم، وكل هذا من أجل معرفة أثر تلك المؤشرات والسياسات على الاستثمار.

● **البيئة الاقتصادية:** تتخذ كافة القرارات الاستثمارية في سياق البيئة الاقتصادية فاققتصاد أي بلد يمر

بدورات انتعاش Growth cycles ودورات تراجع أو كساد Recessions cycles ولكل من هذه الدورات تأثيراتها المباشرة على أسعار الأسهم والأوراق المالية، ففي دورات الانتعاش يزداد الإنتاج وتتحرك عجلة الاقتصاد فتزداد الدخول وترتفع الأرباح وكذلك تزداد أسعار الأسهم وبالمقابل في دورات الكساد تبدأ حركة الاقتصاد بالتباطؤ بحيث يعاني الاقتصاد من الانكماش وتراجع الأداء وما يصاحب ذلك من انخفاض في الأرباح ومن ثم انخفاض في أسعار الأسهم.

● **السياسة المالية:** يقصد بها وسائل لتمويل الإنفاق الحكومي وهو ما يعني أن لتلك السياسة شقين هما:

الإيرادات والنفقات ومن الواضح أن الضرائب يمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية. فضرائب الدخل المفروضة على الشركات تقلل من أرباح الشركات وقدرتها على إجراء توزيعات الأرباح على المساهمين وكذلك قدرتها على احتجاز أرباح لزيادة معدلات النمو أما الضرائب على دخول الأشخاص

الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه مما يخفض المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما. وحتى النفقات العامة يمكنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية ويبدو ذلك واضحا فيما يتصل بالمنتجات النوعية التي تشتريها الحكومة و التي قد تزيد في الارتفاع لأسهم الشركة.

• **السياسة النقدية:** يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي يمارسها البنك المركزي على المعروض

من النقود حيث توجد العديد من الدراسات من بينها دراسة Friedman et Schwartz 1963 كشفت عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد مع افتراض المطلوب منها، ومن جهة أخرى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات ونظرا للتأثير الإيجابي المحتمل لتلك الأحداث على أرباح منشآت الأعمال فإنه قد يمكن الادعاء بأن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال هو المحطة النهائية لزيادة المعروض من النقود.

• **معدل التضخم:** المعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنها أن تترك أثرا

عكسيا على أسعار الأوراق المالية. حيث أن زيادة حدة التضخم قد تدفع بالبنك المركزي للحد من عرض النقود مما يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنشآت الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار الأسهم في السوق.

• **حجم الناتج القومي:** الإعلان عن الزيادة المتوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من

التفاؤل بشأن المستقبل بما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

2- تحليل القطاع :

لا يمكن التعامل مع الشركات وكأنها وحدة واحدة وذلك أن القطاعات الاقتصادية المختلفة قد لا تنمو بالنسبة نفسها التي ينمو فيها الاقتصاد ككل لذلك فالتحليل القطاعي للأسهم يعطي إضافة نوعية لتحليل الأوراق المالية ويساعد على توقع العائد ضمن مواصفات القطاع الذي تنتمي إليه والنقاط الأساسية الواجب أخذها بعين الاعتبار في التحليل القطاعي تتمثل فيما يلي:

- أداء المبيعات والأرباح للفترات السابقة.

- أداء الصناعة عموما.

- الظروف الخاصة بالقوى العاملة في الصناعة.

- الظروف التنافسية في الصناعة.

- سلوك الحكومة اتجاه الصناعة.

فهذه العوامل تعتبر الإطار العام التي يمكن من خلالها متابعة أداء قطاع معين لكن يمكن لهذه العوامل أن تتعكس من خلال مفهوم دورة حياة القطاع حيث يمكن تقسيم حياة القطاع إلى عدة مراحل:

أ- **مرحلة البداية pioneering stage**: تتميز بازدياد متسارع في حجم الطلب على منتجات

القطاع والمنافسة الحادة بين شركات القطاع للحصول على أكبر حصة ممكنة من السوق بالإضافة إلى تواجد فرص جديدة لتحقيق الربح ولكن في المقابل تكون درجة المخاطرة عالية واحتمال عدم قدرة الشركة على البقاء مرتفع نسبيا لهذا يجب على المستثمر توخي الحذر في قرار الاستثمار.

ب- **مرحلة النمو والتوسع Expansion stage**: تتميز هذه المرحلة بظهور الشركات التي

نجحت وتجاوزت مخاطر مرحلة البداية وتحسن في نوعية السلع المنتجة كما قد تبدأ الشركات بتوزيع الأرباح في هذه المرحلة ومع ذلك على المستثمر توخي الحذر حيث يكون سعر السهم مثلا مغال فيه بشكل قد يلحق به خسائر فادحة.

ت- **مرحلة الاستقرار Stabilisation stage**: خلال هذه المرحلة تبدأ حدة النمو وسرعته

بالانخفاض تدريجيا ومستوى المبيعات للشركات في هذه المرحلة يزداد لكن بشكل بطيء مما كان عليه الوضع سابقا، كما قد تبدأ أسعار أسهم الشركات هذه الفترة بالانخفاض نتيجة لتوقف النمو في عملياتها.

3- تحليل الشركة :

يتم تحليل الشركة من خلال تحليل مركزها المالي وتقدير ربحيتها المستقبلية وذلك من خلال تحليل القوائم المالية التي تقوم الشركة بإعدادها أي تحليل المعلومات المحاسبية والنقاط التي يجب على المحلل الاستثماري أن يتأكد من وجودها عند تحليله للقوائم المالية هي: الصحة Correctness، الكفاية Completeness، التماثل Consistent، والقدرة على المقارنة Comparability، كما يجب عليه محاولة النظر إلى القوائم المالية باعتبارها وحدة واحدة و التركيز على النظرة الشمولية للتحليل المالي لها بحيث تصبح قادرا على تكوين توقعات حول الأرباح الموزعة وأسعار الأسهم ويمكن أن يستخدم المحلل نسبا مالية عند قيامه بتحليل القوائم المالية تتمثل فيما يلي:

- نسب السيولة: تقيس مدى قدرة أصول الشركة المتداولة على مساير استحقاقية الديون قصيرة الأجل.

- نسب النشاط: تقيس مدى قدرة الإدارة على توليد مبيعات مما لديها من أصول وتكشف هذه النسب إن كان هنا استثمار زائد فهي موارد معطلة وهذا يزيد من التكاليف وإذا كان هناك عدم كفاية الاستثمار هذا يؤدي بالشركة إلى عدم تحقيق مبيعات إضافية.
- نسب التمويل: تساهم في اكتشاف مدى مساهمة كل مصدر تمويلي (أموال خاصة أو ديون) في تمويل الأصول.
- نسب الربحية: تمثل المردودية المتأتية من استخدام عنصر من العناصر المحركة للنشاط في الشركة.
- نسب الاستغلال: تقيس قدرة الشركة على الوفاء بمصاريف المستخدمين وخدمات الديون.

ب - التحليل الفني Technical analysis:

يشير التحليل الفني إلى دراسة وضع السوق وليس دراسة الأسهم التي يتعامل عليها في السوق ويعرف التحليل الفني بأنه التحليل الذي يرصد الحركة التاريخية المسجلة لسعر معين باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القادمة فهو ينصرف إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة والتي تعد كمؤشر يعتمد عليها في التنبؤ بحركتها في المستقبل وهذا يسمح بتوقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم.

يعتمد المحلل الفني على مؤشرات متعددة عند تحليله للسوق من حيث الكميات وعمليات التداول بالبيع و الشراء وبعد ذلك يتم تلخيص هذه المعلومات وغيرها في عدة أشكال مثل الرسومات والخرائط البيانية والتي بدورها توضح للمستثمر متى يبيع ومتى يشتري الأوراق المالية وتتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

- 1- **نظرية داو Dow theory**: تعتبر هذه النظرية من أشهر وأقدم أدوات التحليل الفني تنسب إلى Charles Dow الذي قام بوضع تصوره لحركة الأسعار للأسهم الذي يبين فيه أن سوق الأوراق المالية لا يعمل عشوائياً Random إنما يتأثر بثلاث دورات تحكم توجهه العام وبمتابعة هذه الدورات يمكن توقع التوجه العام للسوق. ويمكن تصنيف هذه الدورات إلى:
 - الاتجاه الأساسي Primary trend: يعكس دورة طويلة الأجل تظهر أن السوق بمجمله في حالة صعود أو هبوط متواصل، وقد تستغرق هذه المرحلة سنة أو أكثر ويطلق عليها المستثمرون Bull market في حالة الارتفاع و Bear market في حالة الانخفاض.
 - الاتجاه الثانوي Secondary trend: يعمل قوة كابحة Restraining للاتجاه الأساسي طويل الأجل ومحاولة تصحيح الانحرافات عنه مع مرور الوقت.

- الاتجاه الضعيف Minor trend: أو ما يطلق عليه بالحركات اليومية يبين التغير اليومي في الأسعار

ولا يحتوي على قيمة تحليلية كبيرة نتيجة لقصر فترات تأثيرها.

2- مؤشرات السعر: إن التغيير في السعر للورقة المالية يمثل أهم عنصر في تحديد العائد المتوقع

على اقتناء هذه الورقة، لذلك فمتابعة التغير في السعر مع مرور الوقت يعد هدفا أساسيا لمحللي الاستثمار.

فعند دراسة تأثير السوق على أسعار الأسهم عموما يولي المحلل أهمية خاصة لبعض المؤشرات منها:

- ارتفاع الأسعار مقابل انخفاضاتها، حيث يمكن إيجاد الفرق المتراكم بين أعداد الأسهم التي ارتفعت

أسعارها وأعداد الأسهم التي انخفضت أسعارها وبعدها يتم مقارنة هذا الفرق مع الفرق الحاصل في الرقم

القياسي، في الظروف العادية يكون الفرق متقاربا ولكن عند وجود فروقات واسعة فقد يستدل منها على

تحركات السوق.

- ارتفاع الأسعار لمستويات عالية جديدة مقابل انخفاضها لمستويات دنيا جديدة، يتميز السوق الصاعد

Rising market بوجود عدد متزايد من الأسهم التي تنخفض أسعارها إلى مستويات عالية جديدة وعدد

متناقص من الأسهم التي تنخفض أسعارها إلى مستويات دنيا جديدة و يكون العكس في حالة السوق الهابط

Declining Market.

- اتجاهات الأسعار للأوراق المالية الأكثر تداولاً، تضم هذه القائمة الأسهم التي حظيت بأكثر عمليات

البيع والشراء بحيث أنها تؤثر تأثيرا كبيرا على التوجه العام للأسعار وتكون هذه المجموعة من الأسهم نسبة

معقولة من حجم السوق الكلي.

3- مؤشرات حجم التداول: يعتمد حجم التداول أساسا على العرض والطلب للأسهم ويمكن أن

يعطي مؤشرات على حدوث نقطة الانعطاف Turning points في الأسعار للسوق أو لأسهم معينة على وجه

التحديد في حالة وجود سوق صاعد Bull market فإن ارتفاع مستوى الأسعار يوازيه ارتفاع في أحجام

التداول. أما في حالة السوق الهابط Bear market فسيزداد حجم التداول مع انخفاض الأسعار ويقل حجم

التداول مع حدوث ارتفاع في الأسعار.

4- الرسوم البيانية: تقوم فكرة التحليل الفني للأوراق المالية على دراسة العلاقة بين حجم التداول

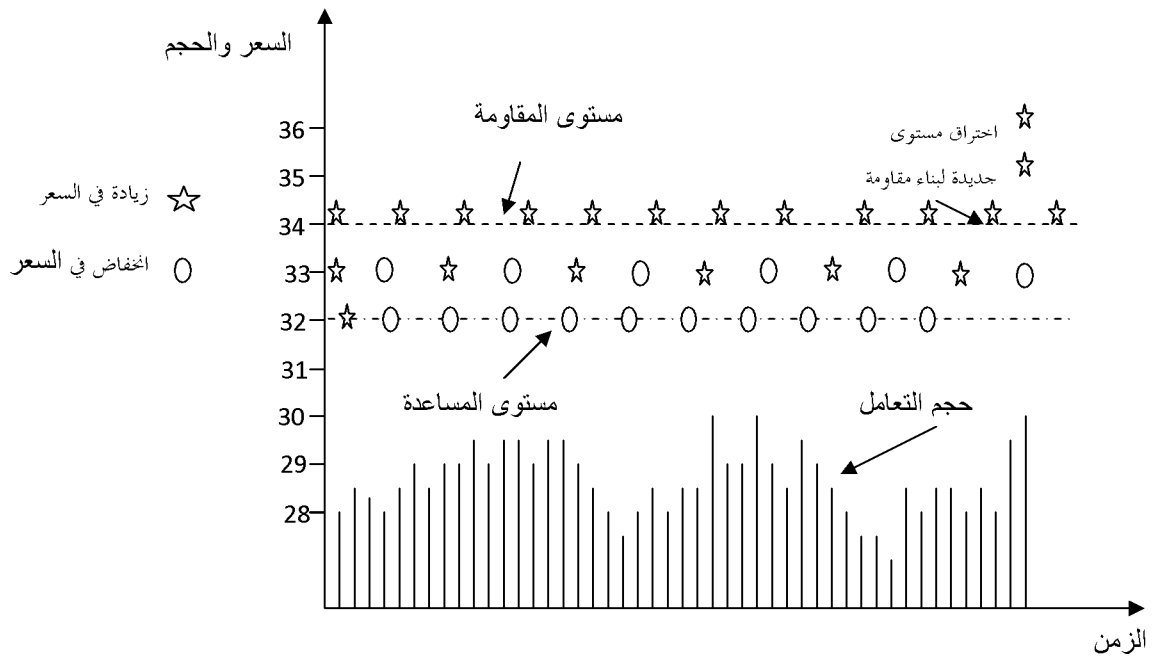
والسعر لمحاولة تحديد الأداء المستقبلي لها بالإضافة إلى ذلك توجد فنانة لدى المحللين الفنيين بأن الاتجاهات

التاريخية لمستويات الأسعار قد تعيد نفسها في المستقبل والأداة المستعملة في هذا التحليل هي الرسومات

البيانية المختلفة التي يتابعها المحلل ، ومن بين هذه الرسومات البيانية يوجد خريطة المستويات المساعدة

والمقاومة. حيث تبين أن المستوى المساعد هو سعر متدني واحتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيرا، أما

مستوى المقاومة فهو مستوى عالٍ للسعر واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبيراً وحتى إذا حدث هبوط في السعر عن المستوى المتدني أو ارتفاع عن المستوى العالي فإنه لا يلبث أن يعود إلى مستواه السابق. عند مستوى المقاومة يكون توقيت قرار البيع أما توقيت قرار الشراء يكون عند مستوى المساعدة. هذا ويعتقد بعض الفنيين أنه إذا ارتفعت الأسعار عن مستوى المقاومة الحالي فإن هذا يعني أن مستوى مقاومة جديدة سوف يظهر. ومستوى المقاومة الحالي سيعتبر بمثابة مستوى مساعدة ويتضح هذا من خلال الشكل (4-01).



الشكل 01 - 4 : خريطة المستويات المساعدة والمقاومة

المصدر: منير إبراهيم مندي - أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - مرجع سبق ذكره - ص 238

3- تقييم أدوات التوظيف:

بالإضافة إلى التحليل الاستثماري الذي يقوم به المستثمر للأوراق المالية عند اتخاذ القرار وقبل أن يختار الأداة التي يريد الاستثمار فيها عليه أن يحلل الأوراق المالية المتواجدة بمعنى معرفة وتقدير التدفقات النقدية المتوقعة التي يحصل عليها المستثمر و الخطر المصاحب لهذه التدفقات لكل ورقة. وبعد ذلك يقوم باختيار الورقة المالية المناسبة لرغبته وميوله (أي إن كان مستثمر متوازن أو مضارب أو متحفظ).

1- العائد Le rendement:

يعتبر العائد الحافز الأول لاختيار الأداة المراد الاستثمار فيها وهو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار أو بمعنى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يحصل عليها المستثمر نتيجة تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمر الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل¹.

و حتى يتم مقارنة العوائد للأدوات الموظفة يجب تقييمها وذلك بالشكل التالي :

I- تقييم الأسهم (2):

إن قيمة الأسهم هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تدرها الأسهم وصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية تأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للسهم بعد اهتلاكه الأرباح الموزعة على حملة الأسهم. هذه القيمة لا تأخذ بعين الاعتبار على أساس أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم هي تدفق دائم وغير محدد (عدم وجود تاريخ الاستحقاق). فالقيمة الحالية تركز على مفهوم الخصم الذي تخضع له التدفقات النقدية حتى تصبح لها دلالة اقتصادية لأن مبلغ من النقود متوفر لدى المستثمر اليوم يستفيد منه أحسن من نفس المبلغ يمكن أن يتحصل عليه بعد مدة بسبب عامل التضخم، فالتدفقات النقدية التي يدرها عدد معين من الأسهم في السنوات القادمة يجب أن تخضع بسعر خصم معين حتى يمكن معرفة قيمتها الحالية. ورياضياً يمكن التعبير عن هذه الفكرة بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{(d_1 + P_1)}{(1 + R_1)}$$

P_0 : سعر السهم في الفترة الحالية.

d_1 : الأرباح الموزعة في نهاية الفترة القادمة.

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة القادمة.

R_1 : سعر الخصم.

II- تقييم السندات (3):

¹ - محمد مطر - إدارة الاستثمارات. الإطار النظري والتطبيقات العملية- دار وائل للنشر- عمان. الأردن - الطبعة 3 - سنة 2004 - ص 22.

² - patrick Navatte - Instruments et Marchés Financiers- Ed. Litec - Paris - 1999- PP : 71 - 74.

³ - patrick Navatte - Op.cit - PP : 74-76

إن عملية تقييم السندات تقوم أساسا على تقييم مصدرين من التدفقات النقدية التي يحصل عليها حملة السندات المتمثلة في الفوائد السنوية الثابتة والقيمة الاسمية المدونة على السند وذلك بإيجاد القيمة الحالية لهما، ورياضيا يمكن التعبير عنهما بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{c}{(1+k)^t} + \frac{MV}{(1+k)^n}$$

c : الفائدة السنوية.

MV : القيمة الاسمية.

n : عدد السنوات.

k : سعر الفائدة السنوي السائد في السوق.

V : قيمة السند في اللحظة t .

الحد الأول من المعادلة يتمثل في القيمة الحالية للفوائد السنوية مضافا إليها القيمة الحالية لمقدار الاستثمار الأولي ممثلة في الحد الثاني.

وتجب الإشارة إلى أن قيمة السند في أية لحظة مقارنة بقيمته الاسمية تتوقف على الفرق بين سعر الفائدة ممنوح للحملة والسعر السائد في السوق فعندما يكون سعر الفائدة الممنوح مقابل الاستثمار في السند المعني أكبر من السعر السائد في السوق يقيم السند بأعلى من قيمته الاسمية وبالتالي يسعى المستثمرون للتوظيف في الأدوات المالية الأكثر مردودية من تلك المتوفرة في السوق حيث أن السند يبيع بعلاوة. وعندما يكون السعر السائد في السوق أكبر من سعر الفائدة يقيم السند بأقل من قيمته الاسمية وذلك لقلّة الطلب عليه مما يجعل قيمته تنخفض لأنه يدر أرباحا أقل مما لو اشترى المستثمر أي أداة متوفرة في السوق وهنا السند قد يبيع بخصم. وأخيرا عندما يتساوى السعران عندئذ يقيم السند بقيمته الاسمية ويقال أنه يبيع بالقيمة الاسمية.

2- المخاطر Les risques:

لا يمكن أن نتحدث عن عائد بدون مخاطرة التي تنشأ عن ظاهرة حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار ذلك أن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره ولأن احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات بدرجة 100% ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات النقدية التي يتوقعها المستثمر عن درجة 100% تبرز

المخاطرة. فهي ظاهرة ملازمة للاستثمار ولاينفي وجودها إلا أن يكون احتمال حدوث التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار من حيث حجمها وزمن حدوثها يساوي واحدا صحيحا أي أنها مؤكدة (1). والمخاطرة لها مصادر مختلفة تتمثل فيما يلي (2):

أ- **المخاطر النظامية systematic risks**: وتسمى أيضا بمخاطر السوق التي تؤثر في عائد وأرباح جميع أنواع الأسهم التي تتداول في البورصة وعادة تحدث عند وقوع حدث كبير يتأثر معه السوق بأكمله مثل حدوث حرب أو حدوث كوارث طبيعية ولا يمكن تفادي هذه المخاطر بأي طريقة من الطرق ويمكن تحديد مصادر المخاطر المنتظمة مما يلي:

- **مخاطر أسعار الفائدة**: توجد علاقة مباشرة بين أسعار الأسهم وأسعار الفوائد السائدة فالودائع في المصارف مثلا هي من الوسائل البديلة للاستثمار في الأسهم فإذا ما ارتفعت الفوائد فإن أسعار الأسهم تميل إلى الانخفاض لأن العديد من المستثمرين سيجدون أنه من الأفضل إيداع أموالهم في المصارف بفوائد عالية بدلا من تحمل الاستثمار في الأسهم.
- **مخاطر التضخم**: كما هو معلوم يؤدي التضخم إلى تخفيض القوة الشرائية للنقود فالأموال التي تستثمر اليوم لها قوة شرائية أكبر من قيمتها بعد عدد من السنوات وبالتالي على المستثمر أن يختار الاستثمارات التي تحميه من مخاطر التضخم، وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الاستثمارات وعلى العموم يمكن للمستثمر أن يتفادى أضرار التضخم بأن ينوع استثماراته ويتفادى

¹- محمد مطر - مرجع سبق ذكره - ص52.

²- رضا صاحب أبو أحمد - إدارة المصارف، مدخل تحليلي كمي معاصر - دار الفكر، عمان - الأردن - الطبعة الأولى - سنة 2002/1423 هـ - ص ص :

وتسمى أيضا المخاطر غير السوقية أو المخاطر الخاصة وهي التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية من إجمالي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها السهم في السوق وهذا النوع من المخاطر ينتج عن أحداث معينة قد يؤثر في عوائد السهم محدد ويستطيع المستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق تنويع استثماراته ويمكن حصر مصادر المخاطر غير النظامية فيما يلي :

- **مخاطر العمل:** يقصد بها عدم قدرة المنشأة على المنافسة في السوق ونمو واستقرار أرباحها في المستقبل. إذ أن انخفاض قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح يؤدي إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق وعلى هذا يجب على المستثمر أن يكون دقيقا في اختيار الأسهم التي يشتريها ويتأكد أنها أسهم من شركة تتمتع بمقدار من النمو وتنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متطور بالإضافة إلى التأكد من أن لمنتجات هذه الشركة سوقا واسعة.
- **مخاطر الإدارة:** إن التدني الأخلاقي وحتى تدني الكفاية عند فريق الإدارة قد يؤدي إلى تذبذب مكاسب المساهمين لذا يصبح من الضرورة تقييم فريق الإدارة وذلك أن عائد الاستثمار حساس جدا لسلوك الإدارة وينشأ عن عدم كفاية الإدارة ما يسمى بمخاطر الإدارة التي تنعكس سلبيا على أسعار الأوراق المالية الصادرة عن الشركة ذات الإدارة السيئة.
- **قياس المخاطر⁽¹⁾:**

تعتبر المخاطر من المواضيع التي من الصعب قياسها حيث أن مفهوم المخاطر هو درجة عدم التأكد أو عدم انتظام العوائد فأقرب مقياس لقياس المخاطر للسهم الواحد هو التباين (variance) حيث يقيس هذا المعيار التشتت للعوائد عن المعدل بالإضافة إلى التشتت يمكن أن نستنتج منه الانحراف المعياري l'ecart type فالانحراف المعياري أفضل معيار لقياس المخاطر وبحسب بالشكل التالي:

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n - 1}}$$

¹ - Lawrence Gitman, Michael Joehnk - op.cit - PP: 132 – 135.

وبمعرفة العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المتوقعة يكون المستثمر أكثر قدرة على التمييز بين الاستثمارات المختلفة وعادة يمكن أن نستخدم مقياسا يسمى "معامل الاختلاف" Coefficient de variation للربط بين المخاطرة والعائد ويحسب بالشكل التالي:

وفيما يلي مثال حول كيفية الاختيار بين ورقتين ماليتين للاستثمار في أحدهما.

جدول العائد للاستثمار في الورقتين A و B :

مستوى العائد		السنوات
الورقة B	الورقة A	
8,4 %	15,6 %	2000
12,9 %	12,7 %	2001
19,6 %	15,3 %	2002
17,5 %	16,2 %	2003
10,3 %	16,5 %	2004
21,3 %	13,7 %	2005

$$[\%15] = \frac{\%13.7 + \%16.5 + \%16.2 + \%15.3 + \%12.7 + \%15.6}{6} = \text{العائد المتوقع للورقة A}$$

$$[\%15] = \frac{\%21.3 + \%10.3 + \%17.5 + \%19.6 + \%12.9 + \%8.4}{6} = \text{العائد المتوقع للورقة B}$$

كلا الورقتين A و B تعطي نفس العائد المتوقع 15 %.

جدول قياس درجة المخاطرة للاستثمار في الورقة A:

$(R_i - \bar{R})^2$	$(R_i - \bar{R})$	العائد المتوقع	Ri العائد	السنوات
0,36 %	0,6 %	15,0 %	15,6 %	2000
5,29 %	-2,3 %	15,0 %	12,7 %	2001
0,09 %	0,3 %	15,0 %	15,3 %	2002

1,44 %	1,2 %	15,0 %	16,2 %	2003
2,25 %	1,5 %	15,0 %	16,5 %	2004
1,69 %	1,3 %	15,0 %	13,7 %	2005
11,12 %	المجموع			

$$\delta_A = \sqrt{\frac{11,12}{6-1}}$$

$$\delta_A = 1,49\%$$

جدول قياس درجة المخاطرة للاستثمار في الورقة B:

$(R_i - \bar{R})^2$	$(R_i - \bar{R})$	العائد المتوقع	R_i العائد	السنوات
43,56 %	-6,6 %	15,0 %	8,4 %	2000
4,41 %	-2,1 %	15,0 %	12,9 %	2001
21,16 %	4,6 %	15,0 %	19,6 %	2002
6,25 %	2,5 %	15,0 %	17,5 %	2003
22,09 %	-4,7 %	15,0 %	10,3 %	2004
39,69 %	6,3 %	15,0 %	21,3 %	2005
137,16 %	المجموع			

$$\delta_B = \sqrt{\frac{137,16}{6-1}}$$

$$\delta_B = 5,24\%$$

- إن الاستثمار في الورقة المالية A لها عائد يتوقع الحصول عليه يقدر ب 15 % في حدود مستوى مخاطرة 1,49 %.

- أما الاستثمار في الورقة المالية B لها عائد يتوقع الحصول عليه يقدر ب 15 % في حدود مستوى مخاطرة 5,24 %.
- بما أن للورقتين نفس العائد المتوقع فمن المؤكد أن يختار المستثمر الورقة A لها أقل درجة مخاطرة مقارنة بالورقة B.

ثالثاً : الاستناد إلى المبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري⁽¹⁾:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية : يعتبر هذا المبدأ ركنا أساسيا من أركان القرار الاستثماري ويستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة و هذا يفرض على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار ما يناسبه منه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجية الاستثمار بدلا من أن يوجه مدخراته لأول فرصة استثمارية.
- مبدأ الخبرة و التأهيل : يقضي هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية و خبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين، ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية و الخبرة الكافية لاختيار الإدارة الاستثمارية المناسبة. و بالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين ممن يتمتعون بالخبرة و الكفاءة التي تؤهلهم لاتخاذ قرار الاستثمار (Les investisseurs institutionnels).
- مبدأ الملائمة : ويطبق المستثمر هذا المبدأ عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحنى سوائه أو منحني تفضيله الخاص والذي يقوم على فرضية مفادها أن لكل مستثمر معين نمط تفضيل معين يحدد درجة اهتمامه تجاه العناصر الأساسية في قرار الاستثمار وهي: العائد على الاستثمار ، مخاطرة الاستثمار وبالتالي درجة الأمان التي يراعيها المستثمر ثم سيولة الإدارة الاستثمارية.
- مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية : يمكن تلخيص مجمل أهداف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد المستهدف على الاستثمار وذلك بشرط أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة ومن حيث التوقيت. فأبي خلال يحدث في الشرطين بسبب حالة عدم التأكد

¹- محمد مطر ، فايز تيم – مرجع سبق ذكره – ص ص : 21 – 25.

المحيطة بالمستقبل ، ينعكس ضمنا على العائد المستهدف وتنشأ مخاطرة تتنوع وفقا لطبيعة الأداة الاستثمارية. هاته المخاطر يمكن تجنبها أو التقليل منها عن طريق تنويع الأدوات الاستثمارية و ذلك بتطبيق المثل الشعبي القائل : " لا تضع جميع البيض في سلة واحدة.

المطلب 2 : الاستثمار بحفظة الأوراق المالية:

أولا : التعريف بحفظة الأوراق المالية⁽¹⁾:

تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية ثروة في عالم التمويل والاستثمار، تنسب إلى العالم الأمريكي Hary Markowitz الذي وضعها عام 1952 ويقصد بها مجموعة متنوعة من الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو غيرها من الأوراق المالية لأنها تساعد على تقليل حجم الخسائر التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمر لأن الأرباح المحققة في الاستثمار بورقة معينة تساعد تغطية الخسائر الناجمة عن الاستثمار في ورقة أخرى فالمحفظة ما هي إلا أسلوب لتخفيض مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق التنويع والتوزيع الأمثل للأموال المستثمرة على أكثر من ورقة مالية وقد اعتمد MARKOWITZ في بناء نموذجة على الفرضيات الأساسية التالية :

- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية
- المستثمرون من فئة كارهي المخاطرة Risk Averter لدرجة أن إغرائهم لقبول المزيد من المخاطرة مرهون بتوقعاتهم في الحصول على عائد أعلى و لكن مع مراعاة أن حساسيتهم تجاه عنصر المخاطرة متزايدة، وبالنسبة لعنصر العائد ينطبق عليهم قانون تناقص المنفعة الحدية للاستثمار بمعنى أن المستثمر من هذا النمط يحقق منفعة حدية متناقصة من العائد كلما زاد دخله المحقق من الاستثمار . فالعلاقة بين عنصر العائد على الاستثمار و المنفعة الحدية المحققة عكسية ويمكن تمثيلها بالشكل التالي:

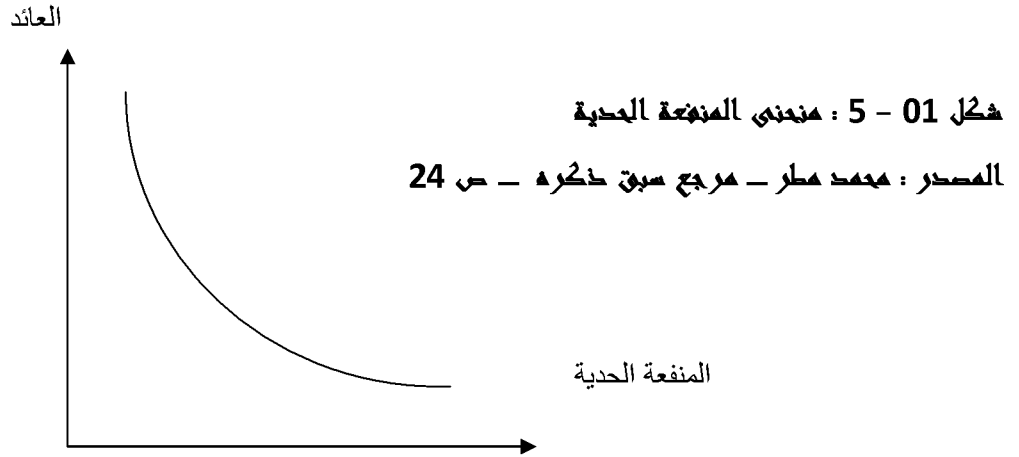
¹- ينظر : - محمد مطر ، فايز تيم - مرجع سبق ذكره - ص24، ص25.

- مروان شموط - كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص257.

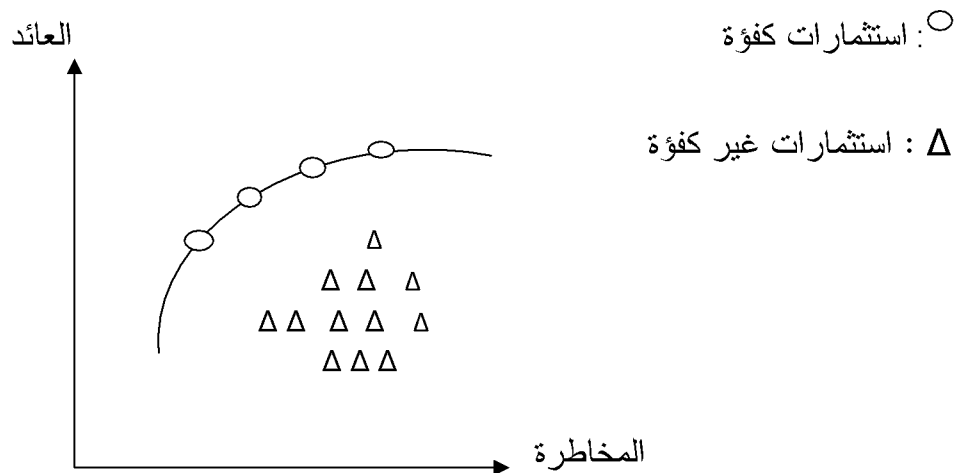
- محمد عوض عبد الجواد - علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، سنة

1427هـ/2006م، ص ص : 34 - 35.

- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار الناهج للنشر، عمان - الأردن، سنة 1429هـ/2009م، ص ص : 107- 108.



يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني لذا يختارون المحفظة الكفوءة أي لمقدار معين من المخاطرة يجب أن يكون العائد المتوقع في حالته الأعظم (الكبرى) أو عند عائد متوقع معين يجب أن تكون المخاطرة أقل ما يمكن و هذا يطلق عليه أيضا مبدأ السيادة في الاستثمار و الاختيار يتم بواسطة تحديد منحنى المحفظة الذي يسمى بمصطلح الخط الفعال Efficient Frontier وهو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد و بنفس درجات المخاطرة أو أقل ويمكن تمثيله بالشكل التالي:



شكل 01 - 6 : منحنى الخط الفعال

المصدر: غازي ولاح المومني - مرجع سبق ذكره - ص 107.

ثانيا : إدارة المحافظ الاستثمارية⁽¹⁾:

عند تشكيل محفظة استثمارية قد لا تتوفر للمستثمر الخبرة الكافية والوقت الكافي لإدارة هذه التشكيلة ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشأت شركات متخصصة تعرف بشركات الاستثمار تعمل كوسيلة بين المستثمر المدخرون بين المحافظ الاستثمارية حيث تتلقى أموالا من المستثمرين وتقوم باستثمارها في صناديق وتكون محتويات هذه الصناديق عبارة عن الأوراق المالية المختلفة ويكون للمستثمر حصة في هذه الصناديق حسب رأسماله ويمكن تقسيم هذه الشركات حسب قانون الشركات الأمريكية كما يلي:

• شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة Closed end Investment companies

تقوم هذه الشركات بتشكيل صناديق استثمار تصدر أسهما محددة تباع للجمهور و يكون عدد الأسهم محددا حيث لا تستطيع الشركة زيادة عدد هذه الأسهم إلا في حالة إصدار أسهم جديدة لغاية زيادة رأس المال كما يحدث في الشركات العادية.

• شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة Open end Investment Companies

تقوم هذه الشركات بتشكيل صناديق استثمار تسمى الصناديق المشتركة Mutual funds و مثل هذه الشركات تم إنشاؤها بفرنسا تسمى شركات ذات رأس مال متغير (SICAV) و كما هو واضح من اسم هذه الشركات أن حجم الأموال المستثمرة فيها غير محدد ، و ذلك أن يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم و بيعها و إن كان لا يجوز لها إصدار سندات حيث أن هذه الأسهم لا تتداول بين الأفراد بل تقف الشركة نفسها على إعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم.

و من ميزات شركات الاستثمار هاته :

¹- ينظر : - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص58.

- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص : 28 - 31.

- محمد عوض عبد الجواد - علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص44.

- الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة.
- التوزيع الكفء في محفظة الأوراق المالية للصندوق بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر.
- المرونة والملاءمة.
- السيولة حيث تتسم وثائق صناديق الاستثمار خاصة المفتوح منها بخاصية السيولة المرتفعة إذ يمكن لحاملها استرداد قيمتها في المواعيد المحددة.
- تنشيط حركة أسواق رأس المال.

ثالثا : خطوات تشكيل المحفظة الاستثمارية (1):

عند تشكيل المحفظة يتم التخطيط لها وذلك بتحديد الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها بعد ذلك يتم تحليل كل ورقة مالية مكونة للمحفظة على حدة وذلك بتجميع المعلومات حولها لتحقيق الأهداف ويأتي وراء ذلك الخطوة العلمية التي تتمثل في تأسيس وتركيب الأصول الأساسية للمحفظة بالاعتماد على قرارات المزج الرئيسي ويقصد بها الأوزان النسبية لكل ورقة من الأوراق المالية الداخلة في المحفظة.

رابعا : كيفية تحليل المحفظة الاستثمارية (2):

بما أن المحفظة تتعلق بمجموعة من الأوراق المالية المختلفة حيث أن هذه الأوراق لها خصائص مختلفة و لها عوائد و مخاطر مختلفة فهل المحفظة ستأخذ خصائص هذه الأوراق المالية ؟ من الواضح أنه عند وجود عدد كبير من الأوراق المالية و المتنوعة من مصادر مختلفة تكون النتيجة المخاطر أقل مما كانت عليه ورقة مالية واحدة. لذلك لا بد من تحديد معدل العائد و مخاطر المحفظة.

إذ أخذنا مثال ورقتين A و B نريد مزجها في محفظة حيث أن الثروة توزع ل A بنسبة $X_A = 60\%$ و بالنسبة ل B $(X_B = 40\%)$ فان عائد المحفظة هو مجموع عوائد كل ورقة مالية داخل محفظة مرجحة بوزنها النسبي في المحفظة. ويحسب عائد المحفظة بالشكل التالي :

$$R_P = X_A R_A + X_B R_B$$

¹- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص : 42 - 43.

²- Bertrand Jacquilat, Bruno Solnik - marchés financiers – Dunod – Paris - 2^{ème} Edition - 2002 – PP :84 – 87.

بالنسبة لمخاطرة المحفظة لا تحسب بالمتوسط المرجح للمخاطر للأوراق المكونة للمحفظة وإنما تأخذ بعين الاعتبار التباين المشترك للعوائد ومعامل الارتباط (ρ).

$$\text{Cov}(A, B) = \frac{\sum (R_{Ai} - R_A)(R_{Bi} - R_B)}{n-1}$$

$$\rho_{AB} = \frac{\text{cov}(A, B)}{\sigma_A \sigma_B}$$

و تحسب مخاطرة المحفظة بالشكل التالي :

$$\delta_P^2 = X_A^2 \delta_A^2 + X_B^2 \delta_B^2 + 2X_A X_B \rho_{AB} \delta_A \delta_B$$

ويقصد بالارتباط اتجاه العائد من استثمار معين في علاقته بالعائد من استثمار آخر أي تحديد ما إذا كان التزايد في العائد من استثمار معين يقابله تزايد أو تناقص في العائد من استثمار آخر.

خامسا : نماذج مهمة للمحافظة الاستثمارية:

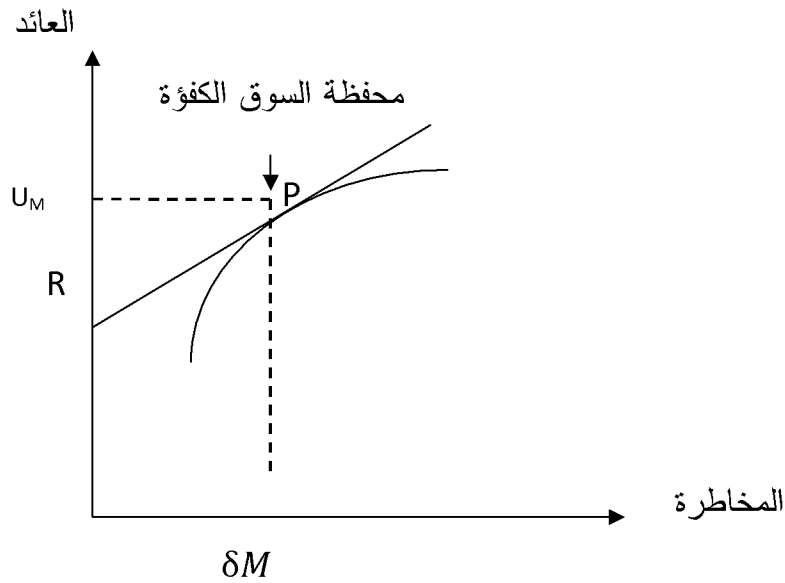
1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية⁽¹⁾: (MEDAF) Capital Asset pricing Model

يعود هذا النموذج إلى أعمال (1964) W.Sharpe (1965).j. Teynor (1965).j. lintner (1965).

و (1966) I.Mossin. حيث طوروا نظرية MARKOWITZ ببناء نظرية سوق رأس المال و إدخال مفهوم العائد الخالي من الخطر ويقفون على فكرة أن العلاقة بين العائد المتوقع والخطر هي علاقة طردية. واستعمل هذا النموذج في عدة مجالات منها: تطبيق النموذج في تحليل الفرص الاستثمارية، اختيار الاستثمارات المادية لشركة في حالة عدم التأكد وقياس الأداء للمحافظ. وبالرغم أن هذا النموذج له افتراضات ليست واقعية، لا يزال ساري المفعول لأنه نظرية ايجابية ترشد المستثمر إلى كيفية التعامل مع ما هو قائم حيث تشرح وتفسر حقائق ما يجري في السوق الاستثماري فهي تعطي اهتماما خاصا لكيفية التنبؤ بالعلاقات بين المتغيرات في سوق الاستثمار لما يكون في حالة توازن. إن نموذج MEDAF يقوم على الافتراضات التالية:

¹ - Roland Portait – Patrice Poncet, finance de marché, Ed. Dalloz, Paris, 2008, PP :763 – 775.

- إن المستثمرين ليس لهم أي تأثير على الأسعار كما أن توقعاتهم متجانسة ومتماثلة فيما يتعلق بتقديرات العائد والمخاطرة لأي استثمار.
 - أن أي مستثمر يمكنه أن يفترض ويقترض بنفس سعر الفائدة الخالي من الخطر.
 - أن المعلومات متاحة لجميع المستثمرين بدون تكاليف وبإمكانهم الحصول عليها وخاصة المعلومات التي تتعلق بالسوق.
 - لا توجد أية قيود على السوق تؤثر في تمام السوق مثل الضرائب أو القيود الحكومية.
- فعندما يتواجد العائد الخالي من الخطر (سعر الفائدة) والسوق في حالة يتوازن أي تساوي المعروض من الاستثمارات مع المطلوب منها حيث تمثل نقطة التوازن محفظة السوق الكفوءة، تكون علاقة خطية بين العائد والمخاطرة حيث أن الخط الذي يربط ما بين محفظة السوق الكفوءة معدل العائد الخالي من الخطر يطلق عليه خط سوق رأس المال (La droite de marché des capitaux) (CMC) ويمكن أن نوضحه من خلال الشكل التالي:



الشكل 01-7: خط سوق رأس المال

Source : Roland Portait , Patrice Poncet – Op.cit - P 766

و يمكن كتابة العلاقة الخطية بين عائد المحفظة ومخاطرها على النحو التالي:

R : معدل العائد الخالي من الخطر.

: ميل الخط المستقيم وهو ما يطلق عليه سعر الخطر (le prix de marché du risque) $\frac{U_M - R}{\delta_M}$

2- نموذج المراجعة للتسعير⁽¹⁾: (APT) Modèle d'évaluation par arbitrage

نموذج المراجعة للتسعير اكتشفها Stephen Ross عام 1976 ، و يعتبر نظرية للتوازن شأنها شأن نموذج MEDAF لكنها تختلف عنه حيث أن نموذج MEDAF يعتمد على عامل واحد هو العائد لكن نموذج APT حدد أن العائد يعتمد على عدد من العوامل الاقتصادية كما هو وارد في النموذج التالي :

$$R_i = \alpha_i + \beta_{1i} \rho_{1t} + \beta_{2i} \rho_{2t} + \dots + \beta_{ki} \rho_{kt} + e_i$$

حيث : ρ_k يمثل عدد العوامل حيث يمكن أن يكون العامل الأول هو عامل السوق

β_k تمثل حساسية الورقة المالية بالنسبة لكل عامل.

e_i معامل الخطأ.

إن نموذج APT لا يعتمد على أية فرضيات بينما نموذج MEDAF اعتمد على محفظة السوق و عدد كبير من الفرضيات قللت من قيمته عند تطبيقه لكن من مساوئ نموذج APT أنه لم يعطي أي تحديد أو ماهية العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأرباح حيث هناك عدة عوامل تمكن من فحص هذا النموذج والتأكد من علاقتها في تحديد الأرباح لكن هناك صعوبة تمكن في تحديد الأوزان المختلفة لهذه العوامل.

وطبقا لهذه النظرية فإن الأوراق المالية التي تتعرض بالتساوي لذات العوامل أي لذات المخاطر تحقق نفس العائد وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد. وإذا لم يحدث هذا يبدأ المضاربون في ممارسة عملية المراجعة. حيث يتوقع المراجعون بالاندفاع لشراء الورقة المالية ذات العائد المتوقع المرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع المنخفض.

¹ - ينظر : - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص : 212- 213.

- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، الطبعة الثانية، سنة 2004، ص ص : 65 - 69.

- Bertrand Jacquillat – Bruno Solnik, Op. cit, P140.

ونتيجة لذلك يرتفع سعر الورقة الأولى وينخفض بالتالي العائد المتوقع أن يتولد عنها، كما ينخفض سعر الورقة الثانية ويرتفع بالتالي العائد المتوقع أن يتولد عنها. ويستمر نشاط المراجحة على هذا النحو إلى أن يتساوى عائد الورقتين أي إلى أن تختفي أرباح المراجعة ويتحقق التوازن في سعر الورقتين.

المطلب 3: مؤشرات البورصة

أولاً: تعريف المؤشر:

تقوم أغلب البورصات بنشر معلومات ومؤشرات خاصة بها بحيث تعتبر هذه المؤشرات كأداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، أي أنها تعطي بيانا عاما وموجزا لحركة سوق الأسهم يوميا. ظهرت الحاجة إليها نظرا لتحرك سعر الأسهم يوميا في البورصات صعودا وهبوطا حسب ظروف العرض والطلب ومع وجود تداول مستمر لأسهم الشركات الكثيرة. ويكون المؤشر جيدا إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما انه يعطي مؤشرا لوضع الاقتصاد. عند نشر مؤشرات الأسواق تستخدم رموز ورقة أسعار الأسهم ticker symbols وتدل هذه الرموز على مختصرات لأسماء الشركات مثل (f) لشركة ford و (DIS) لشركة Disney¹.

ثانياً: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات:

تتمثل الاستخدامات الأساسية لمؤشرات البورصة فيما يلي²:

- المؤشر قد يكون دليل للحالة الاقتصادية فمثلا مؤشر داو جونز المتوسط الصناعات (DJIA) ومؤشر standard and poor's تقيس حالة السوق بشكل عام وأيضا تقيس حالة قطاعات فرعية مختلفة فمثلا مؤشر (DJIA) له عدة مؤشرات فرعية مثل مؤشر DJIA للنقل (dow jones transportation index) ومؤشر s& p للخدمات العامة (s&p public utilities index) لكن ما يهم هو المؤشر الرئيسي الذي يشير إلى حالة السوق ككل فهو عينة مأخوذة من السوق بشكل جيد حيث أن النتيجة تعكس حالة السوق من حالة نشاط أو كساد وهو رقم يرتفع وينخفض ليدلنا على حالة السوق كما يدلنا على الحالة الاقتصادية.

¹- ينظر : - بن حاسين بن اعمر - مرجع سبق ذكره - ص 64.

- غازي فلاح المومني - مرجع سبق ذكره - ص 285

²- نفس المرجع السابق - ص ص : 286-287.

- يستعمل المؤشر لتقييم معدل عائد المحفظة الاستثمارية فهو أفضل رقم ومعيار جيد يمكن به قياس ومقارنة معدل العائد للمحفظة فعند ما يرتفع مؤشر السوق يكون من المتوقع أن يرتفع عائد المحفظة أما إذا انخفض مؤشر السوق ينخفض المعدل المتوقع لعائد المحفظة.
- قد يستعمل المؤشر لتقييم أداء المحفظة الاستشارية يمكن قياس أداء مدير المحفظة إذا كان قادرا على تنويع المحفظة بواسطة المقارنة للمحفظة مع مؤشر السوق وذلك بمقارنة معدل عائد المحفظة مع مؤشر السوق وكذلك يمكن أيضا مقارنة المخاطرة مع المخاطر للمؤشر وهذا يدلنا على مقدار أداء مدير المحفظة وعندها نعرف إذا كان هذا الأداء مع معدل السوق أو فوق معدل السوق أو اقل من معدل السوق أي أداء مقبول أو جيد أو غير مقبول.
- معرفة حالة السوق في المستقبل: إن دراسة المؤشر خلال سنوات سابقة ومن خلال رسم التطورات لهذا المؤشر تستطيع أن تجد نمط معين من تحديد المتغيرات خلال سنوات قادمة.

ثالثا: تكوين المؤشر:

عند بناء المؤشرات تعتمد على ما يلي:

- **عينة كافية لإعطاء نتيجة جيدة:** يجب أخذ عينة من الأوراق المالية عند إعداد المؤشر وذلك لتسهيل عملية إعداد المؤشر حيث تؤخذ العينة من مجموع الأوراق المالية ويجب أن يكون العدد المكون للعينة يقوم على أساس مبدئين متناقضين هما:
- أن يكون العدد المكون للعينة نوعا ما كبير حتى لا تكون التغيرات للمؤشر مفاجئ وتبقى معقولة، أما المبدأ الثاني هو أن يكون العدد نسبيا لتوضيح خريطة السوق المالي وتسهيل عملية الحكم على القيم المكونة للعينة ومن ثم معرفة مدى تأثير كل قيمة على المؤشر. كما يجب أن تكون القيم المكونة للعينة منتمية إلى المحافظ المالية المختلفة لضمان حركتها ونشاطها بين حاملها. أما من حيث التنوع الاقتصادي فيجب أن تنتمي إلى عدة قطاعات اقتصادية بارزة حتى لا يسيطر قطاع واحد على مستوى المؤشر فيرتفع بانتعاش هذا القطاع وينخفض بانكماشه¹.

¹ غازي فلاح المومني - مرجع سبق ذكره - ص ص : 288-290

- تحديد أوزان لكل مفردة من العينة: يوجد ثلاث طرق لتحديد أوزان كل مفردة من العينة وهي كما يلي:¹

1. الوزن النسبي على أساس السعر : وذلك بالشكل التالي:

سعر السهم

$$\frac{\text{سعر السهم}}{\text{مجموع أسعار الأسهم}} = \text{الوزن النسبي لكل سهم}$$

مجموع أسعار الأسهم

- 2. الأوزان المتساوية: أي قيمة المبلغ المستثمر في كل سهم من أسهم العينة متساوية.
- 3. الوزن النسبي على أساس القيمة: حيث يتم حساب الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم للمؤسسات التي تكون داخل العينة المختارة.

- تسيير المؤشرات: نأخذتلا وُشرات بورصة باريس (Paris bourse SBF SA) فهي تسيير من طرف مجلس علمي مستقل في باريس يتكون من 9 أشخاص يجتمع على الأقل 4 مرات في السنة وتتمثل مهامه في تسيير العينات، مراقبة مصداقية العينة ، كما تقرر إذا كان من اللازم تغيير عملية التركيب. كما أن هذه الهيئة تعطي مؤشرات بورصة باريس بالضمانات التالية : الشفافية ، الاستقلالية ، المصداقية.²

رابعا : المؤشرات الأساسية العالمية³

1. المؤشرات الفرنسية :

- مؤشر **CAC 40** : هو مؤشر مرجعي لبورصة باريس تم إيداعه في 1987/12/31 بقاعدة ذات 1000 نقطة يحسب على أساس عينة تتكون من قيم منقولة ل 40 شركة مدرجة على مستوى سوق التسديد الشهري في السوق الأولي. هذه العينة مختارة من بين 100 رساميل البورصة الأولى.
- مؤشر **SBF 120** : يتركب هذا المؤشر من 120 ق منقولة التي يتم تسعيرها بطريقة مستمرة. هذه القيم هي الشركات أكثر أهمية مدرجة على السوق المالي حيث أن 40 قيمة هي نفسها المكونة لمؤشر CAC 40. أما 80 قيمة الأخرى هي لشركات مسجلة على مستوى السوق الأولي والسوق الثانوي. ويعتبر كمؤشر مرجعي يقيس التغير في الأموال المستثمرة في الأسهم.

¹ - غازي فلاح المومني - مرجع سبق ذكره - ص ص : 298-299.

² - Taouli Mustapha Kamel - Polycopie du module de marché financier - Université de Tlemcen - 2009 /2010.

³ - Ibid.

➤ **مؤشر SBF 250**: يحتوي هذا المؤشر على 120 قيمة التي تكون مؤشر SBF120 بالإضافة إلى 130 قيمة أخرى مسعرة بطريقة مستمرة. هذا المؤشر باختلاف المؤشرات الأخرى يعتبر مؤشر قطاعي يتركب من 3 قطاعات. حيث أن عينة ها المؤشر تحتوي على قيم منقولة لشركات ذات رسملة كبيرة من كل قطاع. والهدف من هذا المؤشر هو تمثيل تطور كل من السوق الفرنسي بما فيه لسوق الأولي والسوق الثاني و السوق الجديد. كما يعتبر هذا المؤشر وسيلة قياس مرجعية في المدى الطويل لتسيير محافظ الأسهم.

إن كل من هذه المؤشرات الفرنسية لاتحسب بطريقة حسابية للأسعار وإنما بطريقة مرجحة برسمة البورصة للشركات التي تكون أي مؤشر. والشكل العام الذي يسمح بحساب المؤشر هو بالشكل التالي:

$$P = 1000 \times \frac{\text{مجموع الرسملة اليومية للقيم}}{K \times CB}$$

K : معامل التصحيح للقاعدة (في حالة : القبول ، الشطب، بعض العمليات على رأس المال).

CB : معامل الرسملة الأساسية في 12/31 للسنة المرجعية.

2. **مؤشر Dow Jones**: يعتبر هذا المؤشر الأكثر أهمية من بين كل مؤشرات البورصة العالمية، كما أنه قديم تم ابداعه سنة 1896 وهو مؤشر مرجعي للسوق الأولي المالي العالمي (بورصة نيويورك)، يحتوي على 30 قيمة لشركات لها رسملة البورصة كبيرة.
3. **مؤشر NIKKEI** : هذا المؤشر هو لبورصة طوكيو يحتوي على 225 قيمة ودراسته جد هامة لأنه يمثل كل المنطقة الاقتصادية في آسيا.

المطلب 4 : كيفية تداول الأوراق المالية :

أولاً: المستثمرون والوسطاء الماليون (1)

¹- ينظر:

- زياد رمضان – مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص ص : 132 – 140.

- محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص ص : 23 – 28.

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات بورصات أوراق، دار الشروق، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2005،

ص ص : 49 – 51.

- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية -

مصر، الطبعة الأولى، سنة 2006، ص 126.

- Lawrence Gitman – Michael Joehnk, op – cit, P7.

- Zvi Bodie – Robert Merton, finance, pearson éducation, France, 2^{ème} édition, 2007, PP :60 – 62.

يتم التعامل في سوق رأس المال من خلال ثلاث فئات: فئة المقرضين، فئة المقترضين وفئة الوسطاء الماليين.

I- فئة المقترضين: تعتبر أهم طرف من أطراف التعامل داخل البورصة وبدونهم لا يمكن للبورصة أن تمارس أي عمل من أعمالها وتتمثل هذه الفئة في المصدرين كالدولة والإدارات العمومية والجماعات المحلية. كلهم بحاجة إلى مبالغ معتبرة من الأموال لتمويل التجهيزات العمومية بالإضافة إلى المؤسسات هي كذلك بحاجة إلى التمويل حتى تغطي احتياجاتها، حيث يتم الحصول على الأموال النقدية المطلوبة عن طريق الإصدارات المالية في السوق الأولية.

II- فئة المقرضين المستثمرين: وتشمل المستثمرين من عائلات ومؤسسات مختلفة من كل القطاعات مثل البنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار حيث تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها وترغب بتوظيف مدخراتها في السوق المالية وشراء أوراق مالية إما في السوق الأولى من الجهة المصدرة أو في السوق الثانوي من حملة الأوراق المالية التي قد قامت بشرائها من الجهة المصدرة في السوق الأولى.

III- فئة الوسطاء الماليين: يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى حيث يقومون بأعمال الترويج وضمان الاكتتاب في الأوراق المالية كأن يرتبون للجهة المصدرة الحصول على قرض من شخص له القدرة على التمويل، ولا تتوقف مهمة الوسطاء عند مجرد تلقي اكتتاب الجمهور بل تشمل تقييم الإصدار والدراسة الفنية لهيكل تمويل الشركة و الضمانات الكفيلة لحماية الجمهور وإدارة عملية التسويق واختيار وكلاء البيع للجمهور. ويقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي حيث أنه يعتبر من بين الأخصائيين المحترفين في الشؤون المالية ذوي الخبرة والكفاءة في التعامل على الأوراق المالية وطريقة تداولها إلى جانب حيادهم التام في عقد الصفقات ويقتصر عليهم فقط امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة من وسيط معتمد طبقاً للقانون. فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق الوسطاء المقيدون في القائمة المعتمدة في لجنة السوق. وعند قيام الوسطاء بمهنتهم يجب عليهم إتباع القواعد التالية:

- أن يحرص الوسيط على انجاز الصفقات المالية التي يتوسط فيها على أرضية البورصة *on the floor* وليس خارجها.
- أن يتعهد بالحفاظ على سرية معلومات العميل.
- أن يتعهد بعدم جني أرباح سرية من الصفقات التي ينفذها للعميل عن طريق بيعها أو شرائها بأسعار مخالفة لتلك المعلنة.

- أن يلتزم بعدم قيامه بدور السمسار والوكيل معا حتى لا يقوم بصفقات لحسابه الخاص.
 - الاحتفاظ بسجلات ودفاتر منظمة حيث تخضع جميعها لمراقبة الجهات المختصة بالسوق.
- وقد يقوم الوسيط بالمهام التالية:

1- **السمسرة Brokerage**: لا يقوم الوسيط المالي بدور السمسار إلا بقيود حيث أنه مقيد برغبة العميل صاحب الأوراق المالية كما أنه يؤدي خدماته في حدود الأوامر التي يصدرها إليه هذا العميل تعرف بأوامر البورصة حيث أنها محكومة بعنصرين:

- سعر التنفيذ: ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيع أو شراء.

- وقت التنفيذ: ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلوله بتنفيذ الصفقة.

2- **صناعة الاسواق Market Making**: يقوم الوسيط بدور صانع السوق Market Maker من خلال

ممارسته لمهته في بيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق على مستوى السوق الثانوي وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه وتتمثل خدمات صانع السوق فيما يلي:

- توفير السيولة اللازمة للسوق المالي وذلك عن طريق ممارسته دور نشط في تفعيل آلية السوق

بالتحكم في حركة العرض و الطلب.

- المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل من خلال لعب دور المشتري في حالة الانخفاض

الحاد في الأسعار و البائع في حالة الارتفاع الحاد في الأسعار. وبذلك يلعب صانع السوق دورا هاما في

المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في الحجم المتداول منها.

3- **التعهد بتغطية الإصدارات الأولية Underwriter**: حيث يمكن للوسيط الذي يكون في هذه الحالة بنك

الاستثمار أن يتعهد للجهة المصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة بالإضافة إلى ذلك يتوجب

عليه إعادة شراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات

3- **الاستشارة المالية**: يقوم الوسيط بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية وذلك حسب

شروط الاتفاقية حيث يوجد نوعان من الاتفاقيات هما:

- الاتفاقية الاستشارية: ويمارس الوسيط بموجبها دور المستشار بالنسبة للعميل فيتعهد بالإشراف المستمر على استثماراته كما يمكن له تقديم توصيات محددة بشأن أوجه الاستثمار وكذلك بشأن سياسات استثمارية محددة دون أن يصل دوره في ذلك إلى دور متخذ القرار.
 - الاتفاقية الإدارية: ويمارس الوسيط بموجبها مسؤولية إدارة محفظة العميل وذلك في إطار إستراتيجية الاستثمار الخاصة بالعمل حيث يمكن للوسيط عقد الصفقات الخاصة بمحفظة العميل سواء بالشراء أو البيع.
- بالإضافة إلى هذه المهام هناك وسطاء يتمثلون في منظمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (opcvn) تقوم بتجميع أموال مجموعة من المستثمرين وتوظيفها في محفظة أوراق مالية. ومن بين هذه المنظمات يوجد: مؤسسات استثمار ذات رأس مال متغير (sicav) وصناديق الاستثمار حيث يطلق عليها مسميات مختلفة ففي فرنسا تدعى الصندوق المشترك للتوظيف (FCP) والفرق بين SICAV و FCP هو أن SICAV لها رأس مال مفتوح يتغير كل يوم من خلال قيام هذه المؤسسات إما بإصدارات جديدة للأوراق المالية أو إعادة شراء الأوراق المالية المتواجدة. أما FCP فلها رأس مال مغلق ثابت لا يتغير إلا على مستوى البورصة.
- من مزايا OPCVM أن الأموال المجمعّة تسير كل المعاملات و الأرباح تعاد استثمارها ويصبح لكل عضو محفظة أوراق مالية متنوعة وهذا يؤدي إلى زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات للاستثمار فيها.

ثانيا : أوامر البورصة:

تمثل البورصة موقعا لتعامل وحدات العجز والفائض وعبر آليات بيع وشراء وتحديد الأسعار وتتضمن مجموعة من الأعضاء يمارسون عملية الوساطة لإتمام تعاملات المستثمرين حيث بعد أن يتعاقد العميل أو المستثمر مع احد الوسطاء، يقوم هذا العميل بإصدار أمر بيع أو شراء للوسيط وبعد تنفيذ الأمر يتم نقل ملكية الأوراق المالية.

- 1- التعريف بأمر البورصة⁽¹⁾: يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطي للشخص المختص أي الوسيط ويجوز أن يوجه الأمر إلى احد مستخدمي الوسطاء (أشخاص تابعون لهم

¹- ينظر:

- محمد يوسف يامين، مرجع سبق ذكره، ص85.

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص248.

- أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص : 172- 173.

- ولحسابهم وتحت مسؤولياتهم) المكلفين بالعمل داخل البورصة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط ويجب أن تشمل الأوامر على ما يأتي:
- **حجم الطلب:** يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر.
 - **المدى الزمني:** وتتضمن أوامر المستثمرين مدة زمنية تمنح للوسطاء لتنفيذ الأمر حيث يوجد أوامر ذات زمن محدد وأوامر ذات زمن مفتوح، فالأوامر ذات الزمن المحدد تتمثل في طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد. أما الأوامر ذات الزمن المفتوح تتمثل في طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها حيث تكون سارية حتى يلغيتها المستثمر.
 - **أهلية معطي الأمر:** إن تنفيذ الأمر يترتب على عاتق صاحبه التزامات مختلفة لذلك من الضروري أن يصدر عن شخص متمتع بكامل أهليته.
 - **تحديد الأمر:** يجب أن تكون أوامر البورصة محددة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل وهذا يتطلب بيان نوع الورقة موضوع التعامل وكميتها والسعر المطلوب والجهة المصدرة لها. كما يجب بيان نوع الورقة إن كانت أسهما أو سندات، وتحديد نوع الأسهم إن كانت أسهما عادية أو أسهم ممتازة. أما فيما يتعلق بالسندات فيجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار.

2- أشكال أوامر البورصة⁽¹⁾:

تختلف طريقة تحديد الأوامر باختلاف نظام التسعير المتبع في البورصة . ففي الأسواق حيث يحصل التسعير بالمناداة Cotation à la criée أو عبر الدرج (Par Casier) وأيضا عبر الصندوق (Par Boite) يمكن تحرير الأوامر إما بالأفضل (Au mieux) إما بسعر محدد (Cours Limité)، إما بسعر محدد يتوافق مع عبارة «Stop». أما في الأسواق التي تتبع نظام التسعير المتواصل (En Continu) فيتم تحرير الأوامر بسعر السوق "Au prix du marché" أو بسعر محدد. وفيما يلي أشكال أوامر البورصة:

1- الأمر بسعر محدد L'ordre à cours limité: بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط

السعر الذي يشتري به الورقة المالية أو سعر البيع مسبقا حيث يمثل هذا السعر الحد الأدنى في البيع والحد الأقصى في الشراء. ومن مساوئ هذا الأمر انه قد لا تتاح الفرصة لتنفيذه إذا كانت هناك فوارق قليلة بين السعر المحدد بالأمر والسعر المعروض في السوق.

¹- ينظر: - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية والنقدية، (الجزء 01)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 122 - 125.

- أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص: 173 - 176.

2- الأمر بسعر محدد يترافق مع عبارة «Stop»: قد يترافق الأمر بسعر محدد مع عبارة

«Stop» حيث ينتهز المستثمر فرصة تغيير الأسعار. إذ في حالة الشراء يعني الأمر «Stop» أن المشتري يشتري مجرد أن يجري تجاوز السعر. وفي حالة البيع فإن الأمر ينفذ اعتباراً من اللحظة التي ينخفض فيها السعر عن المستوى المحدد. هذا الأمر يستخدم غالباً في حالة البيع من أجل الاحتراز لمواجهة تدهور أسعار الأوراق المالية. إن الأمر «Stop» قد لا يشكل ضماناً ويجب أن يكون خاضعاً باستمرار للمراقبة.

3- الأمر بسعر السوق: بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في

السوق. هذه الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهارته وكفاءته بالحصول على سعر أحسن عرض عند أمر الشراء، أو الحصول على سعر أحسن طلب عند أمر البيع.

4- الأمر بالسعر الأفضل: تقنية تضمن للمستثمر التنفيذ الكامل لعمليته مع عدم اشتراط أي سعر.

ففي حالة الشراء إذا عرف سعر الورقة المالية المرغوب بها ارتفاعاً حاداً فإن المستثمر قد يقاد إلى دفع سعر أعلى من ذلك الذي كان يتمناه. على العكس من ذلك فالانخفاض السريع للأسعار قد يقود المستثمر إلى بيع أوراقه المالية بسعر أدنى من ذلك الذي كان قد تصوره من أجل مواجهة هذه المخاطر. فسعر السوق لا يقبل التنفيذ آلياً وبذلك فهو لا يؤثر على سعر الافتتاح. والأمر بالأفضل ينفذ عند أول سعر مسعر (Cours Coté) بعد تلقيه. وهذا الأمر ليس أولياً أي لا يتمتع بالأفضلية على باقي الأوامر الأخرى. إذ تنفذ قبله كافة أوامر الشراء المحددة على سعر أعلى من سعر الافتتاح وكافة أوامر البيع المحددة على سعر أدنى من سعر الافتتاح.

5- نماذج أخرى من الأوامر: هناك عبارات أخرى ترافق الأوامر في البورصة:

- عبارة "الكل أو لا شيء": وبموجب هذا الأمر يرغب التنفيذ بالكامل مع رفض التخفيض.

- عبارة "بدون التزام": المرفقة بالسعر الأفضل تلزم الوسيط بالبحث عن صفقة مقبولة لا تحدث فجوات كبيرة بالأسعار.

- عبارة "للتقدير **appréciation**": يعني الطلب من الوسيط المحافظة على السعر السابق ومراقبة ظروف السوق لتجنب الفروقات الكبيرة وبما يخدم مصلحة الزبون.

- عبارة الحد الأدنى: وبموجبه يحدد الزبون حد أدنى لتنفيذ الصفقة في حالة الشراء أو البيع.

ثالثاً : أنظمة التسعير⁽¹⁾:

¹- ينظر: - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية والنقدية، (الجزء 01)، مرجع سبق ذكره، ص ص : 126 - 136.

- محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص ص : 104 - 106.

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة ويرتكز التسعير على حجم العرض والطلب للأوراق المالية المراد تبادلها على أن يتحدد السعر على ضوء مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع ويمكن إجراء تسعير الأوراق المالية بأوجه مختلفة.

1- مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع:

إذا أراد مستثمر شراء أسهم مثلاً فإن الوسيط هو الذي يقربه من بائعي الأسهم مطابقاً بذلك بين العرض والطلب للأسهم حيث أن السعر يرتبط بعدد الأسهم المطلوبة والمعروضة. والمبدأ الأساسي هو تلبية الحد الأقصى من الأوامر والسعر المعتمد يجب أن يأخذ بعين الاعتبار الأوامر بالأفضل وجميع أوامر البيع المحددة بسعر أدنى وجميع أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى. وعلى سبيل المثال: يجمع الوكيل المكلف بالتسعير الأوامر التي يتضمنها الجدول (3-02)

عدد الأوراق	بيع	عدد الأوراق	شراء
200	بالأفضل	550	بالأفضل
200	بـ 328	25	بـ 329.5
150	بـ 328.5	50	بـ 329
75	بـ 329	100	بـ 327.5
250	بـ 329.5	200	بـ 327

الجدول 3-01: موجز الأوامر في البورصة

المصدر: وسام ملاك - البورصات والأسواق المالية والنقدية (الجزء 01) - مرجع سبق ذكره - ص 127

وبمقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع نحصل على الجدول (4-01)

الشراء		السعر	البيع	
عدد الأوراق المطلوبة	عدد الأوراق المتراكم		عدد الأوراق المعروضة المتراكم	عدد الأوراق المعروضة
550	550	بالأفضل	-	-
25	575	329.5	875	250
50	625	329	625	75
00	625	328.5	550	150
00	625	328	400	200
100	725	327.5	200	0
200	925	327	200	0
-	-	بالأفضل	200	200

جدول 01 - 4 : مقابلة أوامر الشراء والبيع

المصدر: نفس المرجع السابق - ص 129

فهذا الجدول يبين عدد الأوراق التي يجب شراؤها عند المستوى المقابل للسعر وعدد الأوراق التي يجب بيعها عند المستوى المقابل للسعر. فالمكلف بالتسعير (Coteur) يمكنه اعتماد سعر 329 حيث توجد 625 ورقة معروضة مقابل 625 ورقة مطلوبة.

عندها يصبح العرض مساويا للطلب وتلبي كافة الأوامر بالأفضل وكذلك الأوامر عند سعر 329.

2- تقنيات التسعير :

أ- التسعير بالمناداة **Cotation à la criée**: تحديد السعر بالمناداة يجيب على رغبة العدد

الأقصى من المتدخلين. فالسعر يعلن مقابل اسم الورقة المالية عن سعر أمس. فيبحث الوكلاء المتداولون بين وكلاء شركات البورصة عن طرف مقابل استنادا إلى السعر المعلن. فالبعض منهم يجد طرفا مقابلا والبعض الآخر قد لا يجد والمكلف بالتسعير قد يقترح سعرا جديدا إذا تبين أن هناك طلبا يفوق العرض. والعملية تتكرر طالما استمر بروز مشتريين جدد وحتى يجد هؤلاء بائعين مقابلين. إذن يعلن عن سعر يتم إشتهاره وهذا السعر يعرف بـ Fixing الذي يستخدم كمرجع بالنسبة لكافة العمليات. والتسعير يتم بمناداة الوكلاء بأعلى

أصواتهم على العروض والطلبات التي في حوزتهم باستعمال عبارات " لديّ j'ai " و"أخذ je prends" ونظرا للضجيج قد تستعمل إشارة باليد أفقيا في حال الشراء وعموديا في حال البيع.

ب- **التسعير عبر الدرج Cotation par casier**: قد يقترح مجلس بورصات القيم CBV تسمية

إحدى شركات البورصة لكي تقوم بتسعير أوراقه حيث يوضع بتصرفها بموجب هذه الطريقة درج Casier يودع فيه باقي الوكلاء أوامرهم المتعلقة بالقيم المقابلة. في نهاية الفترة يقوم احد الوكلاء بإجراء جرد بالطلبات والعروض مشترطا السعر والكمية ومحددا في النهاية سعرا يجيب على رغبة اكبر عدد من المتعاملين (Opérateurs).

ج- **التسعير عبر الصندوق La cotation par boîte**: هذا الإجراء هو قريب من التسعير عبر

الدرج لكنه يوضع تحت المراقبة واستخدامه يحصل استثنائيا.

د- **التسعيرة الآلية المستمرة Cotation automatique continue**: هذا النظام وضع في

الاستخدام في بورصة باريس بدءا من العام 1985 ليختص بـ 5 قيم مسعرة بعدها توسع النظام CAC ليطاول كافة القيم المتحركة المتداولة في باريس والمناطق. ولكي يحل مكان الطرق التقليدية للتسعير. والأسعار التي تسعر بهذه الطريقة هي الأسعار التي تعرف تعاملات كثيرة وذلك كل 30 ثانية أو عند استقبال الأوامر. هذا النظام يعمل من خلال مبدأ المقابلة الدائمة للأوامر المدخلة في دفتر التسعير عبر المعلوماتية ويظهر عمل النظام على الشكل التالي:

أول سعر عند الافتتاح هو سعر التوازن للأوامر المقدمة خلال فترة ما قبل الافتتاح أما تحرك الأوامر فيحدث على الوجه الآتي: يصدر المستثمر أمرا لدى مؤسسة مالية، ثم يدون الأمر في الدفتر ومن ثم ينقل على الشاشة. هناك نظام آخر يقوم بنقل هذه الأوامر إلى كميوترات التسعير بالإضافة إلى نظام يقوم بنشر المعلومات وبالتسديد والتسليم.

رابعا : المقاصة وتسوية العمليات⁽¹⁾:

¹- ينظر: - زياد رمضان - مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص143.

- أرشد فواد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص : 177 - 184.

- حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص25.

- عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 50 - 54.

- [http://www.wikipédia.org/wiki/bourse\(econimie\)](http://www.wikipédia.org/wiki/bourse(econimie)).

- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, op – cit, P35.

تتم تسوية العمليات بعد تنفيذ الأمر حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ وذلك بقيام البورصة بإرسال جميع العمليات إلى شركة المقاصة والتسوية لتقوم بدورها بإضافة الأوراق المالية المشتراة إلى المشترين وبخصم قيمة هذه الأوراق وسدادها إلى البائعين. وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار.

والبورصة تسمح بتخفيض مخاطر الطرف المقابل التي تتمثل في عدم التسديد أو التسليم فهي تعرض ضمان لمقدمي الأوامر من خلا قيام غرفة المقاصة بالنيابة عن العضو المفلس وتسدّد أو تسلّم الأوراق المالية حيث أن هذه الغرفة تشترط أن يضع المتدخلون كفالة مع العقد. هذه الكفالة تسمح بتسديد كل الخسائر المحتملة وإذا تجاوزت الخسارة مبلغ الكفالة فعلى المتعامل في البورصة تغطيتها أي ما يسمى بطلب غطاء إضافي Appel de marge أو تغطية مركز مكشوف Couverture des positions.

إن التسوية قد تتم من خلال عمليات آنية، أو عمليات آجلة، التداول بالهامش، والبيع القصير، وفيما يلي مضمون هذه العمليات:

1- **العمليات الآنية Spot Opérations** : تسمى أيضا الأسواق العاجلة حيث تنصب عملياتها على التعامل نقدا والتسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل بمعنى أن بائع الأوراق المالية يقبض مبلغ مبيعاته فور نقل ملكية هذه الأوراق وتسليمها إلى مشتريها. وهذا على الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول.

2- **العمليات الآجلة**: مثل نظام التسديد المؤجل (SRD) المعمول به في بورصة باريس عوض التسديد الشهري. وفقا لهذا النظام البائع يبقى مالكا للأوراق المالية حتى يوم تسليمها إلى الشاري الذي يقوم يومها بالتسديد.

3- **التداول بالهامش Margin Trading** : يمثل التداول بالهامش بعمليات الشراء الجزئي ويعرف بأنه المبلغ النقدي الذي يعرضه المستثمر كنسبة من قيمة الصفقة على أن تمول النسبة المتبقية باقتراضها من أية مؤسسة مالية تقبل التعامل مع الهامش. وتمثل قيمة المدفوعات النقدية هامشا مبدئيا Initial Margin لصفقة الشراء يحدد بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة الهامش المبدئي} = \frac{\text{المبلغ المدفوع نقدا/القيمة السوقية للورقة المالية}}{\text{Initial Margin}}$$

وفي ظل هذا الأسلوب من التعامل يفتح العميل حسابا للهامش Margin Account لدى الوسيط وبمقتضى اتفاق خاص يقوم هذا الوسيط بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة النقدية المدفوعة كهامش أمان على أن تودع الأوراق المالية محل الصفقة كرهن لضمان سداد قيمة القرض. كما تسجل الأوراق المالية باسم الوسيط وليس باسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه وذلك لان

حتى ولو انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة فسيظل الوسيط قادرا على استرداد قيمة القرض من حصيلة بيع الأوراق المالية المسجلة باسمه. كما أن الوسيط يدفع فائدة على القرض للبنك فيما يقوم العميل بسداد سعر الفائدة للوسيط يزيد عن المعدل الذي دفعه تعتبر بمثابة عائد للوسيط.

4- البيع القصير (البيع على المكشوف) Short Selling : إن معظم المستثمرين يشتركون

الأوراق المالية أولا ثم يقومون ببيعها فيما بعد. بينما البيع على المكشوف هو أن يقوم المستثمر ببيع أوراق مالية لا يمتلكها (أوراق مقترضة من احد الوسطاء) في وقت إتمام الصفقة على أن يقوم بشرائها بعد ذلك بسعر اقل من سعر البيع ويعيدها لصاحب الأوراق الأصلي (مقرض الأوراق). والهدف من هذه العملية هو تحقيق أرباح من خلال زيادة عوائد البيع على قيمة تكاليف شراء الأوراق المالية. ولكي يتم حماية المقرض فانه يتعين على المقرض (وهو البائع على المكشوف) أن يودع مبلغا نقديا يوازي القيمة السوقية للأوراق التي يتم اقتراضها لدى المقرض، ومن جهة المبدأ يتم إيداع الثمن الذي يقبضه البائع على المكشوف من المشتري لدى المقرض وإذا ارتفعت أسعار الأوراق أثناء فترة الاقتراض فانه يتوجب على المقرض أن يودع مزيدا من النقود لتغطية الفرق في السعر، أما إذا انخفضت الأسعار فان البائع على المكشوف يمكنه أن يسترد الفرق في السعر. يطلق على هذه الإجراءات أي تعديل المبلغ المودع حسب حركات السوق مصطلح "المبلغ قد تم ربطه بحركة السوق" Marked to Market وعندما يتم إرجاع الأوراق المقترضة يتم استرجاع المبلغ المودع.

خامسا : المشتقات المالية (1):

إن التعامل بالمشتقات المالية من المستحدثات في الأصول المالية في إطار ما يسمى بالهندسة المالية التي تتمثل في التطوير والتطبيق الخلاق للتكنولوجيا المالية لحل المشاكل التمويلية والاستفادة من الفرص التمويلية. فمن خلال المشتقات المالية يتم تعظيم العوائد وتجاوز المخاطر وتوفير السيولة في السوق المالي وتحسين كفاءته، ويستعمل مصطلح المشتقات المالية Financial Derivatives لتمثيل الأدوات المالية التي اشتقت قيمتها من أداة مالية أساسية تسمى أصل ضمني Sous-jacent قد تتمثل في أسهم أو سندات. وتتمثل المشتقات المالية في العقود المستقبلية (Futures) وعقود الخيارات (Options).

1- عقود الخيارات Options:

¹- ينظر : - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، اليازوري - عمان، سنة 2009، ص ص : 99 - 102.

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ص : 133 - 136.

الخيار عقد يعطي حامله الحق في شراء أو بيع الأصل المالي بسعر محدد سابقا يسمى بسعر التنفيذ (Strike Price)، وقيمة الخيار هي العلاوة (Premium) التي يدفعها مشتري الخيار حتى يصبح مالكا للخيار. وقد تنفذ الخيارات وفق الطريقة الأمريكية أو الطريقة الأوروبية. فالخيارات الأمريكية تنفذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه (تاريخ الاستحقاق). أما الخيارات الأوروبية لا يمكن تنفيذها حتى تاريخ الاستحقاق. والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يسمى خيار الشراء Call Option بينما يسمى العقد المتضمن حق البيع بخيار البيع Put option.

أ- **خيار الشراء Call Option** : يقصد به أن يكون لمشتري خيار الشراء الحق المطلق في

ممارسة هذا الخيار أو عدم ممارسته ، بما أن دافع تعاقدته مع محرر عقد خيار الشراء (البائع) هو توقعات المضاربة للحصول على ربح خلال فترة العقد حيث إذا لم تتطابق توقعات المشتري بشأن ارتفاع الأسعار فله مطلق الحرية بالامتناع عن التنفيذ وتكون خسارة المشتري عبارة عن مقدار العلاوة المدفوعة لمحرر الخيار. وهذا يعتبر خيار خاسر (Out of the money). وإذا تحققت توقعات المشتري بشأن ارتفاع الأسعار فيمارس حقه في تنفيذ عقد الخيار وتكون الأرباح عبارة عن:

صافي الأرباح المحققة = سعر الأصل وقت تنفيذ الخيار - (السعر في عقد الخيار + العلاوة)

وهذا يعتبر خيار مربح (In the money).

أما إذا كان سعر السوق مساوي لسعر التنفيذ فهذا يعتبر خيار متكافئ (At the money).

ب- **خيار البيع Put Option** : يقصد به أن يكون لمشتري خيار البيع الحق المطلق في تنفيذه لبيع

الأصول أو عدم تنفيذه بما أن دافع تعاقدته هو التحوط لتوقعه انخفاض قيمة الأصل بتاريخ التنفيذ (تاريخ الاستحقاق). فإذا كان سعر السوق في تاريخ التنفيذ أكبر من سعر التنفيذ فمشتري الخيار لا يبيع الأصل لأنه في حالة التنفيذ سيضحي بمبلغ يحسب بالشكل التالي:

مقدار التضحية = سعر الأصل في تاريخ التنفيذ - (السعر في عقد الخيار + العلاوة)

2- العقود المستقبلية Futures:

وجدت تقنيات قيام العقود المستقبلية نتيجة تطور التعامل بالعقود الآجلة (Forwards) ، والعقود الآجلة هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين حيث تتعاقد مؤسستين على إتمام الصفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق. ويتخذ احد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا Long position

ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم Delivery price أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً Short Position ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه. وتتم تسوية العقد عند استحقاقه حيث يقوم البائع بتسليم الأصل إلى المشتري مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم. وتكون قيمة العقد الآجل صفراً عند إبرامه، كما يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب تحركات سعر الأصل حيث إذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب بينما البائع يتحمل خسارة لان الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من القيمة المتفق عليها في العقد. بينما يعني هبوط السعر إلى أقل من سعر التنفيذ فإن المشتري سوف يخسر بينما يكسب البائع لان الأصل سوف يباع بسعر أعلى من القيمة المتفق عليها في العقد. فالصورة الأولى للعقود المستقبلية هي العقود الآجلة ولكن من أهم الاختلافات بينهما تتمثل في انخفاض مخاطر الائتمان أو عجز السداد للالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة ويعود ذلك إلى أن إبرام العقود المستقبلية يستدعي ضمان أو إيداع الأموال كضمان لدى الوسيط (الهامش المبدئي)، وهذه الإيداعات يضاف أو يسحب منها لحساب الهامش اليومي كانعكاس للتغيرات في أسعار السوق. ففي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر الإقفال (سعر التسوية Settlement) لكل عقد مستقبلي وبموجب ذلك تجري تسوية المركز المالي لأطراف العقد من خلال غرفة المقاصة التي تمارس دور البائع لكل المشتريين وعلى العكس من ذلك تأخذ دور المشتري لكل البائعين. وهكذا يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها سلسلة من العقود الآجلة اليومية حيث تجري تسوية عقود أمس وتحرير عقود اليوم مرة أخرى وهكذا. ومن الفروق بين العقود المستقبلية والخيارات طابع الالتزام في الأولى مقارنة بحرية التنفيذ للثانية.

المطلب 5 : إدارة وتنظيم التعامل في البورصة :

إن التعامل بالأوراق المالية لا يمكن أن يتم إلا بعد قيد الشركات أي تسجيلها في البورصة حيث يشترط أن تكون الشركة مثلاً التي تطرح أوراقاً مالية شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم (شركات أموال)، إذ لا يحق لشركات التضامن وشركات التوصية البسيطة (شركات الأشخاص) إصدار الأسهم في حين يحق لشركات الأموال القيام بذلك ولأن المشاركة فيها تتم على أساس المساهمة المالية فيها عن طريق الأسهم في حين أن المشاركة في شركات الأشخاص تقوم على أساس الأشخاص ذاتهم وتتم عادة من خلال حصص كبيرة الحجم من رأسمال الشركة، وبالتالي لا يتفق تداولها مع طبيعة عمل البورصة¹.

¹ - فليح حسن خلف - مرجع سبق ذكره - ص ص 318-319.

والشركة التي تطلب القيد يجب عليها أن تستوفي شروط القيد وهذا بهدف¹:

- حماية أموال المستثمرين لكي يضمنوا المتاجرة بأموالهم في "بضاعة رابحة" من خلال ضمان توافر جميع المعلومات التي يستطيع المستثمر الاستفادة بها في الوقت المناسب بحيث تكون هذه المعلومات متوافرة ومتاحة للجميع بأقل تكلفة. لهذا يوجد ما يعرف باسم قواعد الإفصاح أي قواعد تلزم الشركة بالإفصاح عن جميع المعلومات الخاصة بها حتى يستطيع المستثمرون التعرف عليها لكي يكونوا علي بينة قبل اتخاذ قراراتهم بالاستثمار في هذه الشركة وهو ضمان ألا تقتصر المعرفة بالمعلومات الداخلية للشركة على فئة محدودة من الناس قد تستغلها للتلاعب بالأسهم لتحقيق مصالحها الخاصة.

- تشجيع الشركات ذات الموقف المالي القوي على القيد بالبورصة حتى تستفيد من ذلك عن طريق توافر سيولة مالية ناتجة عن تداول أوراقها المالية في البورصة وتحقيق الأرباح.

- تسجيل الشركة في البورصة يحقق لها شهرة أوسع ويشمل نوعا من الدعاية والإعلان عن الشركة وعن أوراقها المالية التي يتم تسجيلها في البورصة ومن ثم فإنه يمثل نوع من الدعم لها ويسهم في توفير الثقة بها بالأوراق بها وبالأوراق الصادرة عنها.

كما يتوجب وجود وكيل القيد يتولى القيام بعملية قيد الشركة في البورصة وهذا بعد استيفائه الشروط التالية²:

- تحقيق الجدية في عملية القيد مع التأكد من صحة وسلامة مستندات القيد المقدمة.

- أن يكون مكتب المحاسبة أو المراجعة أو المحاماة أو شركة للاستشارات أو من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو البنوك

- أن يكون له مقر محدد ومعروف.

- أن يتمتع بالخبرة الفنية والقانونية المناسبة.

¹ - حسن حمدي - مرجع سبق ذكره - ص ص : 131-132.

² - نفس المرجع السابق - ص 132.

- أن يعمل باستقلال عن الشركات المصدرة للأسهم والسندات بمعنى أن لا يكون من المكاتب التابعة لها.
- أن يقوم بتقديم تقرير سنوي إلى البورصة يبين فيه نشاطه في مجال قيد الأوراق المالية.
- وحتى يتم تسجيل الأوراق المالية في البورصة يكون مطلوب عادة تقديم ملف التسجيل بما يأتي¹:
- نسخة من عقد تأسيس الشركة ونظامها الداخلي.
- النشرة الخاصة بإصدار أوراقها المالية أي وثيقة إعلام فيما يتعلق بالقبول في السوق الأولي.
- نسخة العقد بين الشركة المصدرة وبنك الاستثمار في حالة وجوده.
- ميزانية تفصيلية للسنوات الثلاث السابقة في حالة الشركات القائمة وقائمة دخلها وحساب الأرباح والخسائر.
- نماذج من أوراقها المالية (أسهم سندات).
- رسالة طلب تسجيل حيث يتم نشر هذا الطلب على موقع الانترنت وفي النشرة اليومية التي تصدرها البورصة.
- وللجنة البورصة إما الإبقاء على تسعير الأوراق المالية في البورصة إما شطبها وتحويلها إلى السوق غير الرسمي كما يمكن للجنة إيقاف التعامل على الأوراق المالية للشركة في الحالات التي تمثل تهديدا خطيرا لاستقلال التعامل في السوق وبالأخص في الحالات التالية²:
- انتشار شائعات عن الشركة في السوق ولم تقم الشركة بتأكيدها أو نفيها.
- عدم توازن قوى العرض و الطلب على الأوراق في السوق.
- عدم التزام الشركة بالقواعد الخاصة بتوزيعات الأرباح.
- مخالفة الشركة لأي من القواعد الخاصة بالقيد في البورصة.

¹ -Maïr Fereres , Gérard Rivière – L'introduction en bourse : mode d'emploi – ed. d'organisation – Paris – 2 ème tirage - 2000 – P 34.

² -Ibid – PP : 35 - 36.

- أن تطلب الشركة ذلك بسبب تحقق حدث أو توفر معلومات هامة تتطلب الإفصاح الفوري.

وهكذا فالسهم الذي يتم تداوله في البورصة يطلق عليه السهم المسجل ، فمثلا في بورصة نيويورك تتلخص الشروط الخاصة للتسجيل كالاتي¹ :

- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار.
- أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس مال الشركة.
- ألا تقل القيمة الاسمية لأسهم الشركة عن 18 مليون دولار.
- ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة.
- أن يملك 2000 مساهم كحد أدنى ، كل منهم 1000 سهم على الأقل.

بالإضافة إلى الشروط السابقة هناك شروط عامة للتسجيل في بورصة نيويورك تتمثل فيمايلي:

- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي.
- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة ولها وضع متميز.
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

¹- Maïr Fereres , Gérard Rivière – Op.cit – PP : 36 -43.

تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها بالتالي⁽¹⁾:

1- لجنة أو مجلس إدارة البورصة:

حيث أنها تهدف إلى حسن سير العمل في البورصة في حين أن بورصة باريس تشرف عليها هيئة تسمى بهيئة الأسواق المالية (AMF) Autorité des Marchés Financiers جاءت نتيجة اندماج لجنة عمليات البورصة (COB) Commission des Opérations de bourse ومجلس الأسواق المالية Conseil des Marchés Financiers ، بالإضافة إلى Euronext باريس التي تعتبر مؤسسة السوق التجارية تدير بورصة باريس وتتكفل بتأمين التنظيم والتعامل اليومي لأي لجنة أو هيئة مشرفة على أي بورصة تتمثل مهامها عموماً فيما يلي:

- التطوير الذي يمكن أن يتم من خلال: إيجاد البيئة الملائمة لحماية الادخار المستثمر في كل التوظيفات، وتشجيع وتطوير عمليات إصدار الأوراق والأدوات المالية والتحفيز على التعامل بها، وإيجاد الوسطاء للتعامل بالأوراق المالية.
- توفير البيانات والمعلومات اللازمة للتعامل في السوق بشفافية، وهذه المعلومات تكون خاصة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها والوسطاء في السوق، وهذا طبعاً مع التأكد من سلامة المعلومات والبيانات هذه من خلال مراقبتها بواسطة منح "وثيقة إعلام Visa" بالإضافة إلى توفير الآلية التي تجعلها متاحة لكافة المتعاملين.
- سلطة تنظيمية للتعامل في الأسواق في مجالات خاصة مثل المعلومات للمصدرين، مهام الوسطاء، العروض العمومية وذلك بإصدارها: توصيات، إشعارات، تعليمات واستشارات.

¹: ينظر :

- فليح حسن خلف - مرجع سبق ذكره - ص ص : 314-319.
- حسن حمدي - مرجع سبق ذكره - ص ص : 180-182.
- فيصل محمود الشواورة - مرجع سبق ذكره - ص ص : 59 - 60.
- صلاح السيد جودة - بورصة الأوراق المالية ، علمياً - عملياً - الإشعاع - الإسكندرية، مصر - سنة 2006 - ص 33.
- محمد الصيرفي - البورصات - دار الفكر الجماعي ، الإسكندرية - مصر - الطبعة (1) ، سنة 2006 - ص 118.
- ضياء مجيد - البورصات، أسواق المال وأدواتها - مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2005. ص ص : 17-20
- Michel Fleuriet, Yves Simon - Op.cit. -2006.
- Clara Barilari, Marion Stuchlik - Institutions économiques et Financières - ed. d'organisation - Groupe Eyrolles. Paris - 2006 - P 131.
- Paul Jacques Lehmann - Op.cit. pp : 64-77.
- Maïr Fereres, Gérard. Rivière - Op.cit. pp : 28-30.

- سلطة إدارية خاصة: حيث يمكن للهيئة المشرفة أن توقف مجموعة تداولات في السوق المنظم أو أن تطلب من شركة البورصة عدم تداول أداة معينة أو الإيقاف المؤقت للتسعيرة، كما يجوز للجنة البورصة إذا طرأت ظروف خطيرة أن تقرر بأغلبية خاصة تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار الإقفال في اليوم السابق على القرار.
- الرقابة و الإشراف على عمل البورصة للتأكد من ضمان أن التعامل في الأوراق المالية لا يتم بممارسة طرق غير سليمة أي خلو التعامل هذا من ممارسات الغش و الاحتيال و الاستغلال و المضاربات غير الفعلية (الوهمية) وإن المعاملات تتم بشكل صحيح حسب الأنظمة و القوانين كما يجب على هذه الهيئة التأكد من أن الوسطاء يمارسون عملهم بشكل قانوني ومرخص به وحسب التعليمات و الأنظمة ذات الصلة به.
- سلطة تأديبية على المندوبين و الوسطاء و السماسرة حيث أن الهيئة المشرفة تقرر نوع العقوبة الواجب تنفيذها كما أنها تفحص تقارير المراقبة و التحقيق الذي يفتح عند استلام الشكاوي عن ممارسة عمليات لا تحترم مبدأ الشفافية مثلا التلاعب بالقيمة السوقية التي يمكن أن تمارس مباشرة أو بواسطة شخص يقترح تنفيذ عملية تهدف إلى عرقلة التعامل المنظم للسوق بالأداة المالية وبالتالي تؤدي إلى أخطاء. كما أن التلاعب يمكن أن يحدث بإشاعة أو إفشاء معلومة خاطئة أو سيئة. كما قد تستلم شكاوي عن جرائم الأطراف الداخلية المطلعة التي تحمل معلومات ممتازة باعتبارهم أشخاص إداريين أو مدراء الشركات أو بنكيين أو محللون ماليين (le délit d'initié) وهكذا قد تكون نوع العقوبة غرامة مالية.

2- الجمعية العامة:

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال و الأنشطة وتصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الاصوات.

3- هيئة التحكيم:

وتختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم حيث يتم فض النزاع باستماع هذه الهيئة إلى كافة تفاصيل النزاع على النحو الذي يعرضها به كل طرف ثم يقوم بدراسة المستندات المتعلقة بالنزاع وبعد ذلك يقرر الطريقة المناسبة لحسم النزاع ويعد الحكم الذي يصدر عن الهيئة نهائيا وملزما للطرفين لكن يجوز للمحاكم مراجعته في بعض الحالات . ومن بين النزاعات التي قد تحدث بين الأعضاء المتعاملين:

- توصيات أو استثمارات غير ملائمة : إذ قد يرى المستثمر أن الوسيط قد زوده بتوصيات ونصائح أدت إلى خسارته شيئا من استثماراته أو حالت دون تحقيقه لأرباح كان يتوقع أن يحققها.
- الخطأ: بمعنى أن شركة الوساطة قد ترتكب أخطاء معينة عند تنفيذ أوامر المستثمر فتؤثر على مصالحه.
- التداول بأزيد من المطلوب: ويطلق على هذه الحالة مصطلح Churning وفيها يتهم المستثمر شركة الوساطة بأنها باعت أو اشترت بكمية أكبر من التي أمرها بها.
- استثمار غير مصرح به: وفي هذه الحالة يدعي المستثمر أن شركة الوساطة قد استثمرت أمواله في نوعية معينة من أنواع الاستثمار لم يأذن لها المستثمر بالاستثمار فيها.
- عدم إتباع التعليمات: إذ وفقا للاتفاق الذي يعقده المستثمر مع الوسيط ينبغي ألا يقوم الوسيط بأية خطوات استثمارية لصالح العميل إلا بناءا على تعليماته المتفق عليها.
- عدم الملائمة: والمقصود بذلك أن الوسيط لا يلائم احتياجات العميل أو أهدافه.

4- مندوب الحكومة:

تشرف الحكومة على جميع البورصات ومهمة مندوب الحكومة مراقبة القوانين واللوائح المعمول بها. بهدف تحقيق السوق المنظمة المستقرة التي تضمن تدنية التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في أسعار الأوراق المالية. ويكون حضور المندوب واجبا في اجتماعات الجمعية العامة وجلسات للجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم وله الحق في الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة إذا صدرت مخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها.

فإذا أخذنا مثلا بورصة الجزائر نجد الإطار التنظيمي لها يتكون من هئتين هما¹:

***شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)، والتي تعتبر شركة مساهمة (SPA) تقوم**

بالإشراف على المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة التي تم قبولها في البورصة وهذا بمقتضى نص المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 في 1993/05/23.

***لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : تتكون من رئيس و6 أعضاء وبمقتضى**

نص المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 في 1993/05/23 تتمثل مهام هذه اللجنة في تنظيم ومراقبة

بورصة القيم المنقولة وذلك في المجالات التالية: رؤوس الأموال المخصصة للاستثمار، مدى مسؤولية

الوسطاء ومضمون الضمانات التي يقدمها الزبون، الإصدارات، شروط التأهيل للأشخاص للقيام بالتعاملات

¹ - Mansour MANSOURI - la bourse des valeurs mobilières d'Alger - Ed. houma - Alger - 2002 - PP : 13 - 24.

على الأوراق المالية في البورصة، عمليات المقاصة، تسيير محفظة الأوراق المالية، عروض شراء القيم المنقولة، الإعلان المؤقت للمعلومات حول الشركة المدرجة في البورصة، شروط اعتماد شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير (SICAV) الصناديق المشتركة للتوظيف (FCP)، بالإضافة إلى وظيفة التنظيم لهذه اللجنة، وهناك وظيفة أخرى تتمثل في المراقبة من أجل حماية المستثمرين في القيم المنقولة وضمان الشفافية في السوق.

خلاصة الفصل الأول :

من خلال ما درسناه في هذا الفصل يتبين أن بورصة الأوراق المالية يعتبر سوق في غاية التنظيم لكي تستقطب الادخار من جهة ولكي توفر الحماية للمدخرين من جهة أخرى، وتقوم عادة في مكان محدد ثابت وتتولى إدارتها والإشراف والرقابة عليها لجنة عمليات البورصة أو سائر الأجهزة المتشابهة التي تقوم بنفس الدور حيث أنها تعمل بنظام خاص يحدد إجراءات التعامل فيها وشروطه و تحكم عملها لوائح وقوانين ذات الصلة بها إضافة إلى القوانين التي يتم الالتزام بها قبل المتعاملين في الأوراق المالية سواء كانت أسهم بمختلف أنواعها أو سندات أو أوراق مالية مختلطة. و يقوم الراغبون في الاستثمار في الأدوات المالية هاته والذين يستهدفون تحقيق مكاسب مالية اعتمادا على تغيرات أسعار الأوراق المالية التي يتم تداولها والتعامل بها في البورصة وبالذات من خلال الوسطاء الماليين الذين ينفذون الأوامر التي يكلفون بها من قبل المتعاملين سواء كانوا بائعين أو مشتريين.

فالبورصات تشهد على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة، أنتجت صورا إبداعية لأدوات الاستثمار شكلت عامل جذب للعديد من المستثمرين (أفراد وشركات) فضلا عن دورها الحيوي في المجتمع كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد من سد احتياجاتها المالية حيث تم التعرض لبعض النماذج من البورصات مثل البورصات الأمريكية (وخاصة بورصة نيويورك) كونه يحتل المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياته وتأثيره على باقي الأسواق الدولية ، أيضا البورصات الفرنسية باعتبارها هي أيضا تحتل مكانة ضمن الأسواق الدولية مثلها مثل بورصات اليابان كما تم التعرض لبورصة الجزائر باعتبارها تعاني من عقبات متعددة حالت دون انطلاقتها الفعلية مع اقتراح جملة من الحلول لجعلها أداة تساهم في تمويل الاقتصاد بفعالية.

وبالتالي سنتعرض في الفصل الموالي إلى دور البورصة وكيفية تحقيقها للنمو الاقتصادي.

الفصل الثاني

نور البورصة وكيفية تحقيقها للنمو الاقتصادي

مقدمة الفصل الثاني

إن من يعلم ما حدث في الأيام الأخيرة في البورصات من تقلبات واهتزازات والكوارث والنكبات التي حلت ببعض المستثمرين، قد يظن أن البورصة هي ميدان للمغامرة والمغامرة قد يجني المستثمر منها أموالاً طائلة بضرية حظ أو يخسر كل أمواله. إلا أن موضوع البورصات (أو ما يسمى بالتمويل المباشر) يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات النمو الاقتصادي.

وحسن أداء الاقتصاد الوطني يتطلب وجود أسواق مالية قادرة على التخصيص الكفء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه الأسواق لا ينصب تأثيرها عليها فحسب بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية محدثة تأثير سلبي على الأداء الاقتصادي ككل وهذا بعد حدوث أزمات مالية.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى دور البورصة وكيفية تحقيقها للنمو الاقتصادي وذلك بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول، نتناول فيه التمويل المباشر من خلال إعطاء خصائصه وعملية التمويل عن طريق البورصة، إضافة إلى حتمية كفاءة البورصة والعولمة المالية واندماج الأسواق المالية.

أما المبحث الثاني، نتناول فيه البورصة والنمو الاقتصادي وذلك بالتعريف بمؤشرات النمو الاقتصادي و مؤشرات تنمية البورصة وعلاقة دورة البورصة بالدورة الاقتصادية، ودراسات حول العلاقة بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي، بالإضافة إلى الأزمات المالية وكيفية حدوثها و تداعياتها على اقتصاديات الدول وبعض الطرق المتبعة لمواجهتها.

المبحث الأول : التمويل المباشر

المطلب 1: خصائص التمويل المباشر:

يمكن إجمال أهم خصائص التمويل المباشر فيما يلي¹:

- نظام التمويل المباشر يتم عن طريق البورصة، ويقوم على النظرية النيوكلاسيكية في الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية والدور المركزي للادخار.
- تمويل ذاتي مرتفع للمؤسسات حيث يمكن اعتبار اقتصاد الأسواق المالية باقتصاد الأموال الخاصة خصوصا في حالة التمويل عن طريق إصدار الأسهم.
- لا تمهل الوساطة في هذا النظام وإنما تعتبر كفرع في السوق.
- مشكلة إعادة التمويل ليست أساسية والعودة إلى البنك المركزي جزئية لأن البنوك التجارية لا تعود لتستدين أمام البنك المركزي.
- المديونية للخرينة العمومية يتم توريد جزء منها بالأوراق المالية المتداولة وتشكل القاعدة الأساسية لسيولة الاقتصاد.
- معدلات الفائدة مرنة ويتم تحديدها بحرية وتعتبر بشكل جيد عن العلاقات بين العرض والطلب على رؤوس الأموال.
- يلجأ البنك المركزي في هذا النظام إلى استخدام سياسة السوق المفتوحة.

¹- Ch. Bialès-l' intermédiation financière –in : (Cahiers économique et gestion- n°61-mars-1999-P7)

المطلب 2: عملية التمويل عن طريق البورصة.

تقوم البورصة بدور مهم في تمويل النشاطات الاقتصادية، حيث تنقل الأرصدة القابلة للاقراض، ورأس المال من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، ومن ثم تسهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف تتمثل فيما يلي: (1)

1 - تعبئة المدخرات : تساهم البورصة في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة، العائد والسيولة، ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الوصول المالية أكثر سهولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم والتخصص في تقييم المشروعات الاستثمارية واختيار أكثرها إنتاجية.

2 - إدارة المخاطر المالية: تقوم مؤسسات الوساطة المالية بعملية توزيع للأرصدة المتاحة للإقراض والمتاحة للاستثمار بين المشروعات الاقتصادية المختلفة عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر وإدارتها وفقا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة بها، بما يخفض من تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد، هذا علما بأن أجهزة الوساطة المالية في النظم المالية الأكثر تقدما، لا تنظر فقط إلى استخدامات جارية أفضل للموارد ولكنها تأخذ باعتبارها أيضا الاستخدامات المستقبلية

¹- ينظر: - ذريال أمينة - كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة السواق المالية الخليجية - مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في

العلوم الاقتصادية تحت إشراف: بن بوزيان محمد- كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة تلمسان- 2007/2006- ص11

- شذا جمال خطيب، صعقق الركبيي - العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال - دار مجدلاوي - عمان ، الأردن - الطبعة الأولى- 1429 هـ / 2008 م- ص ص : 59 - 62.

- صلاح الدين حسن السيسي - قضايا اقتصادية معاصرة، دراسات نظرية وتطبيقية - دار غريب - القاهرة ، مصر - الطبعة الثانية - سنة 2002 - ص85.

- صلاح الدين حسن السيسي - الأسواق المالية - دار الفكر العربي - القاهرة - مصر - سنة 2008 - ص 161.

- محفوظ جبار، عديلة مريم - دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة بعض الأسواق العربية - مجمع

أعمال الملتقى الدولي حول السوق المالي - جامعة عنابة - سنة 2008.

يهدف تحقيق تخصيص أفضل للموارد عبر الزمن وتحفيز التقدم التكنولوجي لتحقيق معدلات النمو المستهدفة وضمان استمراريتها.

3 - تخفيض تكلفة المعلومات وتسعيها : تدفع البورصات عالية السيولة إلى حيازة المعلومات وتقدم أساليب الفرز والرصد حيث تقوم بجمع المعلومات وتعميمها حيث أنها تعكس أسعار الأوراق المالية، كما توفر البيانات والمؤشرات عن ملاءة المقترضين وجدوى المشروعات وفرص الاستثمارات المربحة الأمر الذي يساعد المدخرين والمستثمرين على إتخاذ القرار الصحيح متفهمين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها.

4 - أحكام الرقابة على إدارة الشركات : تساهم البورصة بما توفره من معلومات في أحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها، بالإضافة إلى مساهمتها في التوجيه الإداري للشركات والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك.

5 - دورها في عملية الخصخصة : عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد ، ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية في إطار ما يعرف بالخصخصة. ولكن هذه الأخيرة يعترضها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية البورصة حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذا السوق. وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصخصتها في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. فالبورصة تلعب دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح حيث ان البورصة تزدهر وتتوسع وتعمق بوجود عمليات الخصخصة، ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة تتمثل في توسيع البورصة وتشجيع

صغار المدخرين بالإضافة إلى إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.

6 - تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد : إذ لو قامت البنوك المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي إحداث موجات تضخمية.

7 - اتساع دائرة الأسواق المالية : بما أنه يسمح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملة القابلة للتحويل وقبول طرح أسهم وسندات الشركات والحكومات المختلفة وبالعملة الأجنبية قد يؤدي إلى تحويل هذا السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي أو دولي.

8 - علاج المديونية الخارجية : تقوم أسواق الأوراق المالية الناشئة بجذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كما ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر، وذلك باستخدام تقنية توريق الدين التي تتمثل في عملية تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية وتعتبر هذه التقنية إحدى التقنيات التي تستخدم كأسلوب لمواجهة أزمة الدين ومحاولة تخفيض الرصيد القائم منه وذلك باستعمال السندات مثلا، وتقوم أسواق الأوراق المالية بدور في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية أيضا من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم الشركات المحلية المخصصة ، وهي أداة جديدة نسبيا بديلة للتمويل في سوق القروض الدولية .

9 - استعادة رأس المال الهارب : إن عدم وجود فرص للاستثمار في الأسواق المالية المحلية وغياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من أسباب هروب رأس المال إلى الدول المتقدمة المستقرة كما يرى البعض أن هروب رأس المال يقتصر فقط على تدفقات رأس المال الناتجة عن التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية. ومن ثم يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية الناشئة أحد عوامل الجذب لاسترداد الأموال الهاربة وخاصة تلك التي تبحث عن عائد أعلى وهو ما يتوافر في معظم تلك الأسواق ولقد لوحظ أن جزء من هذه الأموال الهاربة قد عاد إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الاستثمارية في تلك الأسواق.

10 - تلطيف التقلبات الاقتصادية والمالية : يزيد الاقتراض من البنوك بغرض الاستثمار من تفاقم الدورة الاقتصادية نظرا لرغبة البنوك في زيادة الإقراض أثناء مراحل التوسع وإحجامها أثناء فترة الكساد. في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على نوع من الثبات في هذا المجال، إذ نجد أن المستثمرين في المنتجات المالية المختلفة لاسيما الكبار منهم يحجمون مثلا عن البيع في أوقات الانخفاض الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنبون الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف الهزات المالية وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

المطلب 3 : حتمية كفاءة البورصة:

أولا : مفهوم كفاءة البورصة

بما ان بورصة الأوراق المالية تقوم بمهمة أساسية تتمثل في تخصيص وحشد الموارد وتوجيهها نحو الاستثمارات في القطاعات الأكثر ربحية ذات المزايا النسبية في الاقتصاد. وهي بهذا تمثل قناة تضمن التمويل للاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية وحتى تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة. ويمكن تعريف كفاءة البورصة "بان تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة".⁽¹⁾

ثانيا : شروط كفاءة البورصة:

يعتبر هذا المفهوم لكفاءة البورصة ما يعرف بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر الشروط التالية⁽²⁾

✓ توافر مناخ استثماري مستقر (La quiétude) يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي، فإذا قامت بورصة الأوراق المالية في ظروف اقتصادية ملائمة فإنها تعتبر من اكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق اكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل

¹ - إيهاب الدسوقي- اقتصاديات كفاءة البورصة- دار النهضة العربية- القاهرة- بدون سنة نشر- ص 32.

2- ينظر : - نفس المرجع السابق- ص 33.

- ذريال أمينة- مرجع سبق ذكره- ص ص: 123 - 124.

- عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره- ص ص : 151 - 168.

- صلاح الدين حسن السيبي- الأسواق المالية- مرجع سبق ذكره - ص ص: 162 - 163.

- ويستطيع المستثمر من خلال ذلك ان ينقل جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغيير ملكية المشروع.
- ✓ عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق (La fluidité du marché) .
 - ✓ توافر هياكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة، بالإضافة إلى وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق حيث ان قرارات أي منهم لا يمكن ان تؤثر على أسعار الأسهم (L'atomicité du marche) .
 - ✓ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتساب أو إعفاء العائد من الضرائب (La rentabilité)
 - ✓ انخفاض تكلفة المعاملات على النحو الذي يسمح للمستثمرين من تحقيق أرباح إضافية عند بيعهم للأوراق المالية التي يمتلكونها حيث ان انخفاض تكلفة المعاملات تساهم في رفع كفاءة السوق من خلال تحقيق مايلي :
 - المنافسة الحرة بين العرض والطلب حتى يكون السوق متوازنا.
 - توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وإنهاء مختلف العمليات بسرعة ودقة.
 - المرونة حيث يجب ان تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق من مستثمر لآخر.
 - ✓ توافر الإفصاح والعلانية (La transparence du marché) حيث تتاح المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون أي تكلفة ومن ثم تتماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم، وفي حالة عدم تماثل المعلومات يمكن استعمال وسائل تخفض من ذلك ومن بين هذه الوسائل مايلي :
 - نماذج بإشارات مالية : تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان، للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامّة عن معلومات تسمح للمساهمين والدائنين بالترقية بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية. وهناك من يقترح استعمال الخيارات أو المشتقات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم تماثل المعلومات أو استعمال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

- نماذج بميكانيزمات محرضة : ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان ويشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء حيث ان الضمان يعتبر سلطة مقنعة تحد من الخطر المعنوي من جهة ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة يعتبران سلطة تفريرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء.
- نظرية الإشارة : تعتبر من أهم الآليات الحديثة التي توصل إليها الفكر المالي للقضاء على مشكل عدم تماثل المعلومات وذلك باستعمال أدوات للإشارة مثل هيكل راس المال كأن يرسل مسير المؤسسة إشارة إلى السوق أن المؤسسة قادرة على تسديد ديونها بدون أي صعوبة وهذا ما يدل على كفاءة المؤسسة، أو أن يرسل المسير إشارة بالرفع في رأس المال إذا كان السهم المقيم بأقل من قيمته أو التخفيض من رأس المال أي إعادة شراء الأسهم في حالة غياب فرص الاستثمار بنسبة المردودية المطلوبة. كما يمكن للمسير استعمال سياسة توزيع الأرباح كإشارة على مردودية المؤسسة والصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.

✓ السيولة (La liquidité) : ويقصد بها إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، حيث ان للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وحتى يتسم السوق بالسيولة لابد من توافر الخصائص التالية:

- عمق السوق (Deep market) : حيث تكون حركة التعاملات فيها نشيطة ويتحقق مع ذلك وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية.
- اتساع السوق : وذلك بوجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية كما لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع.
- سرعة استجابة السوق (Resiliency) ويقصد بها القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية.

وبالنسبة للعلاقة بين الكفاءة والسيولة ، فقد تكون تغيرات سعرية عارضة تعود لتصرفات المستثمرين الذين لا يتوافر لديهم أية معلومات ويتصرفون بوعي من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة ويطلق على أولئك فريق الضوضاء، وفي ظل هذا النوع من التغيرات تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها ولا يتغير هذا الهامش، وحتى ولو فرض تغييره فان سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات. أما التغيرات السعرية غير العارضة تعود إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات احدث، حيث إذا كانت المعلومات ايجابية تتجه الأسعار إلى أعلى، بخلاف ذلك إذا وردت معلومات سلبية تتجه الأسعار إلى الأسفل. فالتغيرات السعرية العارضة تتفق والكفاءة لأنها تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية إلا بناءا على توافر معلومات جديدة كما تتسجم مع متطلبات السيولة حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة وأدنى خسارة ممكنة. وعلى خلاف ماسبق فان التعارض يبدو واضحا بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن احد المتطلبات الضرورية للسيولة هو توافر سعة انتظام الأسعار أو استقرار الأسعار. وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية بل ستتحرك تدريجيا في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة، الأمر الذي يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر.

ثالثا : متطلبات كفاءة البورصة⁽¹⁾

يتضح من مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم ولكن السوق الكفاء هو الذي يحقق تخصصا كفوًا للموارد المتاحة بما يؤدي إلى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية مما يعني ان للسوق الكفاء دورين :

- الدور المباشر : حيث عندما يشتري المستثمر أسهم مؤسسة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية مما يمكن المؤسسة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب وبالتالي زيادة حصيلة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية.

¹ عبد الغفار حنفي - بورصة الأوراق المالية- الدار الجامعية الجديدة - الإسكندرية- مصر - سنة 2003- ص ص : 178 - 180 .

- الدور الغير مباشر : فإقبال المستثمرين على شراء أسهم المؤسسة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين مما يمكن المنشآت من الحصول على المزيد من الأموال بتكلفة منخفضة.

ولكي يتحقق هدف البورصة المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد ينبغي توافر شرطين هما :

- كفاءة التسعير (price efficiency) : وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية ويقصد بها ان المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، حيث أنها تصل دون أن يتحمل المتعاملين في سبيلها تكاليف باهظة بما يعني ان الفرصة المتاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة Fair Game Market .

فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح حيث يصعب على أي منهم ان يحقق أرباحا غير عادية وعلى حساب الآخرين.

- كفاءة التشغيل Operational efficiency : وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون ان يتحمل المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون ان يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغال فيه. إن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل ، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي ان تكون التكاليف التي تحملها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على ذلك الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة.

رابعا : الصيغ المختلفة لكفاءة البورصة:

بما ان كفاءة السوق تتوقف على المعلومات المتاحة، فان صياغتها تختلف تبعا لطبيعة المعلومات المتاحة للمستثمرين حيث يوجد ثلاث صيغ تتمثل كالآتي¹ :

1 - الصيغة الضعيفة لكفاءة البورصة (The weak form efficient market) :

¹ - عاطف وليم اندراوس - مرجع سبق ذكره- ص ص : 156 - 163.

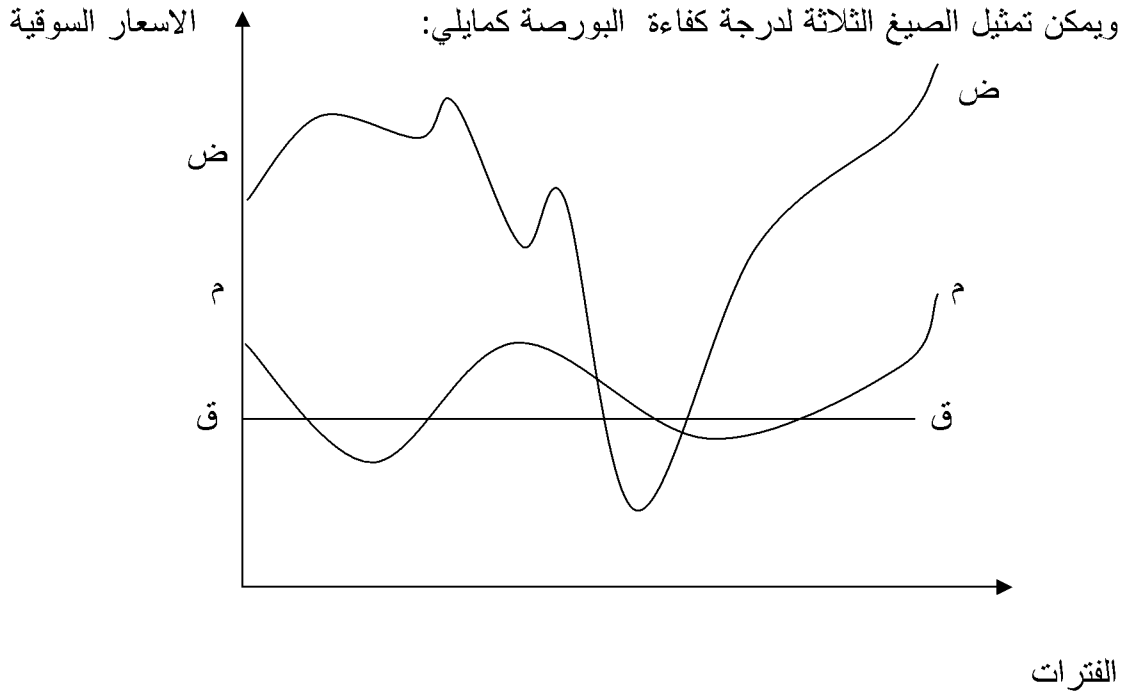
تقضي هذه الصيغة باستحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية اعتمادا على المعلومات المتاحة في الماضي، حيث أن أسعار السوق في هذه الصيغة تعكس فقط، المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة ويرتبط ذلك بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على كفاءة وتطور السوق. وفي ظل هذه الصيغة فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، لان التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية ولان الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين ان يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار.

2 - الصيغة شبه القوية لكفاءة البورصة (the semi- strong form effecient market) :

وفقا لهذه الصيغة فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأسهم في الماضي كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور. وفي ظل هذا الشكل يتوقع ان تستجيب أسعار السهم لما يتاح من هذه المعلومات، غير ان الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه يمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم. وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر ان يحقق أرباحا غير عادية ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافيا إذ قد تتدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغييرا على سعر السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت له من قبل.

3 - الصيغة القوية لكفاءة البورصة (The strong form effecient market) : تشير هذه الصيغة

إلى ان أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية والعامة وكذلك المعلومات الخاصة المتاحة لمساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها، وفي ظل هذه الصيغة يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حيث انه في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة لان كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.



الخط 02 - 1 : الأشكال المختلفة لكفاءة السوق.

المصدر : عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 163.

من الشكل يتضح ان الخط (ق ق) السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي تمثلها صيغة السوق القوي ، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلافات، ويمثل المنحنى (م م) الشكل شبه القوي لكفاءة السوق حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة، أما المنحنى (ض ض) الشكل الضعيف لكفاءة السوق حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة.

المطلب 4 : العولمة المالية واندماج الأسواق المالية:

أولا : تعريف العولمة المالية ومظاهرها:

1) تعريف العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحويل إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود

على حركة رؤوس الأموال ومن ثم اخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا.⁽¹⁾

(2) مظاهر العولمة المالية:

تتمثل مظاهر العولمة المالية في ما يلي⁽²⁾:

- اللامساطة المالية Désintermédiation: ويقصد بها تراجع البنوك والوسطاء الماليين الآخرين فيما يخص دورهم بتمويل الاقتصاد وهذا مع ظهور وتطور الأسواق المالية.
- اللاتنظيم Déréglementation: ويقصد به استبعاد القوانين والقيود التنظيمية التي تخضع لها الأسواق المالية والوسطاء الماليين.
- إزالة الحواجز Décloisonnement: ويقصد بها فتح الحدود الفاصلة بين الأسواق المالية سواء كانت وطنية أو أجنبية وهذا ما يؤدي إلى وضع المزيد من الإغراءات لجلب المستثمرين ورؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق.

ثانيا : أسباب العولمة المالية وتطورها:

1. أسباب العولمة المالية⁽³⁾:

- تنامي الرأسمالية المالية: لقد كان للنمو المطرد الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول المالية والمتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية من خلال تنوع أنشطته وزيادة درجة تركزه دورا أساسيا في إعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية، فأصبحت معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي. وقد ارتبط هذا النمو المطرد للرأسمالية المالية أيضا بظهور "الاقتصاد الرمزي" وهو اقتصاد تحركه رموز ومؤشرات الثروة العينية (أي الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية) التي تنتقل بين أيدي المستثمرين داخل الحدود الوطنية وعبر

¹ - عبد المطلب عبد الحميد - العولمة واقتصاديات البنوك - الدار الجامعية - الإسكندرية - مصر - سنة 2005 - ص33.

² - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, OP. Cit - p65.

³ - شذا جمال خطيب، صعق الركيبي - مرجع سبق ذكره - ص ص : 23-20.

الحدود دون قيد بعبارة أخرى انه اقتصاد تحركه مؤشرات البورصات العالمية (مؤشر داوجونز، نيكاي، داكس...)

- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية: حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية ناجمة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها فاتجهت إلى الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى وعلى الرغم من أن ظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية هي ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي فان الجديد هو تعاضم حجم هذه الاستثمارات بمعدلات خيالية وتتنوع الأدوات المالية المتجسدة فيها وارتباط الأسواق المالية في مختلف دول العالم والاستقلالية النسبية التي تتحرك بها الأموال بعيدا عن حركة التجارة الدولية.

- ظهور الابتكارات المالية: ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين تتمثل في المشتقات حيث أنها تتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كما أنها تلعب دورا بالغ الأهمية في تحقيق التقارب بين مختلف الأسواق المالية.

- التقدم التكنولوجي: ساهم هذا العنصر في مجالات الاتصالات والمعلومات مساهمة فاعلة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية حيث تم التغلب على الحواجز المكانية والزمانية بين الأسواق الوطنية المختلفة وهو الأمر الذي كان له اثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لأخرى وفي زيادة الروابط بين مختلف الأسواق المالية إلى الحد الذي جعل المحليين الماليين يصفونها كما لو أنها شبكة مياه في مدينة واحدة.

- التحرير المالي والدولي: ويقصد به عملية تحرر عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

2. تطور العولمة المالية⁽¹⁾:

إذا كانت للعولمة الاقتصادية جذور تعود إلى القرن 15م حسب العديد من الدراسات أي مع زيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك. فان العولمة المالية حديثة المنشأ نسبيا بدأت تتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق

¹- العولمة المالية، على الموقع الالكتروني:

[http://islamfin.go-forum.net/montada-f19/topic-t1926.htm(14-05-2010)]

إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة وبريطانيا ما بين 1979 و 1982 لتتضم باقي الدول الصناعية الأخرى ومهما يكن فقد مرت بالمراحل التالية:

- مرحلة تدويل التمويل غير المباشر: امتدت هذه المرحلة من (1960-1979) وتميزت بما يلي:

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة.
- ظهور وتوسيع أسواق (العملات الأوروبية، الدولار) ابتداء من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية.
- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية، أي التمويل بوساطة بنكية.
- انهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية (الجنيه الإسترليني، الدولار)
- انهيار نظام بريتون وودز في 15/08/1971، وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب وبذلك ظهرت أسواق الصرف المعروفة اليوم.
- ظهور أسواق الأوراق المدنية مثل سندات الخزينة
- ظهور المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.
- إنشاء البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض
- مرحلة التحرير المالي: امتدت هذه المرحلة من (1980-1985) وتميزت بما يلي:

- المرور إلى اقتصاد السوق المالية وصاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي.
- انتشار واسع للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي وذلك بعد رفع الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا للرقابة على حركة رؤوس الأموال.
- توسيع وتعميق الإبداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات.
- التوسع الكبير في أسواق السندات وصناديق المعاشات المختصة في جمع الادخار وهي توفر على أموال ضخمة وغايتها تعظيم إيراداتها في الأسواق العالمية.

- مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة: امتدت هذه المرحلة من 1986 إلى غاية الآن وتميزت بما يلي:

- ضم العديد من الأسواق الناشئة من أوائل التسعينيات وربطها بالأسواق العالمية
 - تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها
 - زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة وذلك باستعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشيكات التعامل العالمية
 - تحرير أسواق الأسهم حيث كانت الانطلاقة من بورصة لندن 1986 بعد إجراءات الإصلاحات البريطانية وتبعتها بقية البورصات العالمية مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.
 - الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية التي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات وإفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية.
- ومهما تكن مراحل العولمة المالية فان هذه الظاهرة قد انتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم ومست معظم الدول لتسيطر الدائرة المالية على الاقتصاد العالمي في وقت قصير نسبيا وينتظر أن يصبح الاقتصاد العالمي ممولا في قسط منه بواسطة الأدوات المالية.

ثالثا: مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية:

تعد العولمة المالية نتاجا أساسيا لعمليات التحرير المالي ولتبنى سياسة الانفتاح المالي. وما يترتب عليها من تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال لتندفق عبر الحدود ولتصب في الأسواق المالية العالمية، فتصبح أسواق رأس المال العالمية أكثر ارتباطا وتكاملا. وتتمثل مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية فيما يلي⁽¹⁾:

¹ - بوكساني رشيد - مرجع سبق ذكره - ص ص: 102-104 .

- 1- الترابط بين البورصات: تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتوزيع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات ببعضها البعض بأساليب مختلفة منها:
- الربط الحاسوبي للبورصات ويقتضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الانترنت حيث يوجد شبكة تربط بن بورصة لندن وباريس وفرانكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية.
 - الربط بالوسطاء الماليين: حيث يوجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بالتسجيل فيها لأنهم يلعبون دورا مهما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.
 - الربط بين الشركات المالية العالمية: ويتم ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.
 - الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.
 - الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاستثمار وقوانين شركة المساهمة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها.
 - الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.
 - الربط المتكامل: بمعنى يتم الربط بين البورصات بأكثر من طريقة وآلية من الآليات المذكورة مثل بورصات الاتحاد الأوروبي حيث ترتبط البورصات بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح وتستخدم الأرقام الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

- 2- عولمة الأسهم والسندات: كان الهدف من عولمة أسواق السندات من اجل البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة، باختلاف معايير التقسيم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وأجال وشروط إصدار السندات كل ذلك خلق فرص كبيرة للمؤسسات بإصدار سنداتها

على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني. كما أدى ميل المستثمرين للأوراق القابلة للتداول إلى تمكين المصارف الدولية إلى قطع مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق. وهذه المرحلة تم اجتيازها بتدشين سوق الاورو-أسهم حيث يتم إصدار الأسهم في السوق الدولية إما بشكل مترافق مع الإصدارات الوطنية أو بشكل منفرد عبر التوظيفات الدولية.

3- تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية: إن التقدم العلمي في

عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة إذ أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عاملاً في تقدم عولمة الأسواق المالية حيث توجد سوق مالية عالمية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز بشبكة عملاقة من الاتصالات والمعلومات متعددة الخيوط مع أسواق عالمية أخرى منتشرة في كل أجزاء العالم، إذ تستطيع الحواسيب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية.

المبحث الثاني : البورصة والنمو الاقتصادي:

المطلب 1 : ماهية النمو الاقتصادي:

أولاً : تعريف النمو الاقتصادي :

يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل القومي، بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي.¹

كما يتعين التأكيد على النقاط التالية²:

- أن النمو الاقتصادي لا يعني فقط حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي ، بل لابد وان يترتب عليه زيادة في دخل الفرد الحقيقي ، بمعنى أن معدل النمو لابد و أن يفوق معدل النمو السكاني. و كثيرا ما يزيد إجمالي الناتج المحلي في بلد ما إلا أن نمو السكان بمعدل أعلى يحول دون زيادة متوسط دخل الفرد . فعلى الرغم من زيادة الناتج المحلي في هذا البلد إلا انه لم يحقق نموا اقتصاديا. ووفقا لذلك فان

معدل النمو الاقتصادي = معدل نمو الدخل القومي - معدل النمو السكاني

- إن الزيادة التي تتحقق في دخل الفرد ليست زيادة نقدية فحسب بل يتعين أن تكون زيادة حقيقية، أي لابد من استبعاد اثر التغير في قيمة النقود، أي لابد من استبعاد معدل التضخم و على ذلك فان

معدل النمو الاقتصادي الحقيقي =معدل الزيادة في دخل الفرد النقدي - معدل التضخم

- إن الزيادة التي تتحقق في الدخل لابد أن تكون على المدى الطويل و ليست زيادة مؤقتة سرعان ما تزول بزوال أسبابها.

¹ - محمد عبد العزيز عجمية ، إيمان عطية ناصف ، علي عبد الوهاب نجا - التنمية الاقتصادية : دراسة نظرية وتطبيقية - الدار الجامعية -

الإبراهيمية ، مصر - سنة 2006 - ص 73.

² - نفس المرجع السابق - ص ص : 73 - 75 .

ثانيا : مفاهيم متعلقة بالنمو الاقتصادي :

1- مفهوم التخلف¹ :

يظهر التخلف الاقتصادي عادة بعد مدة طويلة من النمو، و يميزه انخفاض حجم النشاط الاقتصادي، أي نقص الناتج الوطني كما يمكن أن يكون التخلف مرافق للتطور الاقتصادي إذا كان معدل انخفاض الدخل الوطني اقل من معدل انخفاض السكان و يحكم على بلد انه مختلف بالاعتماد على الخصائص التالية:

- انخفاض متوسط الدخل الفردي الحقيقي

- خصائص عناصر الإنتاج

- خصائص النشاط الاقتصادي

ففي الدول المتخلفة يكون الدخل الفردي الحقيقي ضعيف إضافة إلى اتسام الإنتاج بالاعتماد على اليد العاملة غير المؤهلة، و كذا تركز النشاط الاقتصادي في الزراعة و بيع المواد الأولية.

2- مفهوم التنمية الاقتصادية²:

تعرف التنمية الاقتصادية على أنها تقدم المجتمع عن طريق استخدام إنتاجية أفضل و رفع مستويات الإنتاج من خلال تنمية المهارات و الطاقات البشرية و خلق تنظيمات أحسن. هذا فضلا عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن و من ثم فان التنمية الاقتصادية تنطوي ليس فقط على تغييرات اقتصادية معينة بل تتضمن كذلك تغييرات هامة في المجالات الاجتماعية و الهيكلية و التنظيمية.

¹ - عبد الحكيم سعيح - الناتج الوطني والنمو الاقتصادي ، دراسة اقتصاد قياسية للنمو ، حالة الجزائر (1974 - 1999) - رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : لعلالي علاوة ت كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة الجزائر - 2001/2000 - ص 26.

² - محفوظ جبار ، عديلة مريميت - مرجع سبق ذكره.

3- مفهوم التقدم الاقتصادي¹:

إن قياس النمو الاقتصادي ماهو إلا قياس كلي لزيادة السلع و الخدمات المنتجة في فترة معينة مقارنة بالفترة السابقة، أما التقدم الاقتصادي فهو الزيادة بين فترة و أخرى لمتوسط الناتج الحقيقي، متوسط الدخل الحقيقي و متوسط الاستهلاك الحقيقي للسكان.

فالتقدم الاقتصادي يعبر عن مجموع التحسنات في الميدان الاقتصادي و الاجتماعي المرافقة للنمو.

4- الفرق بين النمو و التنمية²:

إن النمو الاقتصادي هو معدل النمو في الناتج القومي الإجمالي خلال فترة زمنية معينة كما انه عبارة عن مجرد ارتفاع في دخل الفرد الحقيقي خلال فترة محدودة دون أن يصاحب ذلك أي تغيرات بنيانية.

في حين أن التنمية الاقتصادية تعتبر عملية يزداد بواسطتها الدخل القومي الحقيقي للنظام الاقتصادي خلال فترة زمنية طويلة نسبيا و يتبع هذا النمو زيادة في الدخل القومي و في نصيب الفرد و من خلال ذلك تتحسن أوضاع المواطنين و تزيد قدرات الاقتصاد القومي يصاحب ذلك تغييرات بنيانية تتمثل في زيادة التراكم الرأسمالي و ترتفع معه نسبة مستويات الكفاءة الاقتصادية للمجتمع ككل، فالتنمية الاقتصادية عملية مستدامة.

ثالثا : نظريات النمو الاقتصادي³:

1- نظرية النمو الكلاسيكية:

رغم الاختلاف في بعض الآراء فيما بين الاقتصاديين الكلاسيك (ادم سميث، كارل ماركس، روبرت مالتوس، دافيد ريكاردو...) لكن هناك آراء عديدة متفق عليها فيما بينهم بخصوص نظرية النمو الاقتصادي. فقد حاول الاقتصاديون الكلاسيك اكتشاف أسباب النمو طويل الأجل في الدخل القومي و العملية التي تمكن النمو من أن يتحقق، و من ابرز أفكارهم في مجال النمو الاقتصادي ما يلي:

¹ - عبد الحكيم سعيح - مرجع سبق ذكره - ص 28.

² - محمد نبيل الشيمي - التنمية الاقتصادية في الدول النامية ووسائل تمويلها - على الموقع الإلكتروني :

([http:// www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291\(26/01/2010\)](http://www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291(26/01/2010)))

³ - مدحت الفريشي - التنمية الاقتصادية - دار وائل - عمان ، الأردن - الطبعة 1 - سنة 2007 - ص ص : 55 - 82.

- اعتقد الكلاسيك أن الإنتاج هو دالة لعدد من العوامل و هي: العمل، رأس المال، و الموارد الطبيعية و التقدم التكنولوجي. و التغيير في الإنتاج (النمو) يتحقق عندما يحصل تغيير في احد هذه العوامل أو جميعها. فحسب الكلاسيك يرون أن القوى الدافعة للنمو الاقتصادي تتمثل بتقدم الفن الإنتاجي و عملية تكوين رأس المال (الاستثمار).و أن تكوين رأس المال يعتمد على الأرباح و أن التقدم التكنولوجي لا يتم إلا من خلال تكوين رأس المال.
- اعتقد الكلاسيك بوجود علاقة بين النمو السكاني و التراكم الرأسمالي حيث أكدوا بان تزايد التراكم الرأسمالي يؤدي إلى تزايد حجم السكان و في نفس الوقت فان تزايد حجم السكان من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكوين رأس المال.
- اتجاه الأرباح نحو الانخفاض: إذ يقولون أن الأرباح لا تزداد بشكل مستمر بل تتجه إلى الانخفاض عندما تشتد المنافسة لزيادة التراكم الرأسمالي و السبب طبقا لأدم سميث هو زيادة الأجور الناجمة عن المنافسة فيما بين الرأسماليين. يعتقد الكلاسيك بأنه عند وجود السوق الحرة فان اليد الخفية من شأنها أن تعظم الدخل القومي.
- إن كل مفكري النظرية الكلاسيكية يتصورون ظهور حالة الركود و الثبات كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي و ذلك بسبب ندرة الموارد الطبيعية و المنافسة فيما بين الرأسماليين .
- أكد الكلاسيك على الأهمية الكبيرة للبيئة الاجتماعية و المؤسسية المواتية للنمو ، وهذه تشمل نظام اجتماعي إداري و حكومة مستقرة و مؤسسات تمويلية منظمة و نظام كفو للإنتاج ، وهناك حاجة لتحرير الناس من التقاليد القديمة و المواقف و الخرافات و تحديد حجم العائلة.

2- النظرية الكلاسيكية المحدثة :

في الثلث الأخير من القرن 19 (1870) تغير الموضوع المركزي للاقتصاد من نمو الثروة في الأمد الطويل إلى دور التغيير الحدي في التوزيع الكفاء للموارد. وأصبح مفهوم المنفعة الحدية هو المفهوم الرئيسي للاقتصاد الكلاسيكي المحدث والذي طوره كل من جيفونس و منقار و فالراس. وقد ركز هؤلاء الاقتصاديون على دور الطلب المستند إلى المنفعة الحدية في تحديد قيمة السلع بدلا من دور العرض المستند إلى نفقة الإنتاج كما زعم الاقتصاديون الكلاسيك. ثم جاء من بعد ذلك ألفرد مارشال والذي جمع

كلا من جانب الطلب وجانب العرض لتحديد التوازن والقيمة كما أضاف إلى أفكار هذه المدرسة العديد من الأفكار المهمة الأخرى لتتحول بعدها إلى ما عرف بالنظرية الكلاسيكية المحدثة.

وتبرز عملية تكوين رأس المال في النظرية الكلاسيكية المحدثة كأحد أهم ما جاءت به هذه النظرية من حيث علاقة ذلك بالنمو الاقتصادي حيث تم افتراض إمكانية إحلال بين رأس المال والعمل وبذلك تحررت نظرية تكوين رأس المال من نظرية السكان.

وترى هذه النظرية أن تكوين رأس المال يعتمد على الادخار الذي يتحدد من خلال سعر الفائدة ومستوى الدخل، في حين يتحدد الاستثمار بسعر الفائدة وبالإنفاق الحدية لرأس المال، ومن العوامل الأخرى المشجعة لتوسيع الإنتاج هي السكان والتكنولوجيا والتجارة الدولية. وأن التنمية عملية مستمرة تدريجية وتراكمية. وبخصوص النمو الاقتصادي فإن النظرية تتضمن ثلاثة أفكار رئيسية وهي:

- في الأمد الطويل يتحدد معدل نمو الإنتاج بمعدل نمو قوة العمل في الوحدات الكفاءة (أي بمعدل نمو قوة العمل + معدل نمو إنتاجية العمل) وأن معدل النمو مستقل عن معدل الادخار ومعدل الاستثمار. ويعود ذلك إلى أن المعدل الأعلى من للادخار أو الاستثمار يتم تعويضه من قبل معدل أعلى لنسبة رأس المال للنتائج (K/Y) أو معدل أوطاً لإنتاجية رأس المال (V/K) وذلك بسبب الفرضية الكلاسيكية المحدثة الخاصة بتناقص عوائد رأس المال.
- أن مستوى دخل الفرد يعتمد على معدل الادخار والاستثمار وذلك لأن معدل دخل الفرد يتغير إيجابياً مع معدل الادخار والاستثمار وسلبياً مع معدل نمو السكان.
- عند وجود تفضيلات معطاة للادخار (بالنسبة للاستهلاك) والتكنولوجيا (دالة الإنتاج) لدى بلدان العالم، سوف تكون هناك علاقة سالبة لدى البلدان المذكورة فيما بين (K/L) و (V/K) بحيث أن البلدان الفقيرة التي تملك كميات قليلة من رأس المال للفرد. الأمر الذي يقود إلى تلاقي بين معدلات دخل الفرد ومستويات المعيشة فيما بين بلدان العالم المختلفة.

3- نظرية النمو الكينزية (نموذج هارود-دومار):

لقد كان النمو الاقتصادي سريعاً ومنتظماً قبل الثلاثينات من القرن 20م ، ولم تتخله أية مشكلات حتى جاء الركود الاقتصادي والذي سمي بالكساد العظيم خلال الفترة (1930-1939) والفترة التي

تلت الحرب العالمية 02 ،لذلك بدأ الاهتمام بمسألة النمو الاقتصادي وذلك بسبب الثورة الكينزية في نظرية الدخل من جهة وبروز مشكلة الفقر بشكل واسع من جهة أخرى.واعتبر كينز أن قصور الطلب هو جوهر المشكلة الرأسمالية وأن الاستثمار هو دالة لسعر الفائدة ، وأن الادخار هو دالة للدخل.وأكد كينز بأن دالة الإنتاج تعتمد على حجم العمل المستخدم.والنموذج الكينزي الأصلي يركز على القصور في الطلب ويؤشر احتمال حصول توازن اقتصادي عند مستوى أقل من مستوى الاستخدام الكامل.وقد ركز كينز اهتمامه على الاستقرار الاقتصادي أكثر من اهتمامه بالنمو،وتعامل نموذجه مع تحديد مستوى الدخل في المدى القصير جدا.وبموجب التحليل الكينزي فإن توازن الدخل والإنتاج (في الاقتصاد المغلق) هو عندما يتساوى الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط.

❖ نموذج هارود - دومار (نموذج ما بعد كينز):يعتبر هذا النموذج توسعة لتحليلات التوازن الكينزية ، ويستند هذا النموذج على تجربة البلدان المتقدمة ويبحث في متطلبات النمو المستقر في هذه البلدان.وقد توصل النموذج إلى استنتاج مفاده أن للاستثمار دورا رئيسيا في عملية النمو .

وقد ركز هذا النموذج على العلاقة بين الادخارات والاستثمارات والنتائج.ويوضح النموذج العلاقة بين النمو والبطالة في المجتمعات الرأسمالية ، إلا أن هذا النموذج قد اتخذ بشكل مكثف في البلدان النامية كوسيلة مبسطة للنظر في العلاقة بين النمو ومتطلبات رأس المال.ويؤكد النموذج بأنه للحفاظ على مستوى توازن الدخل الذي يضمن الاستخدام الكامل من سنة لأخرى ، من الضروري أن ينمو الدخل الحقيقي والإنتاج بنفس المعدل الذي بموجبه تتوسع الطاقة الإنتاجية لتخزين رأس المال ويستند النموذج على عدد من الافتراضات أهمها:

- ابتداءا هناك توازن الاستخدام الكامل
- الاقتصاد مغلق
- الميل المتوسط للادخار يساوي الميل الحدي للادخار
- الميل الحدي للادخار يبقى ثابتا.
- معدل رأس المال الناتج (K/Y) يبقى ثابتا.
- أن المستوى العام للأسعار يبقى ثابتا.

- الأسعار تبقى ثابتة وكذلك أسعار الفائدة.
- والافتراض الأساسي للنموذج هو أن الإنتاج يعتمد على كمية رأس المال (K) المستثمر في الوحدة الإنتاجية.

فالمعادلة الأساسية التي توصل إليها النموذج تتمثل في : $g = s/k$

g : معدل النمو للنتائج.

S : معدل الادخار $s=S/Y$

K : المعامل الحدي لرأس المال/النتائج

ومن هنا يمكن لمعدل النمو أن يزداد إما من خلال رفع نسبة الادخارات في الدخل القومي أو بتخفيض معامل رأس المال /النتائج (أي زيادة الكفاءة الإنتاجية لرأس المال).

4- نظرية النمو الجديدة(الداخلية):

إن النظرية الكلاسيكية المحدثة ترجع معظم النمو الاقتصادي إلى عمليات خارجية مستقلة للتقدم التكنولوجي وقد ازدادت المعارضة للنماذج الكلاسيكية المحدثة في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات ، ولم تتجح هذه النظرية في تفسير التباعد أو الاختلافات الكبيرة في الأداء الاقتصادي فيما بين البلدان المختلفة. الأمر الذي دفع إلى ظهور نظرية جديدة هي نظرية النمو الجديدة(الداخلية).

فنظرية النمو الجديدة توفر ايطارا نظريا لتحليل النمو الداخلي ، النمو المستمر للنتائج الذي يتحدد من قبل النظام الخاص بعملية الإنتاج. وباختصار فإن منظري النمو الداخلي يحاولون تفسير العوامل المحددة لمعدل نمو الناتج المحلي والذي لم يتم تفسيره بأنه يتحدد خارجيا في معادلة النمو لدى سولو والذي يعرف بمتبقي سولو. وأول من ابتداء النماذج لهذه النظرية هما: ليكاس وبول رومار في 1986.

ويفترض نموذج نظرية النمو الجديدة وجود وفورات خارجية مترافقة مع تكوين رأس المال البشري والتي تمنع الناتج الحدي لرأس المال من الانخفاض. فأول اختبار للنظرية الجديدة هو التأكد فيما إذا كانت هناك علاقة سالبة بين نمو الإنتاج وبين المستوى الأولي لمعدل دخل الفرد. فإذا وجدت مثل هذه

العلاقة فإنها تشكل تأييدا للنموذج الكلاسيكي المحدث، وبعكسه فإنها تؤيد النظرية الجديدة للنمو التي تقول بأن الإنتاجية الحدية لرأس المال لا تميل إلى الانخفاض.

وقد تم اختبار نموذج الانحدار البسيط لتقدير المعادلة التالية: $g_i = a + b_1(pcy)$

g_i : معدل نمو الإنتاج للفرد بالنسبة للبلد (i) لعدد من السنوات.

pcy : المستوى الأولي من معدل دخل الفرد.

فإذا وجد بأن المعامل (b_1) معنوي وسالب فإنه سيكون دليلا على الالتقاء الذي يفترضه النموذج الكلاسيكي المحدث، إلا أن الدراسات لم تثبت وجود الالتقاء حيث أن المعامل المذكور كان معنويا وموجبا مما يشير إلى حالة عدم الالتقاء والتباعد.

ويتعزز موقف النظرية الجديدة إذا وجدنا بأن التعليم وكذلك البحث والتطوير يمنعان إنتاجية رأس المال الحدية من الانخفاض مما ينتج عنه افتراق حقيقي فيما بين أداء اقتصاديات البلدان المختلفة. وقبل أن نستنتج رفض النموذج الكلاسيكي المحدث يجب أن نتذكر بأن استنتاج النموذج المذكور حول الالتقاء يفترض بأن معدل الادخار ومعدل الاستثمار ومعدل نمو السكان والتكنولوجيا وكل العوامل التي تؤثر على إنتاجية العمل متساوية فيما بين دول العالم، وحيث أن مثل هذه الفرضيات ليست صحيحة فلا يمكن أن يكون هناك التقاء غير مشروط، بل يمكن أن يكون هناك التقاء مشروطا إذا افترضنا ثبات كل العوامل المؤثرة في نمو معدل دخل الفرد بما فيها نمو السكان (p) ومعدل الاستثمار (I/Y) ومتغيرات تؤثر في إنتاجية العمل مثل التعليم والبحوث والتطوير والتجارة وكذلك الاستقرار السياسي.

رابعا: عناصر النمو الاقتصادي:

تتمثل عناصر النمو الاقتصادي أساسا في العمل ورأس المال والتقدم التكنولوجي¹:

➤ **العمل** : يقصد بالعمل مجموع القدرات الفيزيائية والثقافية التي يمكن للإنسان استخدامها في إنتاج السلع والخدمات الضرورية لتلبية حاجياته. وحجم العمل مرتبط بعدد السكان النشيطين في البلد وكذا بعدد ساعات العمل التي يبذلها كل عامل، هذا من جهة ومن جهة أخرى بإنتاجية عنصر العمل التي يقصد

¹ - عبد الحكيم سعيح - مرجع سبق ذكره - ص 29.

بها حاصل قسمة الإنتاج المحقق على وحدات العمل المستعملة في إنتاجه. بحيث كلما زادت إنتاجية عنصر العمل أدى ذلك إلى زيادة الإنتاج رغم أن عدد العمال أو عدد ساعات العمل بقيت على حالها.

➤ **رأس المال:** يعرف رأس المال بأنه مجموع السلع التي توجد في وقت معين في اقتصاد معين. فهو عنصر من عناصر النمو يساعد على تحقيق التقدم التقني من جهة وعلى توسيع الإنتاج بواسطة الاستثمارات المختلفة المحققة.

➤ **التقدم التقني :** ويقصد به الاستخدام الأمثل لعوامل الإنتاج في العملية الإنتاجية وبالتالي فإنه حتى وإن بقيت كميات عناصر الإنتاج على حالها وحدث تقدم تقني فإن ذلك سيؤدي حتما إلى زيادة الإنتاج وتحقق النمو الاقتصادي.

خامسا : مؤشرات النمو الاقتصادي¹ :

من أجل قياس النمو نأخذ الناتج المحلي الإجمالي باعتباره يقيس مستوى إنتاج السلع والخدمات في البلد وأيما بالنسبة للعائلات والمؤسسات ولكن بدرجة قليلة في الإدارات.

والناتج المحلي الإجمالي للفرد يعتبر أكثر دقة عند الأخذ في الحسبان المستوى المتوسط للأفراد.

ويمكن تقييم النمو الاقتصادي أيضا عن طريق إنتاجية العمل ومن خلال معدل استعمال الطاقة الصناعية، فإذا كان مؤشر إنتاجية العمل يلعب دور في النمو الاقتصادي من خلال إبرازه العلاقات بين المعدل السنوي المتوسط لنمو الناتج المحلي الإجمالي لمختلف السنوات مع الإنتاجية المتوسطة للعمل ، فإن مؤشر معدل استعمال الطاقة الصناعية يقيس الكثافة عندما تشغل المؤسسات كل إمكاناتها الإنتاجية من أجل الحصول على الربح.

معدل استعمال الطاقة الصناعية = الإنتاج الحقيقي / الإنتاج المحتمل

وتوجد مؤشرات أخرى للنمو الاقتصادي يمكن استعمالها تتمثل في دليل التنمية البشرية (IDH) ، باروماتر اللامساواة والفقر وكذلك مؤشر الصحة الاجتماعية (ISS) حيث أن دليل التنمية البشرية يأخذ بعين الاعتبار مستوى معيشة الأفراد وصحتهم ومستوى ثقافتهم.

¹ - R. Barro, Les Facteurs de la croissance économique, Economica, Paris, 2000, PP : 13-15.

المطلب 2 : مؤشرات تنمية البورصة¹:

أولا : مؤشرات متعلقة بحجم ، سيولة وعمق السوق:

أ- حجم السوق : رسملة البورصة La capitalisation boursière

إن أهمية البورصة تظهر آثارها على اقتصاد الدولة، هذه الآثار تأس بمجموعة معلومات تؤخذ من مجموع الميزانية والموجودات الفعلية. ويمكن أن نأخذ رسملة البورصة واعتبارها عنصر هام تسمح بأخذ فكرة عن البورصة حيث أنها تعرف بالقيمة السوقية مضروبة بعدد الأسهم المتداولة في البورصة. بالإضافة إلى ذلك فهي تعتمد على حجم رأس المال المدرج في البورصة. كما تتمثل مهام رسملة البورصة فيما يلي:

- تسمح بالمقارنة بين البورصات في كل مكان.
 - تسمح بتقييم تطور البورصة في تاريخين مختلفين (مثلا حالة البورصة اليوم مقارنة بالأمس أو مقارنة بسنة الأساس).
 - المقارنة مع الاستثمارات ($R1 =$ رسملة البورصة / مجموع الاستثمارات الوطنية). فهذه النسبة توضح مساهمة البورصة في تمويل التنمية.
 - المقارنة مع الناتج الوطني الإجمالي ($R2 =$ رسملة البورصة / الناتج الوطني الإجمالي). فهذه النسبة توضح مدى اهتمام الأفراد بالبورصة.
 - مقارنة رسملة البورصة لمجموعة أقوى المؤسسات مع رسملة البورصة الإجمالية. ($R3 =$ رسملة البورصة ل n عد أكبر الشركات / رسملة البورصة الإجمالية).
- وهذه النسبة تقارن مع الناتج المحلي الإجمالي PIB، حيث أن ($R4 = R3 / PIB$) وبالتالي فإن هذه النسبة تعكس أهمية الشركات الوطنية في النمو الاقتصادي الوطني.

وتبقى النسبة R5 أحسن مؤشر لمساهمة البورصة في النمو الاقتصادي حيث

¹ - Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang - croissance et marché financier - une approche empirique -

$$R5 = \text{رسملة البورصة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

ب- سيولة السوق:

إلى جانب رسملة البورصة أو القيم المتداولة ، يوجد مؤشر آخر يتمثل في السيولة ، ولتقييم السيولة يوجد مقياسين:

الأول يتمثل في النسبة R6 حيث (R6 = القيمة الإجمالية للمعاملات / الناتج المحلي الإجمالي). فهذا المقياس يكمل مؤشر حجم السوق (الذي يحسب بالنسبة R5) لأنه قد يكون السوق ذو حجم كبير لكنه خامل غير نشيط.

أما المقياس الثاني يتمثل في معدل الدوران ويحسب كمايلي:

$$R7 = \text{حجم المعاملات} / \text{حجم رسملة البورصة}$$

ت- عمق السوق :

يمثل عمق السوق بعد آخر للسيولة ، فهو يشير إلى كمية الأوراق المالية القابلة للتداول بسعر السوق. بمصطلح آخر عمق السوق يقيس تأثير أمر يمكن أن يمارس على سعر السوق المالي. ويمكن أن يقاس عمق السوق بالنسبة التالية: $R8 = M2 / PIB$ وهذا راجع لأن الكتلة النقدية ترتبط بفعالية النظام المالي في توفير السيولة.

ثانيا : حجم الوساطة المالية :

قد تتمثل مؤشرات تنمية البورصة في مؤشرات نشاط الوساطة المالية، ومن بين هذه المؤشرات يوجد:

أ- حجم الوساطة المالية : وتقاس كمايلي:

$$R9 = \text{سيولة النظام المالي} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

ب- درجة تخصص البنوك التجارية في القروض المرخصة لها : وهذا في اطار السياسة النقدية

وتقاس كمايلي :

R10 = القروض المرخصة للبنوك التجارية / الناتج المحلي الإجمالي

ت- أهمية القروض البنكية: وتقاس كمايلي :

R11 = قروض المؤسسات الخاصة / الناتج المحلي الإجمالي

ثالثا : كثافة واتساع النظام المالي :

إن كثافة واتساع النظام المالي نطبق في معناها في جزء أن القنوات المالية تتماسك شيئا فشيئا لتنتج نمو في الناتج المحلي الإجمالي ممثلة في الأصول المالية.

فهذه الكثافة والانتساع للنظام المالي لها ايجابيات تتمثل فيمايلي :

- العرض الكبير للأدوات المالية المختلفة.
- أفضلية التوظيف في البورصة.
- انضمام عدد من المؤسسات المالية للتعامل في البورصة
- الشفافية في السوق.
- الوفرة في وجود هيكل متكامل من المؤسسات المالية ووجود عدد كبير من المستثمرين في السوق (L'atomicité du marché) ، وكل هذا يؤدي إلى نمو اقتصادي نتيجة تعبئة المدخرات إلى الأسواق المالية.

رابعا : اندماج بورصة معينة مع الأسواق المالية العالمية:

من نتائج اندماج الأسواق المالية يوجد نتيجتين أساسيتين :

- الاندماج يزيد من كفاءة التسعير للأسواق المالية والكفاءة الداخلية وكفاءة التشغيل. فوجود كفاءة التسعير يعني أن المعلومات الجديدة المتوفرة مسيرة بدقة ومتكاملة من أجل تحديد سعر الأصول في البورصة، أما وجود كفاءة داخلية يعني أن فرص التوظيف المتاحة للمستثمر تسمح له بتعظيم حاجاته وما يفضله. ووجود كفاءة التشغيل يقصد بها انخفاض في تكلفة العمليات المالية وارتفاع في الأرباح من الإنتاجية التي ترتبط باقتصاديات الحجم.

- الاندماج بين الأسواق يسمح بتكامل النمو للاقتصاديات بصفة عامة وللاقتصاديات بصفة خاصة ، فالاندماج بين الأسواق المالية يؤدي إلى نمو اقتصادي قوي.

المطلب 3 : الانقسام المزدوج بين البورصة والنمو الاقتصادي¹:

التحليل المزدوج بين البورصة والنمو الاقتصادي يبين أن هناك علاقة انتقالية ليست متوافقة في الوقت بحيث أن بيانات البورصة تسبق الاقتصاد بحوالي سداسي ، بمعنى آخر قبل أن يباشر النمو الاقتصادي، مؤشرات البورصة تكون قد سجلت اتجاهات نحو الارتفاع.

في الوقت الحالي مثلا (جويلية 2010) الأخضر سجل من طرف أغلبية البورصات العالمية وهذا يسمح ببناء توقعات حول النمو الاقتصادي العالمي. فهل نثق بدون تبصر أنه عند ارتفاع مؤشرات البورصة تكون متوافقة مع باروماتر حقيقي للصحة المالية للاقتصاد في مجموعه؟

خطر الإخفاق وال فشل يمكن أن يظهر بالمدى الواسع لأن الأسواق قد يكون رد فعلها أسوأ في حالة عدم التأكد وبالتالي تتحل المضاربة وتصبح التوقعات مبالغ فيها.

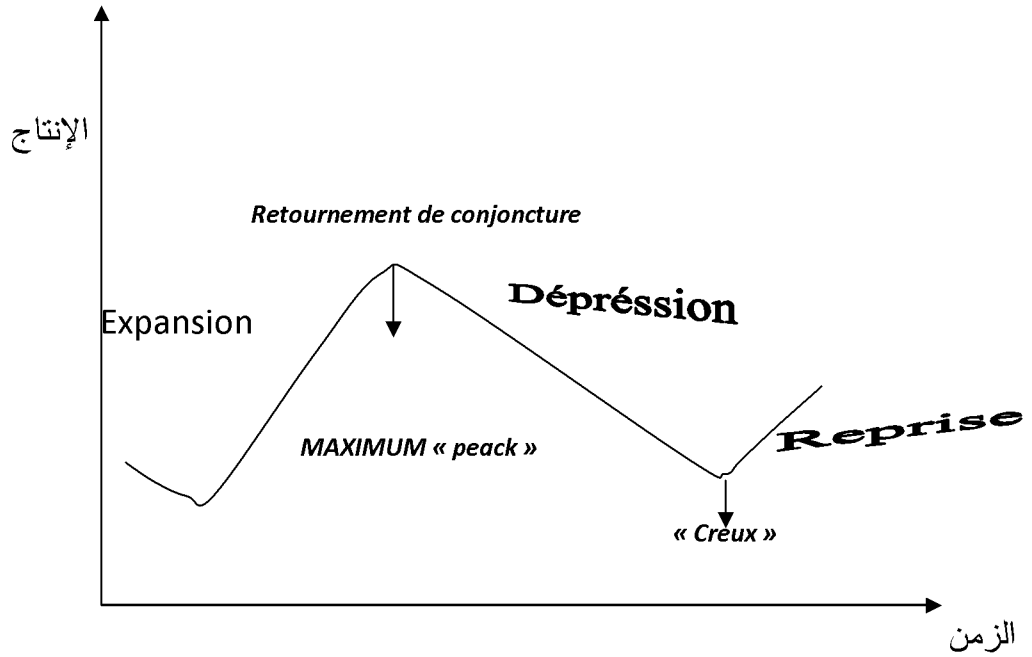
هذه الحالة ينتج عنها مؤشر الخوف أو مؤشر التقلب الذي يفوق 30، أما إذا تم التعامل في البورصة بحذر وعقلانية فهذا يمكن أن يؤدي إلى نمو اقتصادي في الأجل القصير.

المطلب 4 : دورة البورصة والدورة الاقتصادية²:

دورة البورصة لها علاقة ضيقة مع الدورة الاقتصادية ، ففي الواقع قوة الاقتصاد هي التي تسبب نمو الأرباح للمؤسسات ومع ذلك فالصحة المالية للاقتصاد ليست متوافقة مع الدورة الاقتصادية. فالمؤسسات تعرف أحسن النتائج مع نهاية مرحلة الازدهار وخلال مرحلة التوسع في الازدهار أي الفورة (Surchauffe) السوق يعرف انخفاضا والمؤسسات تحقق خسارة حيث يمكن تمثيل مراحل الدورة الاقتصادية من خلال الشكل (02 - 2).

¹ - Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang – Op.cit – PP: 22-25.

² - Ibid – P 28.



شكل 02 - 2 : مراحل الدورة الاقتصادية

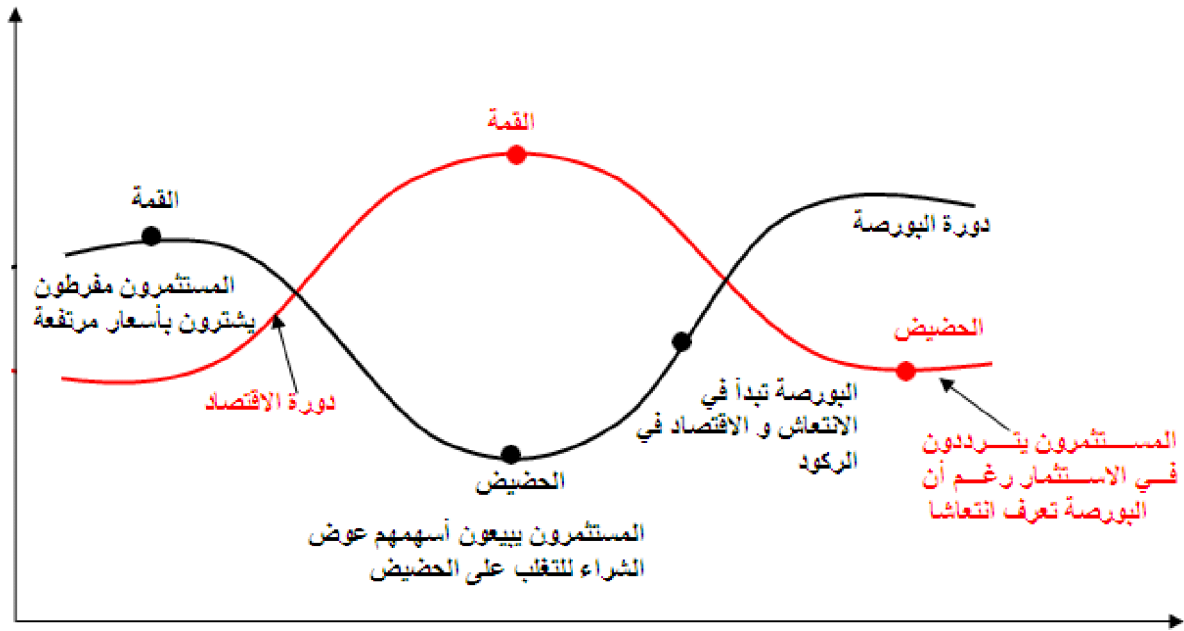
Source : Bernard Rosier – Les théories des crises économiques – Ed. la découverte – Paris – 2003 –p15.

فرغم الأداء الاقتصادي السليم يمكن للأسواق المالية أن تمنح فرصا بشراء أوراق مالية بسعر مناسب. فهذه الثنائية ركود اقتصادي ، جذب البورصة للمستثمرين تفسر وجود ارتباط بين دورة البورصة والدورة الاقتصادية بهدف بناء توقعات من أجل تقدير اتساع النمو أو تراجع المرحلة القادمة للدورة الاقتصادية. وكل هذا بالاستناد إلى مؤشرات متقدمة ثم الاتجاه إلى مؤشرات متأخرة من أجل التأكد من الأحداث الاقتصادية الماضية.

من بين المؤشرات المتقدمة يوجد : مؤشر الثقة ، حالة مؤشرات البورصة.

أما المؤشرات المتأخرة فتتمثل فيما يلي : معدل البطالة ، الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة الضعيف في فترة الركود الاقتصادي من أجل إنعاش نفقات الاستثمار للمؤسسات ونفقات الاستهلاك للعائلات.

ويمكن تمثيل العلاقة بين دورة البورصة والدورة الاقتصادية بالشكل التالي:



الخط 02-3: البورصة و الاقتصاد : الارتباط

Source : Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang – Op.cit – p 29

إن الفجوة بين الدورة الاقتصادية ودورة البورصة تمثل تحدي وإثارة للمستثمرين. فعند القمم أو الحضيض (Sommet ou creux) يميل بعض المستثمرين للاسترشاد بمشاعرهم لذلك يشترون بأسعار مرتفعة أو يبيعون بأسعار منخفضة وهذا يعتبر عكس ما يجب القيام به (الشراء بأسعار منخفضة والبيع بأسعار مرتفعة).

المطلب 5 : دراسات حول العلاقة بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي⁽¹⁾

إن البورصة تعرض منهجية أخرى لنقل المدخرات في الاقتصاد، فهي تنشط الاستثمار الإنتاجي الذي يساهم كذلك في النمو الاقتصادي. فقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط تطور البورصة بمعدلات النمو الاقتصادي.

ومن بين هذه الدراسات تلك التي قامت بها كل من Ross Levine and Sara Zervos 1996 وتتحدد متغيرات الدراسة على النحو التالي :

¹ ينظر : - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص ص : 236 - 242 .
- شذا جمال خطيب - صغفركربيي - مرجع سبق ذكره - ص ص : 56 - 58 .

➤ المتغير التابع : يتمثل في معدل النمو الاقتصادي بدلالة معدل نمو نصيب الفرد السنوي من الناتج المحلي الإجمالي.

➤ المتغيرات التفسيرية وتشمل :

- درجة نمو البورصة وقد استخدمت الدراسة ما يسمى بالمؤشر المركب يتضمن المعلومات عن كل من حجم السوق معبرا عنه بمتوسط نسبة رأس مال السوق، درجة سيولة السوق معبرا عنها بنسبة التداول ومعدل الدوران مع افتراض وجود علاقة طردية بين مؤشر السيولة والنمو الاقتصادي، درجة الاندماج الدولي ويعبر عنها بقيمة الخطأ في تسعير الخطر.
- الرصيد المبدئي لكل من رأس المال المادي ورأس المال البشري وتم التعبير عنهما بدلالة متوسط الناتج المحلي الحقيقي في بداية فترة الدراسة ومستوى التعليم معبرا عنه بمعدل التسجيل في المدارس الثانوية.
- متغير الاستقرار السياسي.
- متغيرات السياسات الاقتصادية الكلية والمتمثلة في نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم.
- علاوة سعر الصرف الأجنبي في السوق السوداء لتعكس الأثر الذي قد تمارسه الأسعار العالمية على النمو الاقتصادي.
- مستوى العمق المالي ويعبر عنه بنسبة (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث (M_2) تمثل قيمة العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي حيث تعكس هاته النسبة أهمية قطاع الوساطة المالية في النمو.

وباستخدام بيانات سلسلة زمنية قطاعية تشمل 41 دولة في الفترة (1976 - 1993) وباستخدام طريقة المربعات الصغرى تبين وجود علاقة ارتباط طردية بين البورصة ومعدل النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

كما استخدم (Aije and Jovanovic 1993) نهجا مماثلا ووجد أن هناك علاقة ارتباط بين نسبة التداول ومعدل النمو الاقتصادي وقد شملت الدراسة 40 دولة خلال الفترة (1980 - 1988).

وفي دراسة قام بها (Ross Levine 1996) لتقييم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1976 - 1993) في عينة شملت 38 دولة قسمت إلى 4 مجموعات كالتالي :

- ✓ المجموعة الأولى تتسم البورصات الموجودة بها في عام 1976 بمستوى سيولة فوق المتوسط وتتسم أجهزتها المصرفية بأنها متطورة بدرجة فوق المتوسط.
- ✓ المجموعة الثانية لديها بورصات تتصف بالسيولة ولكن كان مستوى تطور أجهزتها المصرفية أقل من المتوسط.
- ✓ المجموعة الثالثة وتتصف بان درجة سيولة البورصات دون المتوسط ولكنها تتميز بوجود أجهزة مصرفية متطورة.
- ✓ المجموعة الرابعة وتتصف بان البورصات غير سائلة وكانت درجة تطور أجهزتها المصرفية دون المتوسط.

وقد تبين أن البلدان التي تتميز بسيولة البورصة ولديها أجهزة مصرفية متطورة قد حققت نموا أسرع من البلدان التي لديها بورصات غير سائلة أجهزة مصرفية غير متطورة.

وتمارس البورصات تأثيرها على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على القرارات التمويلية للشركات وتوضح دراسة قام بها (Demirguc- Kunt and Makshmovic 1996) لبحث تأثير البورصة على الخيارات التمويلية للشركات في عدد 30 دولة صناعية ونامية خلال الفترة (1980 - 1991) فالشركات في الدول التي يتوافر لديها أسواق غير متطورة للأوراق المالية تزيد في بداية الأمر نسبة ديونها إلى حقوق الملكية. وبالنسبة للشركات المتواجدة في الدول التي لديها بورصة متطورة فإن المزيد من التنمية في البورصة يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون.

وقد قام (Boyed and Smith 1996) بدراسة أسهمت في تفسير الجوانب الهامة للدراسة التي قام بها كل من (Demirguc and makshmovic) بخصوص العلاقة بين البورصة والاختيارات التمويلية للشركات ، حيث قاما بتكوين نموذج تقوم من خلاله الشركات بتمويل التراكم الرأسمالي من موارد خارجية تعتمد على توليفة من الديون والأسهم وقد أدمج ذلك النموذج كل من مستوى تنمية سوق الأسهم والسندات مع قرارات الاستثمار في رأس المال المادي. وقد تنبأ النموذج بأنه عندما

يتحرك الاقتصاد عبر مسار النمو فان استخدام المزيد من التكنولوجيا المتخصصة والمعقدة يكون أكثر شيوعا ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى ارتفاع التكلفة النسبية لمراقبة الشركات الأمر الذي قد يدفع الشركات إلى خفض الاستثمارات في المشروعات التي تتمتع بعوائد مرتفعة ويصاحبها تكاليف مراقبة مرتفعة، ولأن تلك الاستثمارات غالبا ما ترتبط بارتفاع نسبة الديون، فإن الدراسة تنتبأ بأن الدول سوف تتجه لزيادة مصادر التمويل عن طريق الأسهم وخفض الاعتماد على التمويل عن طريق الديون.

وتقترح الدراسة أنه عند المستويات المتدنية للتنمية لا تستخدم مصادر التمويل عن طريق إصدار الأسهم وحينما تبدأ عملية التنمية ويصل متوسط الدخل الحقيقي لمستوى معين تبدأ الشركات في إصدار أسهم ويشجع المدخرون في شراء الأسهم.

Bencivenga et Al(1996) et Levine (1991) استخلصوا أن سوق البورصة السائل يخفض

المخاطر ويقلل من تكلفة الاستثمار في المشاريع الطويلة الأجل وهذا يوطد آفاق النمو. وبالنسبة ل Saint – Paul (1992) استخلص أن البورصة لها أثر إيجابي على إنتاجية المؤسسات.

Bamba (2001) et Kyle (1984) أقر وجود ارتباط إيجابي بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي حيث في اقتصاديات يوجد فيها أسواق مالية متطورة يكون هناك مستوى أعلى من التطور مقارنة باقتصاديات يوجد بها أسواق مالية أقل تطورا.

(morck et al 1990),(Shleifer et Summers 1998) بالنسبة لهؤلاء استخلص وان البورصة تشجع الأرباح في المدى القصير و لا تسمح لمديري المؤسسات أن يركزوا على الآفاق في المدى الطويل المتعلقة بالاستثمارات .

بالنسبة ل(singh et weiss(1998) يستخلصون أن البورصة إذا كانت تستطيع جذب الاستثمارات و رؤوس الأموال الأجنبية فان تدفقاتها ليست إلا مضاربات و أحيانا ترتبط بنشاط الاستثمار حيث تشير الإحصائيات إلى أن 90% تمثل التدفقات المالية الناتجة عن المضاربة في السواق المالية العالمية .

من وجهة نظر أخرى هناك بعض الكتاب يعتبرون نوادي للقرمار ليس لها أثرا إيجابيا بل قد يكون لها أثر سلبي على عملية التنمية الاقتصادية وقد أكد على ذلك (Mayer 1988) الذي اعتبر أن وجود

سوق متسع لرأس المال قد لا يمثل بالضرورة مصدرا من مصادر التمويل المؤسسي كما أشار (Stiglitz 1985 , 1994) إلى أن سيولة الأسواق المالية قد تمثل عاملا محبطا لما قد يترتب عليها ضعف في الرقابة على إدارة الشركات نتيجة لتسهيلها عملية تخلص أي فرد من حصته في الشركة، وقد رأى (Devereux and smith.1994) أن الزيادة في توسيع المخاطر عبر الأسواق رأس المال يمكن أن تؤدي إلى تخفيض معدلات الادخار وبالتالي معدلات النمو الاقتصادي.

المطلب 6 : البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات المالية:

على الرغم من الأهمية التي تولها البورصة في تمويل النشاطات الاقتصادية لتحقيق النمو الاقتصادي إلا أن التطورات الحادثة في النظام المالي والعالمي الجديد وما أفضى إليه من انفتاح الأسواق المالية وتحرير حركة رؤوس الأموال نجم عنه أزمات مالية قاسية عصفت بالعديد من الأسواق الناشئة وانتقلت أصدائها في ظل تقنيات الاتصال الحديثة لتشمل العديد من دول العالم حيث أن البورصة عند انهيارها تحدث الأزمة وتقضي على اقتصاد البلد برمته. وفيما يلي سنتناول أهم الأزمات المالية وكيفية حدوثها وتداعياتها على اقتصاديات الدول.

أولاً: تعريف الأزمة المالية وكيفية حدوثها:

1- تعريف الأزمة المالية:

تعرف الأزمة المالية بأنها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول ، والتي من ابرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي قيمة أسعار الأسهم مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.⁽¹⁾ .

فالأزمة المالية عبارة عن مرحلة حرجة تتعرض لها الدولة ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح الأساسية للدولة ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة وعدم التوقع من قبل صانع القرار،

¹ - عرفان تقي الحسيني - التمويل الدولي - دار مجدلاوي - عمان - الأردن - الطبعة 02 - السنة 1422 هـ / 2002م - ص 200.

فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير فيه، وانه يجب عليه في نفس الوقت اتخاذ القرار المناسب بصدده قبل تغير تلك المرحلة على نحو تصعب السيطرة عليه⁽¹⁾.

2 - مؤشرات انهيار البورصة:

هناك ظواهر تحد من كفاءة البورصة وتعرقل الدور الحيوي الذي يمكن أن تلعبه في دفع عجلة النمو الاقتصادي تعتبر مؤشرات انهيار البورصة وبالتالي تحدث أزمات مالية ويمكن إجمال هذه المؤشرات فيمايلي:

1 - عدم تماثل المعلومات⁽²⁾ Asymmetric Information : ويقصد بها عدم إلمام احد الأطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر لهذه الصفقة بما لا يمكنه من اتخاذ القرار الصحيح. ويترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشكلات تتمثل فيمايلي :

- مشكلة الاختيار السيء Adverse Selection problem : ومضمون هذه المشكلة عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والطالح من الأفراد والمنظمات الذين يسعون للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتهم الاستثمارية. وهذا ما قد يعرضهم للاختيار السيء أي لا توجه المدخرات بطريقة جيدة لاستثمارها، مع العلم ان هذه المشكلة تحدث قبل إتمام الصفقة المالية.
- مشكلة مخاطر سوء النية Moral Hazard Problem : ان أصحاب الأموال معرضين لمشكلة أخرى تحدث بعد إتمام الصفقة المالية وهي احتمال تعرضهم لمخاطر سوء النية من قبل مستخدمي الأموال الذين قد يقومون باستخدام الأموال في أنشطة لا يرضى عنها أصحاب الأموال كالأنشطة غير المنتجة أو مرتفعة المخاطر وهذا ما يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية تجاه أصحاب الأموال.

¹ - إبراهيم عبد العزيز النجار - الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي - الدار الجامعية - الإسكندرية - مصر - سنة 2009 - ص

² السيد البدوي عبد الحافظ - مرجع سبق ذكره - ص ص 16 - 22.

2- اثر العدوى⁽¹⁾ contagion effect : ان تزايد الانفتاح الاقتصادي والتكامل في أسواق المال وعولمة المعاملات الاقتصادية يؤدي إلى سرعة انتشار عدوى الأزمات المالية من الدول التي تنشأ بها هذه الأزمات إلى دول أخرى تربطها بها علاقات اقتصادية حيث يتزايد تأثير الأزمة المالية في الدول الأخرى مع اتساع نطاق الروابط، ويظهر اثر العدوى عندما ينتشر فقدان الثقة في بنية النظام المالي حيث يزداد معدل التصفيات وتزداد الضغوط من اجل البيع وسحب العملات.

3- التقلبات والمضاربة⁽²⁾ Volatility Bubbles and Speculations : مع التطور في تنظيم أسواق الأوراق المالية تزداد المخاطر المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة ولا سيما مخاطر المضاربة حيث يسمح ارتفاع درجة سيولة السوق للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة قليلة استجابة للتغيرات وهذا ما يؤدي إلى حدوث تقلبات مفرطة في العوائد وبالتالي إضعاف ثقة المتعاملين في البورصة، وقد تنشأ الضغوط المضاربية إما عن المعاملات الناجمة عن التفاؤل الزائد بخصوص تحرير المعاملات المالية والتي تتيح الفرصة للمضاربين للحصول على أرباح في الأجل القصير. فالزيادة الملحوظة في أسعار الأسهم في البورصة قد تكون نتيجة للفقاعات (Bubbles) التي تنتج عن المضاربات. وتوجد الفقاعة إذا كان سعر الأصل مرتفعا بدون سبب حيث ان المركز المالي للشركة لا يبرر هذا الارتفاع في هذا السعر. ويبقى هذا السعر مرتفعا لفترة طويلة نسبيا لكنه لا يلبث ان ينخفض انخفاضا حادا عند حدوث تغيرات مفاجئة في الظروف السائدة في البورصة وهذا ما يسبب انهيار في البورصة.

4- التوريق⁽³⁾ La titrisation : يعتبر التوريق كأبرز متسبب في الأزمة ومثال على ذلك الأزمة المالية العالمية 2007 / 2008 ويمكن تعريفه بأنه عملية تحويل القروض المصرفية وأدوات

¹ - ينظر : - إبراهيم عبد العزيز النجار - مرجع سبق ذكره - ص 23.

- شذا جمال خطيب - صعق الركبي - مرجع سبق ذكره - ص 63.

² ينظر : - شذا جمال خطيب - صعق الركبي - مرجع سبق ذكره - ص 63.

Daniel goyeau, AminTarazi – op . cit – P 109.

³ ينظر : - نصيرة دردر - التوريق البنكي أداة لجلب السيولة وتحقيق الربح في: (دورية دراسات اقتصادية - مركز البصيرة للبحوث - دار الخلدونية - الجزائر - العدد الثاني عشر - فيفري 2009 - ص ص: 87-88.

- يوسفات علي، بوزياتي رحماني هاجر - التوريق والأزمة المالية العالمية- على الموقع الالكتروني:

(<http://www.iefpedia.com/arab/?P=5850> (20/05/2010))

- الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين .
- ومن أهم العوامل التي تدفع بالبنك لاستعمال تقنية التوريق مايلي:
- تنويع مصادر إعادة تمويل البنك والتي تقتصر عادة على اللجوء للسوق النقدي.
 - الحصول على السيولة من خلال إخراج الأصول غير السائلة من الذمة المالية للبنك.
 - الحصول على عوائد في المدى القصير عوض انتظار مدة اهتلاك القرض.
 - توجيه السيولة الناتجة عن التوريق لاستثمارات أخرى تعود على البنك بالربح عوض تركها مجمدة.
 - تدر عوائد ثابتة على شكل عمولات لفائدة البنك المستعمل للتوريق نظير متابعته للمدينين.
 - تساعد تقنية التوريق البنك على احترام القواعد الاحترازية (قواعد التسيير في الميدان المصرفي) من خلال تحسين وضعية نسبة السيولة ونسبة الملاءة.
 - التقليل من مخاطر القرض لأن المستثمر هو من سيتحمل مخاطر الأصول محل التوريق.
 - تقدير القيمة السوقية للقروض البنكية.
- فعملية التوريق تحقق منافع اقتصادية ليس على البنك فقط وإنما على الاقتصاد ككل ويمكن إيجاز هذه المنافع فيما يلي:
- *توسيع حجم الأعمال الخاص بالبنوك عن طريق ضمان نسبة عالية لدوران رأس المال.
 - *تقليل مخاطر الائتمان من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
 - *تنشيط سوق رأس المال بصفة عامة وسوق تداول السندات بصفة خاصة وذلك من خلال تعبئة الأصول المورقة وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية.
 - *تحسين بنية المعلومات في السوق.
 - *اتساع سوق الديون من خلال جذب مجموعة كبيرة من المستثمرين.
 - *تنشيط القطاعات الاقتصادية القابلة ديونها للتوريق.

ثانيا :أهم الأزمات المالية وتداعياتها:

(1 أزمة الكساد الكبير (1929 – 1933)¹ :

تعتبر أزمة 1929 – 1933 أزمة الركود الكبير وهي من اشد الأزمات ذات آثار بالغة في جميع المجالات ، حيث أنها كانت السبب في تغيير البناء الهيكلي للنظام المالي العالمي وأبرزت الحاجة إلى تنظيم قوي من قبل الدولة.فسبب الأزمة هو أن خلال العشرينات في الو.م.أ كانت سنوات مضاربة حادة ،تمثلت في العقارات وما يتصل بها حيث تضاعف شراء الأراضي والبيوت سنة 1925 في فلوريدا نتيجة المناخ المطلوب وهكذا عرفت الأسعار ارتفاعا والكل يبحث عن الأقل للحصول على مصدر لمداخل دائمة (تأجير) أو على الإقامة (استعمال المنازل).وفي سنة 1926 عندما اجتاح فلوريدا إعصاران لم تعد الأماكن فيها مرغوبة واتجه الجميع نحو البورصة حيث تلا ذلك انشراح وازدهار في الو.م. حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية وتم توظيف جزء كبير منها في البورصة مما مكن الكثير من الاستثمار في البورصة وذلك بشراء الأسهم وبحلول عام 1929 كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمسة سنوات، فارتفعت قيمة مؤشر Dow jones في الأسهم الرئيسية في سبتمبر 1929 إلى 381,7 نقطة صعودا من 66,75 نقطة فقط في ديسمبر 1920. وهذا راجع إلى التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخل المنخفضة لتمويل المشتريات من الأوراق المالية على أساس هامش الضمان حيث كان الضمان الوحيد للمقرض هو الأسهم المودعة لديه، بالإضافة إلى إنشاء وتأثير الشركات الاستثمارية المتعددة التي استعملت رأس المال المحصل في شراء الأوراق المالية، هذا وقد تسامحت السلطات النقدية الأمريكية وعدم رغبتها بالوقوف في وجه حركة الارتفاع غير الطبيعية للأسهم، وحذر العديد من الاقتصاديين من انفجار "الفقاعة المالية" وحدث هذا بالفعل في 29 أكتوبر 1929، حين هبطت قيمة الأسهم في البورصة بشكل كبير ومفاجئ حيث تم بيع في ذلك اليوم 76 مليون سهم وانخفض مؤشر Dow jones بمقدار 21

¹ - ينظر: - صلاح الدين السيبي - الأسواق المالية - مرجع سبق ذكره - ص 271.

- إبراهيم عبد العزيز النجار - مرجع سبق ذكره - ص 30.

- دانييل أرنولد - تحليل الأزمات الاقتصادية للامس واليوم - (ترجمة : عبد الأمير شمس الدين) - المؤسسة الجامعية

للدراسات - بيروت - الطبعة 01 - سنة 1412 هـ / 1992 م - ص ص : 29 - 47.

- وليد احمد صافي - سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، سوق عمان المالي - مذكرة تخرج لنيل

شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية- تحت إشراف: طواهر محمد التهامي - معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر

- 1996 / 1997 - ص ص : 132- 133.

- نقطة واستمرت البورصة في الانهيار وذلك بسبب أن السندات والأسهم المودعة من المضاربين على أساس حد الضمان مقابل القروض الممنوحة إليهم لم تعد تشكل ضمانا كافيا بالنسبة للمقرضين، فقد طلبوا هؤلاء المقرضين من المضاربين زيادة تقديماتهم النقدية (طلب حد الضمان) فاضطر المضاربون أن يبيعوا سندات لجمع الأموال المطلوبة وهذا ما زاد من مدة حركة الهبوط، حتى بلغت الخسارة في 13 نوفمبر التالي 30 مليار دولار واستمرت الأزمة حتى أن البورصات قد استغرقت 25 عاما للتعافي من هذه الكارثة واستعادة أسهمها لقيمتها الأصلية. ومن الخصائص التي اتسمت بها هذه الأزمة مايلي :
- تسببت أزمة 1929 في زعزعة الاستقرار النسبي للنظام الرأسمالي بأكمله.
 - كانت لها صفة الدورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية للنظام الرأسمالي .
 - امتازت هذه الأزمة بالعمق والحدة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة مثلا انخفضت الودائع لدى البنوك بحوالي (33%) ونتيجة لإفلاس العديد من المؤسسات المالية أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات الأفراد، ونتيجة لهذه التطورات سببت هذه الأزمة بشكل مباشر انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 66% في أسواق الأوراق المالية في ألمانيا و 90% في بورصة wall street .
 - الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة خلال فترة الأزمة، حيث انخفض المعدل من 5.5 % إلى 31% في بنك إنجلترا عام 1929م، ومن 5.2% إلى 2.6% في البنك الاحتياطي الفدرالي. ففي بداية الأزمة كان الارتفاع في أسعار الفوائد ناتجا عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض ولكن باستمرار الأزمة انخفض الطلب على القروض بشكل كبير بسبب الانخفاض في الإنتاج الصناعي، وفي حجم المبادلات وكذلك فإن انخفاض أسعار الفائدة كان راجعا إلى زيادة عرض رؤوس الأموال.
 - اختلاف طول الأزمة ودرجة حدتها من بلد لآخر بشكل كبير، ففي عام 1929م انهارت أسعار الأوراق المالية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية، وفي نفس الوقت بدأ الانخفاض في القوة الشرائية لعملات الدول الزراعية بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية مما أدى إلى ظهور عجز في موازين مدفوعات هذه الدول، وانتقلت الأزمة عام 1931 إلى دول أوروبا الغربية بداية بإنجلترا وفرنسا وألمانيا.

- تراكمت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار نظام قاعدة الذهب لمعظم الدول، وبنفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية.
- نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها من بينها ألمانيا والنمسا.

(2) أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

شهدت بلدان شرق آسيا اضطرابات مالية وانهيارات في أسواقها المالية، بعدما وصفها صندوق النقد الدولي " بالمعجزة الآسيوية " نظرا للنمو الاقتصادي الباهر الذي حققته ومن أسباب هذه الانهيارات السياسية التي تبنتها حكومات هذه الدول في جذب التدفقات ومن هذه السياسات مايلي(1):

- منح الحكومات حوافز خاصة تشجيعا للاقتراض الأجنبي وكذلك منحها إعفاءات ضريبية خاصة بالمصارف التي تعمل بشكل مكثف في إقراض واقتراض العملات الأجنبية.
- ربط القيمة الاسمية لأسعار الصرف فعليا بالدولار الأمريكي.

ونتيجة لزيادة التدفقات الرأسمالية الخاصة ارتفع العجز في موازين مدفوعات الدول واستمر لفترة طويلة مما أدى إلى اندلاع الأزمة بداية في بانكوك " عاصمة تايلند " وسرعان ما انتقلت إلى باقي دول شرق وجنوب آسيا وتمثلت الأزمة في مسلسل انهيارات أسعار صرف عملات هذه الدول مقابل الدولار والتي تراجعت في كل من اندونيسيا وتايلندا، ماليزيا ، الفيليبين، كوريا الجنوبية، تايوان، سانغافورة وهونج كونج خلال الفترة 1997 وحتى بداية جويلية 1998. وهو الأمر الذي تبعه تدهور حاد في مؤشرات أسعار الأسهم مقدرة بالعملات المحلية في بورصات كل من التي سبق ذكرها ،وبما أن دول الشرق الأقصى هي المستورد الرئيسي للتقنيات العلمية الأمريكية فقد أدى ذلك إلى شعور المستثمرين بتدني مستوى الأرباح في الشركات الأمريكية مما أدى إلى هبوط في أسعار الأسهم الأمريكية وبالتالي هبوط في مؤشر Dow Jones الأمريكي الذي يقود أسهم العالم والذي أدى بدوره

¹ - شذا جمال خطيب - صغفق الركبيي - مرجع سبق ذكره - ص ص : 47 - 48.

إلى هبوط الأسعار في الأسواق العالمية. وفي طوكيو تراجع مؤشر NIKKEI وفي كوريا الجنوبية سجلت بورصة سيول تراجعا وكذلك الحال بالنسبة لبورصات سنغافورة، كوالالمبور، وجاكرتا.

وفي لندن انخفض مؤشر (فايننشال تايمز) للأسهم البريطانية الممتازة وذلك بعد هبوط مؤشر (هانج سانج) للأسهم في هونج كونج، ويعود هذا الانخفاض في بورصة لندن إلى البيان الرسمي لوزير المالية بعد انضمام بريطانيا إلى العملة الأوروبية الموحدة (اليورو) والتي بدأ تطبيقها اعتبارا من أول عام 1998¹.

وأدت هذه الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي والاجتماعي كما أثرت على الاقتصاديات العالمية للدول النامية والمتطورة على حد سواء وذلك كمايلي²:

-تباطؤ معدلات نمو التجارة الدولية ومعدل نمو الاقتصاد العالمي حيث هبط هذا الأخير من 4% في عام 1997 إلى 3,5% في عام 1998.

-هبوط الصادرات الأمريكية إلى دول جنوب شرق آسيا وبالتالي زيادة العجز في الميزان التجاري الأمريكي تجاه العالم حيث أنه بلغت قيمة العجز عام 1996 نحو 111 مليار دولار وفي عام 1997 بلغت 146 مليار دولار وقد ارتفع هذا العجز إلى 176 مليار دولار عام 1998. ويعود السبب في ذلك إلى انتشار الكساد في دول جنوب شرق آسيا الذي حال دون استيراد السلع والمواد الأمريكية كما هبط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي في عام 1997 ليبلغ 3,7% وفي عام 1998 بلغ 2,5%.

-هبوط فائض الميزان التجاري الياباني تجاه دول جنوب شرق آسيا بعدما بلغ هذا الفائض 56,8 مليار دولار في عام 1993 وهذا بسبب انحصار الصادرات اليابانية إلى دول جنوب شرق آسيا.

¹- صلاح الدين حسن السيسى - الأسواق المالية - مرجع سبق ذكره - ص ص : 271 - 275.

²- طالبى صلاح الدين - تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية (الأزمة المالية الحالية وتداعياتها - حالة الجزائر) - مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية - تحت إشراف : طاولي مصطفى - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة تلمسان - 2010/2009 - ص ص:

- تعرض اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا لموجة ركود اقتصادية طويلة نسبيا مما انعكس على معدلات التضخم والبطالة حيث أفادت تقديرات وزارة العمل الاندونيسية بأن عدد العاطلين عن العمل في وقت وقوع الأزمة بلغ 6 مليون شخص إضافة إلى 3 مليون شخص تعرضوا للتسريح في عام 1998.

- هبوط حاد في عائد الاستثمار وفي حجم التدفقات الاستثمارية إلى منطقة جنوب شرق آسيا حيث فقدت هذه المنطقة قوة الجذب التي تمتلكها بالنسبة للتدفقات الاستثمارية الأجنبية.

- يمكن أن تنتفع الدول الآسيوية بالانخفاض الكبير في سعر عملاتها الذي سيعطيها طاقة تصديرية جديدة علما بأن 50% من إنتاج هذه البلدان موجه للتصدير.

- تراجع تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المنطقة وتوجهها نحو دول أخرى في أوروبا الشرقية وفي الشرق الأوسط، فالعصر الذهبي للتدفقات الاستثمارية بالنسبة لمنطقة جنوب شرق آسيا انتهى.

- هناك شعور لدى أكثر من 250 مصرفا من كبار المصارف الأمريكية والأوروبية واليابانية بأن عودة الثقة تبدو صعبة، لأن الأسواق التي كانت شديدة التفاؤل بالموضوع الآسيوي أدركت أن المعجزة قد ماتت بعد أن استنفدت شروط نجاحها واستمرارها.

(3) أزمة 2000 (1)

تتمثل هذه الأزمة في أزمة البورصة حدثت في مارس 2000 بالولايات المتحدة الأمريكية على مؤشر Nasdaq حيث تعتبر هذه البورصة ثاني الأسواق الأمريكية المتخصصة باستعمال التكنولوجيا الجديدة. وتعرف هذه الأزمة " بفقاعة الأنترنت " أو " الفقاعة التكنولوجية " وسجل مؤشر Nasdaq تراجعا بنسبة 27% خلال أسبوعين فقط وبنسبة 39.3% على مدى سنة وانعكس هذا التراجع على كل مجالات النشاط الاقتصادي على الرغم من أنه كان قد شهد ازدهارا في الشهر السابق على الأزمة بتسجيله رقما قياسيا 5048 نقطة.

¹ -Sandrine lardic, Valerie Mignon – L'efficience informationnelle des marchés financiers – Ed. La découverte – paris – 2006 – P4.

(4) الأزمة المالية العالمية 2008:

في منتصف شهر سبتمبر 2008 شهد العالم أزمة مالية غير مسبوقه واعتبرت السوء من نوعها منذ زمن الكساد العظيم سنة 1929. بدأت أولا بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم ليشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي وبالنسبة لأسباب الأزمة توجد عدة أمور تفاعلت في انفجارها تتمثل فيما يلي (1) :

1-عولمة الأسواق:

أدت المنافسة العالمية إلى تجاوز الحدود الجمركية والسياسية بين الدول بعد توسع نطاق السوق واتساع العولمة لتغطي معظم أرجاء كوكبنا وتهافتت كافة دول العالم على الدخول إلى المنظمة الدولية للتجارة وهذا ما أدى إلى زيادة نفوذ الشركات متعددة الجنسيات وسيطرتها على أسواق العالم وما يعنيه ذلك من الحد من حرية المنافسة، وقدرة هذه الشركات المتعددة الجنسيات من رسم الأسعار والتحكم بالإنتاج والتوزيع عبر أنحاء العالم. وقد أدى ذلك إلى التأثير سلباً على المشروعات الصغيرة والمتوسطة وعدم قدرتها على الصمود في وجه الشركات العظمى، وهذا ما أدى بطبيعة الحال إلى تفتت شرائح من الطبقة الوسطى لتتضم إلى شريحة الفقراء التي تتعاضم باستمرار على مستوى العالم كله. وبالرغم من أن غالبية هذه الشركات متعددة الجنسيات أمريكية الجنسية إلا أن هدفها هو تعظيم الأرباح دون التقيد باعتبارات وطنية أو سياسية، وهذا ما دفعها إلى نقل استثماراتها إلى آسيا حيث تنخفض أجور اليد العاملة ومعدلات الضرائب مما يؤدي إلى زيادة الأرباح وقد أدى تمركز هذه الشركات في الصين الشعبية في العقدين الماضيين إلى تحقيق الصين أعلى معدلات للتنمية. حيث اعتمد المستهلكين الأمريكيين على منتجات مصنوعة في الصين، وتزايد البطالة في أمريكا نفسها بالإضافة إلى تفشي الكساد في قطاعات اقتصادية عديدة.

2- ارتفاع أسعار النفط:

¹ - ينظر : محمد عبد الله المومني - دور الأبعاد السلوكية لإدارات الوحدات الاقتصادية في القياس والإفصاح المحاسبي في حدوث الأزمات المالية - كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة الجزائر - 09/08- ديسمبر 2009.

- طارق عبد العال حماد - حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية - الدار الجامعية، الإسكندرية مصر سنة 2009 - ص ص : 19-35.

وقد عملت هذه الشركات على رفع أسعار النفط تدريجياً مما زاد من تكاليف المعيشة في كافة أنحاء العالم، حيث وصل سعر البرميل إلى 150 دولار للبرميل مما أدى بدوره إلى ارتفاع أسعار الحبوب وغيرها من المواد الغذائية مما هدد عشرات الملايين في العالم بالمجاعة، ورفع من معدلات الكساد التي يعيشها الاقتصاد الأمريكي.

3- تضخم السيولة: نتيجة ارتفاع أسعار النفط وأسعار جميع السلع والخدمات، زاد فائض السيولة لدى المصارف الأمريكية والأوروبية مما أدى إلى مشكلة التضخم للسيولة أي حبس الأموال لدى المصارف دون عائد ولذلك أدت السيولة الزائدة إلى مزيد من القلق على الأرباح لدى المسؤولين عن المصارف خاصة في ظل عدم وفرة مقترضين مؤهلين بدرجة مناسبة تتوافر فيهم شروط الائتمان السليمة، الشيء الذي أدى بهؤلاء المسؤولين بالتراخي في شروط منح الائتمان ومنح القروض العقارية والضمان الوحيد هو رهن العقار ومع انخفاض سعر الفائدة في الـ 90م.أ خلال الفترات الأولى من منح القرض وحالة الازدهار ظهر ما يمكن أن نسميه "الفقاعة العقارية" فقد ارتفعت أسعار العقارات في معظم دول العالم بشكل مخيف مما أدى إلى زيادة الاستثمارات في العقارات ليس بغرض السكن وإنما بغرض المضاربة ومع قيام بعض المؤسسات المالية الأمريكية بتوريق الديون العقارية وتحولها إلى سندات مغطاة بأصول ثم بيعها إلى شركات استثمار أو مؤسسات مالية أخرى في أوروبا وآسيا وتداولها في البورصات العالمية وعودة الأموال مرة أخرى إلى المصارف في صورة إيداعات ثم يتم منحها كقروض في القطاع العقاري مرة أخرى إلى مقترضين جدد وبالتبعية تتحول إلى سندات تباع في البورصات ثم تعود إلى المصارف (دائرة مغلقة) وهكذا تحول الاقتصاد الحقيقي المتمثل في الأمور المادية والحقيقية مثل: العقارات، المشروعات، المصانع، الأدوات المالية الأصلية مثل (الأسهم، السندات) إلى اقتصاد ورقي خاصة مع المضاربة من خلال المشتقات المالية حيث بلغ الاقتصاد الورقي أكثر من عشرة أضعاف الاقتصاد الحقيقي. فالرهن العقاري في الـ 90م.أ تحول إلى رهن العالم تحت رحمة أسعار العقارات في الولايات المتحدة نظراً لأن الاقتصاد الأمريكي يمثل أكثر من نسبة 25% من الاقتصاد العالمي.

4- عجز الموازنة الأمريكية:

أدت الحروب التي خاضتها أمريكا في العراق وأفغانستان إلى تراكم العجز في الموازنة الأمريكية عن طريق اللجوء إلى الاقتراض بسندات الخزينة وغيرها من الوسائل مما أدى إلى تفاقم الأزمة

الاقتصادية التي تعيشها أمريكا عن طريق الحد من الإنفاق العام داخل الولايات المتحدة وإضعاف الحوافز الاستثمارية.

5- ضعف رقابة المصرف الاحتياطي الفدرالي:

إن الحكومة الأمريكية سبق أن أعفت مصرف (Lehman Brother's) من رقابة المصرف الاحتياطي الفدرالي، بدعوى أهمية هذا المصرف من الجانب الاستثماري وخاصة دعم قروض السكن، كما أن المصارف الأمريكية لا تخضع لقواعد بازل الولية حرصا من الحكومة الأمريكية على حرية العمل المصرفي وسريته.

لقد انتفخت الفقاعة العقارية حتى وصلت ذروتها لذلك انفجرت وتناثرت في الهواء وتبددت أحلام الجميع وأصبح الكل يواجه الواقع المؤلم وكانت آثار الأزمة كما يلي¹.

- المصارف التي تساهلت في منح القروض لأفراد لا تسمح دخولهم بسداد مديونياتهم لأنها ضعيفة لا تتناسب مع حجم القروض وفوائدها وأصبحت تواجه أزمة ائتمان ثم تحولت إلى أزمة سيولة أي نقص سيولة وهنا قام بنك الاحتياط الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي) بضخ مليارات الدولارات في الأسواق المتضررة لمواجهة مشكلة السيولة عام 2007 حيث تم إطفاء النيران وهدأت الأسواق وخلال هذه الفترة انتبهت بعض البنوك والشركات الأوربية للضرورة وأعلنت عن تجميد أو سحب استثماراتها في سوق العقارات الأمريكي وهذا أدى إلى تراجع النشاط العقاري وإفلاس العديد من شركات الإقراض العقارية حيث أطلت الأزمة المالية العالمية بشكلها المخيف على العالم كله مع إفلاس بنك Lehman Brother's (أكبر رابع بنك في الو.م.أ) وتبعه معانات أكبر شركة تأمين في الو.م.أ وانخفاض أسعار الأوراق المالية في البورصات ثم انهيار معظم البورصات حول العالم.
- الأفراد والشركات التي اقترضت بغرض شراء العقارات كانت خاضعة لشروط العقد التالية :
 سعر فائدة متغير وليس ثابت ومنخفض في البداية ثم يرتفع مع الزمن بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة. كما أن سعر الفائدة يتضاعف بنحو 3 مرات إذا تأخر المقترض

¹ - طارق عبد العال حماد - حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية - مرجع سبق ذكره- ص ص : 25-26.

عن دفع أي قسط من القرض يحل اجله بالإضافة إلى أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض ولم تسدد أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات، فمع انخفاض أسعار العقارات بشدة وارتفاع أسعار الفائدة لم يعد المقترضين قادرين على السداد حيث استرد البنوك العقارات ومازال المقترضين مقيدون بباقي الدين ولذلك فقد الأفراد منازلهم ومازال عليهم باقي الدين (يقال أن نحو 4 مليون أمريكي فقدوا منازلهم) .

- الأفراد والشركات التي تستثمر في الأدوات المالية الأصلية (الأسهم والسندات) أو الأدوات المالية المشتقة يواجهون الانهيار الحاد في البورصات العالمية وخسائر ضخمة.
- معظم دول العالم تواجه الأزمة نتيجة العلاقات الاقتصادية المتشابكة والعولمة وهكذا تحولت الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية نتيجة إفلاس مؤسسات مالية وشركات كبرى يحدث عنها الاستغناء عن عمالة كثيرة وبالتالي تزيد البطالة حيث يترتب عليها تخفيض الإنتاج وانخفاض دخول الأفراد وبالتبعية تخفيض العمالة ثم تكرر الدائرة إلى أن يصبح الاقتصاد في مرحلة الكساد. ومع استمرار الركود ومحاولة كل دولة التدخل لحماية اقتصادها بتشجيع الصادرات وتقليل الواردات ونتيجة تعارض المصالح بين الدول ومحاولة الخروج من الدائرة المفرغة تقل التجارة العالمية وتزيد حدة الأزمة.

ومن مظاهر الركود الاقتصادي الذي سببته الأزمة تتمثل فيما يلي¹:

- في منتصف الشهر الأخير من عام 2009 أغلقت 7 بنوك أمريكية جديدة ليصبح عدد البنوك المنهارة في أكبر اقتصاد في العالم في العام 140 بنكا.
- وقبل نهاية 2009 وصل عدد الشركات المصدرة للسندات والتي تخلفت عن سدادها عند استحقاقها 260 شركة منذ مطلع العام كان أحدثها في الولايات المتحدة في النصف الأول من ديسمبر مقابل 126 شركة في 2008 وفي تقسيم الأرقام بلغ عدد مصدري السندات ممن تقدم

1- ينظر: - بوشخي عائشة - الأزمة الاقتصادية ل2009 والركود الاقتصادي: ملامح وتوقعات - مداخلة ملقاة في اليوم الدراسي حول استراتيجيات الخروج من الركود الاقتصادي - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة تلمسان - 2010/10/12.

- يوسف أبو فارة - ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاسها على الدول النامية - كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاسها على اقتصاديات دول ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة الجزائر 09/08 ديسمبر 2009.

- بطلبات حماية من الدائنين لإشهار الإفلاس 70 شركة وعدد من تخلف عن دفع مستحقات أو فوائد 89 شركة ، أما الشركات المتبقية 101 فكانت مشكلتها في تراجع سعر الصرف.
- عرف الاقتصاد الأمريكي انكماشاً في الربع الأول بنحو 6.1% وهو ما يعد أسوأ أداء منذ حوالي 50 عام وذلك رغم إجراءات التحفيز الاقتصادي التي أقرتها الحكومة.
- بعد 100 عام من الازدهار " جنرال موتورز " عملاق صناعة السيارات الأمريكية واحد ابرز رموز الاقتصاد الأمريكي تعلن أنها تقدمت بطلب إشهار إفلاسها في جوان 2009.
- بيانات أمريكية رسمية تظهر أن سوق العمل يبدو أسوأ من أي وقت مضى إذ يبلغ عدد الباحثين عن وظائف ستة أضعاف عدد الفرص المتاحة.
- الولايات المتحدة تسجل عجزاً قياسياً في الموازنة بلغ 1.409 تريليون دولار خلال السنة المالية الماضية 2009/2008 المنتهية في شهر سبتمبر وذلك للمرة الأولى منذ عام 1945 للحماية من الدائنين.
- ارتفعت حالات إفلاس البنوك الإقليمية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 140 حالة حتى 20 ديسمبر 2009.
- منطقة اليورو تعلن في افريل 2009 عن ارتفاع معدل البطالة إلى أعلى مستوى له منذ نحو 3 أعوام في الوقت الذي وصل فيه معدل التضخم لأدنى مستوياته الأمر الذي يعكس استمرار ضغوط الكساد الاقتصادي.
- حوالي 20 مليون شخص فقدوا وظائفهم في الصين خلال أقل من عامين من وقوع الأزمة المالية العالمية بسبب التراجع الكبير في أعمال القطاعات الاقتصادية في الصين خصوصاً قطاع التصدير.
- معهد " الإحصائيات الوطني " في فرنسا يعلن أن نسبة إفلاس الشركات التجارية في البلاد ارتفعت بواقع 0.5% في افريل 2009.
- اتحاد الصناعة البريطاني يكشف عن إمكانية لجوء الشركات المالية البريطانية إلى إلغاء نحو 13 ألف وظيفة لديها خلال الربع الثالث من 2009.
- إحصائيات تظهر تراجع الناتج المحلي الإجمالي البريطاني خلال الربع الأول بنسبة 2.4% ليسجل أكبر انكماش من نوعه منذ العام 1958.

- تقرير بريطاني يكشف عن إغلاق حوالي 12 ألف متجر هذا العام في بريطانيا بسبب الأزمة الاقتصادية التي أثرت بشكل كبير على المحلات المستقلة وتجار بيع التجزئة.
- البنك المركزي الايطالي يؤكد أن حجم الدين العام للبلاد سجل قفزة كبيرة منذ بداية العام حيث تجاوز 1750 مليار يورو.
- الإعلان عن فقدان حوالي نصف مليون وظيفة في ايطاليا خلال عام 2009 بالإضافة إلى أن أكثر من 300 ألف عامل.
- عجز الميزانية الفدرالية الروسية يصل إلى 1.46% تريليون روبل خلال فترة يناير - أوت 2009.
- ماليزيا تعلن عن ارتفاع أعداد العمال المسرحيين في قطاع البناء والأشغال ليلبغ أكثر من 300 ألف عامل.
- اليابان تعلن ارتفاع معدل البطالة إلى 5.4% في شهر يونيو مسجلا أعلى معدل له خلال ست سنوات.
- تجاوز معدل البطالة نسبة 6% لأول مرة في تايوان منذ بدأت تسجل إحصاءاتها عام 1978 مسجلا 6.07% .
- تقرير إماراتي يكشف عن وجود 400 مشروع بقيمة أكثر من 300 مليار دولار ثم إرجاؤها أو إلغاؤها إلى جانب المشاريع الأخرى المتبقية سواء كانت تحت الدراسة أم التخطيط " بسبب تداعيات الأزمة " .
- محافظ البنك المركزي المصري يعلن عن تراجع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر بنحو 53.4% خلال الفترة بين يوليو ومارس من العام 2009/2008 لتبلغ 5.2 مليار دولار.
- التقرير السنوي لمنظمة التجارة العالمية حول حركة المبادلات التجارية في العالم يسجل تراجعاً أكبر مما كان متوقعا لتسجل انخفاضا خلال العام الجاري بنسبة 14% مقارنة مع العام الماضي.
- الأمين العام لمنظمة الدول المصدرة للبترول " اوبك " يقدر الخسائر المالية الناجمة عن تلك الأزمة بـ 4 تريليونات دولار.

- بيانات صادرة عن بنك التسويات الدولية وصندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومجموعة العشرين وتناولت ما جرى في 112 بلدا حول العالم تظهر أن " أزمة الائتمان " شطبت نحو 28.8 تريليون دولار من الثروات العالمية المجمعة في أسواق الأسهم والعقار بين مطلع سنة 2008 ومنتصف 2009.
- إن نسبة تراجع النمو استنادا إلى الأرقام التي تصدرها بعض الدول والتي تدأب المؤسسات المالية والنقدية الدولية على التبشير بها ، مازالت تشير إلى مرحلة الركود الاقتصادي والخوف كل الخوف انتقال هذه الأرقام إلى المنحى السلبي لينحول الاقتصاد العالمي إلى الانكماش ومن ثم الكساد من أجل عدم الوصول إليه يتطلب الأمر البحث عن مخرج استراتيجي على صعيد الفكر الاقتصادي وعلى صعيد الخيارات الإنتاجية والأنظمة المالية والتشريعات الرقابية وتطوير أو تغيير وجهة عمل المؤسسات الدولية الناظمة لحركة العولمة الحالية.

ثالثا : كيفية الخروج من الأزمات

➤ دور صندوق النقد الدولي في الأزمات المالية¹:

كان صندوق النقد الدولي بمثابة المفتاح الرئيسي أو اللاعب الأساسي في تنسيق الدعم النقدي لاقتصاديات الدول الآسيوية المضطربة نتيجة الأزمة، حيث أن أهدافه الرئيسية تتركز في توفير الاستقرار والتوسع المتوازن في التجارة والنمو ولكن بسبب الأزمة المالية الآسيوية فإن صندوق النقد الدولي قد عمق أنشطته في 4 اتجاهات:

- تدعيم وتقوية الدور الإشرافي لصندوق النقد الدولي على سياسات الدول الأعضاء.
- المساعدة في تقوية وتشغيل الأسواق المالية (المساعدات الفنية).
- تقديم المشورة السياسية والمساعدات المالية بسرعة عند ظهور الأزمة.
- المساعدة في ضمان عدم تهميش الدولة العضو وزيادة فعاليتها في جذب الاستثمار الخاص.
- فما يثير الاهتمام هو مدى قدرة صندوق النقد الدولي على مواجهة الأزمات وذلك من خلال:
- ما إذا كانت موارد الصندوق كافية.
- ما إذا كان استعداد الصندوق للإقراض يسهم في حل المشكلة.

¹ - عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي - العولمة المالية وإمكانات التحكم - دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر - سنة 2005.

- ما إذا كانت العدوى المالية يمكن إيقافها أو القضاء عليها بشكل حقيقي وفعال.
 - ما إذا كانت التغييرات في السياسة الاقتصادية وطرق الأداء والتي يتطلبها صندوق النقد الدولي من الدول المتلقية للقروض هي تغييرات مؤثرة وفعالة و ملائمة (شروط القرض).
 - ما إذا كان صندوق النقد الدولي يقدم معلومات كافية لجمهور المتعاملين مع البنوك بما فيهم المستثمرون عن الأطر الخاصة ببرامجه والقيود المفروضة كشرط للسماح بالافتراض بهدف التمكن من المحاسبة الدقيقة (الشفافية).
 - ما إذا كان الصندوق يمتلك القوة والسلطة والنفوذ الذي يمكنه من السيطرة على الدول الأعضاء المقترضة لمنع حدوث الأزمات.
- ولكن صندوق النقد الدولي وجد صعوبة في مواجهة الأزمة الآسيوية وذلك يعود إلى التوسع المفرط في صلاحياته، فهذه الهيئة مكلفة أصلاً لحل مشاكل اختلال موازين المدفوعات لكنها تولت صلاحيات أوسع دون أن يجرى مع ذلك تعديل في آليات التحليل عندها أو أن يتم تفكير جماعي حول أحسن الطرق للقيام بتلك الصلاحية.

➤ الطول والإجراءات المتبعة للخروج من الأزمة المالية العالمية:

1) دور السياسات الاقتصادية للخروج من الأزمة:

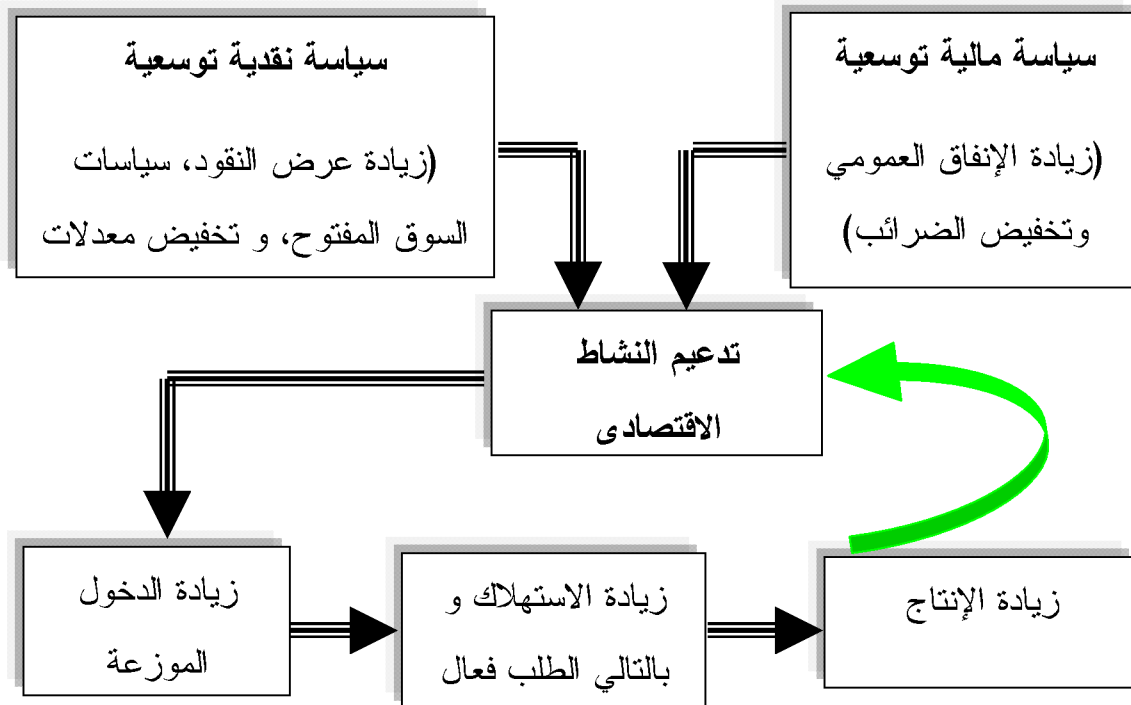
نتيجة تحول الأزمة المالية العالمية إلى أزمة اقتصادية حيث اعتبرت أزمة كساد، ويتم استخدام السياسات المالية والنقدية بهدف الخروج منها وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والذي يعني تحقيق معدل موجب من النمو الاقتصادي واستقرار الأسعار والتوظيف الكامل لعناصر الإنتاج ومعالجة الاختلالات في الاقتصاد بصفة عامة. وتجلت مظاهر التدخل في عمليات إنقاذ مالي وضخ المليارات في الأسواق المالية العالمية، حيث تميزت هذه الأزمة بتدخل حكومي كبير لم يسبق له مثيل حيث خرجت عن مبدأ الحرية الاقتصادية.

يتم إتباع السياسة المالية التوسعية بزيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض الضرائب حيث يؤديان إلى زيادة القوة الشرائية للأفراد مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي ما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الكلي العام وبالتالي التخلص من الانكماش.

كما يتم في نفس الوقت تطبيق سياسة نقدية توسعية وتتلخص آلية تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد في تقليل تكلفة الاقتراض على المستثمرين (تقليل سعر الفائدة) وتخفيض حافز الادخار للقطاع الخاص، لذلك يتوقع أن يتأثر كل من الاستهلاك والاستثمار، الأمر الذي يدفع الاقتصاد إلى الابتعاد عن شبح الركود¹. ويمكن تلخيص هاتين السياستين في الشكل 02 - 4

الشكل 02 - 4 : السياسات الاقتصادية المتبعة للخروج من الأزمة الاقتصادية :

المصدر : طالبى صلاح الدين - مرجع سبق ذكره - ص 191.



(2) إجراءات الولايات المتحدة الأمريكية²

تعتبر التدخلات الأمريكية الأولى عالمياً من خلال خطة إنقاذ بالإضافة إلى إعفاءات ضريبية وتخفيض لمعدلات الفائدة وضخ الأسواق بالسيولة المالية وتقديم ضمانات للمودعين. فخطه الإنقاذ هي الخطة

¹طالبى صلاح الدين - مرجع سبق ذكره - ص ص: 190-191.

² - نفس المرجع السابق - ص ص: 192-195.

التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية "هنري بولسون" تهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن وتقوم الخطة شراء الديون الهالكة التي تقضي مضاجع السوق المالية الأمريكية وتهدد بانهيائها. كما قررت الإدارة الأمريكية تخصيص نحو 150 مليار دولار من خلال خطة حوافز مالية تتضمن إعفاءات ضريبية مدتها سنتين منها 100 مليار للأفراد و50 مليار للشركات، حيث يهدف هذا الإجراء إلى زيادة الاستهلاك لتنشيط الاقتصاد، لكن هذا المبلغ لا يكفي لمعالجة الأزمة مما يفسر استمرار هبوط المؤشر العام في البورصات العالمية بعد إعلان هذه الحوافز المالية.

(3) الإجراءات الأوروبية لمواجهة الأزمة¹:

تبنت دول الاتحاد الأوروبي بدورها خطط إنقاذ لمواجهة تحديات الأزمة المالية وانعكاساتها الاقتصادية ولكن وفق مسارات مختلفة عن خطة الإنقاذ الأمريكية حيث تم التركيز على:

* زيادة رؤوس أموال البنوك الأوروبية بدلا من شراء الأصول الهالكة.

*مراجعة النظم المحاسبية المصرفية وانتهاج سياسات رقابية وإشرافية لوضع ضوابط محددة للعمليات المالية بالقطاع المصرفي.

*توفير الحماية والضمانات للودائع المصرفية وتجنب تقديم ضمانات تخل بمبدأ المنافسة.

*فرض عقوبات على الإدارة المصرفية حال الدخول في عمليات مضاربة على الأسهم.

فبالنسبة للإجراءات البريطانية تم تخصيص 37 مليار جنيه إسترليني (ما يعادل 63,3 مليار دولار) لشراء أسهم عدد من البنوك البريطانية أي المساهمة في رأسمال البنوك مثل (Royal bank of Sestland) ومساعدات مالية لعدد من المؤسسات الصغيرة.

كما اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف بمبلغ 360 مليار يورو (491 مليار دولار)، كما تم أيضا إنشاء صندوق سيادي لفائدة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات

¹ - طالبي صلاح الدين - مرجع سبق ذكره - ص ص: 195 - 199.

مالية وفي نهاية شهر نوفمبر 2008 أعلنت عن خطة لمساعدة قطاعات الإسكان والسيارات بقيمة 16 مليار يورو (ما يعادل 32,84 مليار دولار) أي ما يعادل 1,3 من الناتج المحلي الداخلي.

كما أعلنت المستشار الألمانية "أنجيلا ميركل" عن خطة إنقاذ مالية قيمتها 500 مليار يورو وتم بموجبها تأسيس "صندوق لاستقرار الأسواق المالية" لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية سنة 2009 ، مع تخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية، بالإضافة إلى توفير 100 مليار يورو من بينها 80 مليار يورو لإعادة رسملة المؤسسات المصرفية.

أيضا أقرت الحكومة الإسبانية قانونا يضمن ديون البنوك حتى نهاية سنة 2009 بقيمة 100 مليار يورو كحد أقصى، وأعلنت عن إمكانية شراء كميات من الأسهم في المؤسسات المالية لدعم قطاع البنوك وتعهدت بالتعاون الأوروبي.

4) مواجهة الصين للأزمة¹:

قامت الصين ببرنامج حكومي تحفيزي كبير نفذت التزاماتها لقمة العشرين وزادت إنفاقها الحكومي بمبلغ 4 تريليون يوان (حوالي 600 مليار دولار) على الرغم من أن ذلك قد يؤدي إلى عجز في الميزانية يقارب 5% من الناتج المحلي الإجمالي. وقد أدت زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة في الإقراض من قبل البنوك ونمو في الاستثمار تبعا لذلك. مما كان له تأثير ملموس على نمو الاقتصاد. ومن خلال تبنيها برنامج حكومية طموحة موجهة إلى الداخل أي إلى تحفيز الطلب الداخلي وهو ما تستطيع أي حكومة التأثير فيه أكثر من قدرتها على التأثير على الطلب القادم من الدول الأخرى حيث حققت هذه الدولة سنة 2009 نسبة نمو مرتفعة بـ 8,7%.

¹ - طالب صلاح الدين - مرجع سبق ذكره - ص ص: 199-200.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال ما درسناه في هذا الفصل يتبين أن بورصة الأوراق المالية تلعب دور هام في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك بتقديمها لوظائفها عديدة للاقتصاد الوطني أهمها حشد وتعبئة وتوجيه الموارد المالية والمساهمة في تخصيص هاته الموارد بكفاءة من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الاقتصادية. كما تتمكن الحكومة من خلال البورصة تمويل خططها الإنفاقية بدلا من اللجوء إلى الأساليب التضخمية حيث أن البورصة تجعل الاستثمار في الأصول المالية أكثر جاذبية وأقل مخاطرة حيث تسمح للمدخرين بالحصول على الأصول المالية مقابل عائد وإعادة بيعها بسرعة عند الحاجة لاسترداد الأموال وذلك في أي وقت يشاء وبتكلفة معقولة.

ومع اتجاه الأسواق المالية نحو الانفتاح والتكامل لتوفير فرص الاستثمار الأفضل لرؤوس الأموال مما ساهم في زيادة صافي حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية مما أتاح لها زيادة الاستثمار والإنتاج وفرص العمل وتعزيز نموها الاقتصادي.

فالأسواق المالية تعتبر احد أهم المراكز الاقتصادية الدولية إلا أنها تعاني من هاجس يطاردها وهو الأزمات المالية حيث أن أبرز مثال على أهمية وتأثير الأسواق المالية في أداء الاقتصاد ككل ما حدث في أسواق الدول العالمية حيث تعرضت هذه الدول لأزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أسواقها، وتحول هذه الأزمات المالية إلى أزمات اقتصادية. إلا أن هناك بعض الإجراءات يمكن انتهاجها حتى يستعيد الاقتصاد حيويته وتنتعش الأسواق المالية.

ويمكن أن نأخذ الأسواق المالية الخليجية ونستخلص مدى مساهمتها في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك في الفصل الموالي.

الفصل الثالث

دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية

مقدمة الفصل الثالث

بعد دراستنا للفصول النظرية سنحاول دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية التي تم إنشاؤها وتشغيلها انسجاماً مع القناعة المتعاضمة بأهمية الدور الذي ستلعبه بمساهمتها في النمو الاقتصادي باعتبارها أهم قنوات تعبئة المدخرات نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية.

وهناك مجموعة من العوامل ساهمت في تطور أسواق المال الخليجية خلال المرحلة الأخيرة ومن أبرز هذه العوامل تطور الاحتياجات التمويلية بسبب تدهور أسعار النفط وتضاؤل الاعتماد من جانب هذه الدول على الصادرات، وتراجع الدور الحكومي في تمويل التنمية بسبب معاشية العجز في الميزانيات العامة والاعتماد على ضبط السيولة المحلية بإصدار السندات الحكومية وخصخصة الأنشطة العامة فتزايدت الاحتياجات التمويلية للقطاع الخاص. ومن ناحية أخرى فقد ازداد نشاط أسواق المال الخليجية وتزايدت كافة مؤشرات أدائها (الحجم ، السيولة ، الربحية ، القواعد والتشريعات....)

وفي هذا الفصل سنوضح عرضاً لأسواق المال الخليجية بمبحثين:

المبحث 01: نتناول فيه ماهية الأسواق المالية الخليجية وذلك بالتعرض لنشأة كل سوق مالي على حدة وخصائصها وأهدافها، إضافة إلى كيفية التعامل في هذه الأسواق وتنظيمه.

أما المبحث 02: نتناول فيه الأسواق المالية الخليجية والنمو الاقتصادي وذلك بالتعرض لحجم وسيولة الأسواق المالية الخليجية، الأزمات المالية وآثارها على الاقتصاديات الخليجية، إضافة إلى سلبيات الأسواق المالية الخليجية وآفاق تطورها.

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية الخليجية:

المطلب 1: نشأة الأسواق المالية الخليجية (1)

1- نشأة سوق الكويت للأوراق المالية:

إن دراسة تطورات السوق المالية في الكويت يمكننا من تحديد فترات متميزة من حيث كثافة النشاط ودرجة التوسع حيث أن تقسيم الفترات سيعتمد على التطورات التي حدثت على السوق الثانوية من جهة وعلى اعتبارات حركة التداول والأسعار في هذا السوق ويمكن تلخيص هذه المراحل فيما يلي:

- الفترة الانتقالية: اكتسبت هذه الفترة أهميتها من واقع مرحلة تأسيس قطاع الشركات المساهمة وبالتالي ظهور أول نوع من الأوراق المالية المحلية القابلة للتداول في الاقتصاد الكويتي، حيث تم تأسيس بنك الكويت الوطني كأول شركة مساهمة كويتية في عام 1952 برأسمال قدره 13 100 000 روبية موزعا على 131000 سهم ذات قيمة اسمية قدها 100 روبية، كما تأسست شركة السينما الكويتية الوطنية عام 1954 برأسمال قدره 8 762 400 روبية. بالإضافة إلى شركة ناقلات النفط الكويتية برأسمال قدره 7 668 400 روبية وذلك عام 1957، فخلال هذه المرحلة الانتقالية من الاقتصاد التقليدي إلى الاقتصاد النفطي لم تكن تسمح بوجود سوق للأسهم بالمعنى المتعارف عليه نتيجة محدودية عدد الأسهم المصدرة وإن وجد تداول فهو غير منظم ومحدود جدا وذلك بسبب حداثة هذا النوع من النشاط المالي على المستثمرين الكويتيين وقلة معرفتهم بالأصول الكويتية المالية حيث لم يكن هناك وجود لظاهرة المضاربة في الأسهم خلال هذه الفترة.

¹- ينظر: جمال جويدان الجمال - الأسواق المالية والنقدي - دار صفاء للنشر - عمان - الأردن، الطبعة 1 - 2002م/ 1422هـ - ص ص : 119 - 126.

- رسمية احمد أبو موسى - مرجع سبق ذكره - ص ص : 72 - 73.

- مروة احمد جمال الدين - واقع البورصة وأفاق تطورها في الدول العربية ، دراسة مقارنة بين حالة الجزائر ومصر -

رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية - تحت إشراف علي خالفي - معهد العلوم الاقتصادية - جامعة الجزائر -

2007/2006 - ص ص : 63 - 75.

- دربال أمينة - مرجع سبق ذكره - ص 174.

- الفترة الثانية 1960-1970: تميزت هذه الفترة بنمو الاتساع في قطاع الشركات المساهمة، أما بالنسبة لحركة التداول فقد اتسمت خلال هذه الفترة كلها بالركود وتدني مستوى الأسعار وقلة الإقبال على التداول، وأخذت الحكومة تفكر جدياً في تنظيم الشركات وتداول الأسهم، فأصدرت القانون رقم (15) لعام 1961 والذي تطرق في بعض موادّه لعملية تأسيس الشركات وطريقة الاكتتاب، أما في سنة 1962 فقد أصدرت الحكومة قانون رقم (27) لسنة 1962 والذي يهدف إلى تنظيم عملية التعامل في الأوراق المالية للشركات المؤسسة في خارج الكويت ولم يكن خاصاً بالأوراق المالية المحلية، إلا أن القانون رقم (23) لعام 1970 يعتبر أول قانون تطرق المشرع خلاله إلى تنظيم الأوراق المالية حيث تم تأسيس لجنة استشارية لشؤون تداول الأوراق المالية.

- الفترة الثالثة 1971-1982: خلال هذه الفترة تم صدور عدد من القوانين والقرارات التي جعلت السوق أكثر تنظيماً بالمقارنة مع الستينات، ولقد تم إرسال قواعد تنظيمية تتعلق بعمليات تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية والتي مهدت أخيراً لظهور السوق وهو الإطار التنظيمي المتطور للسوق الثانوي فخلال الفترة 1971-1973 توسعت قاعدة الإصدار، وازداد الإقبال على امتلاك الأسهم من قبل فئات متعددة من المستثمرين والمضاربين، ونجد أن عدداً من هؤلاء المستثمرين يمثلون صغار المستثمرين الذين دخلوا السوق دون علم كافي بأسس اختيار الأوراق المالية وميكانيكية السوق، وإنما لمجرد الجري وراء ربح وراء الربح المضمون السريع دون الاعتماد على المعلومات والبيانات المالية في اتخاذ قراراتهم. وفي عام 1977 اتخذت إجراءات للحد من تأسيس شركات المساهمة الكويتية ولقد نجم عن ذلك توجه بعض الأفراد إلى دول الخليج بهدف تأسيس شركات مساهمة جديدة تابعة من الناحية القانونية لهذه الدول. فتم تأسيس شركات مساهمة جديدة وأدرجت أسهماً في سوق سمي بالسوق الموازي، ولكون هذه الشركات مؤسسة برؤوس أموال معظمها كويتية فقد تركز التداول لأسهمها في سوق غير رسمية في الكويت موازية للبورصة سميت بسوق المناخ وقد تبع ذلك السماح بإنشاء شركات المساهمة المقفلة في الكويت فأنشأ الكثير منها دون التدقيق بالمرود من هذه الشركات على الاقتصاد الكويتي وتم تداول أسهم هذه الشركات حتى قبل انتهاء إجراءات التأسيس. وخلال الفترة 1978-1980 فقد تميزت بتدفق أموال هائلة إلى السوق أدت إلى ازدياد حجم السوق

واتساعه بشكل لم تعد القرارات والتنظيمات الصادرة تتناسب مع حجم النشاط وقد صاحب ذلك تطورات حصلت لقاعدة الإصدار بفعل الإجراءات الحكومية التي وضعت في أوت 1977 وكانت حصيلتها زيادة حصة الحكومة من إجمالي الأسهم المصدرة، واستمر ازدهار السوق خلال عام 1981 وحتى منتصف عام 1982 حيث حصلت أزمة سوق المناخ.

- الفترة الرابعة 1982-1986 (مرحلة الانطلاق): أهم التطورات التي شهدتها هذه الفترة تمثل بصدور المرسوم الأميري الخاص بتنظيم السوق حيث تم استكمال الأجهزة الفنية والإدارية المتخصصة لتتمكن من النهوض بأعباء ومتطلبات العمل في السوق. وقد حرصت الإدارة على أن يتم تداول الأسهم المقيدة على نحو يضمن سلامة المعلومات ودقتها ويحد في ذات الوقت من أية عمليات تداول وهمية لا تمثل انتقالاً حقيقياً للأموال ولسهولة وسرعة إجراءات التقاص بين البائعين والمشتريين من المتعاملين في الأوراق المالية، ثم إدخال شركة المقاصة لتتولى متابعة تنفيذ الالتزامات المترتبة على الصفقات التي تجري في السوق. وتقوم هذه الشركة بمهمتها في إطار التشريعات واللوائح المنظمة لإجراءات التقاص ومنع محاولات التأثير في أسعار الأسهم من جهة والاستفادة من المعلومات الداخلية التي لا يتمكن حملة الأوراق المالية المتداولة في السوق من العلم بها من جهة أخرى. وفي هذا الخصوص تم إنشاء لجنة تأديب ومكتب تحكيم للتحقيق في مخالفات الوسطاء المسجلين لدى السوق وإصدار القرارات المناسبة بخصوص المنازعات المعروضة. وبما أن سوق الكويت المالي الأساس في هيكل القطاع المالي للاقتصاد الوطني لكونه مصدراً من مصادر تجميع المدخرات المحلية وتوظيفها في مشروعات استثمارية وإنتاجية تخدم النمو الاقتصادي، محور إستراتيجية التنمية فقد تم إدراج السندات للتعامل بها في السوق مؤخراً.

وسعت إدارة السوق ومنذ إعادة تنظيمه إلى إقامة علاقات وروابط مع البورصات الأخرى، هذا بجانب الاستفادة من الوسائل والطرق المستخدمة في هذه الأسواق بما يساعد في تحقيق تنمية البورصة الكويتية لذلك حرصت منذ الثمانينات على أن تكون عضو فاعل في عدد من الاتحادات والمنظمات المالية العربية والدولية ومن أمثلة ذلك: اتحاد البورصات العربية حيث تتولى الأمانة العامة للاتحاد منذ عام 1989، عضوية الاتحاد العالمي لبورصات القيم في باريس، عضوية الجمعية الدولية لمتدولي السندات،

قاعدة بيانات البورصات العربية التابعة لصندوق النقد العربي. بالإضافة إلى المشاركة في اتفاقيات ربط وتعاون مع الأسواق الخليجية، مثل اتفاقية ربط بين سوق الكويت للأوراق المالية والبورصة المصرية في أبريل 1996 وقد انضمت إليها بورصة بيروت في سبتمبر 1996 كطرف ثالث. واتفاقية ربط بين البورصة الكويتية وسوق البحرين للأوراق المالية في 27/03/1997. وقد برزت الحاجة بشكل ملح في الكويت لتحويل البورصة إلى هيئة سوق المال بشكل سريع للتأكد من حيادية وعدالة التعامل مع الشركات والوسطاء والمتعاملين على حد سواء.

وقد وفرت البورصة الكويتية الكثير من الخدمات المهمة لعملائها نذكر منها:

- افتتاح قاعة تداول نسائية في البورصة حيث تعد التجربة الكويتية في مجال التداول النسائي تجربة رائدة غير مسبوقة إذ تم افتتاح قاعة تداول نسائية في البورصة في 28 جانفي 2003، ولا شك أن وجود مكان في البورصة يخصص لتداول استثمارات سيدات الأعمال يعتبر أمراً هاماً ويدل على رغبة إدارة السوق في توفير الأجواء المناسبة لقطاع مهم من المتعاملين وهو القطاع النسائي. وان عدد المتداولات يشكل جزءاً هاماً من الاستثمارات المتداولة في السوق، مما يعكس مدى رغبة النساء في دخول عالم الاستثمار في البورصة بشكل فعلي وليس عن طريق الاتصال الهاتفي بالوسطاء كما كان الوضع في السابق، وقد تم تجهيز صالة التداول النسائي بأحدث أجهزة الكمبيوتر لمتابعة الأسعار والعرض والطلب والكميات فضلاً عن متابعة الأخبار اليومية. كما قامت شركات الوساطة بتعيين وسيطات من النساء يمثلن مكاتب الوساطة المالية في قاعة تداول السيدات.

- خدمة استرجاع المعلومات: تم تطوير وتحديث خدمة استرجاع المعلومات المقدمة من السوق للمشاركين في هذه الخدمة، حيث تم التعاقد مع شركات تكنولوجيا الانترنت لاستخدام خطوط الانترنت (ADSL) وقامت إدارة السوق بالعمل على تقليل التكلفة على المتعاملين المشاركين في السوق.

- شبكة لاسلكية للمستثمرين داخل مبنى السوق: تم تطوير وسائل توفير المعلومات والبيانات للمستثمرين فقد تم تشغيل الشبكة اللاسلكية لبث بيانات التداول للمستثمرين داخل مبنى السوق إلى أجهزة الكمبيوتر الشخصي (Lap Top).

2- نشأة السوق السعودي للأوراق المالية:

تعتبر البورصة في المملكة العربية السعودية الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدو وجود سوق رسمية. ورغم أن التعامل في هذه السوق يقتصر على مواطني دول مجلس التعاون الخليجي، إلا أن البورصة السعودية تحتل المكانة الثالثة عشر في عالم البورصات الناشئة. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأوراق المالية (سوق الأسهم) في السعودية في نهاية السبعينات من القرن 20 م عندما تزايد عدد شركات المساهمة التي بدأت نشاطها في أواسط الثلاثينات حيث تأسست أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية في عام 1934 وهي الشركة العربية للسيارات وتلتها ثلاث شركات كهرباء ثم شركة الإسمنت العربية التي تأسست عام 1954 ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة. وقامت الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها وقيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة بطرح أسهمها للاكتتاب العام حيث ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم نشأت الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم. وهكذا انشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم ونظراً لعدم وجود الأسهم السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم فقد تم إصدار المرسوم رقم 83/120 في 11 رجب 1403هـ، ويقضي هذا المرسوم بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وكان هذا بمثابة بدا مرحلة جديدة نحو وضع تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم وبقي السوق غير رسمي حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك وفي عام 1984، تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة مالية ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق. وقد عهدوا إلى مؤسسة النقد بعد ذلك بمهمة التنظيم اليومي للسوق. وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول. وفي عام 1984 تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية. وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي لشركات المساهمة. وتقوم بتسوية وتفاصيل جميع عمليات الأسهم وقد ادخل نظام التسوية الآلية والتفاصيل

في عام 1989، وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990. وإبتداء من أكتوبر 2001 تم تشغيل النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتفاس والتسوية. ويشمل هذا النظام أهم المبادئ والأسس والنصوص التي تغطي كافة الجوانب المتعلقة بالسوق من حيث تحديد الهياكل والمؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية للسوق وتحديد الصلاحيات والمهام الموكلة لهما. كما اهتم هذا النظام من خلال نصوص واضحة بجوانب الإفصاح ونشر المعلومات سواء تعلق الأمر بالسوق الأولي للإصدارات أو بالسوق الثانوي (التداول) بالإضافة إلى نصوص واضحة للحد من استغلال المعلومات والإشاعات بالإضافة إلى عقوبات وأحكام جزائية محددة وذلك من اجل سلامة التعامل والعدالة في السوق.

3- نشأة سوق مسقط للأوراق المالية:

يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق في عام 1976 وهي أول شركة مساهمة عمانية طرحت أسهمها للاكتتاب العام بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في مسقط وقد تلى هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها (73) شركة قبل قيام السوق. إن سوق إصدار وتداول الأسهم والسندات العمانية كان يعمل بصورة غير منتظمة نظرا لغياب جهاز وتشريع متخصص ينظمه ويشرف عليه ويراقب نشاطه. ومع ازدياد عدد شركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري ظهرت الحاجة إلى تنظيم عمليات السوق. لذلك صدر المرسوم السلطاني رقم (88/53) في 21 يونيو 1988 بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، لتكون أرضية تستمد منها هذه الشركات والمشاريع قوتها وشرعيتها ولتكون سوقا منظمة تلبي متطلباتها التمويلية وتوفر في الوقت نفسه الفرص الاستثمارية المتعددة للمستثمرين من مختلف الفئات. وبعد أن استكملت كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشر سوق مسقط للأوراق المالية أعماله حيث بدأت أول عملية تداول في يوم 1989/05/20.

بعد مرور عقد من الزمن من النمو المتواصل في نشاط السوق وفي الاقتصاد الوطني بشكل عام ومواكبة لمستجدات وتطورات القطاع المالي على المستوى الدولي والإقليمي والمحلي خصوصا فيما يتعلق بقطاع الأوراق المالية، ظهرت الحاجة للفصل بين الجهة الرقابية والجهة التنفيذية بهدف تفعيل

الدور الرقابي وحماية المستثمرين وأصبح من الضروري تعديل التشريعات والنظم القائمة بما يتواءم واحتياجات السوق لجعلها على قدم المساواة مع البورصات الأخرى في العالم. وعليه صدر المرسوم السلطاني رقم (98/80) ورقم (98/82) بإعادة هيكلة سوق الأوراق المالية من خلال قيام ثلاثة أجهزة رئيسية منفصلة:

- الهيئة العامة لسوق المال وتختص بتنظيم وترخيص ومراقبة إصدار الأوراق المالية وتداولها داخل السلطنة والإشراف على سوق مسقط للأوراق المالية وجميع المتعاملين فيها.
 - سوق مسقط للأوراق المالية تختص بقيد وتداول الأوراق المالية وتكون بورصة لتداولها.
 - شركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق المالية وتختص بحفظ سجلات المساهمين وإيداع وتسجيل وحفظ عقود بيع وشراء الأوراق المالية واثبات انتقال الملكية وإصدار بيانات إلى المساهمين بذلك وهي مرتبطة بنظام الكتروني مع السوق لسهولة نقل البيانات.
- أجاز المرسوم السلطاني رقم (98/39) للشركات المساهمة العامة شراء بعض أسهمها بما لا يتجاوز 10% من رأسمالها المصدر. كما صدر المرسوم السلطاني رقم (98/81) بإنشاء شركة صناديق الاستثمار والتي تهدف إلى إنشاء صناديق استثمارية بقيمة 100 مليون ريال لإعطاء دفعة قوية لعمل صناديق الاستثمار ولسوق مسقط للأوراق المالية وقد تم إنشاء الصندوق الوطني للاستثمار بالفعل. ومن جانب آخر جاء المرسوم السلطاني رقم (98/80) في 1998/11/09 بإصدار قانون سوق راس المال ليشكل خطوة بالغة لأهمية إعداد سوق الاستثمار العماني الخاص بالأوراق المالية، وبذلك أصبحت بورصة الأوراق المالية في السلطنة تقف على أرضية صلبة يكمن محورها الأساسي في تنمية الثقة بالاستثمار وتنشيط وتنظيم العمليات المتعلقة بسوق راس المال. كما انه تم إنشاء قاعدة بيانات الكترونية خاصة بهيئة سوق المال على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) ومن خلاله يمكن متابعة كل ما يتصل بسوق مسقط للأوراق المالية. كما تسعى الهيئة العامة لسوق المال إلى الأخذ ببرنامج متكامل يتم إعداده حاليا للتأمين ضد مخاطر العمل في مجال الأوراق المالية في السلطنة.

4- نشأة سوق البحرين للأوراق المالية:

إن صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956 المتضمن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني والذي باشر أعماله في مطلع عام 1957، قد اعتبر بداية الانطلاقة في تأسيس شركات المساهمة العامة في البحرين حيث تبعه بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية، التجارية، الخدمية والصناعية في البلاد خلال عقدي الستينات والسبعينات من القرن 20م. وتزايدت أعداد هذه الشركات بشكل كبير خلال فترة الثمانينات من القرن 20م والتي شهدت أيضا نشوء سوق غير رسمي (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء أسهم شركات المساهمة العامة والذي عجز أن يوفر الثقة والاطمئنان للمستثمرين فيه، كما عجز أن يعكس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة فيه من خلال أسعار الأسهم المتداولة، وهذا راجع إلى افتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لاستمرار ونجاح عمل بورصات الأوراق المالية. وعليه فقد أصبحت الحاجة إلى تأسيس سوق رسمي أمر ضروري لكي يأخذ هذا السوق دوره الطبيعي ضمن قطاعات الاقتصاد الوطني وضمن برامج وسياسات التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدولة وفي سبيل تحقيق هذا الهدف تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية لإجراءات دراسة جدوى لإنشاء بورصة للأوراق المالية في البحرين، وقد جاءت النتائج إيجابية ومشجعة لإنشاء مثل هذا السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع استراتيجي والذي يؤهلها لتكون مركزا ماليا إقليميا ودوليا. وبناءا على ذلك صدر المرسوم رقم 4 لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم بورصة للأوراق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988 لاستكمال إرسال القواعد التنظيمية اللازمة كما تم وضع كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات والتي على ضوئها تم بدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 1989/06/17.

في منتصف التسعينات من القرن 20م تم الإعلان عن تحويل البورصة البحرينية إلى سوق دولية، حيث سمح فيها بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية وصناديق الاستثمار والسندات الأجنبية، وكذلك السماح لغير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق وابتداء من عام 2003م تم الشروع في تنفيذ خطة العمل الجديدة لسوق البحرين للأوراق المالية والتي تتضمن عدة مشاريع هامة نذكر من بينها:

- تحويل أنظمة التداول والتسويات إلى أنظمة إلكترونية.
- ربط عناصر سوق رأس المال داخل البحرين وخارجها بشبكة إلكترونية متصلة بشكل فوري مع السوق.
- دراسة خيارات إيجاد صناديق ضمان أو تغطيات تأمينية للاستثمارات الأجنبية أو مشاركة تأمينية من شركات الوساطة المسجلة رسمياً في بورصة البحرين للأوراق المالية وتقرير أفضل هذه الخيارات بما يتناسب مع حجم السوق ونشاطه.
- زيادة وتنويع الأدوات المالية المدرجة في البورصة خاصة فيما يتعلق بتحويلها إلى مركز لإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.
- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق البورصة البحرينية عالمياً بعد أن تم فتح الاستثمار في أسهم الشركات المحلية للمستثمر الأجنبي بنسبة 24% وللمستثمر الخليجي بنسبة 25% وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق العربية والأجنبية لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في بورصة البحرين.
- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية القانونية والإدارية لكي تقبل العمليات على أسهمها عالمياً.
- إيجاد تعاون وثيق مع المصاريف التجارية ودخولها بشكل مباشر في عملية تنمية وتطوير البورصات من خلالها شركات تابعة لها. مع العمل على تحويل قطاع الأوراق المالية إلى صناعة متكاملة تمتلك كافة المقومات والعناصر اللازمة من شركات ومؤسسات وأدوات مالية وشبكات معلومات فعالة.

5- نشأة بورصة الدوحة للأوراق المالية:

قبل إنشاء البورصة كان التعامل باسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل، الأمر الذي أدى إلى تحديد أسعار البيع والشراء على نحو غير عادل في ظل غياب المعلومات، كما أدى إلى صعوبة تسهيل الأسهم عند حاجة المستثمر إلى النقد وهذا ما دفع السلطات إلى إقامة سوق منظم للأوراق المالية. وأسست بورصة

الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم 14 لسنة 1995 ولقد روعي عند تأسيسها انتهاج الأنظمة الأكثر تطورا وتفادي الأخطاء التي مرت بها الأسواق الأخرى. فجرى إعداد اللوائح والأنظمة التي تحكم عمل السوق على النحو الذي يكفل نزاهة التداول ويحفظ حقوق المستثمرين بأعين ومشتريين على حد سواء. وقد بدأ العمل يدويا في قاعة التداول وإدارة التسويات والتفاصيل، ثم تم التحول نحو نظام التسجيل المركزي في شهر أوت 1998 ثم تم تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني في 2002/03/11. شهدت بورصة الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ما بين عامي 2003 و2004 تطورا ملحوظا على مختلف الأصعدة سواء فيما يتعلق بقيم وأحجام التداول في السوق، أو فيما يتعلق بتعزيز البنية الأساسية للسوق حيث تم في 2003/11/02 الانتقال إلى مبنى جديد للسوق يوفر بيئة أفضل للاستثمار تتناسب مع تزايد اهتمام المستثمرين في السوق ويتميز بتسهيلات وتجهيزات كبيرة، ويتيح لشركات الوساطة مساحات أكبر لمكاتبها وللأماكن المخصصة لاستقبال المستثمرين. علاوة على ذلك فقد تم خلال عامي 2003 و2004 إبرام عدة عقود لتطوير التداول وتعزيز الحماية في السوق وإبرام عقود لتزويد السوق بأنظمة البث الحي لعمليات التداول وأسعار الأسهم من خلال شاشات تثبت في أي موقع خارج السوق. ولتطوير صفحة السوق على شبكة الانترنت.

كما شهد عام 2004 صدور عدة قرارات هامة لتوسيع قاعدة الاستثمار في السوق وتحقيق المزيد من الانفتاح في الاقتصاد القطري، حيث وافق مجلس الوزراء على اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار التي يستطيع غير القطريين من خلالها الاستثمار بصورة غير مباشرة في جميع أسهم الشركات المساهمة المدرجة في البورصة. كما قامت هذه البورصة بتاريخ 2005/04/03 بفتح باب الاستثمار في الأسهم المدرجة أمام المستثمرين غير القطريين، وذلك تنفيذا للقانون رقم 2 لسنة 2005 بتعديل بعض أحكام القانون رقم 13 لسنة 2000 بتنظيم استثمار راس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25% من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول.

والمرحلة الجديدة التي دخلت فيها السوق بدأت بصدور القانون رقم 33 للعام 2009 الذي أسفر بتاريخ 2009/06/19 عن تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تحت مسمى بورصة قطر.

وكان الهدف من ذلك إحداث نقلة جديدة في بنيتها من شأنها أن تحولها إلى بورصة عالمية تعمل وفق أحدث النظم ولتنفيذ تلك الرؤية كان القرار بدخول "نايسي يورونكست" شريكا استراتيجيا بنسبة 20% لتبدأ بورصة قطر نشاطها تحت المسمى الجديد اعتبارا من 2009/06/21.

6- نشأة أسواق الأوراق المالية في الإمارات:

يعود التعامل بالأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة إلى أوائل الستينيات من القرن الماضي حيث تم تأسيس عدة شركات مساهمة عامة في الدولة وتبعاً لذلك ظهرت سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية من خلال مكاتب الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة. وفي ظل غياب الأسس السليمة، وانعدام الرقابة، بالإضافة إلى عدم توفير الشفافية التي نتج عنها غياب العدالة والتذبذب الشديد في تسعير الأوراق المالية، ظهرت الحاجة الماسة لتنظيم سوق الأوراق المالية بما يكفل سلامة التعامل وحماية المستثمرين. وقد أسفرت الجهود المتواصلة إلى إصدار القانون الاتحادي رقم 4 عام 2000 لإنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وتم بعد ذلك تأسيس سوق دبي المالي، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال نفس العام.

أ- هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع:

تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع في 2000/02/01 بموجب القانون الاتحادي رقم 04 لسنة 2000 وذلك للإشراف على نشاط سوقي الأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما، وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية، للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية، حيث أن الهيئة هي الجهة المخولة قانونياً بالرقابة على عمل الأسواق وعناصر السوق المختلفة (المستثمرون، الوسطاء والجهات المصدرة للأوراق المالية) والإشراف عليهم بينما يتم تداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية المرخصة من قبل الهيئة.

ب- سوق دبي المالي:

تأسست بورصة دبي للأوراق المالية كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، تعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة. وقد تم افتتاح السوق

بتاريخ 2000/03/26. يدار سوق دبي المالي من طرف إدارة مستقلة تتولى مسؤولية إدارة وحفظ سجلات جميع الأوراق المالية المدرجة في السوق، كما تؤمن دخول مسجلي الجهات المدرجة إلى سجلات المقاصة الالكترونية للإطلاع على بيانات عملائهم تقوم كذلك الإدارة بسداد صافي المدفوعات وصافي المستحقات من وإلى الوسطاء عن طريق بنك التسوية المعتمد. وتتمثل أهم أهدافها في دعم مهام سوق دبي المالي من خلال إتقان الأداء وفعاليتها، والسعي لخلق نظام رقابة فعال يؤمن السرية لأداء المعاملات وحفظ المعلومات الخاصة بعناصر السوق مما يساهم في كسب ثقة المتعاملين وتشجيع عملية الاستثمار في الأوراق المالية. وتتقسم الإدارة العامة إلى خمس إدارات رئيسية وهي الإيداع والتفاس والتسوية. إدارة الرقابة، إدارة نظم المعلومات، إدارة تطوير السوق، إدارة أنظمة ولوائح السوق.

في 2005/09/26 افتتحت بورصة عالمية للأوراق المالية لتجذب شركات أجنبية جديدة بهدف جمع أموال في أكبر منطقة منتجة للنفط في العالم حيث أن هذه البوصة تمثل محور مركز دبي المالي العالمي الذي افتتح عام 2005 بأمل الهيمنة على الخدمات المالية في منطقة الخليج. وقال الرئيس التنفيذي للبورصة الجديدة "ستيفن شوبرت" أن أربعة بنوك عالمية هي UBS, Dusche Bank, Crédit Suisse و HSBC أصبحت أعضاء في البورصة.

تهدف بورصة دبي العالمية الجديدة إلى أن تصبح البورصة الرئيسية التي تربط بين أوروبا الغربية وشرق آسيا. ولن تفرض البورصة الجديدة أي قيود على الاستثمارات الأجنبية كما أن اللوائح التي ستطبق فيها أرقى اللوائح المعمول بها في العالم. وهذا ما يمكن دبي من أن تستفيد من موقعها كمركز للتجارة والسياحة في المنطقة في دعم مسعاها كي تصبح مركزا ماليا. وتظهر إعلانات البورصة منشورة في الصحافة المالية خريطة للعالم وعليها أربع مدن هي نيويورك ولندن وهونغ كونغ ودبي.

ج- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

تم تأسيس بورصة أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم 3 لسنة 2000 وبموجب هذا القانون فان السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه. وله أن ينشأ مركزا وفروع له خارج إمارة أبو ظبي.

المطلب 2: خصائص الأسواق المالية الخليجية⁽¹⁾:

- الاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي

- التركيبة الاقتصادية لدول المنظمة كونها اكبر الدول المنتجة للنفط والغاز في العالم إضافة إلى مخزوناتها الضخمة من النفط والغاز العالمي.

- تنوع الاقتصاديات بين دول تعتمد بشكل رئيسي على النفط والغاز الطبيعي (السعودية، الكويت، أبو ظبي، قطر) ودول تعتمد بنسبة اقل على النفط والغاز الطبيعي (دبي، عمان، البحرين).

¹- ينظر: - محمد بن فهد العمران - الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي ، دراسة تحليلية مقارنة- اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية - 13-15 نوفمبر 2005.
- وسام ملاك - البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 02) - دار المنهل اللبناني- بيروت- الطبعة 01- 1424 هـ/ 2003 م - ص 93- 94 .
- دربال أمينة - مرجع سبق ذكره - ص ص : 177-181.
- أنطوان الناشف، خليل الهندي - العمليات المصرفية والسوق المالية - الجزء 02- المؤسسة الحديثة للكتاب- لبنان- سنة 2000، ص ص : 253 - 256.
- شذا جمال خطيب، صعفق الركيبي- مرجع سبق ذكره - ص ص: 93-98.
- عصام مصطفى - فك الغاز بورصات الخليج - على الموقع الالكتروني:

[[http://www.islamonline.net/servlet/satellite?c=articleAC&pagename=zone_arabic_namah/NMALayout&cid=1176802157958\(02/05/2010\)](http://www.islamonline.net/servlet/satellite?c=articleAC&pagename=zone_arabic_namah/NMALayout&cid=1176802157958(02/05/2010))]

- تعتبر الأسواق المالية الخليجية أسواق بكر من حيث التطور وحديثة التنظيم نسبياً، كما أن مستوى الارتباط لأداء الأسواق الخليجية فيما بينها منخفض بالمقارنة مع الأسواق الأمريكية والأوروبية وبالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار نتيجة لتنوع الأصول.
- تعد أسواق راس المال الخليجية من الأسواق الناشئة في اقتصاديات دول نامية التي تمر بمرحلة تحول اقتصادي باتجاه اقتصاد السوق. فصفة "ناشئ" إذا ما أطلقت على الاقتصاد فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة. وهذا يستتبع أن فرص الربح بالنسبة للمشروعات والمردودية بالنسبة للمستثمرين هي أكثر أهمية من تلك التي يمكن الحصول عليها في الاقتصاديات المتطورة وبرز الخصائص المشتركة للأسواق الناشئة هي إذا حجمها المتواضع، نشأتها الحديثة كما أن رسملة البورصة في هذه الأسواق هي عادة أدنى من تلك التي تسجل في الأسواق المتطورة.
- ضالة عرض الأدوات الاستثمارية: من أهم الشروط الضرورية لإنشاء سوق راس مال نشطة توافر عرض مناسب من الأوراق المالية والإصدارات الجديدة بشكل منتظم (غير متذبذب) حيث يلاحظ أن بعض الأسواق تتميز بضيق نطاقها وافتقادها إلى الأوراق المالية المتمثلة في أسهم الشركات وسندات الاقتراض. وهذا راجع للأسباب التالية:
- سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة مما يترتب على وجود هذا النمط من الشركات احتفاظ مؤسسيها بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند الزيادة في راس المال، وهذا ما يحرم السوق من أهم سلعة وتجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيق للغاية.
 - بدائية توزيع الاكتتاب: فما زال أسلوب التوزيع قائماً أساساً على الاتصال الشخصي المباشر بسبب الافتقاد إلى وجود المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب.
 - ضالة فرص الاستثمار المحلية في بعض الدول المصدرة لراس المال بشكل عام بسبب ضيق وعدم استيعاب السوق المحلية أو ضيق منافذ الاستثمار المحلي بالمقارنة بالأموال المحلية المتوافرة.

• طبيعة أسواق السندات والتركيز الراسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، حيث اعتمدت حكومات الدول الخليجية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول وقد انعكس ذلك في ضالة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية.

- نقص الطلب على الأدوات الاستثمارية: إذا كان سوق راس المال يمثل بالضرورة آلية لتوجيه تدفق المخدرات في القنوات الاستثمارية فإن العوامل التي تحد من تطور هذه السوق وزيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية تتمثل فيما يلي:

• تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل: يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية في سوق راس المال توافر مستوى عالي من الوعي الادخاري والتوظيف لدى المدخرين خاصة وان الاستثمار في الأوراق المالية هو استثمار طويل الأجل بطبيعته ، ولكن نتيجة لنقص الخبرة الإدارية بأساليب التحليل المالي فقد أدى ذلك إلى عدم إقبال الغالبية العظمى من الأفراد على الاستثمار في الأسهم والاتجاه نحو الاستثمار قصير الأجل.

• انخفاض العائد الصافي على الاستثمار في الأوراق المالية مقارنة بأشكال الاستثمار الأخرى يعتبر عائقاً دون زيادة الطلب على هذه الأوراق ويحد بالتالي من نمو سوق راس المال إذ يلاحظ انه في بعض الدول خاصة التي تتميز بمستويات مرتفعة من التضخم، فإن معدلات الفائدة على الودائع بالجهاز المصرفي قد تفوق العوائد التي توزعها الشركات المساهمة بل أن بعض الدول غالباً ما تعطي الودائع المصرفية دون عائدات الأسهم أفضلية من حيث المعاملة الضريبية.

• ضالة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق، ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد وهذه الصورة تبدوا

معكوسة في الأسواق الخليجية حيث يستحوذ الأفراد على 80% تقريبا بينما تستحوذ المؤسسات على 20%.

• ضعف الفرص المتاحة للتنويع بما أن جميع البورصات الخليجية تعاني من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق وإن كانت بعض الدول قد استحدثت وسائل جديدة كوحدات صناديق الاستثمار والتعامل الآجل وحقوق الإصدار إلا أن التداول في هذه الأدوات لم يرق بعد إلى المستوى المطلوب وهو الأمر الذي ينعكس سلبا على الفرص المتاحة أمام المستثمر لتنويع محفظته المالية ويضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي.

• افتقار أسواق المال إلى المؤسسات الصانعة لهذه الأسواق: تفتقر أسواق رأس المال وخاصة السوق الأولية إلى وجود بنك أو شركات استثمارية متخصصة يقع على عاتقها توزيع مخاطر الاكتتاب إذ ما زالت البنوك التجارية في هذه الدول يقع عليها أساسا هذا العبء. أما السوق الثانوية فإن المؤسسات الصانعة لهذه السوق (كالشركات المالية التي تقوم بدور الترويج والتسويق وتغطية ما يصدر من أوراق مالية وكذلك إعطاء النصح والمشورة في ما يمكن إصداره في السوق وذلك في ضوء ما يتوفر لديها من خبرات وما تجر به من تحليلات، وشركات المقاصة التي تعمل في مجال نقل ملكية الأوراق المالية وتحصيل القسائم نيابة عن الأفراد، وشركات راس المال المخاطرة التي تعمل في مجال تعويم وإدارة الشركات المتعثرة) يكاد ينعدم فيه توافر مثل هذه المؤسسات بالرغم من أنها تلعب الدور الهام في تنشيط السوق الثانوية وذلك بتوفير السيولة للسوق نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص.

- عدم ملاءمة المناخ الاستثماري: يواجه الاستثمار في كثير من الدول الخليجية العديد من العقبات منها ما يتعلق بنواحي سياسية أو اقتصادية أو مالية أو تشريعية بالإضافة إلى المعوقات الإدارية

والتنظيمية وتلك التي تتعلق بمشروعات البنية الأساسية وتتعكس هذه العقبات في انخفاض الاستثمارات الخليجية بالمقارنة بمثيلاتها في الخارج.

- تعاني الأسواق الخليجية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لاشهار المعلومات والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية ، وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات المساهمة وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعويض حقوق المستثمرين للضياح والتلاعب بمدخراتهم ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن توجيه مدخراتهم إليها. ولقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق الخليجية على الإشاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين. فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة ، كما أن جودة التقارير المالية متفاوتة من سوق لآخر. فالكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية. كما أن النصوص القانونية في بعض الأسواق الخليجية لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية. فضلا عن ذلك فان الأسواق الخليجية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حال توفرها.

- ارتفاع درجة تركيز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول وتعاني كافة البورصات الخليجية من هذه المشكلة التي تعكس جودة الأوراق المالية حيث بلغت درجة التركيز في السعودية 77.3% وفي الكويت 54.5% في جويلية 2000. ويرجع ارتفاع درجة التركيز إلى احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لاسيما أسهم شركات القطاع العام.

- الاتفاق على انطلاق البورصات الخليجية دون حدود متوقعة: إن بورصات الخليج تتوافر لها كافة عوامل الانطلاق والنشاط السعري، لكن لا يمكن وضع سقف نهائي لمدى وحدود هذا الانطلاق أي متى يمكن القول بان تلك البورصات عند المستويات السعرية بمقياس كذا تكون قد

وصلت إلى استيعاب عوامل الارتفاع ومن ثم فهناك توقع أن يحدث انخفاض وتراجع في الأسعار والنشاط، وتقوم اغلب التحليلات على استقراءات المؤشرات الاقتصادية كلية مثل تعدد الظواهر الايجابية لاقتصاديات دول الخليج العربي والتي تعود بصورة أساسية إلى ارتفاع أسعار البترول واثر ذلك على تحسن معدلات النمو الاقتصادي لتلك الدول، وانخفاض العجز في الموازنات العامة للكثير منها بل وتحقيق اغلبها لفوائض بعد سنوات من العجز المتراكم في ميزانياتها العامة وما لذلك من آثار على تحسن مستويات الدخل القومي ومن ثم زيادة معدلات الاستهلاك والادخار. فهذا التحسن في مؤشرات الاقتصاد الكلي يؤدي إلى تحسن المؤشرات الجزئية للشركات الإنتاجية مثل زيادة إيراداتها وأرباحها ومن ثم فان تلك المؤسسات التي تتداول أسهمها في البورصات الخليجية يتوقع أن ترتفع أسهمها وهو ما يجعل هناك توقعات أكيدة بضرورة ارتفاع الأسهم لتلك الشركات وارتفاع الطلب عليها لكن لا يوجد إطار موضوعي يمكن من خلاله بناء توقعات للتحركات السعرية لأسعار الأسهم في بورصات الخليج العربي.

- تناقضات الاستثمار والمضاربة وارتفاع حرارة الأموال المتدفقة للبورصة: إن طبيعة قرار الاستثمار في البورصة من المفترض أن تسود فيه الرغبة في الاستثمار متوسط وطويل الأجل وان تكون دواعي الاستثمار قصير الأجل مرتبطة أساسا بعوامل ضغوط واحتياجات السيولة النقدية للمستثمر، ولكن الواقع العملي في اغلب بورصات العالم يؤكد أن اغلب قرارات الاستثمار تقوم على معدلات الدوران العالية وفترات الاستثمار قصيرة الأجل فيما يعرف بالمضاربة بحيث أصبحت هذه الظاهرة هي الأصل في بورصات الخليج. وهذا يترتب عليه تشويه عملية اتخاذ قرار الاستثمار وعدم صلاحية استخدام أي نماذج موضوعية لتقييم قرار الاستثمار. كما أن سيادة هذه الظاهرة قد تؤدي أيضا إلى دخول تلك البورصات في دورات سعرية نحو الارتفاع أو الانخفاض طويلة بصورة كبيرة ومن ثم انعدام الوسطية في التحركات السعرية للأسهم وهو ما يجعل طبيعة الاستثمار اقرب إلى المقامرة.

- انخفاض عدد الشركات المتداولة وحدث ظاهرة "الانقسام العضوي للأسهم": إن اغلب بورصات الخليج لا تزال بمقياس عدد الشركات المقيدة فيها والمتاحة للاستثمار في أسهمها

بورصات صغيرة إلى حد كبير حيث أن الشركات التي يمكن التعامل عليها كشركات نشطة لا يتجاوز في أحيان كثيرة الـ 50 شركة. فهذا العدد يعتبر منخفضاً للغاية مقارنة بحجم التدفقات النقدية، إلا أن هذا يؤدي إلى حدوث تضخم غير عادي في الأسعار لعدم وجود تجانس بين حجم الطلب والعرض. وهو ما يترتب عليه بصورة عامة أن تحدث عمليات تسعير للأسهم المتداولة قد تفتقد الموضوعية والمنطقية. وفي نفس الوقت يؤدي ذلك إلى حدوث انفصام عضوي بين السهم كمجرد أداة استثمار والشركة المصدرة له كأصل الاستثمار الفعلي والحقيقي حيث نجد أن أغلب المستثمرين يتساءل عن سهم معين دون أن يعلم ما هو غرض تلك الشركة أو طبيعة نشاطها.

- الاستفادة من توقيتات الأطروحات الجديدة: تعتبر فترات طرح أسهم شركة بالبورصة سواء كانت قائمة أو شركة حديثة النشأة - من الأوقات التي تؤثر بصورة لافتة على تعاملات أسواق الخليج حيث يلاحظ أن قيام شركة معينة بطرح أسهمها تحدث معه تحركات سعرية مناقضة في سوق المال ما بين الارتفاع والانخفاض بما يؤثر بصورة كبيرة على الشركة المطروحة للاكتتاب. وإذا كانت الشركة المطروحة تتصف ببعض المزايا الخاصة فإن البورصة يحدث بها انخفاض مفاجئ في الأسعار، بما يعكس بصورة تلقائية على سعر أسهم الشركة التي طرحت ومن ثم فإن تتبع توقيتات طرح شركات جديدة يؤثر بصورة كبيرة على توقعات أداء أسواق راس المال بدول الخليج العربي.

- ضعف الوعي: إن ضعف الوعي السائد لدى المستثمرين بأسواق راس المال بدول الخليج يؤثر بصورة كبيرة على موضوعية التحركات السعرية السائدة. وشيوع هذه الظاهرة يعزز من عدم القدرة على إيجاد توقعات مؤكدة لاحتمالات التحركات السعرية لبورصات الخليج العربي في الأجل المتوسط والقصير.

المطلب 3: أهداف الأسواق المالية الخليجية

- يمكن إجمال أهداف الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي كما يلي⁽¹⁾:
- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني لكل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي.
 - كل سوق يسعى إلى ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوسطاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية، وتشجيع تأهيل الوسطاء وغيرهم من المحترفين العاملين في السوق.
 - حماية المستثمرين من خلال ضمان تحقيق أكبر قدر من العدالة والنزاهة في التعامل وتوفير المعلومات للجميع تعزيزاً لمبدأ التقافية والإفصاح.
 - تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، وتحديد المتطلبات الواجب توفرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.
 - تطوير سوق الأوراق المالية على نحو يخدم النمو الاقتصادي ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، وذلك بتوفير التسهيلات اللازمة لتطوير السوق المحلية إلى سوق إقليمية ودولية والسماح بإدماج الشركات الخارجية في السوق أو قبول التعامل في أسهمها.
 - قد يساهم أي سوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال بما يساعد على تحقيق النمو الاقتصادي والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة.
 - يقوم السوق بناء على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحكة التعامل في الأوراق بتقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها.

¹- رمضان الشراح - دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية. في : [مجلة المال والصناعة- بنك الكويت الصناعي- الكويت- العدد 18- سنة 2000- ص36].

المطلب 4 : كيفية التعامل في الأسواق المالية الخليجية وتنظيمه:

أولاً : دور الوسطاء الماليين:

يقتصر عمل الوساطة على من يكون حاصلًا على ترخيص ساري المفعول ويعمل وكيلاً لشركة مساهمة مرخص لها بممارسة أعمال الوساطة. وتتمثل أعمال الوسيط في مالي⁽¹⁾:

- يعمل بصفة تجارية وسيطاً في تداول الأوراق المالية بما في ذلك أي شخص يمارس بصفة تجارية عمل حفظ الأوراق المالية.

- يقدم بصفة تجارية عرضاً للآخرين للحصول على أصول مالية في صورة أوراق مالية عن طريق فتح حساب يمكن عن طريقه تنفيذ صفقات الأوراق المالية.

- يقوم بصفة تجارية بتنفيذ صفقات الأوراق المالية لحسابه الخاص لتحقيق الربح الناتج من الفرق بين أسعار عروض الأوراق المالية وطلباتها.

- قد يقوم الوسيط بصفة تجارية على أساس ترتيب تعاقدي أو غيره بإدارة الأوراق المالية التي يملكها شخص أو إدارة صناديق استثمار يملكها شخص طبيعي أو اعتباري بقصد استثمارها في الأوراق المالية. والذي يمكن أن تشمل أنشطته صفقات في الأوراق المالية أو طلب تنفيذ صفقات أوراق مالية لحساب الشخص الذي تم إجراء الترتيبات التعاقدية معه.

كما يتعين على الوسطاء عند ممارسة أعمالهم مراعاة مايلي² :

- الالتزام بأحكام القانون والنظم الصادرة وكذا جميع القرارات والتعليمات ذات الصلة بالسوق

- الامتناع عن القيام بكل ما من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق أو أعضائه أو المتعاملين فيه أو المساهمة أو الترتيب لأية معاملة صورية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق المالية أو قانون الأموال محل الصفقة.

¹- احمد سفر - المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية - المؤسسة الحديثة للكتاب - لبنان - سنة 2006 - ص ص: 278 .

² - بوكساتي رشيد - مرجع سبق ذكره - ص 181.

وفي حالة المخالفة يخول لمجلس إدارة السوق أن يوقع على الوسطاء الإجراءات الآتية: الإنذار، الغرامة المالية، مصادرة الكفالة المصرفية، وقد يتم وفق الوسيط عن العمل لمدة لا تزيد عن أسبوع، وإذا زادت مدة الوقف عن أسبوع يحال الأمر إلى الهيئة لاتخاذ ما تراه.

ثانياً: نظام التداول في الأسواق المالية الخليجية:

بعد أن كان يتم التداول يدوياً وفق ما يعرف بنظام "المزايدة المكتوبة" في الأسواق المالية الخليجية حيث كان يتطلب من الوسيط كتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقاها من المستثمر على لوحات التداول في قاعة التداول. وتتم عملية إتمام الصفقات عند تماثل أسعار العرض والطلب، أصبح التداول حالياً بنظام التداول الآلي فهو يوفر جملة من المزايا للمتعاملين منها الدقة والسرعة والعدالة الضرورية في التعامل مع قرارات المستثمرين كما يوفر النظام المرونة الكافية لتشغيل عدة أسواق تعمل في آن واحد بالإضافة إلى إدراج أكثر من أداة من الأدوات الاستثمارية⁽¹⁾.

فالتداول يتم حالياً في السوق المالي السعودي حالياً بنظام يسمى "تداول" حيث أنه نظام جديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية، يقوم على أساس السوق المستمرة التي تحركها أوامر البيع والشراء ويقدم بيانات آنية عن الأسعار والكميات المتداولة ومعلومات الشركات ويتيح تداول جميع الأسهم المحلية في سوق واحدة وهو يؤمن إتمام دورة التداول بكفاءة وخلال فترة زمنية قصيرة. فعملية نقل الملكية تتم مباشرة بعد تنفيذ أوامر البيع والشراء ويمكن للمستثمرين البيع والشراء عدة مرات في اليوم الواحد حسب ما تمليه إستراتيجيات التداول، فمن خصائص هذا النظام أنه يوفر الشفافية للسوق، وذلك من خلال الإعلان الفوري عن أسعار السوق وإعلانات الشركات للبنوك والمستثمرين والأطراف الأخرى ويمكن للشركات المساهمة إدخال إعلاناتها وبياناتها المالية مباشرة عبر الإنترنت، والتي ستظهر مباشرة وبسرعة في موقع تداول على الإنترنت⁽²⁾.

1- نظام التداول في سوق البحرين للأوراق المالية – على الموقع الإلكتروني :

(www.hawamer.com/vb/showthread.php?t=201918 (25/06/2010))

2- نظام التداول الجديد في السوق المالي السعودي – على الموقع الإلكتروني :

(http://forums_saudistock's.com/t119101.html (29/06/2010))

- أنواع الأوامر⁽¹⁾: يتيح نظام التداول من حيث المبدأ أنواع مختلفة من الأوامر:
 - الأمر الفوري: أمر لشراء أو بيع كامل الكمية المتوفرة بسعر السوق الأفضل.
 - أمر المطابقة: يستخدم لإنشاء أمر مقابل (مطابق) أمر حالي موجود.
 - أمر السوق: هو أمر بدون سعر لتداول السهم فوراً بالسعر الحالي الأفضل المتوفر في السوق.
 - الأمر المحدد السعر: هو أمر لبيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه.
 - الأمر غير المسعر: هو أمر مشابه لأمر السوق من حيث أنه يتم إدخاله بدون سعر محدد.
 - الأمر ذو الكمية غير المعلنة: وهو الجزء من الكمية الإجمالية للأمر التي لا تظهر في شاشات الوسطاء.
 - أمر التنفيذ الكامل فقط: وهنا يجب تداول جميع كمية الأمر وإلا فيتم إلغاء الأمر.
 - الكمية الصغرى للتنفيذ كل مرة: يتم تداول الأمر بالكمية الصغرى المحددة وبعد كل تداول يتم ظهور الكمية من جديد.
 - الحد الأدنى للتنفيذ أول مرة: وهي أقل كمية يتوجب تنفيذها أولاً قبل تداول الأمر، وكما يتضح من هذا التنوع أن نظام تداول مرن جداً من حيث أنواع الأوامر التي يوفرها للمتداولين، غير أن المفضل عملياً منها فقط الأوامر المقيدة (محددة السعر) والسوقية مع خيار التنفيذ بالكامل ومن حيث المدة فالمعمول به حالياً يوم واحد فقط.

¹ - محمد بن إبراهيم السحيباني - نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية و السوق المالية السعودية: دراسة مقارنة- ورقة مقدمة لندوة السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية- جامعة السعودية -14/13 نوفمبر 2007 - ص ص : 7 – 8.

• **آلية تنفيذ الأوامر¹:** تتبع سوق الأسهم السعودية أولوية السعر ثم الوقت، كما أن للأوامر المشروطة (مثل شرط تنفيذ الأمر بالكامل أولاً) أولوية على الأوامر غير المشروطة وفيما يتعلق بالأوامر الكبيرة، فالملاحظ تزايد حجم الاستثمار المؤسسي في السوق السعودي، ويشكل التوسع في الاستثمار المؤسسي تحد لنظام التداول الإلكتروني لأن من عادة هذا النوع من الاستثمار استخدام أوامر كبيرة الحجم غير مبنية في أكثر الأحيان على معلومات خاصة. ولا يوجد حالياً آلية واضحة للتداول بشكل خاص مع الأوامر الكبيرة لكبار تجار الأسهم وصناديق الاستثمار. ويمكن لنظام التداول الإلكتروني التعامل مع الأوامر الكبيرة جزئياً من خلال السماح للمتداول بإخفاء بعض الأمر كبير الحجم و لكن هذا الخيار غير مفعّل حالياً.

• **كيفية التعامل في جلسة التداول الواحدة:**

يتم افتتاح سوق الأسهم السعودية باستخدام آلية سوق النداء، حيث يتم تجميع أوامر البيع والشراء والخاصة بسهم معين ليتم مقابلتها آنياً في وقت واحد عند افتتاح التداول في بدايته، وتولد هذه السوق سعراً واحداً يعظم كمية الأسهم المتبادلة بين البائعين والمشتريين، ولا يتم استخدام سوق النداء في الإغلاق أو أثناء فترة التداول حيث يتم التحول إلى آلية السوق المستمرة بعد إعلان سعر الافتتاح مباشرة ويستمر العمل بها حتى إغلاق السوق. هذا ويضع نظام التداول الإلكتروني في السوق حداً أعلى للتغير في السعر حيث لا يسمح النظام بتجاوز الأسعار خلال اليوم الواحد 10% من سعر إغلاق اليوم السابق، كما لا تضع السوق قيوداً على تقلب الأسهم الجديدة في أول يوم لترحها كما لا يتضمن نظام التداول آلية لتقليص تقلب الأسعار من صفقة لأخرى خلال اليوم. أما الحد الأدنى للتغير في السعر هو ثابت بالنسبة لجميع الأسهم بغض النظر عن سعر السهم و كان الحد الأدنى ريال واحد حتى صدور النسخة رقم 09 لهذا النظام الجديد وتم تخفيض هذا الحد إلى ربع ريال (أي التداول بأجزاء الريال: الربع ومضاعفاته)²

¹ - محمد بن إبراهيم السحيباني - مرجع سبق ذكره - ص 9

² - نفس المرجع السابق - ص 10.

وبموجب هذا النظام تم تقسيم اليوم الواحد في السوق السعودي إلى 6 مراحل لكل مرحلة خصائصها وشروطها وفقا لاحتياج ساعات العمل بعد وأثناء أوقات التداول وذلك بالشكل التالي⁽¹⁾:

- المرحلة(1): ما قبل التداول Pre Trading وتمتد من الساعة 09:59 صباحا وحتى 10:00 صباحا أي أنها تمتد لمدة دقيقة واحدة فقط. ويتم فيها إلغاء الأوامر السابقة من النظام وإعادة تجهيز النظام لجلسة تداول جديدة ولا يسمح بأي إجراء خلال هذه الفترة .

- المرحلة(2): ما قبل الافتتاح Call Interaction وهي لساعة واحدة من 10:00 إلى 11:00 صباحا ويتم فيها إدخال تعديل، تحديث وإلغاء الأوامر وتكون جميع معلومات السوق ظاهرة للجميع ويمكن مشاهدة عمق السوق خلال هذه المرحلة عن طريق أفضل خمسة أسعار فقط. Market by level

- المرحلة (3): التداول Continous Trading: وهي المرحلة الممتدة من الساعة 10:00 حتى الساعة 15:30 عصرا وهي التي يتم فيها التنفيذ الفعلي للأوامر، يمكن خلالها مشاهدة عمق السوق عن طريق أفضل خمسة أسعار وعن طريق أفضل عشرة أوامر Market by Order ويسمح خلالها بالإجراءات إدخال أوامر و تعديلها و إلغائها وتحديثها.

- المرحلة (4): التحضير للإغلاق Termination وهي المرحلة الممتدة من الساعة 15:30 مساء حتى الساعة 15:32 مساء ومدتها دقيقتان فقط ويتم فيها تحديد سعر إغلاق لجميع أسهم الشركات المتداولة خلال الفترة ويمكن مشاهدة عمق السوق خلال هذه الفترة عن طريق أفضل خمسة أسعار وعن طريق أفضل عشرة أوامر إلا أنه بالتأكيد لا يسمح بأي إجراء خلال هذه الفترة (إدخال، تعديل، تحديث أو إلغاء أوامر) .

وتلي الرابعة مرحلتان هما الإغلاق Post Trading وهي المرحلة الممتدة من الساعة 15:32 وحتى 16:30 مساء ويمكن خلالها مشاهدة عمق السوق، لكن لا يسمح بإدخال أوامر جديدة خلال هذه المرحلة، غير أنه يمكن إجراءات إلغائها أو تحديثها، فيما سميت الأخيرة بالإغلاق System Closed

¹- نظام التداول الجديد في السوق المالي السعودي – على الموقع الإلكتروني:

(<http://www.thegulfbiz.com/vb/showthread.php?t=254948> (29/06/2010))

وصنف وقتها من 16:30 إلى 9:59 صباح اليوم التالي، ولا يوجد عمق أو شفافية للسوق خلال هذه المرحلة، كما لا يسمح بأي إجراء خلال هذه الفترة.

• **عملية التسوية⁽¹⁾: أسهم تطبيق نظام (لتداول) في تحديث نظام التداول والتسوية في السوق السعودية، وتقديم خدمات إضافية جديدة للسوق، وتطبيق المعالجة الآلية المتكاملة للصفقات (STP) من خلال استخدام شبكة معلومات أسرع تعتمد على معايير قياسية عالمية، وزيادة مستوى الأمن. ويعد نظام (تداول) نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسوية والمعلومات، حيث يقوم بربط مؤسسات الوساطة بالحاسب المركزي في شركة تداول. ما يمكن مؤسسات الوساطة من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام و تنفيذها والبدء في مراحل تسويتها إلكترونياً. فبعد تنفيذ الصفقات من خلال نظام (تداول) يتم التحويل الصفقة آلياً إلى نظام التسويات، وتعد الفترة اللازمة لإتمام نقل الملكية من خلال هذا النظام من أقصر الفترات مقارنة مع بقية الأسواق المالية الدولية حيث تتم التسوية وقت تنفيذ الصفقة (T+O) بالنسبة للأسهم وفي اليوم التالي (T+1) بالنسبة للمبالغ المالية وتوفر إجراءات النظام ضوابط لحماية المتداولين أهمها ضمان تحصيل مبالغ صفقات الشراء قبل إرسال أوامر الشراء إلى السوق، وتدفع مبالغ صفقات البيع من البنوك للعملاء وفق نظام محاسبي دقيق.**

ثالثاً: صناديق الاستثمار:

هناك صندوق الراجحي للأسهم الخليجية تحت إدارة شركة الراجحي المالية في المملكة العربية السعودية، فهذا الصندوق يستثمر بشكل رئيسي في أسهم الشركات الأساسية القوية المدرجة في أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجية مع احتمال تحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال. كما يتقرر تخصيص الأسهم وفق ظروف السوق و من ثم توزيعها على جميع على جميع القطاعات الرئيسية الملتزمة بالأحكام الشرعية بهدف ضمان تنويع المخاطر والأسهم المختارة تعود لشركات يحتمل أن تحقق نمواً أعلى من المعدل المتوقع للقطاع و تتمتع بمزايا تنافسية متميزة وتتحدى بمستويات ريفية من

¹ - محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سبق ذكره. ص 30.

جوانب القوة المالية. ويسعى الصندوق لتحقيق أفضل العوائد من خلال تطبيق أساليب الاستثمار الملائمة بهدف تحقيق أقصى العوائد الممكنة بالحد الأدنى من المخاطر و في الوقت ذاته قياس الأداء باستخدام المؤشر الإرشادي المحدد الذي يتمثل في مؤشر standard & poor's المركب للأسهم الخليجية المتوافقة مع الضوابط الشرعية و هذا ابتداءً من 2007/30/30 حيث أن قبل ذلك كان يتم قياس الأداء وفق مؤشر خاص. فطبيعة هذا الصندوق أنه مفتوح يدار وفق أسلوب اختيار منظم على مستوى عالمي بعد إخضاع الأسهم لعمليات تدقيق دقيق بهدف اختيار ما يتوافق منها مع أحكام الأسهم لعمليات تدقيق الشرعية الإسلامية و يتبنى الصندوق منهج التحليل من أعلى إلى أسفل و من أسفل إلى أعلى وتستند أفكار الاستثمار على التحليل الأساسي و على توقيت تنفيذ عمليات البيع و الشراء على أسس فنية.

فالاقتصاد الخليجي سطر قصة نمو مميز بفضل سياسات التتويج الاقتصادي الناجحة و مشاريع التجهيزات الأساسية الهائلة و الإصلاحات في سوق المال التي نتج عنها تحقق نمو مذهل في قطاعات البتروكيماويات و البنوك و الاتصالات و الطاقة و العقار بفضل الانتعاش الاقتصادي الناجم عن ارتفاع أسعار النفط وزيادة مكاسب الشركات، كما اكتسبت أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون مزيداً من القوة عاماً بعد عام يدعمها في ذلك الأداء الكلي للاقتصاد الذي جعل منها من أكثر بلدان العالم جذبا للاستثمار¹.

رابعاً: المشتقات المالية في الأسواق المالية الخليجية²:

إن معظم أسواق رأس المال لدول المجلس (باستثناء سوق الكويت) لم تبدأ بعد عملية طرح منتجات المشتقات المالية على الرغم من توفر بنية تحتية متطورة للتداول وبالنظر إلى الحجم المتزايد لهذه

¹ - صندوق الراجحي للأسهم الخليجية - على الموقع الإلكتروني:

(<http://www.CBK.com/ar/media/gcc%20ar.july%20CBKC.pdf> (23/06/2010))

² - المشتقات المالية مفقودة في دول الخليج - على الموقع الإلكتروني:

(<http://www.uaec.com/news-action-show-id-668.html> (28/06/2010))

الأسواق وتزايد درجة التقلب فيها، يصبح من الواضح أن التطور المستقبلي لهذه الأسواق يتطلب توافر هيكل متكامل لها بما يمكن أصحاب المصلحة من حشد رؤوس الأموال وإدارة المخاطر بكلفة مجدية لكن الحلقة المفقودة في هذه العملية هو شريحة المشتقات المالية الغائبة عن هذه الأسواق فقد ظلت أسواق الأسهم الخليجية في وضعية سوق فائض أو شراء فقط لفترة زمنية طويلة.

فمن المعلوم أن المشتقات المالية خصوصا الخيارات والعقود المستقبلية لعبت دورا حيويا للغاية في تطور أسواق رأس المال في مختلف أنحاء العالم ، حيث أن سوق مشتقات الأسهم بلغ حجما قدره 114.1 تريليون دولار أمريكي. ولا شك أن وجود ثقافة قوية إزاء التعامل بالأسهم مع القيود المطبقة على أسواق رأس المال الخليجية، هي عوامل توفر قاعدة ضاغطة باتجاه طرح سوق للمشتقات المالية في منطقة الخليج. فوجود مثل هذه السوق يمكن المستثمرين الإستراتيجيين من استغلال قدراتهم من دون تخفيف حجم حصصهم من السوق. كما سترحب المؤسسات المستثمرة بهذا الطرح نظرا لمعرفتها باستخدام هذه الأدوات لتحقيق الدخل الثابت وغيرها من الأدوات الأخرى، والواقع أن الأسواق الخليجية تفتقر إلى كل من الاتساع والعمق معا. وعند قياسها بحجم السوق (أي القيمة الرأسمالية للسوق) يمكننا أن نرى أن النمو في عدد الشركات محدود قياسا بالنمو في حجم السوق، وتصنف أسواق الأسهم الخليجية على أنها أسواق فائض أو شراء فقط، حيث تقتصر إستراتيجيات التداول على الشراء عندما يكون متوقعا للسوق أن يصعد وتصفية المراكز عندما يكون للسوق أن يهبط. وهكذا فإن غياب أنشطة البيع على المكشوف في هذه الأسواق لا يتيح للمستثمرين إمكان تعزيز العوائد خلال فترة الاتجاه التنازلي للأسواق و بالتالي لا يظل لدى المستثمرين من خيار سوى تصفية مراكزهم، الأمر الذي يفاقم تأثير هبوط السوق من ناحية وينعكس سلبا من ناحية أخرى على سيولة السوق، حيث أن حجم الانخفاض في مستويات السيولة يتأثر إلى مدى كبير بحجم الهبوط المقابل في السوق ويمكننا أن نأخذ سوق الكويت خلال الفترة من 2005 إلى 2006 كمثال جيد على ذلك، فرغم أن سوق الكويت يتصف بوجود مجموعة متنوعة من القطاعات وبحضور رئيسي للشركات القيادية أو شركات الدرجة الأولى، مثل بنك الكويت الوطني وشركة الاتصالات المتقلة وشركة المخازن العمومية إلخ فإن السوق لم يستطيع الحفاظ على السيولة خلال حركة التصحيح في السوق خلال شهر فبراير 2006 . فالمستثمرون

ومديروا الصناديق كانوا يحاولون يائسين في ظل غياب أدوات التحوط و الحماية ، تصفية مراكز تعاملهم بينما كان السوق يتجه هبوطا مستنزفا السيولة مع هبوطه وهذا ما يؤدي إلى سلسلة من التأثيرات.

فمن العوامل الرئيسية المحفزة لطرح ونمو المشتقات المالية في منطقة الخليج هو أن هذه الأدوات المالية تمكن المستثمر من تحويل المخاطر بين الأفراد و المؤسسات في الاقتصاد حيث أن تداول المشتقات المالية يشبه عملية شراء و بيع خدمة التأمين، ففي حين أن المستثمر الذي يتجنب المخاطر يشتري التأمين، فإن المستثمر الساعي إلى المخاطر يبيع التأمين.

و حتى يتم التعامل بالمشتقات يقترح على الجهات الرقابية في دول مجلس التعاون الخليجي بتطبيق خطة العمل التالية:

- إنشاء بورصة للمشتقات المالية: تشكل أرضية متينة لتوسيع نطاق تداول هذه الأدوات بدلا من اقتصره على العقود المتداولة خارج البورصة.

- تأسيس إطار رقابي: إن أسواق رأس المال الخليجية ليست أسواقا ناشئة (من وجهة نظر القوة الاقتصادية) و لا أسواقا متقدمة (من وجهة نظر هيكل مكونات السوق) وبالتالي فإن الأمر يستدعي إنشاء لجنة مكونة من أعضاء على درجة عالية من الخبرة و المؤهلات و ممن يعملون في مختلف المؤسسات المالية لتقوم هذه اللجنة بتصميم إطار رقابي يحكم تداول المشتقات المالية.

- طرح مشتقات الأسهم: مع وجود مشتقات أسهم مستندة إلى مؤشرات تتمتع بقدر جيد من الاستقرار ، يصبح بالإمكان احتواء المخاطر التي تنطوي عليها مشتقات الأسهم المستندة إلى أسهم معينة .

فأي من الأسواق الخليجية باستثناء سوق الكويت لم تتخذ أي من هذه الخطوات المقترحة و حتى بالنسبة للكويت فإن طرح المشتقات المالية على شكل خيارات شراء لم يتقيد بالآلية المنظمة حيث مازالت هناك ثغرات يجب معالجتها.

خامسا: إجراءات التعامل في الأسواق المالية الخليجية و تنظيمه:

1) شروط ومتطلبات الإدراج في الأسواق المالية الخليجية:

تتمثل شروط و متطلبات الإدراج فيما يلي¹:

- أن تكون شركة مساهمة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقا لنظام شركات البلد المعني.
 - فيا يخص الأسهم النقدية التي تكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح و الخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين.
 - لا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن 500.000 دينار و أن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50 % على الأقل في سوق البحرين للأوراق المالية.
 - تكون الشركة قد حققت أرباحا في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ طلب الإدراج و كذلك التقارير المالية السنوية و الحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة و أن تكون حققت أرباحا.
 - أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا بصورة من النظام الأساسي و قائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها.
- أما الشركات المدرجة في أي سوق من الأسواق المالية الخليجية يتم تصنيفها إلى قطاعات رئيسية حسب طبيعة عملها حتى يتمكن المستثمرين الخليجيين و الأجانب الاستثمار في أسهمها ففي سوق الكويت تتمثل القطاعات في: قطاع البنوك و الاستثمار و التأمين، العقار و الصناعة والخدمات و الأغذية بالإضافة إلى قطاع الشركات غير الكويتية.
- أما سوق البحرين تتمثل القطاعات في : قطاع البنوك التجارية، قطاع الاستثمار و التأمين، قطاع الخدمات والصناعة، قطاع الفنادق و السياحة، قطاع الأسهم الممتازة، قطاع الشركات المقفلة، قطاع الشركات غير البحرينية. و بالنسبة لقطاعات سوق الدوحة في قطاع البنوك و المؤسسات المالية، قطاع التأمين، قطاع الصناعة و الخدمات و هي نفسها في سوق سلطنة عمان. و تتمثل قطاعات سوق أبو ظبي في: قطاع البنوك و الخدمات المالية، قطاع العقارات، قطاع الخدمات الاستهلاكية، قطاع البناء و الطاقة، قطاع الصحة ، قطاع الاتصالات و قطاع الصناعة. أما سوق دبي تتمثل قطاعاته في: قطاع

¹ - بوكساتي رشيد - مرجع سبق ذكره - ص ص : 176 - 178.

البنوك و الاستثمار و الخدمات المالية و التأمين، قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية، قطاع المواد ، قطاع المرافق العامة و الاتصالات والنقل، قطاع السلع الاستهلاكية، وتتمثل قطاعات الشركات المدرجة في السوق السعودية كآتي : قطاع المصارف و الخدمات المالية، قطاع الصناعات البتر وكيماوية، قطاع الإسمنت، قطاع التجزئة ، قطاع الطاقة و المرافق الخدمية، قطاع الزراعة و الصناعات الغذائية، قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات ، قطاع التأمين ، قطاع شركات الاستثمار المتعدد ، قطاع الإستثمار الصناعي، قطاع التشييد و البناء، قطاع التطوير العقاري، قطاع النقل، قطاع الإعلام و النشر، قطاع الفنادق و السياحة¹.

(2) إدارة و تنظيم التعامل في الأسواق المالية الخليجية:

■ هيئة السوق المالية²:

حسب نص المادة الرابعة من نظام السوق المالية في المملكة العربية السعودية، تنشأ في المملكة هيئة تسمى "هيئة السوق المالية" ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية و الاستقلال المالي و الإداري، وتكون لها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها بموجب هذا النظام. حيث يحظر على الهيئة أن تقوم بأي نشاط تجاري أو أن تكون لها مصلحة خاصة في أي مشروع بقصد الربح أو أن تقترض أو تقرض أي أموال أو أن تقتني أو تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية.

وبمقتضى المادة الخامسة من نفس النظام تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد و التعليمات حيث تتمثل مهامها فيمايلي:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العملة في تداول الأوراق المالية.

¹ - تقرير جلوبل الأسبوعي عن أداء الأسواق المالية الخليجية - الأسبوع المنتهي في 2009/08/13 - على الموقع الإلكتروني:

(http://www.menefn.com/updates/research-center/regional/weekly/gih_130809_wa.pdf(23/06/2010))

² - أحمد سفر - مرجع سبق ذكره - ص ص : 261 - 266.

- تنظيم إصدار الأوراق المالية و مراقبتها و التعامل بها.
 - تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة و إشرافها.
 - حماية المواطنين و المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تتطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
 - العمل على تحقيق العدالة و الكفاية و الشفافية في معاملات الأوراق المالية.
 - تنظيم و مراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية و الجهات المصدرة لها، و تعامل الأشخاص المطلعين و كبار المساهمين و المستثمرين فيها و تحديد و توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم و الجمهور.
 - تنظيم طلبات التوكيل و الشراء و العروض العامة للأسهم.
- و بمقتضى المادة السابعة يكون للهيئة مجلس يسمى "مجلس هيئة السوق المالية" يتألف من خمسة أعضاء متفرعين على أن يكونوا أشخاصا طبيعيين سعوديين و من ذوي الخبرة و الاختصاص و يتم بأمر ملكي تعيين أعضاء المجلس و تحديد رواتبهم و مزاياهم المالية و يحدد الأمر الملكي من بين أعضاء المجلس رئيسا و نائبا للرئيس و تحدد مدة العضوية ب 5 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة. و تتمثل مهام المجلس في وضع اللوائح الداخلية للهيئة و كيفية تعيين الموظفين و المستشارين و المدققين كما يحدد مقدار رواتبهم و تعويضاتهم كما يباشر المجلس جميع الصلاحيات المنوطة بالهيئة وفقا لأحكام هذا النظام و يحدد المجلس كيفية تنظيم وظائف الهيئة و أعمالها و توزيعها فيما بين إدارتها و أقسامها الأخرى.

■ مجلس إدارة السوق:

إن السوق المالي في أي دولة من دول مجلس التعاون الخليجي يديره مجلس إدارة حيث أن مجلس إدارة السوق المالية السعودية يتألف من 9 أعضاء على النحو التالي¹:

¹ - أحمد سفر - مرجع سبق ذكره - ص 271.

- ممثل وزارة المالية.
 - ممثل وزارة التجارة والصناعة.
 - ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي.
 - أربعة أعضاء يمثلون شركات الوسطاء المرخص لها.
 - عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق.
- وتحدد مدة عضوية مجلس إدارة هذا السوق ب 3 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة أو أكثر.
- أما سوق البحرين تتشكل الإدارة على النحو التالي⁽¹⁾:
- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة.
 - عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد.
 - عضو يمثل مؤسسة النقد البحرين.
 - ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة.
 - عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.
- وبالنسبة لسوق الكويت تتمثل عضوية مجلس الإدارة فيما يلي⁽²⁾:
- عضو من وزارة المالية والاقتصاد.
 - عضو يمثل بنك الكويت المركزي.
 - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
 - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء ويصدر بتشكيل مجلس الإدارة لهذا السوق بقرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة 3 سنوات قابلة للتجديد ، حيث يتم تعيين مدير السوق لمدة 4 سنوات قابلة للتجديد.

¹- بوكساني رشيد - مرجع سبق ذكره - ص 177.

²- بوكساني رشيد - مرجع سبق ذكره - ص 178.

وتتشكل مجلس إدارة سوق مسقط من العضوية التالية⁽¹⁾:

- ✓ مدير عام للسوق.
- ✓ ممثل عن الهيئة.
- ✓ ممثل عن البنك المركزي العماني.
- ✓ أربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق ، أحدهم ممثل للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، وآخر للمساهمين الذين يمتلك كل منهم أقل من 5000 سهم واثنان يمثلان الشركات التي تتداول أوراقها في السوق.

ويصدر المجلس قرار بتشكيل المجلس لمدة 3 سنوات ويجوز تجديد العضوية لمدة أخرى.

عموما تتمثل مهام مجلس إدارة السوق فيما يلي⁽²⁾ :

- شروط إدراج وتداول الأوراق المالية.
- الحد الأدنى لرؤوس الأموال لشركات الوساطة والضمانات المالية المطلوبة منها أو من موظفيها.
- النشر الفوري المنتظم للمعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق وكذلك التزامات مصدري الأوراق المالية والمساهمين والأعضاء بالإفصاح للسوق عن المعلومات التي تعتقد السوق أنها ضرورية.
- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق وموظفيهم وأعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للسوق وموظفي السوق وتشمل الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق من يخالف هذه المعايير أو أي شروط ومتطلبات أخرى تنص عليها اللوائح والتعليمات.
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم.

¹ - الهيئة العامة لسوق المال، سلطنة عمان، قانون سوق رأس المال من مرسوم سلطاني رقم 98/80 - المادة 12 - ص ص: 8 - 9.

² - ينظر : - أحمد سفر - مرجع سبق ذكره - ص ص : 272 - 273.

- بوكساني رشيد - مرجع سبق ذكره - ص 178.

- شروط ومتطلبات عضوية السوق والضوابط والإجراءات المناسبة التي تسمح لشركات الوساطة المرخص لها ومن غير أعضاء السوق بتنفيذ صفقاتهم في السوق.
- تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضاها الوسيط لقاء الخدمات التي يقدمونها.
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.

▪ لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية :

في السوق المالية السعودية تنشئ الهيئة لجنة تسمى "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية" تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام هذا النظام ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما. ويكون لها جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود وإصدار القرارات وفرض العقوبات والأمر بتقديم الأدلة والوثائق. هذه اللجنة تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين في فقه المعاملات والأسواق المالية يتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، ويعين أعضاء اللجنة بقرار من المجلس لمدة 3 سنوات قابلة للتجديد ويجوز استئناف القرارات الصادرة من اللجنة أمام لجنة الاستئناف خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إبلاغها. هذه اللجنة تكون من 3 أعضاء: وزارة المالية ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء وذلك لفترة 3 سنوات قابلة للتجديد وبقرار من مجلس الوزراء. حيث يحق للجنة الاستئناف وفقاً لتقديرها رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية أو تأكيد تلك القرارات أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد استناداً إلى المعلومات الثابتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل⁽¹⁾.

▪ مركز إيداع الأوراق المالية والمقاصة:

ينشئ مجلس إدارة السوق إدارة تسمى "مركز إيداع الأوراق المالية" تكون هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها. وتحدد قواعد العمل في المركز الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن كفاية عمليات

¹- أحمد سفر - مرجع سبق ذكره - ص ص: 273 - 274.

تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية بما في ذلك الإجراءات التي تشمل طرق معالجة مقاصة أثمان المبيعات الخاصة بالمستثمرين بعد تسويتها. كما يمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته⁽¹⁾.

▪ لجنة التحكيم⁽²⁾:

في سوق الكويت للأوراق المالية تنشأ لجنة تحكيم تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يختاره مجلس القضاء الأعلى وتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق. ويعتبر التعامل في السوق قراراً بقبول التحكيم ويثبت ذلك في أوراق هذه المعاملات وتكون القرارات الصادرة عن اللجنة ملزمة طرفي النزاع ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع والفصل فيه.

▪ لجنة التأديب⁽³⁾:

في سوق الكويت للأوراق المالية يوجد لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها في السوق من مخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق ، والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة. وتتمثل مهام هذه اللجنة فيما يلي:

- ❖ التنبيه والإنذار.
- ❖ مصادرة أي كفالة تقررها اللائحة الداخلية.
- ❖ إيقاف التعامل بالنسبة للشركات أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء لمدة لا تزيد عن 04 أشهر.
- ❖ شطب العضوية.
- ❖ ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات الواجب إتباعها أمامها وكيفية إصدار قراراتها وإعلانها لذوي الشأن في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

¹ - أحمد سفر - مرجع سبق ذكره - ص ص: 275 - 276.

² - بوكساني رشيد - مرجع سبق ذكره - ص 179.

³ - بوكساني رشيد - مرجع سبق ذكره - ص ص: 179 - 180.

■ الجمعية العامة⁽¹⁾:

في سوق مسقط تتكون الجمعية العامة للسوق من الهيئات العامة وشركات المساهمة التي تتداول أوراقها في السوق والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المرخص لها والبنك المركزي العماني. وتختص بتتبع الأوضاع العامة في السوق واقتراح السبل الكفيلة بزيادة فعاليتها وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وتعيين مراقب حسابات السوق وتحدد اللوائح الداخلية إجراءات دعوة الجمعية العامة للسوق للانعقاد وتاريخ ومكان الاجتماع والمداولات وكيفية إصدار القرارات.

¹ - الهيئة العامة لسوق المال، سلطنة عمان - قانون سوق رأس المال من مرسوم سلطاني رقم 80 / 98 - المادة 13 - ص 9.

المبحث الثاني : الأسواق المالية الخليجية والنمو الاقتصادي:

المطلب 1 : حجم الأسواق المالية الخليجية:

ما يميز الأسواق المالية عن بعضها البعض نجد نسبة رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة. فقد تستعمل عدد الشركات المدرجة كمؤشر إضافي لتقييم حجم السوق، وذلك بالشكل التالي:

الدول السنوات	الإمارات العربية	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	عمان
2000	54	42	75	22	77	131
2001	12	42	76	0	78	91
2002	24	42	68	0	85	96
2003	30	42	70	0	97	96
2004	50	42	73	29	113	96
2005	79	47	77	31	143	96
2006	81	49	86	36	163	124
2007	90	43	111	40	181	125
2008	96	45	127	42	202	127
2009	95	49	127	48	207	127

جدول 03-1 : الشركات المدرجة في البورصات الطبيعية.

المصدر : قاعدة بيانات البنك الدولي.

فمن خلال الجدول 1-03 الذي يوضح عدد الشركات المدرجة في البورصات الخليجية يلاحظ أن بورصة الكويت بها أكبر عدد من الشركات المدرجة خلال سنة 2009 ، تليها سوق مسقط ب127 شركة وبعدها السعودية كذلك ب127 شركة، أما الإمارات العربية والبحرين وقطر ،فأسواقهم تتميز بضعف عدد الشركات المدرجة فيها.

وفي غالب الأحيان تستعمل نسبة رسملة السوق لقياس حجم السوق (انظر الجدول 03 - 4)، والتي تم حسابها اعتمادا على الجداول (2-03) و (3-03). ويمكن توضيحها بشكل بياني رقم 03 - 1.

الوحدة : مليار دولار أمريكي .

الدول السنوات	الإمارات العربية	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	عمان
2000	5.727	6.624	67.171	5.152	20.772	3.463
2001	5.774	6.599	73.199	0	23.191	2.606
2002	20.376	6.855	74.855	0	30.704	3.997
2003	30.363	9.702	157.302	26.701	59.409	5.013
2004	93.942	13.513	306.248	52.978	69.366	6.325
2005	225.568	17.364	646.104	87.315	130.080	15.269
2006	138.531	21.122	326.869	61.563	128.940	16.158
2007	224.675	28.134	515.111	95.487	188.046	23.060
2008	97.852	21.177	246.337	76.307	107.168	14.914
2009	109.620	16.933	318.765	87.856	95.938	17.302

جدول 03 - 2 : رزمة بورصات الخليج

المصدر : قاعدة بيانات البنك الدولي.

الوحدة : مليار دولار أمريكي .

الدول السنوات	الإمارات العربية	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	عمان
2000	70.516	8.005	188.431	17.756	41.126	19.840
2001	69.540	7.949	183.002	17.535	38.030	19.921
2002	74.953	8.468	188.540	19.359	41.193	20.297
2003	88.529	9.720	214.560	23.528	50.658	21.753
2004	106.317	11.204	250.324	31.727	62.077	24.737
2005	133.572	13.423	315.317	42.453	83.836	30.879
2006	164.851	15.784	352.086	56.758	101.784	35.678
2007	191.449	19.610	377.045	63.855	111.096	40.286
2008	261.348	21.903	475.093		148.024	60.299
2009			369.179			

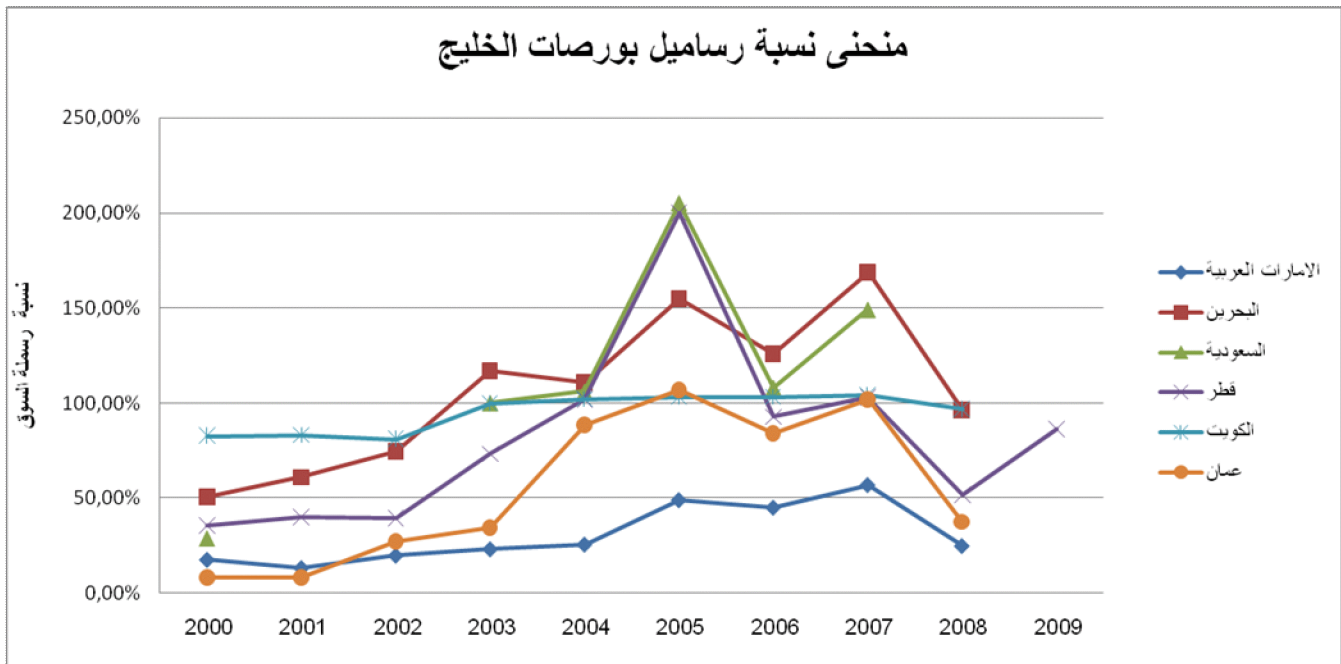
جدول 03 - 3 : الناتج المحلي الإجمالي لدول الخليج.

المصدر : التقرير الاقتصادي العربي الموحد - 2009.

جدول 03 - 4 : تطور حجم بورصات الخليج.

المصدر : من المحاد الطالبة استنادا إلى الجدول 03 - 2 و 03 - 3

الإمارات العربية	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	عمان	
8,10%	82,70%	35,60%	29,00%	50,50%	17,40%	2000
8,30%	83,00%	40,00%		61,00%	13,00%	2001
27,10%	80,90%	39,70%		74,50%	19,60%	2002
34,30%	99,80%	73,30%	100,00%	117,00%	23,00%	2003
88,40%	102,00%	102,00%	106,00%	111,00%	25,50%	2004
107,00%	103,00%	200,00%	205,00%	155,00%	49,00%	2005
84,00%	103,00%	92,80%	108,00%	126,00%	45,00%	2006
102,00%	104,00%	103,00%	149,00%	169,00%	57,00%	2007
37,40%	96,70%	51,80%		96,40%	24,73%	2008
		86,30%				2009



فمن ناحية حجم السوق تعتبر بورصة السعودية أكبر الأسواق ذات الرسملة السوقية العالية ، أما المرتبة الأخيرة فهي لسوق مسقط إذ يعتبر أصغر الأسواق من ناحية رسملة السوق على الرغم أنها تحتل المرتبة الثانية من حيث عدد الشركات المدرجة. ويعود هذا التناقض إلى أن سوق مسقط تدرج نسبة كبيرة من الشركات المغلقة والتي هي عبارة عن شركات عائلية لا يتجاوز عدد المساهمين فيها 15 مساهم. وأسهمها غير مطروحة للتداول العام وهي تلجأ للإدراج في السوق للاستفادة من مزايا ضريبية¹. إن نسبة رسملة السوق توضح مدى مساهمة البورصة في النمو الاقتصادي ومن خلال الجدول 03 - 4 والشكل 03 - 1 يتضح أن النسب أغلبها كبيرة مما يعني أن البورصات تساهم نوعاً ما في النمو الاقتصادي ماعدا سوق مسقط فتتميز بضعف نسبتها لأنها سوق صغيرة ذات رسملة سوقية صغيرة.

في كل البورصات يلاحظ خلال السنوات 2006/2005 انخفاض في نسب رسملة السوق وهذا راجع إلى الموجات التصحيحية لأسعار الأسهم بعد الارتفاعات الكبيرة التي شهدتها معظم الأسواق الخليجية خلال السنوات 2005/2002 أي كنت هناك فورة في نشاط البورصات².

إن الفورة في نشاط البورصات خلال السنوات 2005/2002 تعود لتطافر عدة عوامل منها التوسع الملحوظ في الائتمان والتسهيلات الممنوحة من قبل البنوك لعملائها لأغراض تشجيع التعامل بالأوراق المالية. وهذا ما أدى إلى ارتفاع الطلب على الأوراق المالية في الوقت الذي اتسمت فيه الأسواق بمحدودية العرض³.

وكما ذكرنا سابقاً أن بورصات الخليج تساهم في النمو الاقتصادي والدليل على ذلك هو أن النسب انخفضت في سنة 2008 نتيجة الأزمة المالية العالمية التي مست كل الأسواق المالية العالمية حيث أنها

¹ - ذريال أمينة - مرجع سبق ذكره - ص 183.

² - ذريال أمينة - مرجع سبق ذكره - ص 184.

³ - نفس المرجع السابق - ص 186.

انتكست بما فيها أسواق الخليج حيث انخفضت رساميل البورصات. وستعرض إلى آثار الأزمة وتداعياتها في المطلب الثالث.

المطلب 2 : سيولة الأسواق المالية الخليجية:

يستعمل نسبة سيولة السوق للدلالة على سهولة البيع والشراء دون تكاليف معتبرة مما يقلل من مخاطر الاستثمار ويسهل الاستثمار على المدى الطويل.

ومن مقاييس السيولة نجد نسبة مجموع قيمة التداول للناتج المحلي الإجمالي (انظر الجدول 03-5). فهذا المقياس يعطينا فكرة عن السيولة مقارنة بحجم الاقتصاد الوطني.

% الوحدة :

الدول السنوات	الإمارات العربية	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	عمان
2000	0.2	3.1	9.2	1.3	11.2	2.8
2001	0.2	2.5	12.1	0.0	32.8	2.2
2002	0.5	2.5	8.9	0.0	56.8	2.6
2003	1.1	2.8	74.1	0.0	110.1	5.8
2004	4.3	3.7	188.9	0.0	81.8	7.2
2005	107.6	5.3	349.7	66.1	116.4	6.4
2006	69.2	9.0	393.4	36.2	55.0	9.0
2007	72.4	8.8	177	42.1	105.2	13.0
2008	55.4	13.5	110.4		82.9	13.9
2009			91.3			

جدول 03 - 5 : نسبة التداول للناجح المحلي الإجمالي في البورصات الخليجية.

المصدر : قاعدة بيانات البنك الدولي.

يتراوح متوسط نسبة التداول للنواتج المحلي الإجمالي في الأسواق الخليجية بين 34.5% في الإمارات العربية و5.6% في البحرين و18.2% في قطر و7.43% في عمان، بينما يتراوح هذا المتوسط ب 142.5% في السعودية و72.5% في الكويت. فيلاحظ أن سوق السعودية ينفرد بسيولة مرتفعة مما يوحي بزيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية ونفس الشيء بالنسبة لسوق الكويت ولكن بنسبة أقل مقارنة بسوق السعودية.

أما سوق البحرين ينفرد بسيولة ضعيفة وهذا يؤكد على ضيق السوق وضعفها وعدم الإقبال على الاستثمار في الأسواق المالية مما يحتاج إلى المزيد من الجهد للقيام بحملات إعلامية منظمة لتوعية الجماهير بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية.

ويوجد مقياس آخر للسيولة هو معدل دوران السهم يتراوح بين 39.43 في الإمارات و5.19 في البحرين و136.9 في السعودية و19.74 في قطر و38.71 في الكويت و26 في عمان ، حيث يتضح هذا من خلال الجدول (03-6).

الدول السنوات	الإمارات العربية	البحرين	السعودية	قطر	الكويت	عمان
2000	0	3.6	27.1	4.5	21.3	14.2
2001	3.9	3.0	31.7	0	0	14.6
2002	3.4	3.0	30.4	0	0	13.0
2003	0	3.3	137.0	0	0	27.7
2004	0	3.6	204.1	0	0	31.5
2005	89.6	4.6	231.7	40	94.3	29.8
2006	62.1	7.4	288.4	27.6	43.2	21.1
2007	82.8	6.6	161.5	38.1	76.2	27.7
2008	89.8	12	137.8	56.1	83.2	44.2
2009	63.3	4.5	119.3	31.1	68.9	36.2

جدول 03 - 6 : معدل دوران الأسهم المتداولة في البورصات الخليجية.

المصدر : قاعدة بيانات البنك الدولي.

فسوق السعودية تتمتع بدوران عالي وهذا مؤشر لتدني تكاليف التداول وبالتالي زيادة الإقبال على الاستثمار في البورصة، أما في سوق مسقط فهي تتمتع بمعدل دوران السهم ضئيل وهذا يشير على أن التداول محدود.

المطلب 3 : الأزمة المالية العالمية الحالية وآثارها على الاقتصاديات الخليجية:

بما أن الأزمة المالية العالمية ألفت بتبعاتها على معظم اقتصاديات دول العالم نتيجة العولمة المالية وما تتصف به من زيادة درجة التشابك بين الأسواق المالية. فدول مجلس التعاون الخليجي هي الأخرى تأثرت بهذه الأزمة لأنها تتميز بدرجة انفتاح اقتصادي ومالي مرتفعة لأن صادرات وواردات هذه المجموعة من الدول تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي، كما أن النشاط المالي لهذه الدول في العالم الخارجي كبير حيث تم استثمار جزء كبير من عوائد النفط في الأسواق المالية الدولية، فضلا عن قيام حكومات دول الخليج بإنشاء عدة صناديق ثروات سيادية والتي تستثمر أموالها في الخارج خصوصا في الولايات المتحدة وأوروبا وبالنسبة لتداعيات الأزمة على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي تمثلت فيما يلي:

1- تداعيات الأزمة المالية على أسواق المال (1):

ظلت الأسواق المالية الخليجية بعيدة عما كان يحدث في الأسواق العالمية حتى شهر سبتمبر 2007 حيث شهدت هذه الأسواق تقلبات شبه طبيعية والسبب في ذلك يرجع إلى أن غالبية المستثمرين الرئيسيين في هذه الأسواق هم من المستثمرين الأفراد الذين ليس لهم تواجد يذكر على الساحة العالمية إضافة إلى قلة الاستثمار في السندات المغطاة بأصول عقارية أو في صناديق التحوط (hedge fund) ومع تطور الأزمة من مرحلة إلى أخرى بدأت تكتشف التأثيرات السلبية خصوصا بعد قيام بعض كبرى المؤسسات المالية في العالم بإعلان إفلاسها فكان لا بد و أن تتأثر أسواق المال الخليجية بهذه الأزمة، حيث فقدت هذه الأسواق في المتوسط نحو 22 % من قيمتها نتيجة عمليات البيع التي لجأت إليها

¹ - صفوت عبد السلام عوض الله - الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي - المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية - كلية الحقوق - جامعة المنصورة - مصر - 01 - 06 أبريل 2009.

المؤسسات المتعددة الجنسيات والمستثمرين الأجانب خوفاً من تأثير الأزمة على البورصات العربية إضافة إلى سحب الأموال إما لتغطية المراكز المالية لمؤسساتها أو للاستثمار في الذهب والاستثمارات التقليدية الآمنة والعملات المرتفعة كاليين. كما شهدت الأسواق الكبيرة في دول مجلس التعاون الخليجي القدر الأكبر من الانخفاض حيث ألقى تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي وانخفاض أسعار خام النفط والأزمة المالية السائدة بتبعاتهم على هذه الأسواق حيث فقد السوق السعودي باعتباره أكبر أسواق المنطقة 254 مليار دولار أمريكي من قيمته السوقية منذ بداية عام 2008 حيث وصلت الخسائر لأقصاها في جانفي 2008. كما أنه شهد تراجعاً كبيراً ومفاجئاً في مؤشر العام حيث فقد 2184 نقطة كما فقد سوق

و 101 مليار دولار أمريكي على التوالي من قيمتهما السئويين. وقد سجل الخبيراء
لأون الخليج الست في عام 2008 بنحو 150 مليار دولار، إذ تراجعت السوق
% ، كما تراجعت سوق الكويت والتي تمثل ثاني أكبر بورصة في العالم العربي
صحة دبي 24.2 % من قيمتها تبعتها بورصة أبوظبي بخسارة نحو 20.1% في
الدوحة 21.5% ومسقط 25% والبحرين 14%.

2- تداعيات الأزمة المالية

امتد تأثير الأزمة المالية
المصارف العربية بالخا
تتبعها معظم المصارف
بلغت حجم خسائر بنك
الأزمة نحو 100 مليون
أما المشكلة الكبرى التي
وشح في السيولة وهذا
تفاقم أزمة السيولة العالم
إضافة إلى تجاوز القرو

ية على القطاع المصرفي:
ة إلى الجهاز المصرفي بدول مجلس التعاون الخليجي وذلك نتيجة استثمارات
رج وارتباطها الوثيق مع المصارف العالمية. فضلا عن السياسات التحررية التي
العربية حيث تقدر قيمة الاستثمارات بما بين 1.8 إلى 2 تريليون دولار. كما
أبوظبي التجاري 272 مليون دولار، وبلغت خسائر بنك الخليج بالكويت جراء
دينار كويتي⁽¹⁾.

ي تعرضت لها البنوك هي أزمة السيولة حيث بدأت تعاني من اضطرابات كبيرة
ما أدى بإحجام البنوك عن إدانة بعضها البعض إلا بمعدلات فائدة مرتفعة وسط
مالية وقيام مستثمرين أجانب بسحب مبالغ مالية كبرى في أسواق المال الخليجية
ض للمستويات المتعارف عليها مقارنة بالودائع في بعض البنوك. كما أدت أزمة

¹ - صفوت عبد السلام عوض الله

- مرجع سبق ذكره.

السيولة إلى عجز عدد من المشروعات التنموية الكبرى الجارية في المنطقة عن تمويل حاجاتها من القروض المجمعمة الضخمة من البنوك العالمية والمحلية الكبيرة (1).

فنتيجة تعرض المصارف للخسائر، أدى إلى العديد من الانعكاسات منها (2):

- تخفيف التصنيف الدولي: إذ قامت وكالات التصنيف العالمية الثلاث وهي

Fitch

Moody's

standard & poor's

بمراجعة 27 مصرفا خليجيا حيث تم تخفيض تصنيف عدد منها في حين أن أغلبها حصل على نظرة مستقبلية سالبة بدلا من مستقرة ومنها مصارف كبيرة في المنطقة في الإمارات على وجه الخصوص.

- التخلي عن تمويل المشاريع: إذ تقلص عدد المصارف التي تتجه لعقد صفقات في ظل المناخ السائد إلى ما بين 8 إلى 12 مصرفا فقط حيث أصبح عدد البنوك الجاهزة لعقد صفقات في تمويل المشاريع أرقاما مفردة وذلك بسبب شح عمليات الإقراض بين البنوك وتعليق عمليات القروض المشتركة بشكل فعلي.

3- تداعيات الأزمة على القطاع العقاري (3) : على الرغم من أن تصريحات المطورين العقاريين والمستثمرين في القطاع العقاري في الخليج كانت تتكرر في البداية تأثر القطاع العقاري بانعكاسات الأزمة المالية العالمية بحجة أن "الاستثمار في القطاع العقاري استثمار آمن عديم المخاطر وفيه ضمان للمستقبل". وهو غير مرتبط بأزمة رهون وقروض كما هو الحال في الو.م.أ إضافة إلى وجود طلب حقيقي على منتجات القطاع العقاري بمختلف أشكالها في دول الخليج، فإن الواقع أثبت فيما بعد أن كل هذه المواقف لا أساس لها من الصحة ولا تعكس واقع القطاع الذي كان يمر في حالة تضخم شديدة منذ فترة ليست بقصيرة حيث قدرت المشاريع العمرانية بأكثر من 2.4 تريليون دولار مرتبطة ب 3519 مشروعا مدعومة بفوائض السيولة التي ولدتها ارتفاعات أسعار النفط، الأمر الذي أدى إلى زيادات مبالغ

¹ - عماد موسى - أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، قناة أسواق رأس المال - المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف - المعهد العربي للتخطيط، الكويت - 23 / 25 مارس 2009.

² - عماد موسى - مرجع سبق ذكره.

³ - نفس المرجع السابق.

فيها في أسعار العقارات وهذا ما شجع الكثيرين على دخول السوق والاستثمار فيها فتحول القطاع برمته إلى فقاعة كبيرة حتى وجد المستثمرون أنفسهم فجأة أمام تراجع الأسعار وأدت الأزمة إلى الإضرار بالقطاع العقاري في الخليج بشكل كبير وذلك بالشكل التالي:

- خسائر شركات وتسريح عمالة: فقد كانت الشركات العقارية السبقة إلى تسريح أعداد كبيرة من الموظفين وإجراء تقليص كبير في النفقات بسبب الخسائر المالية الضخمة التي تحملتها واحتلت الشركات العقارية الإماراتية سلم قائمة الخاسرين. وتشير التقديرات المتاحة إلى أن الشركات الخليجية استغنت منذ سبتمبر 2008 حتى فبراير 2009 عن أكثر من 45 ألف موظف.
- إلغاء وتأجيل مشاريع: حيث تقدر قيمة المشاريع الملغاة في المنطقة نتيجة لانعكاسات الأزمة المالية العالمية بأكثر من 150 مليار دولار معظمها لشركات كبيرة، منها 100 مليار دولار في دبي وحدها.
- انسحاب المستثمرين الأجانب: وتشير البيانات إلى أن أقل من خمس المشتريات العقارية في دبي منذ مطلع عام 2008 كانت لمستثمرين أوروبيين وأمريكيين. لكن الأزمة دفعت المستثمرين الأجانب إلى مغادرة السوق وتركيز جهودهم على مناطق أخرى يرونها أرخص وأكثر تنافسية مع ترك هذا المجال للمستثمرين المحليين.

4- تداعيات الأزمة على القطاع النفطي⁽¹⁾ بعد أن كانت أسعار النفط وصلت إلى مستوى قياسي تاريخي في 11 جويلية 2008 حيث وصلت وقتها عتبة 147.3 دولار للبرميل الواحد. انحدرت بشكل سريع ومفاجئ إلى ما دون 34 دولار نهاية عام 2008 وكان لهذا الانخفاض انعكاسات كبيرة على دول مجلس التعاون الخليجي ظهرت بشكل جلي مع انقضاء العام 2009 من أبرزها:

- عجز في الموازنات: إذ من شأن الأسعار المتدنية للنفط أن تضع ضغوطات كبيرة على ميزانيات الدول خاصة إذا هبطت تحت معدل السقف الموضوع لها والمقدر بحوالي 55 دولار للبرميل الواحد. حيث أن الفائض المعلن في الموازنات الخليجية لعام 2008 والبالغ 32 مليار دولار (علما أن تضاعف أسعار النفط رفع من حجم فائض الموازنات الخليجية الفعلي إلى 189 مليار نهاية عام 2008

¹ - عماد موسى - مرجع سبق ذكره.

وكذلك على الرغم من ارتفاع الإنفاق في جميع دول المجلس) تحول إلى عجز يقدر بـ 24.05 مليار دولار في موازنات 2009.

- تدني حصص الاستثمار في القطاع النفطي وفقا للشركة العربية للاستثمارات البترولية (APICORP) تحتاج حكومات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى استثمارات تقدر بقيمة 243 مليار دولار أمريكي لتنفيذ مشاريعها التنموية والتوسعية في سلسلة إمدادات النفط والغاز كما تحتاج منها إلى 153 مليار دولار لتنفيذ المشاريع التكميلية. لكن الأزمة المالية العالمية ستضطر أصحاب هذه المشاريع من بينهم دول الخليج إلى إعادة النظر فيها وتأخير تنفيذ بعضها والانسحاب من بعضها الآخر خاصة في المشاريع التكميلية.

5- تداعيات الأزمة المالية على الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾: خلال السنوات 2002-2006

يلاحظ تحسن أداء دول مجلس التعاون الخليجي حيث حققت ارتفاعا في مستوى الناتج المحلي الإجمالي حيث انه بلغ عام 2002 (349.819 مليون دولار) وارتفع خلال عام 2004 إلى (483.845 مليون دولار) وفي عام 2005 ارتفع إلى 616.566 مليون دولار. ويعود سبب هذا الارتفاع إلى عدة عوامل أهمها: ارتفاع عوائد الصادرات النفطية التي ساهمت في زيادة إيرادات الموازنة العامة لاقتصادياتها. وقد مكن هذا الارتفاع من التوسع في الإنفاق الاستثماري وانتعاش القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأخرى. كما أن تطبيق سياسات وبرامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية وزيادة فعالية دور القطاع الخاص في التنمية أدى إلى تحسن الأداء الاقتصادي في غالبية دول المجلس وتعزيز فرص تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي. حيث تحققت مستويات نمو عالمية مضطربة إذ ارتفعت معدلات النمو الحقيقي العالمي بنسب 3%، 4%، 5.1% للسنوات 2002، 2003 و 2004 على الترتيب في الدول المتقدمة، وكذلك الحال في الدول النامية فقد كانت المعدلات للسنوات نفسها (4.7%، 4.6%، 7.2%) على الترتيب. وإبتداء من 2007 مع الأزمة المالية بدأ التوسع في الاقتصاد العالمي بفقد معدلاته السريعة في النمو فقد شهد النشاط الاقتصادي العالمي تباطؤا في الاقتصاديات المتقدمة حيث انخفض معدل النمو الحقيقي من 5% عام 2006 إلى 4.9% عام 2007 وهذا بسبب انخفاض معدلات النمو في الدول المتقدمة من 3%

¹- صفوت عبد السلام عوض الله - مرجع سبق ذكره.

عام 2006 إلى 2.7% عام 2007. وبالنظر إلى أن قطاع النفط يعد القطاع الرئيسي التي تقوم عليه اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي حيث يساهم وحده بنسبة 40% في الناتج المحلي الإجمالي، فان أسعار النفط هبطت بنسبة كبيرة بلغت نحو 75% من أعلى مستوى لها على الإطلاق وهذا في جويلية 2008، وفي عام 2009 شهدت تراجعا كبيرا بنسبة 12.5% حيث أنها وصلت لأدنى مستوياتها للمرة الأولى منذ نحو 10 سنوات مما خفض من سقف الإيرادات العربية النفطية المتوقعة ومما له آثار سلبية على الناتج المحلي الاجمالي لهذه الدول.

6- تداعيات الأزمة المالية على معدلات التضخم¹: شهدت دول مجلس التعاون الخليجي من الناحية التاريخية معدلات تضخم منخفضة نسبيا، فقد بلغ متوسط معدل التضخم بين عامي 1995-2004 حوالي 1.39%. لكن هذه الحالة لم تدم طويلا وذلك بسبب ارتفاع أسعار النفط، حيث أصبح التضخم القائم في الوقت الراهن والضغط التصحيحية المصاحبة له يمثلان اكبر التحديات الاقتصادية التي تواجه دول مجلس التعاون الخليجي. فمحاولة السيطرة عليه ليست مسألة سهلة بسبب أن تدفق العائدات النفطية الخارجية بشكل مفاجئ يتسبب في زيادة السعر النسبي من السلع غير القابلة للتداول مقارنة بالسلع القابلة للتداول وبالتالي فان حوافز السعر الناتجة تؤدي إلى تحقيق تحول لرأس المال والعمالة من السلع القابلة للتداول على مجال السلع غير القابلة للتداول. إذ يصبح استيراد السلعة أو الخدمة اقل تكلفة من إنتاجها محليا. ومما يزيد من الصعوبات التي تواجهها هذه الدول في إطار مكافحة التضخم هي ما تتعرض له قيمة الدولار من التراجع في أسواق العملات الدولية وبالتالي تتفاقم الآثار التضخمية الناجمة عن ارتفاع أسعار المواد الغذائية العالمية حيث بلغ معدل التضخم في بعض الدول (كالمملكة العربية السعودية، الكويت، سلطنة عمان، البحرين) اقل من 10%. بينما هناك مجموعة دول أخرى عرفت معدلات تضخم مرتفعة تراوحت بين 11 و14% كالإمارات العربية المتحدة وقطر.

وبالنسبة لتداعيات الأزمة المالية على معدلات التضخم فهي ايجابية حيث أنها تراجعت بعدما بلغت مستويات قياسية قبل الأزمة مباشرة، وهذا راجع إلى انخفاض سعر النفط الذي ساهم في انخفاض أسعار سلع وخدمات أخرى ومن ناحية أخرى فان الأزمة المالية وتداعياتها على القطاع المصرفي

¹ - صفوت عبد السلام عوض الله - مرجع سبق ذكره.

والمالي وما تؤدي إليه من الحد من التوسع الائتماني والحد من زيادة العرض النقدي سوف تؤدي إلى تراجع الطلب الكلي وبالتالي الحد من معدلات التضخم.

المطلب 4: سلبيات الأسواق المالية الخليجية وآفاق تطورها:

أولاً: سلبيات الأسواق المالية الخليجية⁽¹⁾:

لا تزال درجة تحقيق أهداف إنشاء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية (كغيرها من الأسواق العربية) متواضعة، بالرغم من التطور الذي حدث على أدائها في الأعوام الماضية. فلم تنجح هذه الأسواق في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها على شكل استثمارات في الأسهم في الاقتصاد المحلي على أسس تنافسية وهو الهدف الأول والأساس من وجودها. كما أنها لم تنجح بعد في تصويب العادات والممارسات الاستثمارية التمويلية للأفراد والمؤسسات على حد سواء، ولم تنجح أيضاً في خلق درجة مرضية من الوعي والرشد الاقتصادي لدى عامة المواطنين ومن أهم أسباب هذا القصور في تحقيق الأهداف ما يلي:

- أن أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي لا تزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع، وقد يكون ذلك بسبب حداثتها من جهة ونتيجة لعوامل ثقافية واجتماعية تؤثر على نمط ملكية الشركات وتنظيمها وعدم إدراج أسهمها للتداول في السوق من جهة ثانية.

- الخلل في هيكلية الأسواق المؤسسية. فما تتميز به هذه السوق هو قلة عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول وضعف صناعة السوق وتغطية الإصدارات، والافتقار إلى الأدوات المالية الحديثة واقتصارها على الأسهم وأحياناً السندات فقط، ونقص المعلومات وعدم تدفقها إلى المستثمرين مما يؤثر على عدالة عمليات التداول وعدم كفاية التسعير، كما انه لم يتم بعد تحديد متطلبات الإفصاح عن الإدراج

¹ - محمد كمال أبو عمسة - أهمية تطوير أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي - على الموقع الالكتروني:

[<http://aljazeera.net/NR/exeres/3D03F7FF-1540-4829-9644-6B48C09E00EF.html>(21/06/2010)]

أو في التقارير المالية الدورية، ولم يجر بعد تطوير مستوى مهنة المحاسبة والتدقيق من حيث تشريعها ومعاييرها ومؤسساتها، كما انه لم يجري بعد تنشيط صناعة نشر المعلومات عن أداء السوق أو الشركات المدرجة فيها بالشكل المهني.

- الخلل في هيكل الأسواق القانونية والتنظيمية، حيث لا تزال الأخيرة تعمل بقانون فيه الكثير من التغييرات رغم وجود هيئات رقابية مستقلة تضمن حسن سير عملها وبدون تشريعات حديثة تسمح لأعضاء السوق بتطوير أدوات مالية جديدة.

- لا زالت هناك تشريعات وقوانين لإدارة الاقتصاد الخليجي لم يجر تحديثها ومنها قانون الشركات وقانون البنوك وقانون الضرائب وغيرها حيث لازال الاقتصاد الخليجي يعاني من اختلالات هيكلية سببها الأزمات المالية والانفتاح على الأسواق العالمية بشكل غير مدروس. وبسبب تعارض القوانين والتشريعات حسب كل دولة ومع القانون لدول مجلس التعاون الخليجي.

ثانياً: آفاق تطور الأسواق المالية الخليجية:

تزداد أهمية دور الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي على أعتاب فرص إصدار عملة خليجية موحدة مستقلة في إطار الترتيبات الاقتصادية النهائية، لهذا يجب التغلب على أوجه الخلل في الأسواق المالية ومن هذه المتطلبات ما يلي⁽¹⁾:

- 1- ضرورة القيام بإصلاحات تشريعية تعمل على تحقيق ما يلي:
 - استكمال الأجهزة المؤسسية للسوق في كل دولة وبصفة خاصة في الدول التي ما زالت لديها أسواق غير منظمة.
 - السماح للأجانب بصفة عامة والعرب بصفة خاصة بتملك الأسهم الوطنية والأوراق المالية الأخرى.
 - السماح بحرية تنقل الأموال والقيم المنقولة، ودخولها وخروجها بدون موانع
 - تعديل النظم المحاسبية بما يتسق والمعايير الدولية.

¹ - رمضان الشراح - مرجع سبق ذكره - ص ص: 83-90.

- توفير الحد الأدنى من الشفافية في البيانات التي يجب أن تنتشر بصفة دورية وأيضاً توفير العلانية التامة للسوق ونشر الأسعار اليومية وكافة المعلومات الأخرى عن التداول.
- 2- ضرورة تحسين المركز التنافسي لأسواق المال الخليجية بين الأسواق الدولية الأخرى وذلك من خلال تحسين وزنها النسبي في السوق الدولية للأوراق المالية، وذلك من خلال تزويد الأسواق الخليجية بالمزيد من الأوراق من خلال برامج الخصخصة التي تستند إلى مخزون كبير من الأسهم التي يمكن أن تطرح للاكتتاب العام لجماهير المواطنين.
- 3- الحد من زيادة عدد الشركات المغلقة وذلك بالعمل على تشجيع هذه الشركات على طرح أسهمها للاكتتاب العام وتداولها في السوق من خلال محورين يتمثل الأول في زيادة الاهتمام بإصدار الأسهم الممتازة وهذا يشجع شركات الاكتتاب المغلق على طرح الأسهم على الجمهور، أما المحور الثاني يتمثل في التحفيز الضريبي لشركات الاكتتاب العام وتميزها عن شركات الاكتتاب المغلق.
- 4- ضرورة وجود مناخ استثماري مستقر، وهذا يتطلب إحداث انتعاش مستمر من خلال الضخ النقدي المتفاعل والمتوازن حركياً وإنمائياً من خلال تدوير رؤوس الأموال فردياً وجماعياً لمحافظة الأوراق المالية لكل من الدولة باعتبارها مستثمراً فعالاً وقويماً لصناديق الاستثمار باعتباره مستثمراً جماعياً واعياً، والمستثمر الفرد باعتباره منتزهاً للفرص.
- 5- التوسع في سياسة الخصخصة وتذليل المشاكل السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي قد تواجه هذه السياسة والاستفادة من تجارب الدول التي سبقت في هذا المجال ومن الضروري تطبيق سياسة الخصخصة من خلال إدارات متخصصة وتزويدها بالخبرات اللازمة في هذا المجال وذلك لمعالجة مشاكل نقل الملكية والعمالة وتقييم شركات القطاع العام المراد خصصتها.
- 6- ضرورة الربط بين الأسواق المالية الخليجية ولكي يتحقق ذلك هناك مجموعة من المقومات التي يتعين الاهتمام بها ومن أهمها:
- تحديد الشروط اللازمة لتبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات الخليجية في البورصات المالية الخليجية.

- إنشاء شركات وساطة مالية خليجية يكون لها الحق في العمل في جميع البورصات الخليجية وفقا للأنظمة المتبعة في تلك البورصات.
 - إنشاء شركات مقاصة خليجية تتولى القيام بمسؤولية تسوية حقوق المتعاملين الخليجية في الأسواق المالية الخليجية.
 - الاتفاق على تحديد أسعار صرف مناسبة بين العملات الخليجية يتم على أساسها تسوية حقوق المتعاملين.
- 7- ضرورة زيادة التعاون بين أسواق الأوراق المالية الخليجية وباقي الأسواق العربية ويجب أن يستهدف التعاون الوصول إلى مرحلة التكامل حتى يمكن سد بعض التغيرات ومثال ذلك التعاون في مجال الشركات الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال لا يمكن لدولة عربية توفيرها بمفردها.
- 8- الاستفادة القصوى من العولمة حيث أن ذلك يتحقق بالسعي المتواصل لاجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في المؤسسات والشركات الخاصة المحلية بغية توسيع القاعدة الإنتاجية خارج القطاعات النفطية وزيادة فاعلية الأسواق المالية الخليجية.
- فالحاجة لتطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون يجب أن يأتي إذا في إطار الجهود المطلوبة لإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني الخليجي ككل عن طريق إحداث الاستقرار الاقتصادي والتنمية المستدامة، وكلما زادت مستويات الاستقرار ومعدلات التنمية في الاقتصاد الخليجي كلما تحققت ظروف أفضل لإصدار النقد ولان تتخذ القيادات السياسية القرار السياسي بهذا الشأن، وفي السياق العام تبدو العلاقة بين مستوى تطور الأسواق المالية والتحضير لإصدار العملة الخليجية الموحدة علاقة هامة جدا وان كانت غير مباشرة، ويمكن أن نبين أوجه هذه العلاقة على النحو التالي⁽¹⁾:
- وجود سوق مالية متطورة سيعزز من قدرة البنوك المركزية الخليجية على إدارة السياسة النقدية من خلال استخدام عمليات السوق المفتوحة كأحد أهم الأدوات غير المباشرة للتحكم بعرض النقد وبالتالي المحافظة على استقرار سعر صرف العملة الخليجية الموحدة.

¹ - محمد كمال أبو عظمة — مرجع سبق ذكره.

- وجود أسواق مالية متطورة سيعزز من فرص اقتصاديات الدول الخليجية على جذب الاستثمارات الأجنبية وهذا بدوره سيراكم الاحتياطي النقدي بالعملات الأجنبية في خزائن البنوك المركزية الخليجية مما يعزز من قدرة هذه البنوك على المحافظة على استقرار سعر صرف هذه العملة.

خلاصة الفصل الثالث

من خلال ما درسناه في هذا الفصل يتبين لنا أن الأسواق المالية الخليجية تعتبر من الأسواق الناشئة ولا تزال درجة تحقيق أهداف إنشاء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية متواضعة بالرغم من التطور الذي حدث على أدائها في الأعوام الأخيرة. فلم تنجح هذه الأسواق بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها على شكل استثمارات في الأسهم في الاقتصاد المحلي على أسس تنافسية وهو الهدف الأول والأساسي من وجودها، كما أنها لم تنجح في تصويب العادات والممارسات الاستثمارية التمويلية للأفراد والمؤسسات على حد سواء، ولم تنجح أيضا في خلق حالة مرضية من الوعي والرشد الاقتصادي لدى عامة المواطنين. وكل هذا راجع إلى أن أسواق المال الخليجية لا تزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة، وإلى وجود قصور في بيئة عمل الأسواق وفي هياكل الأسواق نفسها. ويجب تصويب هذه القصورات حتى تلعب الأسواق الخليجية الدور الاقتصادي المأمول منها، خصوصا أن دول الخليج على أعتاب فرصة إصدار عملة خليجية موحدة مستقلة.

الخاتمة

ملخص البحث :

من خلال هذه الدراسة حاولنا أن نبين دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي مع دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية وذلك من خلال ثلاث فصول وفصل تمهيدي.

الفصل التمهيدي تناولنا فيه لمحة عن التمويل غير المباشر وتبين أن القطاع المصرفي يحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية والمالية بما له تأثير ايجابي في تمويل النشاطات الاقتصادية وذلك بتقديم البنوك للقروض والتسهيلات الائتمانية المختلفة معتمدة على الأموال المودعة لديها. إلا أن البنوك عند القيام بدورها هذا قد تتعرض لمشاكل المخاطر والتضخم مما قد يؤدي إلى انخفاض الاستثمارات والطاقة الإنتاجية للاقتصاد. ولتغطية هذه الفجوة تأتي أهمية البورصات وهذا ما تم تناوله في الفصول الباقية.

فالفصل الأول تطرقنا لبورصة الأوراق المالية وكل الأساسيات والمفاهيم المتعلقة بها بما فيها كيفية الاستثمار والتعامل. وتبين أنها البورصة هي سوق في غاية التنظيم لكي تستقطب الادخار من جهة ولكي توفر الحماية للمدخرين من جهة أخرى، وتقوم عادة في مكان محدد ثابت وتتولى إدارتها والإشراف والرقابة عليها لجنة عمليات البورصة أو سائر الأجهزة المتشابهة التي تقوم بنفس الدور حيث أنها تعمل بنظام خاص يحدد إجراءات التعامل فيها إضافة إلى القوانين التي يتم الالتزام بها قبل المتعاملين في الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو أوراق مختلطة. ويقوم الراغبون في الاستثمار في الأدوات المالية هاته والذين ينفذون الأوامر التي يكلفون بها من قبل المتعاملين سواء كانوا بائعين أو مشتريين.

وفي الفصل الثاني تعرضنا لدور البورصة وكيفية تحقيقها للنمو الاقتصادي وتبين فعلا أن البورصة تلعب دور هام في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك بتقديمها لوظائف عديدة للاقتصاد الوطني أهمها حشد وتعبئة

وتوجيه الموارد المالية والمساهمة في تخصيص هاته الموارد بكفاءة من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الاقتصادية.

فالأسواق المالية تعتبر أحد أهم المراكز الاقتصادية الدولية إلا أنها تعاني من هاجس يطاردها وهو الأزمات المالية حيث أن أبرز مثال على أهمية وتأثير الأسواق المالية في أداء الاقتصاد ككل ما حدث في أسواق الدول العالمية حيث تعرضت هذه الدول لأزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أسواقها وتحول هذه الأزمات المالية إلى أزمات اقتصادية. إلا أن هناك بعض الإجراءات يمكن انتهاجها حتى يستعيد الاقتصاد حيويته وتنتعش الأسواق المالية.

وفي الفصل الثالث أخذنا الأسواق المالية الخليجية كدراسة حالة ، وتبين أن هذه الأسواق من الأسواق الناشئة تم إنشاؤها وتشغيلها انسجاما مع القناعة المتعاضمة بأهمية الدور الذي ستلعبه بمساهمتها في النمو الاقتصادي لكن أسواق المال بدول الخليج لا تزال درجة تحقيق أهداف إنشاؤها متواضعة ، فلم تتجح بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها على شكل استثمارات في الأسهم في الاقتصاد المحلي على أسس تنافسية وهو الهدف الأول والأساسي من وجودها، كما أنها لم تتجح أيضا في خلق حالة مرضية من الوعي والرشد الاقتصادي لدى عامة المواطنين. وكل هذا راجع إلى أن أسواق المال الخليجية لا تزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة وإلى وجود قصور في بيئة عمل الأسواق وفي هياكل الأسواق نفسها. ويجب تصويب هذه القصورات حتى تلعب الأسواق الخليجية الدور الاقتصادي المأمول منها خصوصا أن دول الخليج على أعتاب فرصة إصدار عملة خليجية موحدة مستقلة.

نتائج البحث :

من خلال البحث استخلصنا بعض النتائج بناء على الفرضيات محل البحث كمايلي :

- البورصات توفر أموالا مثلها مثل البنوك من أجل سد الاحتياجات المالية في الاقتصاد وبالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي ، إضافة إلى تجنبها الآثار التضخمية لحد بعيد الناتجة من طرف البنوك عند قيامها بالتمويل ، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.
- البورصات تشهد على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة أنتجت صورا إبداعية لأدوات الاستثمار مثل المشتقات المالية ، فضلا عن دورها الحيوي في المجتمع كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد من سد احتياجاتها المالية ، فهي تساهم في تمويل النشاطات الاقتصادية وذلك بالنسبة للبورصات الأمريكية (خاصة بورصة نيويورك) كونه يحتل المركز الأول في العالم والبورصات الفرنسية وبورصات اليابان كونها هي الأخرى تحتل مكانة ضمن الأسواق الدولية. وتم اقتراح حلول للنهوض ببورصة الجزائر حتى تساهم في تمويل الاقتصاد بفعالية. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى والثانية.
- مع اتجاه الأسواق المالية نحو الانفتاح والتكامل لتوفير فرص الاستثمار الأفضل لرؤوس الأموال مما ساهم في زيادة صافي حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية مما أتاح لها زيادة الاستثمار والإنتاج وفرص العمل وتعزيز نموها الاقتصادي.
- إن أبرز مثال على أهمية البورصات في تحقيق النمو الاقتصادي هو ما يحدث في البورصات من أزمات مالية والتي تتحول إلى أزمات اقتصادية تؤثر في الأداء الاقتصادي ككل.
- إن العلاقة بين النمو الاقتصادي وتنمية البورصة توضح أثر ايجابي ومهم إذا تم قياس النمو الاقتصادي بالناتج المحلي الإجمالي وقياس تنمية البورصة بحجم السوق (رسملة البورصة) ، ففي حالة الأسواق المالية الخليجية تم ملاحظة أنها تساهم في النمو الاقتصادي بصفة ضعيفة ، كما أنها

مقارنة ببورصة نيويورك أو البورصات الفرنسية لا تزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع مما يعرقل الدور الاقتصادي المأمول منها.

- إن العمل على تحديث بورصات الخليج وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال. كما أن نمو وتطوير البورصات الخليجية يتوقف على تحسين مناخ الاستثمار المحلي، ونجاح برامج وطنية للإصلاح الاقتصادي حيث أبرزت التجربة أن تواجد أسواق مالية كفأة يساعد على تنفيذ برامج الإصلاح بأقل تكلفة دون تراجع في النمو الاقتصادي.
- إن عملية تطوير البورصات لها علاقة هامة مع التحضير لإصدار العملة الخليجية لأن وجود بورصة متطورة من شأنها أن تحافظ على استقرار سعر صرف العملة الخليجية الموحدة.

قائمة المراجع:

- الكتب:

* باللغة العربية:

- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر ، سنة 2003.
- إدوارد جيلباتريك ، الاستثمار في البورصة،(ترجمة خالد العامري) ، دار الفاروق، القاهرة، مصر، الطبعة 2 ، سنة 2008.
- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، الطبعة 1، سنة 2006.
- أحمد سفر ، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، سنة 2006.
- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر.
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون ، الجزائر، الطبعة 6 ، سنة 2007.
- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، توزيع دار الفكر العربي، القاهرة ، سنة 1999.
- أنطوان الناشف – خليل الهندي ، العمليات المصرفية والسوق المالية، (الجزء 02) ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، سنة 2000.
- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان الطبعة الأولى، سنة 2004م/1425هـ.
- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الأولى، سنة 2006.
- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، (الجزء 01) ، دار هومة ،الجزائر ،الطبعة الأولى ،سنة 2002.
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات (الجزء 02) دار هومة الجزائر الطبعة الأولى سنة 2002.
- جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية ، دار صفاء ، عمان ، الأردن ، الطبعة 1 ، 1422هـ/2002م.

- دانييل أرنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمم واليوم، (ترجمة عبد الأمير شمس الدين)، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت، الطبعة 1 ، 1412هـ/1992م.
- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، اليازوري، عمان ، سنة 2009.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية – دار صفاء للنشر، عمان، الطبعة 1 ، سنة 2003م/1424 هـ.
- هشام جبر، إدارة المصارف، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر سنة 2008.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 01) ، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى ، سنة 2003م/1424هـ.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 02) ، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى ، سنة 2003م/1424هـ.
- زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن ، الطبعة الثالثة ، سنة 2005م.
- زياد رمضان – مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة ، القاهرة ، سنة 2007.
- زينب عوض الله – أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت سنة 2003.
- حسن حمدي، دليلك على البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، الطبعة الأولى سنة 2006.
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2007.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر ، سنة 2006.
- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر سنة 2009.
- طلال كداوي ، تقييم القرارات الاستثمارية ، اليازوري، عمان، الأردن ، سنة 2008.
- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، سنة 2004.
- مدحت القرشي ، التنمية الاقتصادية ، دار وائل ، عمان ، الأردن ، الطبعة 1 ، سنة 2007.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر الطبعة الأولى سنة 2006م.
- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان الطبعة الأولى، سنة 2004م.
- محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، الإطار النظري و التطبيقات العملية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن الطبعة 3 سنة 2004.

- محمد مطر – فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن الطبعة الأولى سنة 2005.
- محمد عبد العزيز عجمية ، إيمان عطية ناصف ، علي عبد الوهاب نجا – التنمية الاقتصادية : دراسة نظرية وتطبيقية – الدار الجامعية – الإبراهيمية ، مصر – سنة 2006.
- محمد عوض عبد الجواد – علي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة ، دار الحامد ، عمان الأردن الطبعة 1 سنة 1427هـ/2006م.
- محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، مؤسسات ، أوراق ، بورصات، دار الشروق، الأردن، الطبعة 1 ، سنة 2005.
- منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية مصر الطبعة 2 سنة 2004.
- منير ابراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، سنة 2003.
- مروان عطون ، الأسواق النقدية و المالية ، (الجزء 01) ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر الطبعة 2 ، سنة 2003.
- مروان عطون ، الأسواق النقدية و المالية ، (الجزء 02) ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر الطبعة 3 ، سنة 2005.
- مروان شموط – كنجو عبود كنجو ، أسس الاستثمار ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، مصر ، سنة 2008.
- عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، مصر، الطبعة 1 ، سنة 2006.
- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي ، العولمة المالية و إمكانات التحكم ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، سنة 2005.
- عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة واقتصاديات البنوك ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، سنة 2005.
- عبد المطلب عبد الحميد ، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2007.
- عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية الجديدة ، الإسكندرية ، مصر سنة 2003
- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الاسكندرية، مصر، سنة 2005.
- عرفان تقي الحسيني ، التمويل الدولي، دار مجدلاوي ، عمان ، الأردن الطبعة 2 ، 1422هـ/2002م.

- فؤاد مرسي ، التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية، منشأة المعارف، الإسكندرية ، مصر سنة 1980.
- فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة 1 ، سنة 2008.
- فليح حسن خلف ، الأسواق المالية و النقدية ، عالم الكتب الحديث ، الأردن الطبعة 1 سنة 2006.
- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، مصر ، سنة 1999/1998.
- صلاح الدين حسن السيسي ، الأسواق المالية ، دار الفكر الجامعي، القاهرة ، مصر، سنة 2008.
- صلاح الدين حسن السيسي ، القطاع المصرفي و الاقتصاد الوطني، عالم الكتب، القاهرة ، الطبعة1، سنة 1423هـ/2003م.
- صلاح الدين حسن السيسي ، قضايا اقتصادية معاصرة، دراسات نظرية و تطبيقية ، دار غريب، القاهرة، مصر ، الطبعة 2 ، سنة 2002.
- صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية ، علميا – عمليا ، الإشعاع ، الإسكندرية، مصر سنة 2006.
- رسمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية ، دار المعترز ، عمان ، الأردن ، الطبعة 1 ، سنة 1425هـ/2005م.
- رضا صاحب أبو أحمد ، إدارة المصارف ، مدخل تحليلي كمي معاصر ، دار الفكر، عمان، الأردن، الطبعة1، سنة 1423هـ/2002م.
- شاكِر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون، الجزائر ، سنة 2000.
- شذا جمال خطيب – صعفق الركيبي ، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي ، عمان ، الأردن الطبعة 1 ، 1429هـ/2008م.
- خالد وهيب الراوي ، الاستثمار ، دار المسيرة، عمان ، الطبعة 1 سنة 1999.
- ضياء مجيد ، البورصات ، أسواق المال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، مصر سنة 2005.
- غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر ، عمان ، الأردن ، سنة 1429هـ/2009م.

*** باللغة الفرنسية :**

- Bernard Rosier, Les théories des crises économiques, Ed. la découverte, Paris, 2003.
- Bertrand Jacquillat-Bruno Solnik, marchés financières , Dunod, Paris 4^{ème} édition ; 2002.

- Clara Barilari, Marion Stuchlik ,Institutions économiques et financières, éditions d'organisation , Paris, 2^{ème} tirage, 2000.
- Daniel Arnould , les marchés de capitaux en France , Armand Colin, Paris 1995.
- Daniel Goyeau-Amine Tarazi , la bourse , la découverte ,Paris, 2006.
- Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse , Gualino éditeur, Paris, 2002/2003
- Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang - croissance et marché financier - une approche empirique – Dunod -1995.
- Lawrence Gitman , Michael Joehnk ; investissement et marchés financiers pearson éducation, France, 9^{ème} édition, 2005.
- Maïr Fereres, Gérard Rivière , l'introduction en bourse: mode d'emploi , éditions d'organisation, Paris, 2^{ème} tirage, 2000.
- Mansour Mansouri , La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Ed. Houma,Alger,2002.
- Michel Cazalas ; Mohamed Damak et Frédéric Poulon ; Economies d'endettement, économie de marchés financiers , cas de la France et de la Tunisie ; Ed. cujas, Paris, 2001.
- Michel Fleuriet, Yves Simon , Bourse et marchés Financiers, Ed. economica Paris, 2000.
- Olivier Picon , la bourse, Ed Dalloz, Paris, 2000
- Patrick Navatte , Instruments et marchés financiers, Ed.litec, Paris, 1999.
- Paul Jacques Lehmann , bourse et marchés financiers , Dunod , Paris, 2^{ème} édition, 2005.
- R. Barro, Les Facteurs de la croissance économique, Economica, Paris, 2000.
- Roland portait, Patrice poncet, Finance de marché, Ed.Dalloz, Paris, 2008.
- Sandrine Lardic, Valérie Mignon , l'Efficiency informationnelle des marchés financiers ; Ed. la découverte, Paris, 2006.
- Zvi Bodie - Robert Merton, finance, pearson éducation, France, 2^{ème} édition 2007.

2- الرسائل و الأطروحات :

* باللغة العربية :

- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : قدي عبد المجيد ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ن جامعة الجزائر ، 2006/2005.
- بن حاسين بن اعمر ، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية ، حالة الجزائر ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : بوطالب قويدر ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2004/2003.

- دربال أمينة ، كفاءة الأسواق المالية ، دراسة حالة الأسواق الخليجية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف بن بوزيان محمد كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2007/2006.
- وليد أحمد صافي ، سوق الأوراق المالية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، حالة تطبيقية ، سوق عمان المالي ، مذكر تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : طواهر محمد التهامي ، معهد العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 1997/1996.
- طالبى صلاح الدين ، تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية(الأزمة المالية الحالية وتداعياتها-حالة الجزائر) ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : طاوولي مصطفى ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ، جامعة تلمسان ن 2010/2009.
- مروة أحمد جمال الدين ، واقع البورصة وآفاق تطورها في الدول العربية- دراسة مقارنة بين حالة الجزائر ومصر ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : علي خالفي ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2007/2006.
- عبد الحكيم سعيح – الناتج الوطني والنمو الاقتصادي ، دراسة اقتصاد قياسية للنمو ، حالة الجزائر (1974 – 1999) – رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ت تحت إشراف : لعلالي علاوة ت كلية العلوم الاقتصادية والتسيير – جامعة الجزائر – 2001/2000.
- عبد اللطيف مصيطفى ، دور البنوك و الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي ، دراسة حالة الجزائر ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف: الأستاذ بن بوزيان محمد ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2008/2007.
- صوار يوسف ، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التنقيطي و التقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية ، دراسة حالة BADR مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : بندي عبد الله عبد السلام ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير ، جامعة تلمسان 2008/2007.
- * باللغة الفرنسية :

- Taouli Mustapha Kamel, Cohérence du système productif et financier – Cas de l'Algérie 1962-2004, thèse de doctorat d'état es sciences économiques, Faculté des sciences économiques et de gestion, université de Tlemcen, 2004/2005.

2- المجالات و الدوريات و المطبوعات و المراسيم :

* باللغة العربية :

- الهيئة العامة لسوق المال، سلطنة عمان، قانون سوق رأس المال من مرسوم سلطاني رقم

98/80 – المادة 12

- نصيرة دردر - التوريق البنكي أداة لجلب السيولة وتحقيق الربح في: (دورية دراسات اقتصادية- مركز البصيرة للبحوث - دار الخلدونية - الجزائر - العدد الثاني عشر - فيفري 2009.
- رمضان الشراح - دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية- في : [مجلة المال والصناعة- بنك الكويت الصناعي- الكويت- العدد 18- سنة 2000].
- شيخي بلال ، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي ، في (دورية دراسات اقتصادية ، مركز البصيرة للبحوث ، دار الخلدونية ، الجزائر ، العدد الثاني عشر ، فيفري 2009).

*** باللغة الفرنسية :**

- Ch. Bialès , l'Intermédiation financières , in (cahiers économie et gestion ;n° 61 mars 1999).
- Phillipe Dessertine , le nouveau marché rencontre de l'entreprise familiale et de la logique boursière in (Revue de finance , contrôle, stratégie volume 3 , N° 1 mars 2000).
- Taouli Mustapha Kamel, Polycopie du module de marché financier, université de Tlemcen, 2009/2010.

3- الملتقيات ، المؤتمرات و الندوات :

- بوشيخي عائشة ، الأزمة الاقتصادية لـ 2009 و الركود الاقتصادي : ملامح و توقعات مداخلة ملقاة في اليوم الدراسي حول استراتيجيات الخروج من الركود الاقتصادي ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير ، جامعة تلمسان ، 2010/01/12.
- يوسف أبو فارة - ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاسها على الدول النامية- كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاسها على اقتصاديات دول ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة الجزائر 09/08 ديسمبر 2009.
- محمد بن إبراهيم السحبياني - نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية و السوق المالية السعودية: دراسة مقارنة- ورقة مقدمة لندوة السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية- جامعة السعودية -14/13 نوفمبر 2007.
- محمد بن فهد العمران - الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي ، دراسة تحليلية مقارنة- اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية - 13-15 نوفمبر 2005.
- محمد عبد الله المومني - دور الأبعاد السلوكية لادارت الوحدات الاقتصادية في القياس والإفصاح المحاسبي في حدوث الأزمات المالية - كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية

العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة الجزائر - 09/08 ديسمبر 2009.

- محفوظ جبار ، عديلة مريم ، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة بعض الأسواق العربية ، مجمع أعمال الملتقى الدولي حول السوق المالي ، جامعة عنابة 2008.
- عماد موسى - أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، قناة أسواق رأس المال - المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف - المعهد العربي للتخطيط، الكويت - 23 / 25 مارس 2009.

- صفوت عبد السلام عوض الله - الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي - المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية - كلية الحقوق - جامعة المنصورة - مصر - 01 - 06 أبريل 2009.

4- مواقع الإنترنت :

- المشتقات المالية مفقودة في دول الخليج - على الموقع الإلكتروني: (<http://www.uaeec.com/news-action-show-id-668.html> (28/06/2010))
- العولمة المالية، على الموقع الإلكتروني: [<http://islamfin.go-forum.net/montada-f19/topic-t1926.htm>(14-05-2010)]
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد - 2009.
- يوسفات علي، بوزياني رحمانى هاجر - التوريق والأزمة المالية العالمية- على الموقع الإلكتروني: (<http://www.iefpedia.com/arab/?P=5850> (20/05/2010))
- محمد كمال أبو عمشة - أهمية تطوير أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي - على الموقع الإلكتروني: [<http://aljazeera.net/NR/exeres/3D03F7FF-1540-4829-9644-6B48C09E00EF.html>(21/06/2010)]
- محمد نبيل الشيمي - التنمية الاقتصادية في الدول النامية ووسائل تمويلها - على الموقع الإلكتروني: ([http:// www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291](http://www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291)(26/01/2010))
- نظام التداول الجديد في السوق المالي السعودي - على الموقع الإلكتروني: (http://forums_saudistock's.com/t119101.html (29/06/2010))
- نظام التداول الجديد في السوق المالي السعودي - على الموقع الإلكتروني: (<http://www.thegulfbiz.com/vb/showthread.php?t=254948> (29/06/2010))
- نظام التداول في سوق البحرين للأوراق المالية - على الموقع الإلكتروني: (www.hawamer.com/vb/showthread.php?t=201918 (25/06/2010))

- عصام مصطفى – فك الغاز بورصات الخليج – على الموقع الإلكتروني:

[[http://www.islamonline.net/servlet/satellite?c=articleAC&pagename=zone_arabic_namah/NMALayout&cid=1176802157958\(02/05/2010\)](http://www.islamonline.net/servlet/satellite?c=articleAC&pagename=zone_arabic_namah/NMALayout&cid=1176802157958(02/05/2010))]

- صندوق الراجحي للأسهم الخليجية – على الموقع الإلكتروني:

(<http://www.CBK.com/ar/media/gcc%20ar.july%20CBKC.pdf> (23/06/2010))

- قاعدة بيانات البنك الدولي.

- تقرير جلوبل الأسبوعي عن أداء الأسواق المالية الخليجية – الأسبوع المنتهي في

2009/08/13 – على الموقع الإلكتروني:

(<http://www.menefn.com/updates/research-center/regional/weekly/gih> 130809

wa.pdf(23/06/2010))

- Roy Todarello FCP , Financial planning pty limited , Proper authority holder –Hybrid securities bonds debentures floating rate notes – platinum house Sydney – October 2002
- in : [http:// www.roccosinclair.com.au/pdf/hybridsecuritis.pdf](http://www.roccosinclair.com.au/pdf/hybridsecuritis.pdf)
- [http://www.wikipédia.org/wiki/bourse-\(économie\)](http://www.wikipédia.org/wiki/bourse-(économie))

في الوقت الحاضر نحن أمام كبح مالي بعد سنوات من الازدهار والتوسع، حيث أن هبوط مؤشرات البورصة و خيبة آمال المستهلكين و فقدان مناصب شغلهم، بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية، كل هذا أصبح يشغل اهتمام كل البورصات عدا البعض في دول عرضت فرص شراء أوراق مالية ذات جودة عالية و سعر مميز. ويمكن تفسير هذه الظاهرة بالاعتماد على دورات البورصة والدورات الاقتصادية والارتباط فيما بينهم من أجل توقع الاتجاهات الاقتصادية الرئيسية و تقدير نمو أو انحدار المرحلة القادمة. و يتم ذلك بالاسترشاد بمؤشرات متقدمة و مؤشرات متأخرة حيث أن الأولى لها اتجاه بالارتفاع قبل النمو الاقتصادي أما الثانية تعكس أحداث اقتصادية سبقت.

إن الفجوة بين الدورة الاقتصادية ودورة البورصة تمثل تحدي وإثارة للمستثمرين. فعند الذروة أو عند الحضيض، يميل بعض المستثمرين محبي المخاطرة للاسترشاد بذاتيتهم لذلك يشترون بأسعار مرتفعة أو يبيعون بأسعار منخفضة، وهذا يعتبر نقيض السلوك العقلاني (الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع).

الكلمات المفتاحية: دورة البورصة، الدورة الاقتصادية، النمو الاقتصادي، الارتباط، الأسواق المالية الخليجية، الناتج المحلي الإجمالي، رسملة البورصة.

Résumé:

Nous voilà aux creux d'une récession après de longues années d'expansion économique. Régression des indices boursiers, détérioration de la confiance des consommateurs, perte des emplois, et crises des subprimes sont devenues le quotidien de l'ensemble des pays. Néanmoins, hormis ces nouvelles déprimantes l'ensemble des bourses de valeur regorge d'opportunités d'achat de titres financiers, à priori de très bonne qualité, à prix très avantageux. Afin d'expliquer ce phénomène, il nous a semblé très utile de nous attarder aussi bien sur les cycles boursiers et économiques que sur leur corrélation pour pouvoir anticiper les principales tendances économiques et estimer l'importance de la croissance ou de la régression de la prochaine étape.

Nous avons mis en exergue des indicateurs avancés (marchés boursiers, mise en chantier, confiance des consommateurs) et des indicateurs retardés (taux de chômage, taux d'intérêt, dépenses des entreprises). Les premiers ont tendance à croître avant la croissance de l'économie comme ce fut le cas en 2008 ; les secondes reflètent des événements économiques passés.

Le décalage entre les cycles boursiers et économiques reflète une période de dilemme pour les investisseurs en ce sens qu'aux sommets ou aux creux des marchés boursiers, les risquophobes ont tendance à se laisser guider par leurs émotions ; dans cette perspective ils achètent à prix forts ou vendent à prix faibles ce qui est aux antipodes de la rationalité.

Mots clés : cycle boursier, cycle économique, croissance économique, corrélation, marché boursier du golfe, PIB, capitalisation boursière.

Abstract:

We are at the bottom of a recession after years of economic expansion. Declining stock market indices, deterioration in consumer confidence, job losses, subprime crisis and have become the daily life of all countries. However, apart from these depressing news all stock markets full of opportunities to buy financial stocks, a priori, very good quality, great price. To explain this phenomenon, we thought it useful to dwell too much on economic and market cycles as their correlation to anticipate the major economic trends and assess the importance of growth or regression of the next step.

We have highlighted the leading indicators (stock market, with construction, consumer confidence) and lagging indicators (unemployment rates, interest rates, business spending). The former tend to grow before the growth of the economy as was the case in 2008, while the latter reflect past economic events.

The gap between economic and market cycles reflects a period of dilemma for investors in that only the top or hollow stock markets, the risk averse tend to be guided by their emotions in this context they buy at high prices or sell at low prices which is the antithesis of rationality.

Keywords: stock market cycle, economic cycle, economic growth, correlation, Gulf stock market, GDP, market capitalization.