جامعة المدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية

و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

- دراسة مقارنة بين مصر و الجزائر(من 2010-2017) -

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الطالب:

- بن زيد عبد القادر

تحت إشراف:

- د/ ولد شرشالي سمية

أعضاء لجنة المناقشة

د/ سالمي رشيد..... رئيسا

د/ ولد شرشالي سمية..... مشرفا ومقرارا

د/ سعيدي فاطمة الزهراء..... ممتحنا

السنة الجامعية 2017/2018

الاهـــــداء

أهدي ثمرة جهدي إلى من يشرفون علينا بصباح أرقي من الندى .....

وبدعاء يملىء الكون صدى حتى يصرف الله عنا كل أذى

إلى من هي سر نجاحي وبلسم جراحي

إلى أغلى وألطف بشر. أمي العزيزة.

إلى من علمني العطاء بدون انتظار ....

أرجو من الله أن يطيل في عمرك لكي ترى ثمارة جهدك بعد طول انتظار

وأقول إن كلماتك ستبقى نجوما أهتدي بها اليوم وغدا وإلى الأبد أبي العزيز.

إلى القلوب الطاهرة والفراشات الطائرة إلى كل اخوتي بدر الدين،عمار ، ريم، أنفال و إلى كل إخوتي كل بإسمه .

إلى من علمونا أن الصداقة تكون بالوفاء وبالعطاء. سهيل نبيل، علاء الدين، أحمد نجم الدين، عيد كمال

الى اخي الذي لم تلده امي ولد بوزيدي كمال الذي لا تكفي الكلمات لوصف معزته.

إلى أختي التي لم تلدها أمي بن زيباك الغالية و إلى زوجتي المستقبلية عبدالصدوق سهام .

الى أستاذتي التي هي بمثابة أختي ميساوي وردة التي سأبقى أتذكر كل دقيقة درست فيها تحت إشرافها.

بن زيد عبد القادر

الشكـر والتقديـر

أولا نشكر الله عز وجل الذي خلقنا في أحسن تقويم وقدرنا على إتمام هذا العمل ويسر لنا الصعاب فالحمد لله حمدا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه.

أتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان للأستاذة المشرفة والموجهة الدكتورة "ولدشرشالي سمية" التي وافقت على الإشراف على هذا العمل ومتابعتي لإتمامه ،والتي رافقتني بمودة وتشجيع وصبر وسعة صدر والتي لم تبخل عليا بعلمها ونصائحها في سبيل توجيهي أمدك الله بالصحة والعافية، ودمت فخرا للعلم والطلبة.

واتقدم أيضا بالشكر الخاص للدكتور "سالمي رشيد" والدكتورة "سعيدي فاطمة الزهراء" الذين رافقاني طوال المسار الجامعي بكل تواضع واخاء، واللذان لم يبخلا عليا بعلمهما ونصائحهما القيمة.

كما أتقدم أيضا بالشكر إلى الأستاذ رئيس قسم علوم الاقتصادية غزازي عماد الذي قدم لي كل التسهيلات طيلة المشوار الدراسي

كما لا أنسي أخي ولدبوزيدي كمال الذي وقف معي طيلة اعداد هذه المذكرة

وإلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد في إتمام هذا البحث.

ملخص

يهدف هذا البحث إلى التعرف على دور السوق المالي في تمويل التنمية الإقتصادية على مستوى السوق المالي المصري والجزائري من بداية 2010 الى نهاية 2017.

وعلى هذا الأساس تم دراسة أداء السوق المصرية وتقييمها وفقا لأسس ومؤشرات علمية وعالمية متعارف عليها في دراسة الأسواق المالية، وذلك لخدمة الهدف العام للبحث وهو تعريف وتقييم أداء السوق المالي المصري، هذا بالإضافة إلى دراسة حجمها والتطورات المبهرة التي وصلت إليها البورصة المصرية في جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات المحلية والأجنبية.

ومحاولة منا قمنا بإسقاط هذه التجربة على البورصة الجزائرية ومحاولة تقييم تجربة السوق المالي فيها.

كما تقوم فكرة بناء سوق مالي بالجزائر من أجل إضافة قناة إضافية لتمويل التنمية الإقتصادية خلافا على ما كان عليه من قبل بالإعتماد الكلي على الخزينة العمومية ، ومن خلال هذا البحث توصلنا إلى تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظرا منها ، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الجزائري .

الكلمات المفتاحية: السوق المالي، سوق الأوراق المالية، التنمية الاقتصادية، التمويل، الاستثمار، الإدخار

Abstract

This research aims to identify the role of the financial market in financing economic development in the Egyptian and Algerian financial markets from the beginning of 2010 until the end of 2017.

On this basis, the performance of the Egyptian market has been studied and evaluated according to scientific and international principles and indicators that are common in the study of financial markets in order to serve the general objective of the research. It is the definition and evaluation of the performance of the Egyptian financial market and the impressive developments in the Egyptian stock market And domestic and foreign institutions.

And an attempt by us to drop this experience on the Algerian stock market and try to assess the experience of the financial market.

The idea of building a financial market in Algeria in order to add an additional channel to finance economic development, contrary to what it was before by the total dependence on the public treasury, and through this research we have identified the obstacles that prevented the performance of the stock exchange in Algeria to the role that was expected of, And then propose appropriate solutions to overcome these obstacles and activate the role of the stock market in the Algerian economy.

Keywords : Financial market, stock market, economic development, finance, investment, savings


فهرس المحتويات

شكر والعرفان	
الاهداء	
فهرس المحتويات	I–V
قائمة الاشكال	VI
قائمة الجداول	VIII
ملخص	
مقدمة	أ–ز
الفصل الأول: المقاربة النظرية والمفاهمية للسوق المالي	
تمهيد	02
المبحث الأول: طبيعة سوق المال	03
المطلب الأول: نشأة وتعريف السوق المالي	03
الفرع الأول: نشأة السوق المالي	03
الفرع الثاني: تعريف السوق المالي	04
المطلب الثاني: شروط إنشاء السوق المالي	07
الفرع الأول: شروط الواجبة لإنشاء السوق المالي فعال	07
المطلب الثالث: خصائص ووظائف السوق المالي	10
الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية	10
الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية	11
المطلب الرابع: أنواع السوق المالي	14
الفرع الأول: السوق النقدي money market	15
الفرع الثاني: سوق رأس المالcapital market	15
الفرع الثالث: أسواق العقود المستقبلية: future contractsmarkets	18
للفرع رابع: سوق العملات الدولية: currenciesmarkets	18
المبحث الثاني: آليات التعامل في السوق المالي	20

المطلب الأول: المشاركون في السوق المالي	20
المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي	26
الفرع الأول: الأسهم	26
الفرع الثاني السندات	29
المطلب الثالث: العمليات وآليات التعامل في السوق المالي	32
الفرع الأول: العمليات المرتبطة بالسوق المالي	32
المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية وكفاءتها	39
المطلب الأول: مؤشرات السوق المالي وطرق قياسها	39
الفرع الأول: تعريف المؤشر	39
المطلب الثاني: كفاءة السوق المالي وطرق قياسها	43
الفرع الأول: كفاءة السوق المالي	43
الفرع الثاني: شروط تحقيق كفاءة سوق المالي وصيغها المختلفة	44
الفرع الثالث: طرق قياس فرضية السوق الكفء	47
المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق المالي.	49
الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق المالي	49
الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق المالي	51
الفرع الثالث: شرط الشفافية	52
خلاصة الفصل	53
الفصل الثاني: الأسواق المالية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية	
تمهيد	55
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التنمية الاقتصادية	56
المطلب الأول: ماهية التنمية الاقتصادية وأهدافه	56
الفرع الأول: ماهية التنمية الاقتصادية	56
الفرع الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية	59
المطلب الثاني: استراتيجيات التنمية الاقتصادية وأنواعها	61
الفرع الأول: تعريف الاستراتيجية	61

الفرع الثاني: أنواع الاستراتيجيات الاقتصادية	61
المطلب الثالث: أهم النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية	64
المبحث الثاني: دور الأسواق المالية في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية	68
المطلب الأول: مفهوم التمويل وأهميته	68
الفرع الأول: مفهوم التمويل.	68
الفرع الثاني: أهمية التمويل.	68
المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في جذب وتخصيص الاستثمار	69
الفرع الأول: دور الأسواق المالية في نمو الاستثمارات	69
الفرع الثاني: أثر الأسواق المالية العربية على تخصيص الاستثمارات	70
المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في جذب وتخصيص الادخار	71
الفرع الأول: مفاهيم عامة حول الادخار.	71
المبحث الثالث: الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية	77
المطلب الأول: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي	77
الفرع الأول: دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي (الوطني)	77
الفرع الثاني: دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي (الأفراد والمؤسسات)	78
الفرع الثالث: دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية.	78
الفرع رابع: دور السوق الثانوية في النشاط الاقتصادي:	80
المطلب الثاني: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية	80
خلاصة الفصل	82
الفصل الثالث: السوق المالي كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية دراسة مقارنة مصر والجزائر (2010–2017)	85
المبحث الأول: سوق مصر للأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية	
المطلب الأول: نبذة عن سوق مصر للأوراق المالية.	87
الفرع الأول: نشأة وتطور سوق مصر للأوراق المالية	88
الفرع الثاني: الإطار التنظيمي لسوق مصر للأوراق المالية.	88
المطلب الثاني: تقييم أداء سوق مصر للأوراق المالية	88

الفرع الأول: حجم السوق	90
الفرع الثاني: سيولة السوق	90
الفرع الثالث: درجة التركيز	91
المطلب الثالث: دور سوق مصر للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية	93
الفرع الأول: تأثير تطور الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في مصر	95
الفرع الثاني: تأثير سوق الأوراق المالية المصرية على معدلات النمو	99
الفرع الثالث: تأثير سوق الأوراق المالية المصرية على الادخار	99
الفرع رابع: تأثير سوق الأوراق المالية المصرية على الاستثمار الأجنبي	101
المبحث الثاني: سوق الجزائر للأوراق المالية ودورها في ترقية الاستثمار	102
المطلب الأول: نبذة عن سوق الجزائر للأوراق المالية	103
الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الجزائر للأوراق المالية	106
الفرع الثاني: الهيئات المنظمة لسوق الجزائر للأوراق المالية	106
المطلب الثاني: تقييم أداء سوق الجزائر للأوراق المالية	106
الفرع الأول: حجم السوق	109
الفرع الثاني: سيولة السوق	113
الفرع الثالث: درجة التركيز	113
المطلب الثالث: دور سوق الجزائر للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية	115
الفرع الأول: تأثير تطور الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر	118
الفرع الثاني: تأثير سوق الجزائر للأوراق المالية على معدلات النمو	119
الفرع الثالث: تأثير سوق الجزائر للأوراق المالية على الادخار	119
الفرع الرابع: تأثير سوق الجزائر للأوراق المالية على الاستثمار الأجنبي	120
المبحث الثالث: معوقات وآفاق سوق الأوراق المالية في الجزائر	122
المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر	123
الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية	124
الفرع الثاني: المعوقات السياسية والتشريعية	124
الفرع الثالث: المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية	124

الفرع الرابع: المعوقات التنظيمية	126
المطلب الثاني الآليات والإجراءات الاقتصادية لتطوير بورصة الجزائر	127
الفرع الأول: الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي العام	127
الفرع الثاني: الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي الكلي	129
المطلب الثالث: الإجراءات التنظيمية والتشريعية لتطوير بورصة الجزائر	129
الفرع الأول: الاجراءات التنظيمية	131
الفرع الثاني: الإجراءات السياسية والتشريعية	133
خلاصة الفصل	134
خاتمة	135
قائمة المراجع	136
الملاحق	138


فهرس الجداول

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(3-1)	تقييم تصنيف MSCI للأسواق الناشئة الأوراق المالية المصرية.	97

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

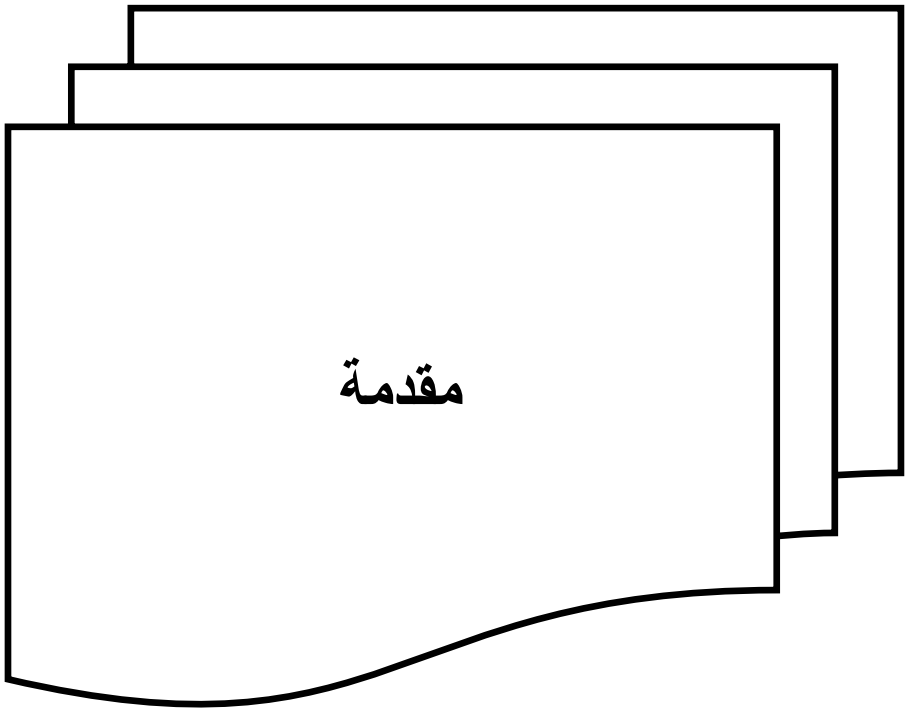
الرقم	تعيين الشكل	الصفحة
(1-1)	تقسيمات الأسواق المالية.	19
(1-2)	حلقة دوران الأموال في المجتمع	21
(1-3)	مجموعة من الخدمات المقدمة من الوسيط المالي	26
(3-1)	الرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق المصرية بين 2010 و 2017.	91
(3-2)	عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و2017	92
(3-3)	معدل التداول في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و 2017 .	93
(3-4)	معدل الدوران في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و2017.	94
(3-5)	درجة التركيز و التذبذب في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و 2017.	95
(3-6)	تأثير الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي لمصر 2010-2017 .	99
(3-7)	الرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق المصرية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.	100
(3-8)	تأثير تطور الرسملة السوقية في سوق مصر للأوراق المالية على نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني.	101
(3-9)	تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الأوراق المالية المصرية على الادخار.	102
(3-10)	تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الأوراق المالية المصرية على الاستثمار الأجنبي غير المباشر.	103
(3-11)	تطور الرسملة السوقية في سوق الأوراق المالية بالجزائر من 2010 إلى 2017.	113
(3-12)	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الجزائر للأوراق المالية من 2010 إلى 2017	114
(3-13)	تطور معدل التداول في سوق الجزائر للأوراق المالية من 2010 إلى 2017	116
(3-14)	تطور معدل الدوران % في سوق الجزائر للأوراق المالية من 2010 إلى 2017	116
(3-15)	تأثير تطور الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر 2010-2017	119

(**3–16**)	الرسملة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي لسوق الأوراق المالية بالجزائر.	120
(**3–17**)	تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الجزائر للأوراق المالية على نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني.	121
(**3–18**)	تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الجزائر للأوراق المالية على الإدخار.	122


فهرس الملاحق

فهرس الملاحق:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصرية بين 2017/2010	151
02	تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية بين 2017/2010	152
03	بعض الاحصائيات المتعلقة بالاقتصاد المصري خلال الفترة الممتدة بين 2017/2010	153
04	بعض الاحصائيات المتعلقة بالاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة بين 2017/2010	154


مقدمة

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية، كمقياس درجة الحرارة، ناهيك عن الدور المهم الذي تلعبه في تنميةالاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية، فقد ثبت بالتجارب العملية أن تلك الأسواق تمثل فرصا استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول .

ومما لا شك فيه أن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي الشامل للبلاد، وذلك من خلال وجود مؤسسات وشركات مختصة لاستثمار الأموال، ويرافق قوة السوق قوة تلك الشركات في ابتكار أدوات مالية جديدة تواكب وتطور السوق المالي، مهما كان حجمها فهي مهمة جداً في بنية اقتصاد الدولة، حيث تُعد وسيلة لخلق فرص عمل، وتساهم في رفع رفاهية المجتمع من خلال الأموال التي تديرها.

إن تحقيق التنمية الإقتصادية، وضمان إستمراريتها يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الإقتصادية في كل الدول، و يرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الإقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيا منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، على عكس التمويل غير المباشر يعتبر التمويل المباشر تلك الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أخرى مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية ، وذلك من خلال آلية السوق المالي .

ومن هذا المنطلق نحاول من خلال هذا البحث إبراز دور السوق المالي في تمويل التنمية الإقتصادية والآليات التي تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين ، والجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة" ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها،لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية إحتياجات المشاريع الاستثمارية.

من خلال ما سبق يمكن صياغة السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر ومصر خلال الفترة (2010–2017)؟

أولا: الأسئلة الفرعية.

في ضوء ما تقدم يمكن صياغة معالم الإشكالية في صورة الأسئلة الفرعية التالية:

1- بماذا إرتبط تطور الأسواق المالية ؟ وهل يحضى السوق المالي بأهمية في الإقتصاد ؟

2- ما هو الفرق بين النمو الاقتصادي و التنمية الاقتصادية؟

3- ما هي الآليات والإجراءات الكفيلة بترقية وتطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر؟

ثانيا: فرضيات الدراسة.

1- يرتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الإقتصادي .

2- النمو الإقتصادي هو نفسه التنمية الإقتصادية فكلاهما ينطوي على تغيرات اقتصادية معينة يمكن تقديرها في صورة كمية.

3- الإجراءات الكفيلة بترقية وتطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر تتوقف على مدى الإدراك والإحاطة بالجوانب المعيقة لسيرها وتطورها بهدف الحد منها .

ثالثا: أهمية الدراسة.

إن تناول القضايا ذات الصلة بموضوع الاستثمار في الأوراق المالية والإجابة على التساؤلات التي تتضمنها هذه القضايا للإعتبارات التالية:

* إن التوجه نحو الاعتماد على آلية الأسواق المالية قد اتضح جليا في جميع أنحاء العالم، ولعل كثرة الأبحاث التي سعت إلى توضيح الخطوات اللازمة للارتقاء بجودة الوظائف التي تقدمها هذه الأسواق خير شاهد على هذا التوجيه. وقد ظهر هناك اتجاهان متباينان حول أهمية الأسواق المالية في الحياة الاقتصادية . ففيما يرى البعض بأن الأسواق المالية المتطورة يمكن أن تشكل حافزا على دفع معدلات النمو الاقتصادي للبلد, يرى فريق آخر أن هذه الأسواق لا تعدوا إلا أن تكون وكرا للمضاربات الضارة بصحة الاقتصاد الوطني. وبالتالي فوجود هذا الاختلاف في وجهات النظر يعتبر مؤشرا على أهمية هذا البحث.

* وتكمن الأهمية الأساسية لهذه الدراسة في ، وجوب توعية المستثمرين وإدارة الشركات في الجزائر بأهمية الأسواق المالية ونظام المعلومات فيها ، والمؤشرات الأخرى ذات العلاقة بترشيد قرارات الاستثمار المالي .

رابعا: أهداف الدراسة.

تهدف هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المطروحة ومختلف التساؤلات السالفة الذكر، كما تهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها ما يلي:

1- تناول واقع السوق المالية المحلية كأحد أهم القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني، من خلال تقييم مدى توفر المقومات الكاملة للكفاءة في هذا السوق، بالوقوف على المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين فيه، إضافة إلى التعرف إلى الدور الذي يلعبه هذا السوق في دعم الاقتصاد الوطني.
2- التنمية تتحقق بوجود قنوات لجلبَ التمويل؛ ونظراً للدور الذي ينبغي للسوق المالية أن تؤديه في الاقتصاد الوطني من تجميع المدخرات والتخصيص الكفء للموارد. فالدراسة توضح مدى فاعلية مساهمته الإيجابية في توفير التمويل اللازم لدعم الاقتصاد الوطني.
3- المساهمة في عملية التطوير، تحديث وتنمية للقطاعات الاقتصادية، عن طريق الاهتمام الخاص من طرف الباحثين والمتخصصين في البحث العلمي إلى جانب اهتمام صانعي السياسة الاقتصادية، والذي من الممكن لإدارة السوق أن تستفيد منَ نتائج الدراسة وتصحح مسار السوق.

خامسا: حدود الدراسة.

تشمل الدراسة الحدود التالية:

– الحدود المكانية: تعلقت الدراسة التطبيقية بسوق مصر وسوق الجزائر للأوراق المالية.

–الحدود الزمنية: أخذنا الفترة الزمنية من 2010 إلى 2017 كمرجع للدراسة.

سادسا: منهجية البحث.

سيتم اعتماد المنهج الوصفي لتغطية الإطار النظري من خلال مراجعة الكتب والرسائل الجامعية والملتقيات العلمية التي تناولت موضوع الدراسة، أما في الجانب التطبيقي فقد اعتمادنا على المنهج التحليلي من خلال دراسة حالة كل من سوق مصر وسوق الجزائر للأوراق المالية وذلك من خلال جمع البيانات والتقارير المالية المتوفرة عنهما.

سابعا: أسباب اختيار موضوع الدراسة.

هناك جملة من الأسباب التي أدت إلى اختيار الموضوع منها ما هو ذاتي ومنها ما هو موضوعي.

1-الأسباب الذاتية:

-تماشي الموضوع مع طبيعة التخصص.

-الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع.

-فتح مجالات لدراسات أخرى في هذا الموضوع.

2-الأسباب الموضوعية:

-محاولة إظهار أهمية الأسواق المالية.

- نقص الدراسات التي تناولت دور السوق المالي.

- الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الإقتصادي.

ثامنا: الدراسات السابقة.

حسب اطلاعنا وفي حدود ما توفر لدينا من معلومات ومراجع حول موضوع البحث، هناك العديد من الدراسات والبحوث العلمية التي أنجزت في مختلف جامعات الوطن، والتي تناولت الموضوع أو جانب منه، والمتعلقة بدور السوق المالي في التنمية الإقتصادية ، نذكر منها ما يلي:

1. سعيدي فاطمة الزهراء 2013 :

بعنوان" **أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية** "، مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2012-2013.

حيث تعد الدراسة مهمة في إبراز دور الأسواق المالية في جذب و تخصيص الإدخار و الإستثمار و يهدف الباحث من خلال إجراء هذا البحث إلى تحليل آداء الأسواق المالية العربية، والتعرف على خصائصها ومعوقات نموها، وكذا مختلف المراحل التي إتبعتها الدول العربية في تحرير أسواقها المالية ومخاطر التحرير ومختلف الآليات المستخدمة لمواجهته.

و قد توصلت إلى أنه وبالرغم من التطورات التي قامت بها الدول العربية والخاصة بأسواقها المالية من خلال تطوير الإطار التنظيمي وهيكل السوق وعملياته وحدوث نشاط ملحوظ في آداء الأسواق المالية العربية إلا أنها لم تصل إلى درجة الأسواق المالية المتطورة ومازالت تسودها مجموعة من الخصائص والمعوقات، و إن عملية إندماج الأسواق المالية العربية في السوق المالي العالمي تستلزم المرور بعدة مراحل بدءا من مرحلة التحول وإعادة الهيكلة مرورا بمرحلة إكتساب ثقة المستثمرين وصولا إلى مرحلة الصراع والأزمات، علما أن كل مرحلة تحتوي على مجموعة من الخطوات إذا لم تؤخذ بعين الإعتبار فإن المنافع من عولمة السوق المالي يمكن تأخيرها ويصبح السوق المالي أكثر عرضة لمخاطر التوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال، مما يمثل تعارضا أساسيا بين تكاليف و منافع العولمة المالية والذي يصعب تحاشيه.

2. بوكساني رشيد 2006:

بعنوان معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، البحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية بجامعة الجزائر، إستهدفت هذه الدراسة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية. هذا مع محاولة في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها وكذا البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة وتطوراتها وآدائها من جهة أخرى والوقوف على إقتصادياتها وذلك بهدف الوقوف على معوقات تطور الأسواق المالية مع تقديم إسهامات لتطور هذه الأخيرة.

وقد توصلت إلى أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، وأغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، وأن العديد من أسواق الأسهم العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق وكذا غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية.

تاسعا: صعوبات الدراسة: وقد تمثلت صعوبات الدراسة فيما يلي.

-إن المشكلة الرئيسية هي ضعف التجربة الجزائرية في النهوض بالبورصة وركود هذه الأخيرة، مما لم يسمح بإستخراج النتائج المراد الوصول إليها نظرا لضعف الممارسة فيها.

- قلة عدد المؤسسات المسجلة في بورصة القيم بالجزائر.

عاشرا: هيكلة الدراسة.

بناءا على طبيعة المشكلة محل الدراسة، ووفقا للهدف منها، واستنادا على فرضياتها، فإن الدراسة المقترحة تكون وفقا لخطة منطقية يتم تقسيمها إلى ثلاثة فصول:

- بالنسبة **للفصل الأول** والذي وضع تحت عنوان **المقاربة النظرية و المفاهمية للسوق المالي**، تم تقسيمه الي ثلاث مباحث، حيث يتطرق المبحث الأول إلى نشأة و تعريف السوق المالي شروط إنشائه وكذا خصائصه ووظائفه و أنواعه، وفي المبحث الثاني سنتناول آليات التعامل في السوق المالي بالتطرق إلى كل من المشاركون و الأدوات المتداولة في السوق المالي وكذا العمليات المرتبطة به، أما المبحث الثالث فسيكون حول مؤشرات السوق المالي وطرق قياسها و كذا شروط تحقيق كفاءة سوق المالي وصيغها المختلفة بالإضافة إلى مقومات نجاح سوق المالي.

-الفصل الثاني: الأسواق المالية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية من خلال: المفاهيم، ،الأهداف، الإستراتيجيات، أهم النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية في المبحث الأول، أما فيما يخص المبحث الثاني، دور الأسواق المالية في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية فتطرق إلى مفهوم التمويل و دور الأسواق المالية في جذب وتخصيص الاستثمار و الإدخار و بخصوص المبحث الثالث فلقد قمت بدراسة دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي و التأثير الإيجابي الذي يلعبه في تمويل التنمية الاقتصادية

-الفصل الثالث: خصص للدراسة التطبيقية في سوق كل من مصر والجزائر ومنه كيفية تمويل السوق المالي للتنمية الإقتصادية .

وفي الاخير توصلنا إلى خاتمة تضمنت مجموعة من النتائج والاقتراحات.

الفصل الأول:

المقاربة النظرية والمفاهمية للسوق المالي

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في الاقتصاد، حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية كبرى سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية، وهذا راجع إلى ما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني. لذلك أصبحت حاجة الدول النامية إلى أسواق مالية شيء إلزامي وذلك من أجل النهوض باقتصادياتها، وذلك لتأثير هذه الأسواق على المشاريع والانجازات الاقتصادية، لهذا تسعى هذه الدول إلى إقامة هذه الأسواق ودعمها حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية.

ومن أجل تفعيل دور الأدوات التقليدية من أسهم وسندات في الاقتصاديات المتقدمة، تم استحداث الأدوات المالية الحديثة لتقليل المخاطر التي يمكن أن تنشأ من التعامل بالأدوات المالية التقليدية، ولتوفير السيولة وضمان أفضل الفرص لاستثمارات الأفراد والمؤسسات المالية، وكذا لتوفير التمويل الجيد للمشاريع الاقتصادية وحكومات الدول المختلفة، ومن أهم الأدوات المالية الحديثة عقود الخيارات المالية، العقود المستقبلية، التبادلات المالية وغيرها من المشتقات المالية المختلفة والمتنوعة في مختلف الأسواق المالية المتطورة والناشئة.

تعد الأسواق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في هذه السوق، حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة. بمعنى آخر، أنه لا يمكن أن يؤدي السوق المالي الدور الفعال إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي نساهم في التقييم للشركات المدرجة الذي يتم بناء عليه اتخاذ القرار الاستثماري كمجموعة عن تحليل للمعلومات المتوفرة والبيانات المتاحة للمستثمرين.

وأخيرا، فإن قيام سوق مالي في أي بلد ما يقوم بدوره ويعمل على تحقيق وجوده وتأثيرها الإيجابي والفعال، لا بد من توفير مجموعة من المقومات والشروط لنجاحه، وبالتالي فالمقصود بالنجاح ليس زيادة أحجام التداول أو ارتفاع الأسعار، بل قيام السوق بواجبه المتمثل في توفير السيولة للمستثمرين.

وبناءا على ما سبق سيتم تناول المباحث التالية:

المبحث الأول: طبيعة سوق المال

المبحث الثاني: آليات التعامل في السوق المالي

المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية وكفاءتها

المبحث الأول: طبيعة سوق المال

تشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على آليات السوق والقطاع الخاص في التمويل الاقتصادي، ولقد برز دور الأسواق أكثر فأكثر في الاقتصاديات المعاصرة كإحدى الآليات المهمة لتجميع وتعبئة الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز الاقتصادي، وحتى تتمكن هذه الأسواق من تحقيق غايتها، فلا بد أن تتوفر فيها جملة من السمات والشروط لتضفي عليها صفة الكفاءة.

والأسواق المالية مثل أي أسواق أخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أوكليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر مانح لهذه الخدمة، فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلال مدخراتهم إما بشكل مباشر أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون هذه الأموال.

المطلب الأول: نشأة وتعريف السوق المالي

سنتطرق في هذا المطلب إلى نشأة ومفهوم السوق المالي فيمايلي:

الفرع الأول: نشأة السوق المالي

تعود فكرة إنشاء الأسواق المالية قديمة جدا، فقد مرت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت على ما هي عليه الآن، وقد بدا تنفيذ فكرة الأسواق المالية على مستوى العالم في أوروبا وتحديدا في القرن الخامس عشر في بلدة (بروج) البلجيكية، عندما كان التجار يجتمعون لتبادل الصفقات أمام القصر المصري (Vander bourse) فاندير بورصه، وقد تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر إلى أن أصبحت كلمة بورصة على سوق تداول الأوراق المالية. [1]

وفي بداية القرن السادس العاشر ومع الاكتشافات البرتغالية والسيطرة الاسبانية، أصبحت بورصتي أمستردام وانفرش الهولندية مركز للمعاملات التجارية والمالية في أوروبا، وسجل التاريخ بعدها بورصات مهمة للبضائع في لندن ونيويورك وبروكسل.

[1] مصطفى يوسف كافي، الأسواق المالية والنقدية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الاولى، الأردن، 2016، ص24.

ولتأمين تطور ونمو الحركة التجارية، ظهرت الحاجة إلى وجود المصارف وشركات التأمين، كما أن التطورات السياسية دفعت الحكومات الأولى البحث عن الموارد مالية جديدة وبالتالي أصدرت الأوراق المالية وقد تطور الأمر بسهولة لإنشاء الأسواق المالية التي تجرى بها تداول الأسهم والسندات.

هذا وقد استمرت الأسواق المالية بالتطور عبر الفترات اللاحقة لتواكب ما يحصل من تطورات في المجالات المختلفة من العالم.[1]

الفرع الثاني: تعريف السوق المالي

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية، ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشاريع المختلفة.

1-تعريف السوق المالي:

نظرا للدور الذي تلعبه الأسواق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر على درجة تقدمها وتطورها، أصبح موضوعها لا سيما في الآونة الأخيرة يحظى باهتمام الباحثين وذوي الاختصاص في مجال المالية والبورصة، لكونها تعتبر أحد المصادر المهمة والأساسية للقطاعات ذات سيولة غير مستغلة من جهة، وتمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية من جهة أخرى. وعلى هذا الأساس، فلقد تعددت تعاريف الأسواق المالية بتعدد واختلاف آراء ووجهات نظر الباحثين في هذا المجال من أجل مواكبة التطورات والتغيرات المستمرة في عالم المال.وتعرف الأسواق المالية على أنها "أماكن تتجمع فيها طلبات بيع وشراء الأدوات المالية بمختلف أنواعها، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول بين الأطراف المكونة للسيولة".[2]

أي أن الأسواق المالية وجدت للتجميع بين المشترين والبائعين للأوراق المالية، فهي بذلك تعتبر الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية.[3]

[1] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص26.

[2] نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكادمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس، 1998، ص 27.

[3] محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 1998، ص 8.

كما تعرف السوق المالية على أنها مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وفقا لسياسة معينة إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين .[1]

ويتضح من خلال هذا التعريف، أن الأسواق المالية تتضمن جميع الوسطاء المالية المختلفة،بالإضافة إلى سوق النقد، وبالتالي فإن مصطلح السوق المالية يتكون من شقين أساسيين هما؛ سوق رأس المال وسوق النقد.

كما يمكن تحديد السوق المالي كسوق رأس المال في الأجل الطويل ويضم سوق أولي يسمى بسوق الإصدار وسوق ثانوي لإعادة البيع يدعى عادة البورصة.

ويمكن اعتبار السوق المالية بأنه "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.[2]

يتبين من خلال هذا التعريف، أن السوق المالية هو مكان التقاء عارضي الأموال وطالبيها في الأجل الطويل والمتوسط، إذ تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، ولكن للتطور الهائل في طرق الاتصال لا يعد الإطار المكاني شرطا ضروريا في هذه الحالة، بل يكفي وجود وسيلة وقنوات اتصال فعالة وهادفة ما بين المتعاملين في هذه السوق.[3]

وأخيرا، ما يمكن أن نلخصه من هذه التعاريف هو أن السوق المالية بمثابة حلقة وصل بين المدخرين والمنتجين، فالقطاعات تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا، والقطاعات المنتجة هي الأخرى بحاجة دائما إلى المصادر المالية التي تساعدها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية. بمعنى أخر فإن السوق المالية هي تلك الآلية الائتمانية المستعملة في الاقتصاد لحشد وتجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وذلك بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة أو الوسطاء الماليين.

[1] صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، ص 11.
[2] محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص164، 165.
[3] طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1997، ص 29.

واستنادا إلى التعاريف المذكورة سابقا، نستنتج ما يلي:

إن السوق المالية تستمد مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، حيث تعتبر حديثة العهد نسبيا بالقياس إلى أسواق السلع الأخرى، إلا أنها سبقت غيرها من الأسواق من حيث التنظيم، الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، وذلك بسبب ضخامة الاستثمارات التي يتم تداولها في هذه الأسواق، وبالتالي فإن الأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي التي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها.

-إن المهمة الأساسية للسوق المالية تتمثل في جذب وتجميع مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها، بهدف إتاحتها وفقا لعقود معينة إلى الجهات التي تحتاج إليها.

-إن السوق المالية تؤدي وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة كالأسهم والسندات وغيرها،حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال مثل هذه الأدوات، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي، فتحصل منها مقابل هذه الأدوات على احتياجاتها المالية. وهذه الأدوات هي ما يعبر عنهابالأصول والالتزامات المالية، حيث تعتبر أصولا بالنسبة لحامليها، وخصوما أو التزامات بالنسبة لمصدريها.

-إن الأسواق المالية تتضمن القنوات التي ينساب ويتدفق فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين والتي يطلق عليها الوسطاء الماليون) البنوك التجارية، شركات التأمين، المؤسسات الادخارية وغيرها.

-إن السوق المالية تتناول الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات وهي ما تعرف بسوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق قصيرة الأجل كأذونات الخزينة وشهادة الإيداع وهي ما تعرف بسوق النقد.

-السوق المالية هي وسيلة (ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي

بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة) الحقيقية، المالية والنقدية (لفترات متباينة) طويلة وقصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات والى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا.[1]

المطلب الثاني: شروط إنشاء السوق المالي

تعتبر الأسوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة واعادة استثماراها وذلك لكون هذه الأسوق تعد بمثابة، اسوق تستثمر في الأموال والأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضا تتمثل في سندات.

الفرع الأول: شروط الواجبة لإنشاء السوق المالي فعال.

يتطلب لتكوين سوق مالي توفر عدة شروط يمكن إجمالها بالآتي:

1. زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة:

ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض للأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة والتي تعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي لذا فان تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة، من هنا يتطلب من هذه المؤسسات ما يلي:

أ. تحسين ورفع الخدمات الصرفية؛

ب. رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار؛

ج. تحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعه وقربها من عامة الشعب.[2]

[1] هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2003، ص 58.

[2] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، مصر، 2005، ص18.

2. تحويل المدخرات إلى استثمارات:

تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة، سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضا تتمثل في سندات.

فالسوق المالي تمثل مجموعة أنشطة (سياحية–صناعية–عقارية) تداول أوراقها في السوق. وهناك عدة طرقا تبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

أ. اقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية مساهمة أو مدهم بسندات قومية. كما تقوم بعض الدول باقتطاع جبري من المزارعين عند بيع محصولهم الزراعي وتخصيص هذه المبالغ في إنشاء شركات زراعية مساهمة؛

ب. تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيادة البورصات من أجل معرفة عمل البورصة، وتسمى هذه المحاولة بجعل البورصة شعبية في متناول الجميع.

ج. إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من افرادها مبلغا معينا من المال، وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائه في شراء أوراق مالية.[1]

3. إنشاء بورصات للأوراق المالية:

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن.

فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وصناديق التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية، ومن أهم مهام البورصات المالية ما يلي:

أ. تحويل الأموال المدخرة إلى الأموال مستثمرة من مشروعات قائمة أو في طور التكوين؛

ب. تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.

[1] نفس المرجع السابق، ص19.

4. التنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية

ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق المشتركة ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب فيها من قبل مواطني جميع الدول الأعضاء ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في بورصات الأوراق المالية لتلك الدول كما هو معمول في السوق المالي الأوروبي ويتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية لمثل هذه الشركات يتم استخدامها في جميع الدول الأعضاء.

ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية، ومما يجدر ملاحظته في هذا الشأن وجود اتفاقيتين ضروريتين على نطاق الدول العربية هما:

أ. اتفاقية تجنب الازدواج الضريبي ومنع التهرب من الضرائب؛

ب. اتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.[1]

5. الاهتمام بوسائل الإعلام.

أن تكون الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فانه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية ويتطلب ذلك التدخل لحذف البيانات غير الصحيحة إذا كان هناك ضرورة لذلك وعن طريق الإعلانات المنظمة يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها للاقتصاد القومي فعلى سبيل المثال: عند نشر بيانات عن الخطة الاقتصادية للدولة يستطيع القطاع الخاص وصغار المدخرين معرفة الشركات التي يمكن المشاركة فيها وتمويلها وبالتالي توفير النقد اللازم لهذه المشروعات بدلا من المجهودات التي تبذلها الخزانة العامة لتوفير النقد اللازم لها.

[1] نفس المرجع السابق، ص20.

6. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد:

وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من الإدخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، وإذا كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الوطن ومن خارج الدولة فالاستقرار السياسي يعتبر عامل مهم لجذب رؤوس الأموال. وإلى جانب الاستقرار السياسي فيقتضي من الدولة المضيفة أيضا أن توفر المستثمرين وخاصة للمستثمرين الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس مال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية الاستثمار في بلده.[1]

المطلب الثالث: خصائص ووظائف السوق المالي

تتسم السوق المالي في ظل اقتصاد السوق بمجموعة من المهام من خلال مختلف مكوناتها التي تعمل على تحقيق الفعالية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار وبهذا فإن السوق المالي يقوم بتشجيع الاستثمار وتوفير التمويل، وهذا يكون من خلال الوظائف التي تؤديها.

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

- سوق الأوراق المالية هي من الأسواق المنتظمة؛
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلال الوسطاء؛
- التداول في سوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب والعرض لتحديد الأسعار؛
- تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة يتمن بها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء من العالم؛
- تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق تطورا وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح؛
- يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة.[2]

[1] نفس المرجع السابق، ص21.

[2] أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى،الجزائر، 2012، ص 34.

الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في التنمية الاقتصادية، وقد تزايدت أهمية دورها مع نمو نطاق الصناعة والتجارة والخدمات والبنية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نضرا لما تقدمه من وظائف وما تزاوله من نشاط فهي تمثل حلقة من حلقات نمو النظام المصرفي في أي دولة وانعكاسات لنظمه الاقتصادية والمالية، وتتيح الأسواق المالية التطبيق الأمثل لقانون العرض والطلب نضرا لتوافر المنافسة الحرة بين البائعين والمشترين مما يحقق ويوفر السعر العادل للسلع.

وتعتبر الأسواق المالية مؤشرا ومقياسا لحقيقة الوضع الاقتصادي في حالات الرواج والكساد، فضلا على أن حجم المعاملات التي تبرم في الأسواق المالية توضح أهمية الأموال السائلة المتداولة، والأسعار التي يتم التعامل بها تشير إلى السعر العام لفائدة المبالغ المستثمرة، ومن جداول الأسعار نستطيع أن نتعرف على مدى ارتفاع أو انخفاض ميل المنتجين نحو الإنتاج.

وتؤدي الأسواق المالية وظيفتين أساسيتين:[1]

1. الوظيفة الاقتصادية:

وتتلخص في تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، حيث يحقق المقرضون عائدا من أعمالهم ويدخرون جزءا منه لاستخدامه في المستقبل، ويستطعون تحقيق عائدا على هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه، أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية إلى أشخاص آخرين يرغبون في الحصول على موارد حقيقية من خلال شرائهم للمعدات والآلات والاستفادة من خدمات القوى العاملة والأراضي..الخ مما يحقق تدفق الموارد الحقيقية للمقترضين وبعيدا عن المقرضين سيحصلون على دخل اكبر ومستوى استهلاكي اكبر إذا رغبوا في ذلك عندما يحين ميعاد استحقاق أموالهم التي قدموها إلى المقترضين.

وتحقيق تسهيل انتقال الموارد الحقيقية من خلال الأسواق المالية إنما يخدم الاقتصاد القومي ويزيد من مستوى رفاهية المواطنين، ويتيح لرجال الأعمال فرصة الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ مشروعاتهم لتقديم السلع والخدمات التي يرغب فيها المواطنون.

[1] محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص ص 24-25.

2. الوظيفة التمويلية:

تعمل الأسواق المالية على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي يتوافر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية.

والوحدات الاقتصادية لن تستطيع بدون الأسواق المالية تنفيذ برامجها الاستثمارية في حدود حجم مدخراتها المالية، مما يعني تأجيل هذه الاستثمارات لحين تحقيق مدخرات كافية من دخلها المادي، وفي ذات الوقت قد يكون هناك مدخرات لدى وحدات اقتصادية أخرى ولكن ليس لديها فرصة استثمارية متاحة، مما يعني أن تبقى هذه الأموال عاطلة، وتحقيق الانسياب المستمر من الوحدات التي تحقق فائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد القومي وزيادة معدل النمو الاقتصادي، وجدير بالذكر أنه لا يوجد فروق حاسمة بين الوظيفة الاقتصادية والوظيفة التمويلية للأسواق المالية، ولكن الاقتصاديون يستخدمون هذا الفرق لأغراض التحليل والدراسة.

وبصفة عامة يمكن القول إنه إذا تأثرت الموارد الحقيقية من خلال هذه الأسواق فإننا نكون بصدد الوظيفة الاقتصادية، أما إذا حدث تأثير بسيط على تخصيص الموارد الحقيقية من خلال عمليات انتقال الأموال فإننا نكون إزاء الوظيفة التمويلية لهذه الأسواق.

ويمكن أن نلخص وظائف الأسواق المالية باختصار فيما يلي:[1]

- تسهيل انتقال الموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز؛
- توفير السيولة لحملة الأوراق المالية؛
- تسعير الأوراق المالية؛
- التنبؤ بالنشاط الاقتصادي خلال الفترات القادمة؛
- التوزيع الأمثل للموارد المالية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة؛
- إيجاد قنوات لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإنتاج؛
- المساعدة على توجيه أوجه الاستثمار للمستثمرين؛

[1] محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص ص 26،27.

- المساعدة على تخصيص الموارد الاقتصادية بشكل أفضل؛
- تمكين المصارف من استثمار مواردها واستخدام إيراد الاستثمارات في زيادة الائتمان؛
- المساعدة في ظهور وصقل بعض الكفاءة والخبرات في المجالات المالية والاقتصادية؛
- زيادة الوعي لدى المستثمرين.

كما أشار الدكتور محمد وجيه حنيني الى الوظيفة الادخارية

3. الوظيفة الادخارية:

تتمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية، الذين تزيد إيراداتهم على نفقاتهم، ولا يجدون الخبرة الكافية لتشغيلها، أو حتى الوقت المناسب لذلك، ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية مأمونة يضمون فيها حقوقهم المالية، وتحقق لهم المزيد من العائد عليها بدلا من بقائها مجمدة، وتظهر هذه الوظيفة جليا، في حالة صغار المدخرين الذين لا يملكون إقامة المشاريع المستقلة وحدهم، وبهذا تتضح أهمية الدور الأول الذي تلعبه الأسواق المالية في استقطابها لأموال المدخرين مهما كانت قليلة، وتقديمها للمستثمرين المحتاجين للمال وبكميات كبيرة.[1]

المطلب الرابع: أنواع السوق المالي

السوق المالي سوق منظم يقام في مكان ثابت، يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعرافا وتقاليد يؤمه المتعاملون في الأوراق المالية من الراغبين في الاستثمار، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلسته في أوقات محددة، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين الخاصة بالبيع أو الشراء.

والسوق المالي ينقسم إلى قسمين: سوق رأس مال، السوق النقدي.

وسوق رأس المال ينقسم بدوره إلى:

- أسواق حاضرة أو فورية Spot or cash markets

[1] محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الأردن، 2010، ص 38.

- أسواق العقود المستقلة future contractas markets

ويقصد بالأسواق الحاضرة أو الفورية:

الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم، السندات) والتي يتم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية Securities markets والأسواق الحاضرة أو الفورية (أسواق الأوراق المالية) تقسم إلى:[1]

- أسواق منظمةorganizedmarket
- أسواق غير منظمة un organizedmarkets

والأسواق المنظمة تقسم إلى:

- السوق الأولى primerymarket
- السوق الثانوي seconderymarkets

كذلك فإن الأسواق غير المنظمة تقسم إلى:

- السوق الثالث thirdmarkets
- السوق الرابع fourthmarkets

وفيما يلي توضيح لمفهوم كل نوع من الأنواع سالفة الذكر.

الفرع الأول: السوق النقدي money market.

هو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة) وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحددة لإبرام الصفقات إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدها بالقروض وأهم أدوات

[1] هاني حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها وأدواتها ومشتقاتها، دار الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2014، ص 14، 15.

الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، اذونات الخزانة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع، وان أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية، والبنوك التجارية.

الفرع الثاني: سوق رأس المال capital market.

ويطلق عليه البعض اسم السوق المالي للاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا.

ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق المالية، أما هذا السوق اقل اتساعا من السوق النقدي، لكنه أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة.

أما أهم المؤسسات المالية التي تتعامل في هذا النوع من الأسواق بنوك التنمية الصناعية، والبنوك العقارية، وبنوك الاستثمار والأعمال، وصناديق الادخار والتأمين.[1]

أ- السوق الأولي (السوق الأول) primerymarket

وهو السوق الذي يشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية (سواء كانت من قبل الشركات أو الحكومات) وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس مال الشركة الأساسي للشركات تحت التأسيس، أو بهدف زيادة رأس مال لشركات قائمة بالفعل، وباختصار فان هذا السوق هو السوق الإصدارات الجديدة.

ب- السوق الثانوي:(سوق التداول) seconderymarket

وهو السوق الذي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وبعبارة أخرى فان هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل.

وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا قيل بأن السوق الأولي يستمد فاعليته من السوق الثانوي، ويمارس عمليات البيع والشراء في هذا السوق مجموعة من الوسطاء

[1] هاني حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 15.

والسوق الأولي والسوق الثانوي أسواق منظمة يجرى التعامل بها في أماكن محددة وبأسلوب المزاد العلني، بمعنى أن هذه الأسواق أسواق مزايدة تعرض فيها كافة أوامر البيع والشراء على كافة المتعاملين في السوق في وقت واحد، حيث تسود هذه الأسواق المنافسة الكاملة وصولا إلى أفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف والتي يتم بها تنفيذ العمليات.

ت- السوق الثالث:thirdmarket

وهو سوق غير منظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة، والسبب في قيام هذا النوع من الأسواق هي الصعوبات التي غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية، وبسبب تلك الصعوبات قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجرى التعامل من خلالها على بعض الأوراق المالية بموجب جداول أسعار السوق الرسمية، وعلى الرغم من أن المعاملات في هذا السوق تتم في اطار السوق غير الرسمية، فإن أسعار الأوراق المالية ترتبط بأسعار التعامل في السوق الرسمية، وأهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من السوق هي المؤسسات الاستثمارية الكبيرة الحجم مثل: صناديق المعاشات، وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.[1]

ث- السوق الرابع: fourthmarket

وهو سوق غير منظم أيضا يجرى التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في سوق الأوراق المالية، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق، والسبب في قيام هذا النوع من السوق هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة وهي الكميات التي تبلغ 10000 سهم فأكثر وبأقل تكلفة ممكنة.

وجمهور المتعاملين في هذا النوع من السوق هم المؤسسات المالية الكبيرة الحجم، والأفراد الأغنياء الذي يتعاملون فيما بينهم، ويشترون الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة فورية من أجهزة الهاتف.[2]

[1] هاني حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 16.
[2] هاني حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص17.

هذا ولا يحتفظ الوسيط في هذا النوع من الأسواق بمخزون من الأوراق المالية المتعامل بها، وعليه فانه لا توجد آية مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي على المستثمر أن يوجه أمواله إليها.

وبعبارة أخرى فان الوسيط في هذا النوع من الأسواق لا يقوم بدور بيوت السمسرة، الأمر الذي يجعل أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسار، هذا بالإضافة إلى أن إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل بسبب انخفاض أتعاب إنهاء الصفقات.

والسوق الثالث والرابع أسواق غير منظمة يجري التعامل فيها في أماكن غير محدودة وغير مركزية، ويقوم بعمليات البيع والشراء فيها، تجار أفراد يعمل كل منهم في مقر عمله أو الوسطاء غير أعضاء في أسواق الأوراق المالية.

ومن الجدير بالذكر هنا، أن وجود السوق الثالث والرابع في بعض الدول ليس دليلا على تقدمها في مجال الأسواق المالية، كما أن عدم وجودها في بلدان أخرى ليس دليلا على تأخرها، والدليل على ذلك أن بريطانيا التي تمتلك اكبر سوق للأوراق المالية في العالم "بورصة لندن" لا يوجد بها أسواق غير منظمة(غير رسمية) في حين توجد هذه الأسواق في دول سائرة في طريق النمو مثل تونس والكويت وأعظم الأسواق غير الرسمية شانا في الوقت الحاضر هي الأسواق غير الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تستأثر بحوالي90% من جملة العمليات التي تتم في أسواق التداول.

الفرع الثالث: أسواق العقود المستقبلية: future contractsmarkets

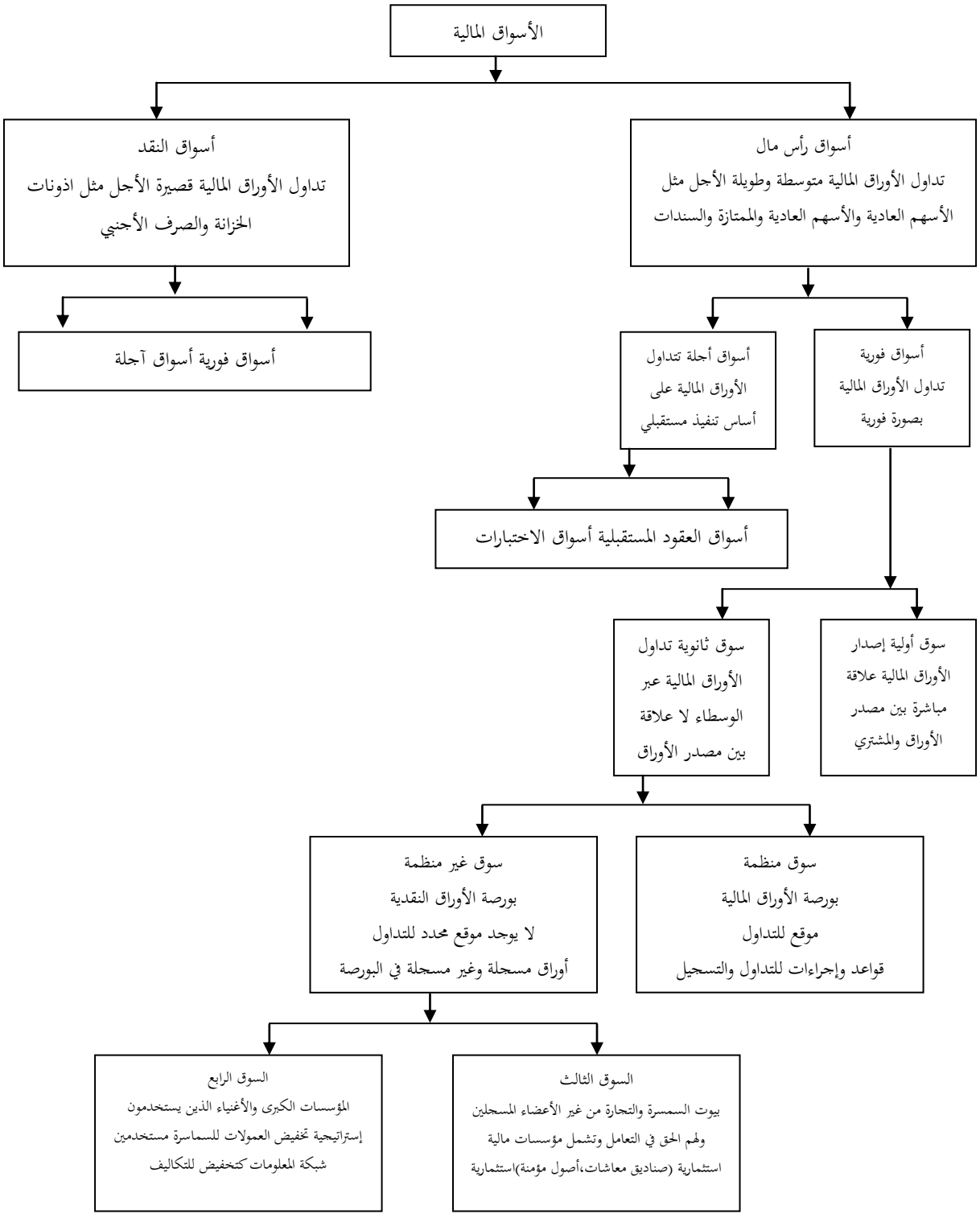
هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية والأصول المالية الأخرى من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة (هامش) من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه أما في صورة نقدية آو في صورة أوراق مالية، لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على مقدرة الطرف الأخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه.

الفرع الرابع: سوق العملات الدولية: currenciesmarkets

هي الأسواق التي تنفذ من خلالها عمليات بيع وشراء العملات ولا يوجد لها مكان محدد، لان عمليات البيع والشراء تدار بين البنوك والصيارفة بواسطة أجهزة تداول الكترونية متطورة، مرتبطة بالأقمار الصناعية، تم تصميمها من قبل شركات الخدمات المالية مثل (رويتر) وقد تم إنشاء هذه الأسواق بهدف تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير ولمزيد من التوضيح نورد فيما يلي نموذج توضيحي لهيكل السوق المالي:[1]

[1] هاني حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 18، 19.

الشكل رقم (1–1) تقسيمات الأسواق المالية.



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، مصر، 2005، ص21.

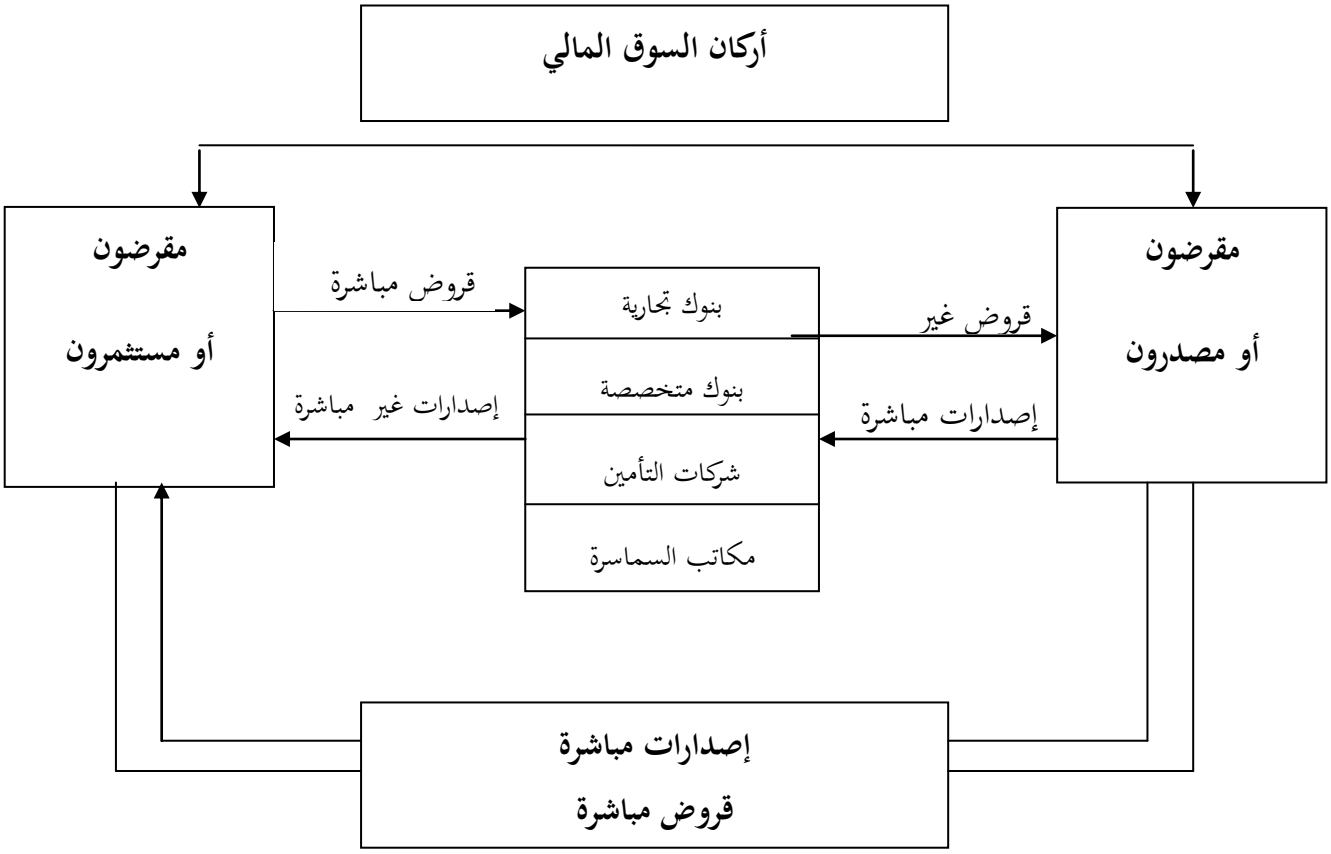
المبحث الثاني: آليات التعامل في السوق المالي

تعتبر سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما أنها تعد سوقا منظمة لتداول الأسهم والسندات، حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها. فإن نقص المعرفة والمعلوماتية تمثل عائقا أمام تبادل الأوراق المالية، سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، ويعود ذلك أساسا إلى نقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال أو بالتوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطر المالية، لذا من الضروري وجود طائفة من الوسطاء الماليين تتمتع بخبرة كبيرة، وتحاول أن توافق بين رغبات العارضين والطالبين وتنفيذا لأوامر لكليهما أو تحقيق التوظيف الأمثل والعائد والتقليل من المخاطر.

المطلب الأول: المشاركون في السوق المالي

لما كان التعامل في هذا السوق يتم بين أطراف تختلف من حيث طبيعتها وأهدافها، وحرصا على انتظام عملياتها، فإننا نخلص إلى أن السوق المالي يميز بين صنفين من المشاركين؛ المتعاملون في السوق (الطالبون والعارضون للأوراق المالية) من جهة، ومن جهة أخرى يتمثل الصنف الثاني في الوسطاء الماليين باعتبارهم صناع ومحركوا السوق المالي، حيث من خلال هذه الفئات تتم عملية انسياب الأموال ممن يملكون إلى من هم بحاجة، ويظهر ذلك الانسياب إما بطريقة مباشرة (إصدارات وقروض مباشرة) أو بطريقة غير مباشرة عبر فئة الوسطاء الماليين، والشكل أدناه يوضح أركان السوق المالي.

الشكل رقم (1-2): حلقة دوران الأموال في المجتمع



المصدر: محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1999، ص 151.

1- المقرضين (المستثمرين):

تعتبر هذه الفئة في السوق المالي مصدرا أساسيا للأموال المستثمرة في السوق المالي، بحيث تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي إما عن طريق عمليات الإقراض المباشر أو عن طريق البنوك التجارية والمتخصصة، ويهتم المقرضون أو المستثمرون بعدة عوامل أهمها؛ معدل العائد والمخاطرة المصاحبة للاستثمار.[1]

2- المقترضين (المصدرين) :

تمثل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال، ويمكنهم الحصول على الأموال من السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق الإصدارات. وغالبا ما تتمثل

[1] رسمية احمد ابو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2004، ص 37.

هذه الفئة في الشركات الصناعية والتجارية وكذا الشركات القابضة التي تصدر السندات والأسهم لتمويل احتياجاتهم، ويضاف إلى ذلك الحكومة والتي تقوم بإصدار سندات لتغطية عجز الميزانية أو امتصاص السيولة أو مواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية، كما تصدر الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو الاستثمارات الجديدة، وكذلك تعتمد برامج الخوصصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأوراق المالية، كماتلجأ إلى ذلك المؤسسات الأجنبية المقيدة في البورصات المحلية للحصول على فوائض رؤوس لأموال.[1]

3-الوسطاء الماليون :

إن نقص المعرفة والمعلوماتية تمثل عائقا أمام تبادل الأوراق المالية، سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، ويعود ذلك أساسا إلى نقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال، أو بالتوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطر المالية، لذا من الضروري وجود طائفة من الوسطاء الماليين تتمتع بخبرة كبيرة، وتحاول أن توافق بين رغبات العارضين والطالبين وتنفيذا لأوامر لكليهما، أو تحقيق التوظيف الأمثل والعائد والتقليل من المخاطر. فالوسيط المالي هو الشخص المرخص بموجب أحكام قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، يقوم بأعمال محددة علاقة تجعله وسيط بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، يتقاضى عملة محددة مقابل خدماته المتمثلة في تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين (البائعين والمشترين)، ومقابل تغطية وتسويق الإصدارات.[2] بمعنى آخر، فإن الوسطاء الماليين هم عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال.[3]

كما يعرف على أنه "منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (بمعنى أنها تبيع أصول مالية تترتب التزامات مالية على نفسها مقابل النقدية التي تحصل عليه)، ثم تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الإصدارات بصورة أساسية في شراء أصول مالية من الغير.[4]

---

[1] نفس المرجع السابق، ص 37.

[2] جاب الله عادل رياض، متطلبات تطوير السوق المالي الجزائري للتكيف والإندماج مع الأسواق المالية العامية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص مالية محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2017، ص 22.

[3] حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 32.

[4] محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 80.

من خلال هذه التعاريف، يتضح أن الوظيفة الأساسية للوساطة المالية هي التوسط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي، ويمكن أن يكون الوسيط المالي شخص معنوي أو طبيعي، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بوظيفتهم إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة، وفي هذه الأخيرة يعرض الوسيط حقا على نفسه اتجاه دائنيه مقابل مبلغ نقدي، ثم يقوم بخلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين بإصداره لأصول مالية غير مباشرة [1] وعليه فإن الوساطة المالية تقوم بعدة وظائف نذكر أهمها فيما يلي:

أ- تقديم المعلومات المالية وتحليلها: إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في استثمارها، ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (هو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانياته)، وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء منخفضة جدا إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، وفضلا عن ذلك، يدعي بعض الوسطاء أن الاستعانة بهؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، وغالبا ما تصادف صحة هذا الادعاء ولو جزئيا، وحتى إذا لم يكن هذا صحيحا في بعض الحالات، فالأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.[2]

ب-تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة: يقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة والاحتفاظ بها وبيعها، وهنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وفورات اقتصادية في جانبين، جانب حجم العمليات المالية التي يقومون بها وجانب عدد مرات قيامهم بهذه العمليات. فبالنسبة للجانب الأول، نجد أن الوسطاء يكون حجم عملياتهم كبيرا، وبالتالي فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها، مما يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المباعة والمشتراة) من إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع

[1] جاب الله عادل رياض، مرجع سبق ذكره، ص 23.

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دون طبعة، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006 ص 133.

التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل واحدة من الأصول (الأوراق المالية) في العمليات الصغيرة المناظرة التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم.

أما بالنسبة للجانب الثاني، فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسطاء الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل من عدد المرات التي يقوم فيها المدخرون النهائيون بعمليات متشابهة، وبالتالي فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضا في تكاليف القيام بها، والسبب في انخفاض عدد عمليات التي يقوم بها الوسطاء الماليون عما يقوم به المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قدرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرته حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصدته المحبوسة في تلك الأصول، ولهذا نتوقع أن يتكرر ذلك كثيرا، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عددا كبيرا من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة ومتكررة، فضلا عن أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة.[1]

ت– توفير السيولة: يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة، حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقدموا قروضا قصيرة الأجل وطويلة الأجل للمقترضين، ورغم حقيقة أنهم استخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون أن يعدوا المودعين بأنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت، لو أن لديها عدد من المودعين الأفراد الصغار ذوي القرارات المفصلة حول ما إذا كانوا سيسحبون ودائعهم أم لا، حيث لا ترتبط قراراتهم حول سحب ودائعهم أم لا، ومن ثم يستطيع البنك مثلا أن يتنبأ على نحو جيد بالتوزيع الاحتمالي لمسحوبات الودائع في أي وقت ويحتفظون باحتياطيات صغيرة الحجم لمواجهة المسحوبات.[2]

ج– **تدنية المخاطر** : فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستثمار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل استحقاقها، فإن الوسيط المالي نظرا لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيرا جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظرا لاحتمال أن ترتفع قيمة

[1] عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 133.

[2] توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة احمد عبد الخالق،دون طبعة، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002، ص 60-81.

البعض الآخر في نفس الوقت، مما يلغي الأثر الأول[1]. فضلا على أن الوسطاء الماليين يستطيعون بإمكانيتهم الكبيرة أن يستخدموا أخصائيين في المجال المالي من ذوي الكفاءات العالية التي تعنى بتحليل الائتمان ووضع المعايير المناسبة لتقييم المقترضين.

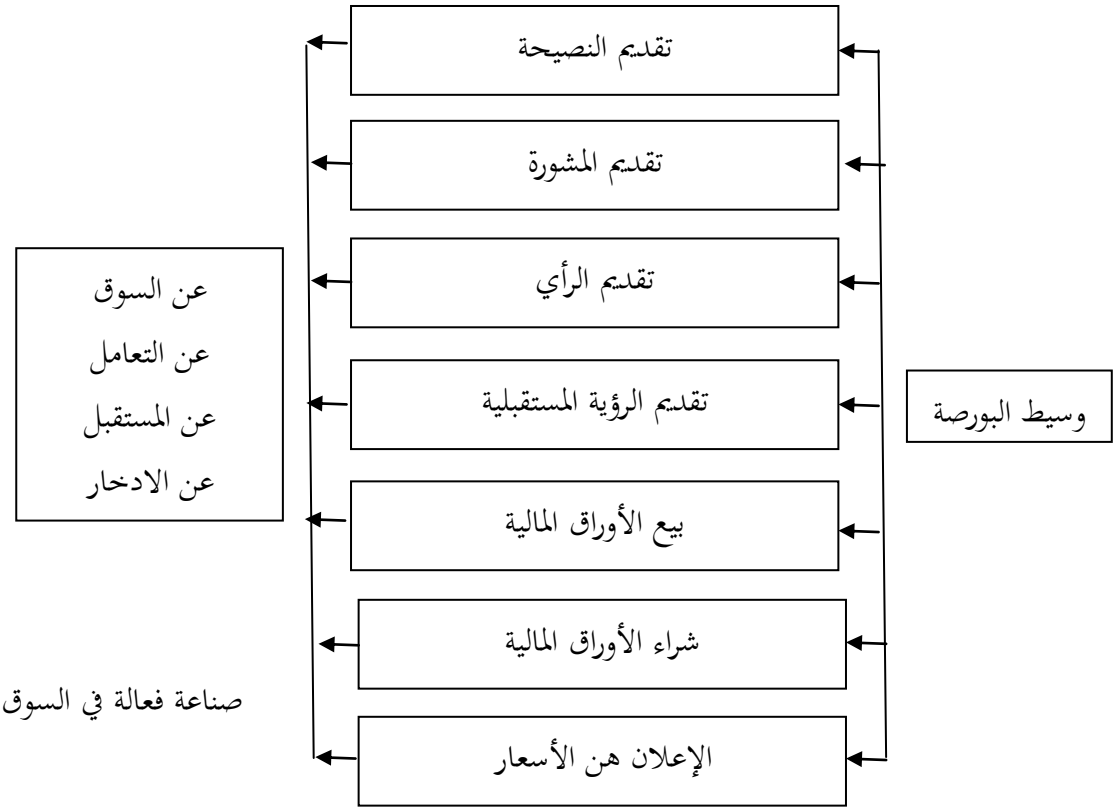
ت- توفير الائتمان و تقديمه إلى راغبيه: ارتبط ظهور الوسطاء الماليين في البداية بعملية نقل فوائض المدخرين (الوحدات ذات الفائض) إلى المستثمرين والمستهلكين (الوحدات ذات العجز)، ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان تطورت وظيفة الوسطاء الماليين، فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر، بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، ومن الواضح أن الوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر؛ ولقد كان هذا التحول في طبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العملية مقترنا بتحول على مستوى الفكر النظري أيضا، فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى القطاع المالي بصفة عامة على أنه مجرد قطاع محايد كل ما يقوم به هو جمع الموارد المالية ليمول بها القطاعات الإنتاجية حسب إنتاجيتها، ولقد ظل الفكر الاقتصادي أسير هذه التعاليم، حتى ظهر كينز وحاول جذب الانتباه حول أهمية القطاع المالي، حيث قرر أن التوازن العام للاقتصاد القومي لا يتحقق إلا إذا تحقق التوازن العام في مختلف القطاعات بما فيها القطاع المالي، فشرط التوازن العام في النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد والمال وكذا سوق الإنتاج وسوق العمل. وفي الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي والكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي، كما تظهر ارتباط كمية النقود ورأس المال العامل من جهة بحجم الناتج القومي وثروة الأفراد من جهة أخرى .[2]

وأخيرا، يمكن تلخيص مهام الوسيط المالي في الشكل التالي:

[1] توماس ماير و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 82،81.

[2] محمود يونس محمد وعبد النعيم مبارك، أساسيات علم الإقتصاد، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 124.

الشكل رقم (1-3) مجموعة من الخدمات المقدمة من الوسيط المالي



المصدر: الخضيري محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ابتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1996، ص 56.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

يتيح الاستثمار في الأسواق المالية العديد من الخيارات أمام المستثمر بحسب قدرته المالية ونظرته في استثمار أمواله، حيث من جملة الأدوات المالية التي تتيحها هذه الأسواق نجد الأدوات التي تتميز بمردوديتها العالية والأدوات ذات الدخل الثابت، كل حسب درجة مخاطره، لذلك فإن اختيار هذه الأدوات للاستثمار فيها ترجع إلى قدرة وشخصية المستثمر والظروف العامة المحيطة في السوق. وتتمثل الأدوات المتداولة في الأسواق المالية في كل من الأسهم والسندات والأدوات المشتقة (المشتقات المالية).

الفرع الأول: الأسهم.

السهم هو جزء من الأموال الخاصة للشركة عندما تكون شركة مساهمة، وهو يعتبر بهذا الشكل مورد تمويل للشركة بمدة صلاحية غير محددة، وتختلف خصائص الأسهم من حيث الشكل والعائد والمخاطرة بحسب

اختلاف الأنواع، ويرجع هذا التنوع إلى التنوع إلى طبيعة الحصة المقدمة من جهة، بحيث تقسم الأسهم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية، ومن جهة أخرى، وبالنظر إلى الحقوق المرتبطة بالأسهم تنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، وتنقسم أيضا بحسب ما إذا كان المساهم قد استرد قيمة السهم أم إلى أسهم رأس مال وأسهم تمتع، وأخيرا تنقسم حسب حاملها إلى أسهم إسمية وأسهم لحاملها.

1-الأسهم النقدية والأسهم العينية:

لتميز الحصة النقدية عن الحصة العينية، يتم الاعتماد أساسا على الحصة المقدمة من طرف المساهم في رأس مال الشركة، فإذا كانت حصته في رأس مال الشركة حصة عينية، فإنه يحصل على أسهم عينية، وتختلف الأحكام التي يخضع لها كلا النوعين سواء على مستوى التداول أو على مستوى التحرير.[1]

أ-الأسهم النقدية:

وهي الأسهم التي تكون في شكل نقدي وتدفع قيمتها فور تأسيس الشركة أي بمجرد قيد الشركة في السجل التجاري، ما لم يتعلق الأمر بأسهم مقدمة من قبل شركة مسعرة أسهمها في البورصة مقابل مساهمتها بأموالها الذاتية في الشركة، وتظل الأسهم قابلة للتداول بعد حل الشركة وإلى حين قفل التصفية.

ب-الأسهم العينية:

هي الأسهم التي تسدد قيمتها في شكل أصل من الأصول، ويشترط أن تسدد قيمة الأسهم العينية بالكامل عند إصدارها، كما لا يجوز تداول هذه الأسهم أو الأسهم التي يكتتب فيها المؤسسون إلا بعد نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر لسنتين كاملتين بعد قيد الشركة في السجل التجاري.

2-الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

تنقسم الأسهم بحسب الحقوق التي تعطيها لأصحابها إلى عدة أنواع أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة إضافة لذلك فإن هناك عدة أنواع أخرى غير شائعة مثل أسهم التمتع.

[1] ربيع بوصبيع العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط فسي السوق المالي القطري للفترة 2007-2011، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجيستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الاسواق، جامعة قاصدي مرباح، بورقلة، 2012، ص10.

أ–الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة سوقية وقيمة دفترية، ويقصد بها تلك الأسهم التي تمنع لأصحاب حقوقا متساوية، كالحق في التصويت في الجمعية العمومية، والحق في نقل ملكية الأسهم، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها، كما يتمتع بميزة المسؤولية المحدودة بحصته في رأس مال.[1]

ب–الأسهم الممتازة:

هي فئة من الأسهم التي تمنح لمالكها حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، وبعد حملة السندات، من ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية.

3–الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها:

أ–الأسهم الاسمية:

هي تلك الأسهم التي تحمل اسم المساهم نفسه، فهي عبارة عن سندات لا تتجسد ماديا وإنما بمجرد قيد حق صاحبها في سجل التحويلات للشركة ويوجب القانون الوفاء بجزء من قيمتها عند الاكتتاب بالنسبة لكل سهم على حدي، بحيث تظل أسمها اسمية إلى أن تدفع قيمتها بالكامل، حيث يمكن لصاحبها حينئذ الاختيار بين الشكل الاسمي والشكل للحامل.

ب–السهم لحامله:

هو ذاك السهم الذي لا يحمل اسم شخص معين، حيث يعتبر حامل ذلك السهم مالكا له ينتقل بمجرد المناولة حيث يندمج السند بالحق الممثل له.

[1] نفس المرجع السابق، ص 11.

4-أسهم التمتع وأسهم رأس مال:

أ-أسهم التمتع:

تتطلب طبيعة بعض الشركات استهلاك أسهمها أثناء حياة الشركة، وقد أقر القانون التجاري المصري أسهم التمتع حتى لا يحدث فراغ ناتج عن استهلاك كافة الأسهم وعدم وجود مالك للشركة، ويستحق حامل أسهم التمتع حصة في الأرباح وقد يستحق حصة في ناتج التصفية ويحصل على ذلك بعد أصحاب الأسهم التي لم تستهلك في الحالتين، وقد تتم عملية استهلاك الأسهم بالقرعة أو باستهلاك نسبة من كل سهم سنويا، ويناسب ذلك الشركات التي يكون نشاطها في استغلال مورد معين أو أحد مرافق الدولة، وهدف الاستهلاك أن طبيعة النشاط قد تصل بقيمة الأصول في نهاية فترة الترخيص بالنشاط إلى قيمة منخفضة لا تكفي لرد حقوق المساهمين، ويكون استهلاك الأسهم من الأرباح الشركة وذلك حتى يتم المحافظة على رأس مال الشركة ولتتمكن من أداء نشاطها.[1]

ب-أسهم رأس مال:

الأصل في الأسهم أنها أسهم رأس مال، إلا أنه قد يحدث بالنسبة لبعض الأنواع من الشركات أن يكون رأس مالها معرضا للاستهلاك بسبب تعاطيها لنشاط يقوم على استغلال مورد سينضب، أو استغلال امتياز حكومي سينقضي بعد مدة تصبح معها موجودات الشركة ملكا للدولة، ففي مثل هذه الحالات يترتب على استهلاك رأس مال الشركة ضرورة رد قيمة الأسهم تدريجيا إلى أصحابها خلال حياة الشركة، حتى لا يستحيل عليهم استرداد تلك القيمة عند انقضائها، فتتحول تلك الأسهم من أسهم رأس مال إلى أسهم تمتع.

الفرع الثاني السندات:

تعتبر السندات مصدر تمويل هام خاصة بالنسبة للدولة، حيث يستجيب هذا النوع من التمويل للعديد من المطالب التي يراها المستثمر أو المقترض تلبي احتياجاته التي لا توفرها له الأسهم، وتختلف أنواع السندات عن بعضها بحسب تصنيفها من حيث الأجل والضمان وكيفية إطفائها.

[1] نفس المرجع السابق، ص ص، 11، 12.

- حسب طول أجلها:

-سندات قصيرة الأجل:

وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عاما واحدا، وهذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد، وهذه السندات تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا ومن أمثلتها: سندات الخزينة التي تتراوح مدتها بين 90 يوما وعاما كامل وشهادات الخزانة التي لا تتجاوز مدتها العام الكامل.

-السندات متوسطة الأجل:

وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز 7 أعوام وتعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الاجل.

-السندات طويلة الأجل:

وهي السندات التي يزيد أجلها 7 أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية [1]

-من حيث الضمان:

-مضمونة:

السندات المضمونة تكون مضمونة بالأصل وبالإرادات ومحمية ضد الإصدارات الجديدة فالأصل مضمون وعائدها مضمون وعائدها أقل من أي نوع آخر ولا تحتاج إلى عناية من المستثمر وخالية من المخاطر (تقريبيا)، وإذا كان السند مضمونا برهن حيازي سمي Bond وقد يكون الرهن جميع ممتلكات الشركة يسمى Mortgage Bond فإذا عجزت الشركة المصدرة عن دفع الفوائد أو القيمة الاسمية للسند تقوم الجهة المشرفة على الإصدار ببيع ممتلكاتها حتى يتم الوفاء بذلك الالتزام.

[1] نفس المرجع السابق، ص 13.

-غير المضمونة:

وهي تلك السندات الغير مضمونة بأصول معينة وبحاجة إلى عناية نسبية من المستثمر، وتتحمل بغض المخاطر وعائدها عادة أعلى من السندات المضمونة.

-القابلية للاستدعاء أو للإطفاء:

عقد الإصدار له حقوق والتزامات من كل من المصدر المستثمر ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء ويخول هذا الشرط للجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات التي تتم بهذا الشرط للإطفاء بسعر محدد خلال فترة محددة، يوجد نوعان من هذه السندات هما:

-سندات غير قابلة للاستدعاء:

وهي السندات التي يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها.

-السندات القابلة للاستدعاء:

عندما لا يكون للسند مدة محددة أو تكون مدته طويلة مع أن الشركة المصدرة ترغب أن تعطي نفسها الفرصة لسداد القرض قبل نهاية المدة فإنها تشترط القابلية للاستدعاء.

وتجدر الإشارة أن السندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى بالنسبة إلى السندات غير القابلة للاستدعاء.

5-المشتقات المالية:

هي أدوات مالية تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية، وسيتم التطرق إلى هذا الموضوع بالتفصيل في المبحث الثاني من هذا الفصل.[1]

[1] نفس المرجع السابق، ص 14.

المطلب الثالث: العمليات وآليات التعامل في السوق المالي

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات وانطلاقا من مجموعة أوامر، لذلك سوف يتم توضيح ذاك من خلال العناصر التالية:

الفرع الأول: العمليات المرتبطة بالسوق المالي.

التعامل في بورصة الأوراق المالية سواء بالبيع أو بالشراء، ينقسم إلى عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

1-العمليات العاجلة : ويقصد بالعمليات العاجلة، التي يتم من خلالها تسليم الأوراق المالية مباشرة من البائع إلى المشتري، أو خلال فترة قصيرة جدا من الزمن تتراوح من يوم إلى ثلاثة أيام، مع دفع قيمتها فورا، حيث يقوم البائع بتسليم الأوراق المالية والمشتري بدفع الثمن، بذلك يكون كل من الطرفين قد وفى بالتزاماته كاملة فورا، وبالتالي تعتبر العملية منتهية. [1] وهذه العمليات التي تطلق على الصفقات التي يجري تنفيذها في قاعات التداول بسوق الأوراق المالية، يلجأ إليها الراغبون في استثمار أموالهم بشراء أوراق مالية، ثم بيعها عند توافر فرصة للربح، ويرجع لجوء المتعاملين بالعمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية إلى التعامل بهذه العمليات لواحد من سببين أو كليهما هما:[2]

-الاحتفاظ بهذه الأوراق، والاستفادة من أرباحها عند توزيع الأرباح؛

-المضاربة على ارتفاع أسعارها، حيث يترقب المشتري ارتفاع السعر فيعمد إلى البيع عندئذ، مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة؛

كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة العناصر التالية: [3]

- بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية؛

- كمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة؛

- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق ينفذ أوامره بموجبه.

---

[1] نوال بن لكحل، الأسواق المالية، آليتها ودورها في التنمية في التنمية الاقتصادية، شهادة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص 10.

[2] محمد فتح الله الناشر، التعامل بالاسهم في سوق الأوراق المالية،دون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2006، ص 102.

[3] شمعون شمعون، بورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دار هومة، الجزائر، 1999، ص 53.

2-العمليات الآجلة : وتتعلق العمليات الآجلة بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع الثمن لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم التصفية أو يوم التسوية[1] ؛ وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة، فتسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين، يتم دفع الثمن وتسليم الأوراق فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية. وقد يختلف هذا الموعد من سوق إلى آخر حسب أنظمة كل سوق، ويمكن لكل طرف من أطراف الصفقة أن يتحلى من التزامه في الدفع والتسليم بدفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر حين حلول الأجل. ومن ثم فإن عملية التصفية تتم من خلال إحدى الصور الآتية:[2]

-التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية والثمن، من قبل الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية برضا الطرف الآخر.

- تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة، بدفع مبلغ يسمى ببدل التأجيل.

وتتنوع العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع نورد منها ما يلي:

أ. **العمليات الآجلة الباتة أو القطعية:** وهي العمليات التي يلتزم فيها طرفا العقد أو الصفقة (بائع أو مشتري) بضرورة تنفيذ عقد لهما حين يحل أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة، غير أنه يجوز للمتعاقدين في هذه العمليات تأجيل موعد التسوية إلى موعد لاحق ،[3] ولابد أن يبين الحد الأدنى للأوراق المالية التي يتم إجراء الصفقة عليها، كما يؤدي تنفيذ هذا البيع إلى خسارة أحد الطرفين المتعاقدين (بائع أو مشتري) لا محالة، حيث أن ربح أحدهما يكون على حساب خسارة الآخر، إلا في حالة واحدة وهي ما إذا كان السعر يوم التسوية معادلا لسعر البيع.[4]

[1] عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة غير منشورة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي تبسة، 2004، ص 56.

[2] محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، ص 176.

[3] عبد الحميد حفيظ، مرجع سبق ذكره، ص 56.

[4] محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، ص 179.

ب–العمليات الآجلة الشرطية : وهي عبارة عن عمليات يمكن فيها لأحد طرفي العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته يوم موعد التسليم المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة، مما يجعل التنفيذ اختياريا، ويمكن تقسيم هذه العمليات الآجلة الشرطية إلى أربعة أنواع هي:[1]

–العمليات الآجلة بشرط التعويض :يقصد بها تلك العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفيتها لاحقا في تاريخ معين، على أنه يحق للطرفين البائع أو المشتري عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقا، ليكون بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية، ويسمى اليوم الذي يسبق التصفية يوم جواب الشرط، فإما أن ينفذ من له خيار الصفقة فيرفع عنه التعويض، ويكون قد تنازل عن التعويض، وهذه العملية نوعان:[2]

–**العمليات الشرطية للمشتري**: وهي العمليات التي يكون فيها الخيار للمشتري بين استلام الصكوك، وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزوما بالقرار النهائي للمشتري.

–**العمليات الشرطية للبائع**: في هذا النوع من الخيار يكون الخيار للبائع بين دفع لثمن وتنفيذ الصفقة أو التنازل عن تنفيذها، وبالتالي التخلي عن التعويض.

ج–العمليات الآجلة بشرط الزيادة: وهذه الصفقة تعطي الحق لكل من المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين، على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الاختيار (بيع أو شراء).[3]

د–العمليات الآجلة بحق الانتقاء: وتتميز هذه العمليات في كون أن المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.[4]

–المرابحة والوضعية : ويقصد بالمرابحة والوضعية إعطاء الحق للمتعاملين في طلب تأجيل تسوية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق، وذلك يحدث عندما يشعر المتعاملون في السوق بأنهم لن يستطيعوا تنفيذ الصفقة التي عقدوها، نظرا لتطور الأسعار خلافا لتقديراتهم، ولذلك فإن طلب التأجيل يأخذ شكلين هما:[5]

---

[1] محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص 153.

[2] محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، ص ص188، 189.

[3] محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 154.

[4] شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 60.

[5] محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، ص 199.

-**المرابحة** :وهي الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المستثمرين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممون تدعى فائدة التأجيل أي المرابحة.

-**الوضعية** :وهي الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المؤجل في موعد تصفيتها من قبل المستثمرين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.[1]

3-آليات التعامل في السوق المالي:

وتعد الأوامر الأساس الذي تحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة. أي أن تنفيذ التعاملات في السوق المالي يتم بناءا على الأوامر التي يعطيها العملاء للسماسرة بالبيع والشراء، وهذه الأوامر إما أن تتخذ الشكل الكتابي أو الشفاهي. ولذا تعرف هذه الأوامر على أنها توكيل يعطيه العميل لوسيطه والذي يعبر عن رغبة العميل في شراء أو بيع أوراق مالية معينة،[2] كما أن هذه الأوامر يجب أن تكون واضحة منعا لأي التباس يقع فيه الوسيط من حيث :[3]

-نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة؛

-كمية الأوراق موضوع الصفقة؛

-**السعر** المطلوب موضوع الصفقة؛

-الفائدة وسنة الإصدار لبعض الأوراق المالية.

وتختلف أوامر شراء وبيع الأوراق المالية باختلاف سعر وزمن التنفيذ، كما تؤثر آليات الإيقاف والاستمرار لطلبية في تحديد نوع الأمر. لذلك يمكن إبراز أنواع الأوامر وخصوصيتها فيما يلي:

-**أوامر السوق** :وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا، حيث يطلب المستثمر من السمسار بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن في السوق وقت صدور الأمر، وهنا يكون السمسار ملزما ببذل أقصى جهد

[1] جاب الله عادل رياض، مرجع سبق ذكره، ص 37.

[2] محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 155.

[3] محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازل القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي، الطبعة الأولى، بيروت، 2004، ص 99.

للتواصل إلى أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة أمر البيع. وفي هذا النوع من الأوامر يكون المستثمر شبه متأكد من التنفيذ.[1]

-**الأوامر المحددة** :على عكس أوامر السوق، يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بتعيين سعر محدد يمثل سعر التنفيذ، بالنسبة لأمر الشراء المحدد يستلزم من السمسار تنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد في الأمر أو يتساوى معه، أما إذا كان الأمر المحدد خاص بالبيع فيتوجب منه تنفيذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه.[2]

-الأوامر الخاصة: تتضمن الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة، وفيما يلي إيضاح لهذه الأوامر :[3]

-**أوامر الإيقاف** :وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه، ويحدد المستثمر في هذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها كما هو الحال في الأوامر المحددة، إلا أن تنفيذ أمر الإيقاف يختلف عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، وتنقسم أوامر الإيقاف إلى نوعين هما؛ أوامر خاصة بالبيع وأخرى خاصة بالشراء.
-**أوامر الإيقاف المحددة** :تعتبر هذه الأوامر امتداد لأوامر الإيقاف، إذ أنها تقلل من ظروف عدم التأكد فيما يتعلق بسعر التنفيذ عند استخدام أوامر الإيقاف. ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر الآمر حدا أدنى لسعر بيع الأصول المالية على أن يقوم السمسار بتنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه، أو أن يقوم المستثمر بوضع حد أقصى لسعر الشراء على أن ينفذ السمسار الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه .

أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال :على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الآمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه فإن الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي للسمسار الحق في إبرام الصفقة

[1] Paul jacque Lehman, la bourse de Paris, Edition dounod, paris, 1991, p 124-124.

[2] رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 41.

[3] jean François susbbielle la bourse sur internet ,Editions d'Organisation , 1ér Edition , paris 2001, p 353-365.

واجراء العمليات حسب توقعاته. وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة في وضع مواصفات الأمر كوقت التنفيذ، السعر والكمية، أو مقيدة بإحدى المواصفات.[1]

4-إصدارات السوق المالي:

يمكن تقسيم إصدارات السوق المالي على النحو التالي:[2]

-إصدارات أهلية واصدارات حكومية :من زاوية طبيعة الجهة المصدرة للورقة المالية، يكون الإصدار أهليا متى كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية كشركة مساهمة أو بنك تجاري، ويكون حكوميا متى كانت جهة الإصدار هيئة حكومية كالبلدية أو إدارة البريد، تنحصر الإصدارات الحكومية في أدوات الدين كالسندات بأنواعها وأذونات الخزينة بينما تشمل الإصدارات الأهلية أدوات الملكية.

-إصدارات أولية واصدارات موسمية :من زاوية غرض الإصدار، فإن الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها الأساسي يعتبر إصدارا أوليا، بينما تسمى جميع الإصدارات التالية والتي تهدف إلى زيادة رأسمال الشركة أو إلى التوسع بالإصدارات الموسمية.

-إصدارات الدين واصدارات الملكية :ومن زاوية الحقوق المترتبة على الإصدار بالنسبة للمستثمر، يعتبر الإصدار دينا متى ترتب لحامله حقا لدائنيه وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين. ويعتبر الإصدار حق ملكية متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك. في جهة الإصدار لذا من الطبيعي أن تنعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار، بينما تنعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل زيادة في رأس المال.

-إصدارات مسجلة (اسمية) واصدارات لحاملها :تقسم الإصدارات من حيث شكل الصك المصدر إلى إصدارات اسمية وأخرى لحامله، ويكون الإصدار اسميا متى تسجيل اسم المستثمر على الصك ويكون لحامله متى كان خاليا من اسم المستثمر وانما يحمل عبارة لحامله.

-إصدارات قصيرة الأجل واصدارات طويلة الأجل :ينطبق هذا التقسيم على أوراق الدين أما أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها)، فالوفاء غير مرهون بأجل بل تبقى ما دامت الشركة المصدرة لها قائمة.

[1] محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 249.

[2] رسمية احمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 38-40.

ومن المتعارف عليه في الأسواق المالية اعتبار الأوراق المالية التي يستحق أجلها في حدود سنة واحدة بإصدار قصير الأجل، أما إذا زاد يكون الإصدار طويل الأجل .

إصدارات مضمونة واصدارات غير مضمونة :يكون الإصدار مضمونا متى أرفق الإصدار بضمان لتأمين حقوق المقرض الذي قد يأخذ صورة أصل حقيقي، ويترافق شرط الضمان عادة مع إصدارات الين خصوصا إذا كانت من النوع الطويل الأجل. ومن الجدير بالذكر أن إصدارات حق الملكية كالأسهم لا يمكن أن تكون مضمونة لأن حامل السهم يعتبر مالكا للشركة المصدرة، وبالتالي لا يمكن أن يطلب ضمان حقوقه.
إصدارات محلية واصدارات أجنبية :إذا كانت الجهة المصدرة للأوراق المالية موجودة في نفس موطن المستثمر فتعتبر إصدارات محلية، أما لو قامت إحدى الشركات المستثمرة بإدارة إصدارات لإحدى المؤسسات الأجنبية المقومة أو المحررة بالعملة الأصلية للبلد المستثمر فيها فتعتبر إصدار أجنبي.

المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية وكفاءتها

تنبع أهمية الأسواق المالية من الدور غير التقليدي الذي أصبحت تلعبه على مستوى الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، حيث أصبحت تعرف هذه الأسواق بابتكاراتها الحديثة التي تغطي حاجيات المتعاملين فيها من مدخرين ومستثمرين، مما زاد من كفاءتها الاقتصادية وفرض مؤشراتها كمقياس لتعافي الاقتصاد أو انهياره.

المطلب الأول: مؤشرات السوق المالي وطرق قياسها

يتمثل مؤشر السوق المالي قيمة محفظة السوق في كل لحظة، الأمر الذي يسمح باحتساب مردوديتها بين زمنين مختلفين، وهو الأمر الذي يؤدي إلى قياس تطور مستوى الأسعار، وتمثل المحفظة عينة من أسهم الشركات المسعرة في السوق بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق.

الفرع الأول: تعريف المؤشر.

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ...الخ، ارتفاعا أو انخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل.[1]

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

وهناك نوعين من المؤشرات، التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S&P 500) ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة .[2]

[1] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سابق ص، 19.

[2] http://www.arab-api .org/course9/c9-4-1.htm consulté le 26/04/2018 à 14:05

1-استخدامات المؤشر.

لمؤشرات السوق المالي استخدامات عديدة تهم المستثمرين الذين يتعاملون في الأسواق المالية كمؤسسات أو كأفراد. ومن أهم هذه الاستخدامات نذكر:

-إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: من خلال مقارنة التغيير في مردودية المحفظة مع التغيير في مؤشر السوق.[1]

-الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقا لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

-التنبؤ بالحالة التي سيكون عليه السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعية العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل والتنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

-تقدير مخاطر المحفظة: بواسطة قياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.[2]

-يحتوي المؤشر على روافد المنتجات المشتقة.

2-بناء المؤشر.

تمر عملية بناء مؤشر السوق المالي بثلاثة مراحل، تتمثل هذه المراحل في : اختيار عدد الأوراق المالية المكونة للمؤشر ، ثم عملية الترجيح وأخيرا مرحلة حساب المؤشر .

[1] الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص445.

[2] http://www.arab-api.org/course9/c9-4-2htmconsulté le 19/04/2011 à 16:25.

أ–مرحلة اختيار عدد الأوراق المالية.

يعرف مؤشر السوق على أنه محفظة مالية، واختيار عدد الأوراق المالية (N) المكونة لهذه المحفظة يتطلب أولا الهدف الذي تم تكوين المؤشر من أجله، والذي يتمثل عموما في تمثيل السوق، قطاع...الخ.

عدد الأوراق المالية المكونة للمؤشر تتعلق عادة بالرسملة البورصية من الأكبر إلى الأصغر، وبسيولة الورقة المالية بحسب حجم التداول، ونتيجة لتغيير الرسملة البورصية عبر الزمن من الضروري، دوريا، إعادة تكوين المؤشر بإحلال الأوراق المالية التي تشهد نموا بأخرى في حالة تراجع.

ب–مرحلة ترجيح الأوراق المالية.

تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي:

–الترجيح بواسطة الرسملة البورصية.

تعرف المؤشرات المرجحة بواسطة الرسملة البورصية على أنها محافظ لها أوزان نسبية نسبة إلى الرسملة البورصية لمكونات هذه المحفظة، وزن كل ورقة مالية يتعلق بأهميتها في القطاع الممثل بواسطة المؤشر.

ويكتب المؤشر بواسطة هذا الترجيح على الشكل[1]:

$$I(t) = I(s)\frac{\sum_i nisSi(t)}{\sum nisSi(s)}$$

حيث تمثل:

1- nit و nis: عدد الأوراق في الزمنين s وt .

2- $Si(t)$ و $Si(s)$: سعر الورقة المالية i في الزمنين s و t .

3- $niSi$: الرسمنة البورصية للورقة المالية i .

[1] Roland portrait & patrice poncet, finance de marche,Opcit,p274.

وفي حالة أية تغيير لرأس المال، فإن المعادلة السابقة تصبح من الشكل:

$$I(t) = \frac{1}{\alpha i \cdot t} I(s) \frac{\sum_i nis\, Si(t)}{\sum_i n\, is\, S(t)}$$

حيث αj عامل التعديل الذي يضمن استمرارية في حالة عملية تعديل رأس المال في رقم j.

3-المؤشر ذو السعر متعادل – مرجح :

من أشهر أنواع المؤشرات التي تستخدم هذا الترجيح، مؤشر داو جونز Dow jones ومؤشر نيكاي 225 (Nikkei 225)، يعكس هذا المؤشر تطور محفظة تتكون من سهم عن كل مؤسسة داخلة في تكوين المؤشر ، والذي يعطى بين الزمنين $t-1$ و t بالمعادلة التالية :

$$I(t) = I(t-1) \frac{\sum_i Si(t)}{\alpha t \sum_i Si\,(t-1)}$$

أسهم المؤشر يكون لديها نفس الوزن مهما كانت رسملتها البورصية .

أ-مؤشرات المردودية.

في هذا النوع من الترجيحات نأخذ بعين الاعتبار توزيع الأرباح، وهو الأمر الذي لا تأخذه الترجيحات السابقة بعين الاعتبار رغم أنها الأكثر استخداما.ويحسب هذا المؤشر على أنه محفظة مؤشرية portfolio Indexيتم إعادة استثمار أرباحها إضافة إلى أنها ممولة ذاتيا، فإذا كان $divi(t)$ يمثل الأرباح المولدة في الزمن t بواسطة الورقة المالية i الداخلة في تكوين المؤشر، فإن إعادة استثمار الأرباح في الزمن t يؤدي إلى إعادة تشكيل المؤشر بأخذه بعين الاعتبار لاستمرارية المؤشر .[1]

ويحسب المؤشر بالعلاقة التالية :

$$I(t-) = \sum_i nit - Si(t-) = \sum_i nit - \left(Si(t+) + DiVi(t)\right) = I(t+) = \sum_i nit + Si(t+)$$

[1] Opcit,p276 .

المطلب الثاني: كفاءة السوق المالي وطرق قياسها

أضحى قيام السوق المالي ضروريا وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول السوق المالي حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة.

الفرع الأول: كفاءة السوق المالي

1-كفاءة السوق المالي: وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لكل معلومة جديدة يستقبلها المتعاملون في سوق المالي، فتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا حسب طبيعة الأنباء إن كانت سارة أو العكس، وبذلك تتغير نظرتهم اتجاه المنشأة المصدرة للسهم.

يعكس سعر سهم المنشاة في السوق الكفء جميع المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات عبارة عن معلومات تنشرها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو قوائم مالية وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، فضلا عن ذلك فإن السعر يعكس أيضا توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا لا يعني تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحبطة بها تماما بالرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق.

وذلك أن سوق المالي يتضمن أنواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات هذه السوق، فهناك:

-المستثمرين قليلو الخبرة، وتمثل تصرفاتهم ضغطا سلبيا على الأسعار في اتجاهات بعيدة عن القيم المحورية لسوق المالي.

-المستثمرين المحترفون، ويتمتعون بقدر عال من الخبرة، وتقوم تصرفاتهم بالضغط الإيجابي على الأسعار في اتجاه القيم المحورية لسوق المالي.

ونتيجة لهذا التفاوت في مستويات الخبرة ودقة التحليل بين المستثمرين، يتوقع وجود انحراف بين القيمة السوقية للورقة والقيم المحورية لها، مما يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية لفائدة بعض المستثمرين.[1]

2-أنواع كفاءة السوق المالي: يمكن تقسيم كفاءة سوق المالي إلى الكثير من الأنواع:

أ-الكفاءة الكاملة: لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:

-عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها

-للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من السوق المالي وذلك دون شروط وبكل سهولة ويسر.

-توافر معلومات كاملة عن السوق المالي الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.

-وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

-تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

ب-الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمة الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.[2]

الفرع الثاني: شروط تحقيق كفاءة سوق المالي وصيغها المختلفة

قبل التطرق إلى الصيغ المختلفة لكفاءة سوق المالي يجب أن نتطرق إلى شروط تحقيقها:

[1] صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص،24.

[2] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية،دون طبعة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص، 32.

1-شروط تحقيق كفاءة سوق المالي:

ويستلزم تحقيق كفاءة سوق المالي تحقيق كل الشروط التالية:

ا. **الكفاءة التخصيصية:** تعبر الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، ويعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات. وفي هذا الإطار يمكن القول إن السوق تلعب دورين أساسيين، الأول مباشر والثاني غير مباشر. فمن خلال الدور المباشر فعندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم يشترون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظر أن تحقيقها هذه المؤسسة، وهذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق وتفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها وزيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالاقتراض وهي في ظروف جديدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها .[1]

ب. **كفاءة التسعير:** تدعي بالكفاءة الخارجية، وفي الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير السوق المالي المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق وكذا تحقق التوازن بين جانبي العرض والطلب، كما لا يستطيع أيا من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع والشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم فلا يمكن القول إذا بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق.[2]

ت. **كفاءة التشغيل:** تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية، ويمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملين تكاليف تعامل عالية، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. أما عن التعاملات وكذا الضرائب فهي تلعب دورا هاما في الحد من الكفاءة

[1] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، دون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،1991، ص،45.

[2] محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ،287.

التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقا أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة وبيوت الخبرة وصناع السوق من شأنه أن يخلق جوا من التنافس بينهم السوق، مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل والأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.[1]

2-الصيغ المختلفة لكفاءة سوق المالي

قام كل من" هاري موربرت" و"بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات كما يلي:[2]

ا. **فرض الكفاءة الضعيفة:** يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمة السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

ب.**فرض الكفاءة شبه القوية:** تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سواء تمثلت في معلومات متعلقة بالشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعية أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

ت.**فرض الكفاءة القوية** :فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على

[1] عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 33-34.

[2] وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها فالتنمية الاقتصادية، حالة تطبيقية لسوق عمان المالي، مذكرة ماجيستر، جامعة الجزائر، 1996-1997، ص ص،58-60.

حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم .

الفرع الثالث: طرق قياس فرضية السوق الكفء

لقد اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون الاستناد إلى جانب نظري وهو ما جعل FAMA يقوم بصياغة فرضية السوق الكفء في إطار نموذج المباراة أو اللعبة العادلة والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية التي تتماشى مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

و يعتمد سعر الورقة المالية وفقا لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية (+) و يتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين (+)، (++1) ليصل السعر إلى (P_T+1) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة و يتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائية مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية ($T+1$) لا يكون مساويا في بعض الأحيان السعر الذي يتم عنده التداول في الفترة ($T+1$) و يؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية ($T+1$) و السعر الذي توقع المستثمر أن يسود في تلك الفترة كما توضحه المعادلة التالية:

$$\xi_T + 1 = P_T + 1 - E_T(P_T + 1)$$

حيث أن:

$\xi_T + 1$ = حد الخطأ العشوائي

$P_T + 1$ = سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية ($T+1$)

$E_T(P_T + 1)$= السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية ($T+1$) والذي صاغه المستثمر عند النقطة (T).

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناء على كل المعلومات، كما يتمتع المستثمرون باتخاذ القرارات جيدة الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية.

وتتخذ دالة احتمال العوائد المتوقعة كالآتي: $\$_P(R_T + n/\Omega_{tp} = \$(\mathrm{R_T} + n/\Omega_T$

حيث أن:

Ω_T = كافة المعلومات التاريخية والحالية.

Ω_{tp} = المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين عند نفس النقطة الزمنية.

وترجع المعلومات وفقا لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك تباينا في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد والعائد الفعلي و بالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباحا غير عادية يطلق عليها خطأ التنبؤ و تأخذ الصيغة الآتية

$$\mathrm{M_T} + 1P = R_T + 1 - E^P(\mathrm{R_T} + 1\Omega_{TP}$$

حيث أن:

$\mathrm{M^T} + 1P$ = خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية (T+1) ويمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية

RT+1 = معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية (T+1)

$E^P(\mathrm{R_T} + 1\Omega_{TP}$= معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية (T+1)

و في الأخير يأخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الآتي: $= \alpha + \mathrm{b}\theta + \mathrm{et}\ \mathrm{et}P_T$

حيث أن:

P_T = سعر الأوراق المالية في النقطة الزمنية.

θ = المعلومات

e_t = الخطأ العشوائي

a= معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن "t"

b= معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن "t"

كما يوجد نموذج EARCH لقياس الكفاءة و الذي قدمه (Engle،1982) و قام بتطوير (Bollerslev،1986) حيث يقدم النموذج إطار للعلاقة بين العائد المتوقع و التغيرات في المخاطر أو تدبدب عائد الأصول وفقا لنظرية المحفظة و يأخذ النموذج EARCH الصفحة التالية:

$$Y_t + u_t + \delta 1 h_1 + \xi_t$$

حيث أن:

Y عائد الأوراق

U تقديرات المعلومات الماضية

ξ_T الخطأ العشوائي للمعلومات السابقة

H_t تباين الخطأ

يوضح هذا النموذج أهمية الارتباط بين العائد والمخاطر، وانخفاض درجة تقلب العائد في السوق إلى جانب ضرورة استجابة الأسعار للمعلومات ليكون السوق كفء.

المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق المالي.

إن قيام سوق المالي في أي بلد ما يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك السوق وإحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية، وهذا لتفادي العقبات التي تقف كحجرة عثرة أمام عملية تطويرها، الأمر الذي يساعد في إنجاح مسيرة السوق وقيامها لدورها بفاعلية، والمقصود بالنجاح ليس زيادة أحجام التداول أو ارتفاع الأسعار، بل قيام السوق بواجبها، وهو توفير السيولة للمستثمرين.

الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق المالي

وهي الشروط التي تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق المالي ومنها:

-وجود نظام اقتصادي رأس مالي حر يتميز بوجود حافر الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن.

-الاستقرار السياسي والاقتصادي وذلك من خلال " توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، وبالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى راسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات والفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج".[1]

-وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني؛

-وجود عملية وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.

-مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الادخار.

-توفر الوعي الاستثماري والثقافة البورصية لدى الأفراد.

-وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم وفعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز في التمويل.

-كما يعتمد نجاح سوق المالي في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية وحماية لهذه السوق، ويتم ذلك عن طريق.

- وجود تشريعات قانونية واضحة صريحة وقوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة والوساطة والوكالات لضمان التصريف والتجديد والابتكار وزيادة ثقة المستثمرين بالسوق المالي المتداولة.
- وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق المالي، على أن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.
- ضرورة توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية والاستثمارية.
- فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق المالي.

[1] نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، بدون طبعة، جامعة عين شمس، مصر، 2005، ص79.

- وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل.[1]

الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق المالي

ويمكن إيجاز الشروط لنجاح سوق المالي في ثلاث شروط أساسية:

1-شروط الذرية: يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ تهدف إلى جعل بورصة السوق المالي أكثر تنافسية وبالتالي أكثر قدرة على جذب الادخار وهي:[2]

2-مبدأ تعايش قسمي السوق: فكلاهما مهم ولازم للآخر ومكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار السوق المالي وطرحها للاكتتاب في البورصة وبالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولي بتغطية احتياجاتهم من السيولة.

3-مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشترين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة السوق المالي حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

4-مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: وذلك من أجل تقليص المخاطر.

-شرط السيولة: يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن سهولة السوق المالي فيه وهو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة السوق المالي عن طريق مجموعة من المبادئ:[3]

1-مبدأ حرية الدخول والخروج: أي سهولة الدخول والخروج من وإلى السوق دون مضايقات أو حواجز.

2-مبدأ حرية الاستثمار: بعدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز.

[1] محمد الصرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر ،2006، ص ،36-37

[2] محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للسوق المالي، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000، ص 140 .

[3] نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص، 83.

3–مبدأ عدم استقرار رأس المال: لضمان سيولة الادخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

4–مبدأ الاستقرارية: تتأثر أسعار السوق المالي بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، ومخاطر منظوميه ناجمة عن عدم استقراريه محيط بورصة السوق المالي من جميع النواحي السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، والثقافية.

الفرع الثالث: شرط الشفافية: فيجب أن للمدخر كافة المعلومات الدقيقة والصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة وكذا الملصقات واللوحات الالكترونية التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر ويدعم الثقة في السوق المالي بين المستثمرين.

كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

ويمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق المالي:

-كوجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياء التام ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

-كذا وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية ذات الصلة بالسوق المالي ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالسوق المالي ويمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء.[1]

[1] محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحولها ومستقبلها، دون طبعة، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، ص ص، 83-84.

خلاصة الفصل

تمثل سوق المالي القسم الثاني لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد جناحي السوق المالي، واتضح أنها تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، وتبين أيضا أن سوق المالي تضطلع بأداء وظيفتين أساسيتين هما التجمع والتمويل.

والأدوات المالية في السوق المالي بمختلف أنواعها وأشكالها، هي عبارة عن صكوك مالية تتداول في هذه السوق وتصنف إلى عدة أصناف وذلك حسب معايير مختلفة تتمثل في طبيعة الورقة المالية، تاريخ الاستحقاق، الجهة التي تصدرها، وأهم أنواعها:

- الأسهم وهي أوراق مالية تمثل حقوق الملكية.
- السندات وهي أوراق مالية تمثل حقوق الدين.
- الأوراق المهجنة وهي أوراق مالية تجمع بين حقوق السهم وحقوق السند.
- المشتقات المالية وهي ليست أوراق مالية إنما عقود نابعة أو مشتقة من الأوراق المالية.

كما أنها تخضع لتنظيم متكامل، حيث أنها تسير وفق نظام تشغيل يتكون من قاعة للتداول ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال آليات لتداول هذه الأوراق المالية، ويرتبط تحقيق الكفاءة في هذه السوق بمدى توفر المعلومات لدى المستثمرين وعدالة فرض الاستفادة منها، وتبين كذلك أنه من أجل نجاح هذه السوق فإنه يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام كوجود جهاز مصرفي متكامل، ووجود تشريعات وقوانين تحمي جميع المتعاملين في هذه السوق، كما يجب تحقيق شروط خاصة تتعلق بالسوق في حد ذاتها كشرط السيولة والشفافية.

الفصل الثاني :

الأسواق المالية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية

تمهيد:

تواجه الدول النامية أكبر تحدي يتمثل في التنمية الاقتصادية وتسعى إلى تحقيق ذلك بإعادة بناء هياكل الاقتصاد الوطني ببناء إستراتيجية تنموية حسب ما تقتضيه الظروف الجديدة بالاعتماد على الاستثمارات باعتبارها الركيزة الأساسية لكل تنمية اقتصادية فهي تهدف ليس إلى تحقيق الإنتاج وإنما إلى زيادة نموه بتوسيع الطاقة الإنتاجية للمجتمع وينعكس ذلك على المجتمع بالإيجاب من خلال زيادة الدخل الوطني وخلق مناصب شغل جديدة وتحسين مستوى معيشة المجتمع.

كما تخضع القطاعات الاقتصادية إلى ميكانيزمات مختلفة من بينها الاستثمارات التي تعتبر العمود الفقري لأي نهضة اقتصادية وأساس النمو الاقتصادي على المستوى الكلي "الدولة" وكذلك الجزئي "المؤسسة" ومن المعلوم أن مجال فترة زمنية طويلة ورأس مال ضخم لذلك فإن أي من المشروعات كان يحتاج إلى التمويل لكي ينمو ويواصل حياته حيث يعتبر بمثابة الدعم الجاري للمشروع ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له لدور الفعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية لذلك قسمنا هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التنمية الاقتصادية

المبحث الثاني: دور الأسواق المالية في دعم إمكانيات التنمية الإقتصادية

المبحث الثالث: الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التنمية الاقتصادية

إن عملية التنمية الاقتصادية ليست بالمهمة البسيطة ، لأن خبرات الدول المتقدمة أظهرت أنه لا يوجد تعريف وحيد للتنمية الاقتصادية قد يكون مرضيا و ملائما كليا و بكل ما في الكلمة من معنى لكل دولة حول العالم . و بعبارة أخرى فإن مصطلح " تنمية اقتصادية " كان مشكلة واجهت الاقتصاديين ، المخططين والقادة السياسيين الذين حاولوا إيجاد تعريف نهائي لها ، قد يكون باستطاعة كل الدول اتباعه .

وبالتالي تعتبر التنمية الاقتصادية الشغل الشاغل لحكام واقتصادي الكثير من دول العالم، خاصة الدول النامية والمختلفة والتي خصصت لها سياسات اقتصادية هامة ومبالغ مالية معتبرة من أجل تحقيقها.

المطلب الأول: ماهية التنمية الاقتصادية وأهدافها

سنتطرق في هذا المطلب إلى ماهية التنمية الاقتصادية وكذا إلى أهم أهدافها فيمايلي:

الفرع الأول: ماهية التنمية الاقتصادية

لا يمكن التكلم عن التنمية الاقتصادية دون التعرض إلى المفاهيم المرتبطة بها وهي:

1-مفهوم النمو الاقتصادي

التعريف الأول: "هو التوسع في الناتج الحقيقي أو التوسع في نصيب الفرد من الناتج الوطني الحقيقي وهو بالتالي يخفف من عبء قلة الموارد، وبعبارة أخرى هو زيادة قدرة الوطن على الإنتاج السلع والخدمات، فكلما كان معدل نمو الاقتصاد الوطني أكبر من معدل نمو السكان كلما كان ذلك أفضل، لأنه سوف يؤدي إلى رفع مستوى معيشة الأفراد. [1]

التعريف الثاني: "هو عبارة عن الزيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي أو الناتج المحلي الإجمالي بين فترتين، أو ارتفاع معدل الدخل الفردي، والذي هو عبارة عن الناتج القومي الحقيقي مقسوما على عدد السكان. [2]

[1] عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2005، ص 12.

[2] محمود الوادي وآخرون، الأساس في علم الاقتصاد،دون طبعة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 331.

2-مفهوم التنمية الاقتصادية

إن الكتاب اختلفوا في تعريف التنمية الاقتصادية ونظرا لأن عملية التنمية معقدة تنطوي على تطور شامل لجميع أجزاء النظام الاقتصادي، كما أنها تؤدي إلى تعديل العلاقات المختلفة التي تربط بين عناصر هذا النظام بعضها ببعض خاصة وأن التنمية الاقتصادية تقترن بنمو السكان، وبتراكم رأسمال، وتطبيق الابتكاراتالجديدة في أساليب الإنتاج تعتبر تركيب السكان وتغير الإنفاق الوطني بين الاستهلاكوالادخار وأيضا توزيع الشرائح الاجتماعية. [1]

حيث يمكن تعريف التنمية الاقتصادية بأنها "عملية يتم عن طريقها زيادة الدخل القومي لدولة ما على مر الزمن بحيث يترتب على ذلك ارتفاع متوسط نصيب الفرد من هذا الدخل". [2]

وتعرف أيضا على أنها" ظاهرة مركبة تتضمن النمو الاقتصادي كأحد عناصرها الهامة. ولكنها تتضمنه مقرونا بحدوث تغيير في الهياكل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية والعلاقات الخارجية، بل يمكن القول أن التنمية تتمثل في تلك التغيرات العميقة في الهياكل الاقتصاديةوالاجتماعية للدولة، وفي العلاقات التي تربطها بالنظامالاقتصادي الدولي التي يكون من شأ،ها تحقيق زيادات تراكمية قابلة للاستمرار في الدخل القومي الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن، إلى جانب عدد من النتائج الأخرى غير الاقتصادية". [3]

كما عرفها آخرون بأنها" عملية تغيير مقصود ومخطط له بعناية لجميع المجالات الاقتصادية، السياسية والثقافية السائدة في مجتمع يتسم بسمة عدم التطور في هذه المجالات بهدف الوصول إلى مستويات أفضل من حيث الكم والنوع لإشباع وتلبية الحاجات الأساسية لأفراد هذا المجتمع". [4]

نستنتج مما سبق أنه في كثير من الأحيان يتم الخلط بين مفهومي النمو والتنمية الاقتصادية، وهذا يستدعينا لأن نبين الفرق بين هذين المفهومين، وتبيان الأبعاد المتداخلة بينهما، والظروف المتباينة التي تميز كل منهما عن الآخر.

---

[1] عبد العزيز ومحمد على الليثي، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 20.

[2] محمود يونس محمد وعبد النعيم محمد مبارك، أساسيات علم الاقتصاد، دون طبعة ،الدار الجامعية، الإسكندرية، بيروت،1985، ص 404.

[3] جمال حلاوة وعلي صالح، مدخل إلى علم التنمية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولي، الأردن، 2009، ص 31.

[4] على جذوع الشرفات، مرجع سبق ذكره، ص 5.

وعليه يمكن التفرقة بين المصطلحين على النحو التالي:

- إن النمو الاقتصادي ينطوي على تغيرات اقتصاديةمعينة يمكن تقديرها في صورة كمية، مثل الدخل ونصيب الفرد من رأس المال أو إنتاجية العمل، في حين أن التنمية الاقتصادية تتضمن تغيرات هامة في المجالات الاجتماعية والهيكلية والتنظيمية.

- إن إصلاح النمو الاقتصادي يستخدم حينما يحدث تغيير اقتصادي تلقائي، بينما يستخدم مصطلح التنمية الاقتصادية في حالة استحداث تغييرات مقصودة مستهدفة ومخطط لها.

- رغم أنه يترتب عن كل من النمو والتنمية الاقتصادية زيادات في الدخل الوطني الحقيقي ونصيب الفرد منه، إلا أن استخدام مصطلح التنمية ينطوي على التغييرات الهيكلية في الاقتصاد، وهو أمر ليس من الضروري توافره في حالات النمو الاقتصادي.

- يرى الاقتصادي "بوافييه" أن: "النمو الاقتصادي ليس سوى توسع اقتصادي تلقائي تتم في ظل تنظيمات اجتماعية ثابتة ومحددة وتقاس بحجم التغييرات الكمية الحادثة والواقعة، في حين أن التنمية الاقتصادية تفترض تطويرا فعالا وواعيا، أي إجراء تغييرات في التنظيمات الاجتماعية للدولة.[1]

- ويرى المؤلفان الدكتور جمال حلاوة والدكتور على صالح أن " النمو يحصل حتى في ظل الاحتلال أو الاستعمار، أما التنمية فلا حدوث لها في ظل الاحتلال، لأن الاحتلال يأتي ليدمر لا ليبني، ويأخذ ولا يعطي، حيث أن النمو لايحتاج إلى وضع البرامج والخطط الإستراتيجية المختلفة فيأتي بصورة عفوية تلقائية دون إعداد مسبق بينما التنمية جهد قصدي فهي توجيه وتدخل من قبل الدولة والشعب". [2]

وبالتالي رغم التداخل الواضح بين المصطلحين فإن مفهوم التنمية الاقتصادية أوسع وأشمل من مفهوم النمو الاقتصادي.

نستخلص مما سبق أن عملية التنمية الاقتصادية تهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية خاصة، وهذا يعتمد على أمور عدة، أهمها زيادة الاستثمار، وهنا يتعين على القائمين بعميلة التنمية اختيار الإستراتيجية الملائمة للتنمية الاقتصادية التي تساعد على تطوير الاقتصاد وتحقيق الأهداف المطلوبة وبكل تأكيد فإن أساس التنمية الاقتصادية هو الاعتماد على الذات، فلا يمكن أن تتحقق التنمية المنشودة إذا اعتمدت الدولة بشكل كلي

[1] محمد عبد المؤمن، إستراتيجية التنمية في الدول النامية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص 26.

[2] جمال حلاوة وعلي صالح، مرجع سبق ذكره، ص 32.

على استيراد كامل للتكنولوجيا ولأدوات الإنتاج، فالقدرة على صناعة وتطوير السلع الإنتاجية تعتبر الطريق الرئيسي السليم نحو التنمية الاقتصادية الحقيقية. [1]

الفرع الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية.

إن أهداف التنمية تختلف من دولة إلى أخرى ويعود ذلك إلى ظروف الدولةو أوضاعها الاقتصاديةوالاجتماعية وحتى السياسية ويمكن حصر الأهداف في الآتي: [2]

1-زيادة الدخل الوطني الحقيقي: معظم الدول النامية تعاني من الفقر وانخفاض مستوى معيشة سكانها ولا سبيل للتخلص من هذا إلا بزيادة الدخل الوطني الحقيقي الذي يساعد في التغلب تدريجيا على جميع المشاكل التي تعاني منها الدول النامية حاليا، خاصة إذا تحققت زيادة الدخل من إحداث تغيرات عميقة وهيكلية في البنية الاقتصادية.

2-رفع مستوى المعيشة: تسعى الدول النامية في خططها الإنمائية إلى تحقيق مستوى معيشة مرتفع، فالتنمية الاقتصادية ليست مجرد وسيلة ارفع مستوى معيشة سكان تلك الدولة علما أن هناك ارتباطا وثيقا بين زيادة السكان فكلما كانت زيادة السكان أكبر من زيادة الدخل كلما انخفض متوسط نصيب الفرد وأدى ذلك إلى انخفاض متوسط نصيب الفرد وأدى ذلك إلى انخفاض مستوى المعيشة.

3-تقليل التفاوت في توزيع الدخول والثروات: يعتبر تقليل التفاوت في توزيع الدخول هدف من الأهداف الاجتماعية في عملية التنمية الاقتصادية، فأغلب الدول الناميةالتي تعاني من انخفاض الدخل الوطني ومن انخفاض متوسط نصيب الفرد تعاني من اختلالات في توزيع الدخول والثروات، وتزداد هذه الظاهرة تفاقما كلما كبر حجم السكان واتسعت أقاليم الدولة وتباينت، كما أن هذا التفاوت يميل إلى وضع الأفراد في طبقات وأهم هذه المساوئ هي هدر الموارد الاقتصادية، فالأغنياء سينفقون أموالهم في السلع الكمالية وستوجه موارد المجتمع إلى هذه الناحية.

[1] فضيلة جنوحات، إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 78.

[2] حربي محمد عريقات، مبادئ الاقتصاد والتحليل الكلي، دون طبعة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص ص 266، 267.

4-التوسع في الهيكل الإنتاجي: يجب أن تسعى التنمية الاقتصادية إلى توسيع قاعدة الهيكل الإنتاجي لأن التنمية لا تقتصر على مجرد زيادة الدخل الوطني زيادة متوسط نصيب الفرد بل توسع في بعض القطاعات الهامة من الناحية الاقتصادية والفنية، كما يجب على الدول بناء الصناعات الثقيلة إن أمكن ذلك من أجل أن تمد هذه الصناعات الاقتصاد الوطني بالاحتياجات اللازمة، ومن أهم المشاكل التي تعاني منها الدول النامية والتي تسعى التنمية لتحسينها تتمثل في تخلف القاعدة الإنتاجية، ضعف درجة التشابك بين القطاعات وهيمنة قطع واحد، ارتباط القطاع الواحد بالتصدير للعالم الخارجي وتبعيته بالإضافة إلى الثقل الكبير للقطاع الواحد في توليد الدخل الحكومي وتحديد مستوى النشاط.

بالإضافة إلى ماسبق لابد من التطرق إلى التنمية المستدامة، فمنذ قمة الأرض الأولى في ريو ديجانيرو بالبرازيل حول البيئة والتنمية عام 1992 أصبح لمفهوم التنمية المستدامة متداولا ومألوفا في المناقشات الاقتصادية والسياسة والبيئية.[1]

لقد تعددت تعريفات التنمية المستدامة فعرفت في قاموس ويستر "على أنها تلك التنمية التي تستخدم الموارد الطبيعية دون أن تسمح باستنزافها أو تدميرها جزئيا أو كليا"، كما عرفها وليم رولكز هاوس مدير حماية البيئة الأمريكية على أنها: "تلك العملية التي تقر بضرورة تحقيق نمو اقتصادي يتلاءم مع قدرات البيئة، وذلك من منطلق أن التنمية الاقتصادية والمحافظة على البيئة هما عمليات متكاملة وليست متناقضة. [2]

5-تعريف التنمية المستدامة: تعرف على أنها: "التنمية التي تلبي احتياجات الحاضر دون الإخلال بقدرات الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتها، أو هي تعبير عن التنمية التي تتصف بالاستقرار وتمتلك عوامل الاستمرار والتواصل، أو هي تنمية قابلة للاستمرار وهي عملية التفاعل بين ثلاث أنظمة نظام حيوي، نظام اقتصادي، نظام اجتماعي." [3]

[1]- قانة زكي، التنمية المستدامة والبعد الدولي، مجلة دراسات الأغواط، العدد 16، ديسمبر 2011، ص 153.

[2]- عثمان محمد غنيم وماجدة أبوزنط، التنمية المستديمة فلسفتها وأساليب تخطيطها وأدوات قياسها، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 25.

[3]- خالد مصطفى قاسم، إدارة البيئة والتنمية المستدامة في ظل العولمة المعاصرة، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص 20.

6-أهداف التنمية المستدامة: تسعى التنمية المستدامة من خلال آلياتها ومحتواها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن تلخيصها فيما يلي: [1]

- تحقيق نوعية حياة أفضل للسكان؛
- احترام البيئة الطبيعية؛
- تعزيز وعي السكان بالمشكلات البيئية القائمة؛
- تحقيق استغلال واستخدام عقلاني للموارد؛
- ربط التكنولوجيا الحديثة بأهداف المجتمع؛
- إحداث تغيير مستمر ومناسب في حاجات وأولويات المجتمع.

المطلب الثاني: استراتيجيات التنمية الاقتصادية وأنواعها

يتعين على القائمين بعملية التنمية اختيار الاستراتيجية الملائمة التي تساعد على تحقيق النمو والتقدم الاقتصادي ثم تحقيق الأهداف المطلوبة.

الفرع الأول: تعريف الاستراتيجية.

تعرف بأنها مجموعة من العناصر والمرتكزات التي توضح معالمالطريق لتحقيق الأهداف العامة المرغوب فيها والأسلوب الذي يحدد كيفية السير في هذا الطريق الذي يتم في إطارها تنفيذ كافة الجهود الإنمائية، حيث ينصرف مفهوم إستراتيجية التنمية إلى الأسلوب الذي تنتهجه الدولة في رسم السياسة الإنمائية والانتقال بالمجتمع من حالة الركود الاقتصادي إلى مرحلة النمو الذاتي وفي واقع الأمر أنه لا توجد إستراتيجية شاملة ومتكاملة للتنمية الاقتصادية. [2]وتتمثل في:

الفرع الثاني: أنواع الاستراتيجيات الاقتصادية.

1-إستراتيجية الدفعية القوية: هذه الإستراتيجية تنص على أنه لا بد للاقتصاد من دفعة قوية تحثه على الانطلاق نحو النمو ذاتيا، هذه الدفعة تمثل في توظيف حجم ضخم من الاستثمارات في بناء المرافق والبنى

[1] عثمان محمد غنيم وماجدة أبو زنط، مرجع سبق ذكره، ص ص 29، 28.

[2] حربي محمد عريفات، مقدمة في التنمية والتخطيط، دون طبعة ،دار الكرمل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص 85.

التحتية مثل الطرق ووسائل النقل والمدارس وغيرها من البنى التحتية الضرورية لإطلاق حجم ضخم آخر من الصناعات ما كنت لتنشأ لولا الخدمات الضخمة التي تم توفيرها من خلال الدفعة القوية للاقتصاد التي تساعد على بدء عملية تصنيع أساسية في الدولة، هذه الدفعة القوية وحسب الخمس سنوات الأولى من النمو ترتفع تدريجيا مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وبالتالي زيادة الميل الحدي للادخارات من أجل مشروعات أخرى ضخمة في الاقتصاد. [1]

2-إستراتيجية النمو المتوازن: تنسب هذه الإستراتيجية إلى الاقتصادي "نيركسه" ولقد تركز تحليله في هذه الإستراتيجية على أن البلاد المتخلفة تعاني من انخفاض في الطلب على رؤوس الأموال نظرا لانخفاض الميل للاستثمار بها وهذا راجع إلى ضيق حجم السوق المحلية الأمر الذي يعرض الاستثمار في مشروع واحد لمخاطر كبيرة بالنسبة لتصريف منتجاتها ... وعليه فإنه ينبغي القيام بإنشاء عدد كبير من صناعات السلع الاستهلاكيةالمتزامنة بحيث تخلق كل صناعة طلبا على منتجات الصناعات الأخرى الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق توازن بينهما.

كما تركز إستراتيجية النمو الذاتي لنيركسه على ضرورة تحقيق قدر من التوازن بين القطاع الصناعي والزراعي، بحيث لا يؤدي تخلف القطاع الزراعي إلى وجود عقبات أمام نمو القطاع الصناعي.

ويرى نيركسه أنه يجب أن يستهدف التركيز على إنتاج السلع الاستهلاكية اللازمة لإشباع حاجات السوق المحلية أولا وليس بغرض التصدير على الأقل في المرحلة الأولى، يؤكد أيضا على ضرورة الاعتماد على الموارد المحلية أولا وليس بغرض التصدير على الأقل في المرحلة الأولى، يؤكد أيضا على ضرورة الاعتماد على الموارد الاقتصادية المالية اللازمة لتنفيذ البرنامج الاستثماري الضخم في إستراتيجية النمو المتوازن، ويلقى الشك حول جدوى الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية والتجارة الخارجية للدول النامية والتي تتحول شروط التبادل فيها لغير صالحها، ويرى أن توفير الموارد المحلية ينبغي أن يأتي من موارد القطاع الزراعي، سواد عن طريق ضرائب إضافية على القطاع الزراعي، أو عن طريق توجيه الفائض من الأعمال إلى العمل في بناء مرافق الاستثمار الاجتماعي، وبذلك يتوافر قدر كبير من التمويل المحلي اللازم لتلبية حاجة صناعة البرنامج الاستثماري ومشروعاته. [2]

[1] على جذوع الشرفات، مرجع سبق ذكره، ص ص 49، 50.

[2] هشام محمود الأقداحي، مرجع سبق ذكرهه، ص ص 163، 164.

3-إستراتيجية النمو غير المتوازن: يرى أنصار إستراتيجية النمو غير المتوازن أن هناك تركيز من قبل الدولة على قطاع رئيسي ورائد في المجتمع نتيجة لقلة الموارد المالية للاستثمارات في خطط التنمية والتي يؤدي هذا القطاع الرائد على جذب القطاعات الأخرى إلى مرحلة النمو المتوازن مما سيؤدي إلى تحقيق التنمية المنشودة على مستوى كافة القطاعات الاقتصادية والاجتماعي.

من أهم مؤيدي هذه الإستراتيجية ألبرت هيرشمان وهانز سنجز اللذان انتقدا أسلوب النمو المتوازن على الرغم من وجود اتفاق في الرأي من قبل هيرشمان مع نيركسه وروزنشتين رودان في أن عملية التنمية تحتاج دفعة قوية تتمثل في برنامج استثماري كبير، إلا أن هيرشمان يرى أ، هناك قدرة محدودة من الاستثمارات موجودة أصلا في الدول النامية، يتفق هيرشمان مع نيركسه في تكامل الاستثمارات مع بعضها البعض. [1]

ويرى أيضا مؤيدي إستراتيجية النمو غير المتوازن أنها واقعية في سياستها وتوافق مع الموارد المتاحة لدى غالبية الدول النامية وبذلك لفاعليتها في التغلب على العجز في اتخاذ قرارات الاستثمار التي تفتقر إليه هذه العوامل، كما أنها تقتصد في حجم الاستثمارات الأزمة لتحقيق برامجها الائتمانية ومن ثم فإن تحقيق التنمية يتطلب فقط توفير الموارد اللازمة للقيام بالاستثمار في عدد من القطاعات القائدة. [2]

وإضافة إلى ما سبق يوجد أنواع أخرى من الإستراتيجيات نذكر أيضا منها: [3]

4-إستراتيجية إحلال الواردات: تعتبر هذه الإستراتيجية من سياسات التصنيع التي سلكتها الدول النامية، ويعني إحلال الواردات أن تنتج محليا ما كان يمكن استيراده لو لم نقم بهذا الإنتاج، ويتم ذلك عن طريق خلق السوق المحلي للصناعة التي تحل محل الواردات وهذا يترتب عليه خلق الحماية الكافية لهذه الصناعة وذك عن طريق منع استيراد السلع التي نريد إحلالها مستخدمين في ذلك إما التعريفة الجمركية أو أدوات الاستيراد الأخرى.

5-إستراتيجية تلبية الحاجات الأساسية: لقد ظهرت في السنوات الأخيرة محاولات لتركيز على إشاع الحاجات الأساسية كأحد أهداف التنمية، ولكن حتى الآن لا يوجد تعريف شامل ومقبول لمفهوم الحاجات الأساسية، إذ أن للتعريف المقبول عادة يعتمد على التوقعات الراهنة في البلد المعين، وتعتمد هذه التوقعات

[1] حربي محمد علايقات، مرجع سبق ذكره، ص ص 87، 88.
[2] هشام محمود الأقداحي، مرجع سبق ذكره، ص 169.
[3] حربي محمد عريقات، مرجع سبق ذكره، ص ص 89، 103.

بدورها على مستوى الإنجازات المتحققة والفلسفة التي يرتب بها وإمكانيات الإنجاز في المستقبل، ولكن المتعارف عليه الآن أن توفير الطعام والسكن والخدمات الصحية والتعليم يعتبر الحد الأدنى من الحاجات الأساسية للسكان.

المطلب الثالث: أهم النظريات المفسرة للتنمية الاقتصادية

لقد بين الاقتصاديون الكلاسيك أن التنمية الاقتصادية، يمكن أن تعاق بسبب الظروف السكانية مقترنة بندرة الموارد الطبيعية. أما أصحاب النظرية النيوكلاسيكية، فقد أضافوا وحسنوا من أفكار النظرية الكلاسيكية، وخاصة فيما يتعلق بتحليلي عملية الادخار والاستثمار . ولقد اهتم النيوكلاسيك، وأكدوا الآثار المواتية للتقدم التكنولوجي[1].

-نظرية التنمية وفق التحليل الكلاسيكي: اهتم آدم سميث بمشكلة التنمية الاقتصادية حيث كان هدفه هو التعرف على كيفية حدوث النمو الاقتصادي وماهية العوامل التي تعوقه، فوجد أ، تقسيم العمل هو الأساس لرفع الإنتاجية ويرى أن تقسيم العمل لا يمكن أن يأخذ مكانه على نطاق واسع إلا حينما يستطيع استخدام المعدات والآلات المتخصصة، فيؤكد آدم سميث حاجة الاقتصاد القومي إلى التراكم الرأسمالي، إلا أنه اعتقد بوجود قيود العملية التراكمية للتنمية والمتمثلة في ندرة الموارد الطبيعية.

أما ريكاردو فقد اعتبر كذلك أن عملية التنمية هي متجددة ذاتيا، ويقر بالوصول إلى حالة من الركود ولكنه وجد أن التجارة الخارجية يمكن أن تؤجل حدوثه.

في حين أن إضافة النيوكلاسيك تمثلت في الاهتمام بدراسة العلاقات المتشابكة بين الوحدات الصغيرة، كما أن التقدم التكنولوجي يقضي على الضغوط الركودية التي تفرضها ندرة الموارد الطبيعية واعتبروا أن المنافسة الحرة هي الأكثر كفاءة لدعم عملية التنمية. أما ماركس فرأى أن نظرية التنمية التقليدية في تفسيرها للمشاكل التي تواجه عملية التنمية مثل انخفاض معدل التقدم التكنولوجي أو الافتقار إلى الموارد الطبيعية ما هي إلا أسباب ظاهرية لهذه المشاكل ورأى ضرورة دراسة طبيعة النظام الاقتصادي الذي يتم فيه الإنتاج (النظام الرأسمالي) والدي تستحيل فيه عملية التنمية ورأى في النظام الاشتراكي البديل الأمثل بحيث يستفيد كل أفراد المجتمع من عملية التنمية المترتبة على ذلك. [2]

[1] محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 65.

[2] أمال براهمية وظريفة سلايمية، التعجيل بالتغيير: تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر هو المفتاح للتنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، 21 و22 نوفمبر 2006، ص 04.

-التعديلات على التحليل الكلاسيكي: جاء بعد ذلك كل من شومبيتر وكينز حيث افترض الأول تحسين الإنتاج بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية يتم عبر الابتكارات التي تؤدي إلى إيجاد سلع أو منتجات جديدة أو إلى إيجاد طرق إنتاج جديدة وبالتالي مؤسسات جديدة هي الوسيلة التي تساهم في إحداث التنمية الاقتصادية. أما كينز فقد اهتمت نظريته بالرجة الأولى باقتصاديات الدول المتقدمة حيث قال بأن مستوى الدخل الكلي الدولي يحدده مستوى التشغيل من خلال الطلب الفعال ورأس المال ومستوى الاستثمار ومحدداته. [1]

-نظرية مراحل النمو الاقتصادي: ظلت طيلة عقد الخمسينات وأوائل الستينات واستنادا إلى إعادة هذه النظرية (والت روستو –هاردو – دومار) يمكن للبلدان الفقيرة أن تتحول من حالة تخلف إلى حالة التقدم من خلال تعبئة الادخارات المحلية، والمعونات الأجنبية واستثمارها في القطاعات الإنتاجية كما حصل لبلدان المتقدمة إلا أن واقع البلدان الفقيرة قد ألقى ضلالا من الشك على صحة هذه النظرية [2]، حيث وضع روستو خمس مراحل للنمو هي: المجتمع التقليدي، مرحلة التمهيد للانطلاق، مرحلة الاندفاع نحو النضوج، عصر الاستهلاك الوفير، أي أن بنية الاقتصاد تكونمتخلفة ثم تستحدث تغيرات هامة عليها في مرحلة التمهيد للانطلاق أين لازالت أساليب الإنتاج تقليدية ثم تأتي مرحلة الانطلاق والتي تدوم لمدة عقدين أو ثلاث ليصل المجتمع لمرحلة النضوج والتي تقوم حسبه أربعين عاما بحيث يتوفر لدى الاقتصاد القومي القدرة التكنولوجية والتنظيمية لإنتاج أي سيء برغبة ثم تأتي مرحلة الاستهلاك الوفير بحيث تصبح السيارات ... هي أهداف الاستهلاك.

لقد رأى معظم الاقتصاديين أن تحليل روستو يفتقر إلى التحليل العلمي الدقيق كما أنه خرج ضرورة قيام الدولة بمجهودات إنمائية صناعية كبيرة فقط بعد تحضير وتجديد الزراعة وزيادة رأس المال الاجتماعي بمعدات كبيرة غير تجارب التنمية في الدول النامية منذ بداية الخمسينات تشير إلى أهمية بل وضرورة قطاعي الزراعة والصناعة في نس الوقت. [3]

-نظرية التغيير الهيكلي: تتعامل نظريات التغيير الهيكلي مع السياسات التي تركز على تغيير الهياكل الاقتصادية للدول النامية

[1] على جذوع الشرفات، التنمية الاقتصادية في العالم العربي، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الاولي، عمان، 2010، ص 25-26.

[2] زاوي أسماء، دور الميزانية العامة في تحقيق لتنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر (190-2009)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الأغواط، 2009/2008، ص 65.

[3] أمال براهمية وظريفة سلامية، مرجع سبق ذكره، ص 05.

هناك شكلان رئيسيان لهذه النظرية الأول صاغة آرث لويس، والثاني صاغة تشيتراري، حيث يعتبر النموذج الأول من أهم النظريات الحديثة في التنمية خاصة لدى الدول النامية يعتمد على العرض غير المحدود للعمالة والمسمى نموذج الفائض في العمالة في قطاعين من الاقتصاد على وجود فائض في العمالة القطاع الزراعي التقليدي الذي تكون إنتاجية العمالة فيه قريبة من الصفر أي سحب نسبة من العمالة من هذا القطاع دون تأثير إنتاجيته، ويمكن الاستفادة من هذا الفائض بنقله إلى قطاع آخر كالقطاع الصناعي الذي يمتاز بارتفاع الإنتاجية وبنفس الوقت تزيد أجور العمالةبمقدار لا يقل عن 30% عن القطاع الزراعي، حيث يساعد ذلك بانتقال العمالة تدريجيا من القطاع الزراعي إلى الصناعي. هذا الانتقال يؤدي إلى زيادة الإنتاجية في القطاع الصناعي وزيادة حجم التشغيل فيه بسبب انتقال فائض العمالة إليه والنتيجة هي حدوث التنمية من خلال التغيير الهيكلي ي الاقتصاد.

أما نموذج تشينري الذي درس مجموعة من اقتصاديات الدول النامية في الفترة 1950 حتى 1973 فهو يلخص إلى وجود مباشرة بين معدلات الدخول الفردية وبين التغيرات الهيكلية في الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول. [1]

– **نظرية التبعية للنظام الرأسمالي العالمي الجديد:** تركز هذه النظرية على أهمية دور العوامل السياسية في عملية التنمية، حيث ينظر كتاب هذه النظرية (بول بران، دوس سانتوس، بول سويزي) إلى حالة التخلف الاقتصادي من خلال ضعف القوة التساومية للبلدان النامية في علاقاتها الدولية، وعدم مرونة الهياكل المؤسسية والتي كان من نتائجها تقسيم العالم إلى بلدان مهيمنة على مسار الاقتصاد العالمي، وبلدان فقيرة لا تمتلك تأثيرا ملموسا على هذا المسار، ويؤكد رواد هذه النظرية على ضرورة تبني سياسات جديدة لمعالجة حالة الفقر في بلدان العالم الثالث من خلال توفير فرص العمل، وتقليل التفاوت في توزيع الدخول لان النمو الاقتصادي لوحده ليس هو الدواء الشافي لجميع أمراض البلدان الفقيرة. [2]

– **النظرية الكلاسيكية الجديدة:** سادت هذه النظرية منذ أوائل القرن الماضي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وغير ذلك من الدول، وقد ساعد على انتشارها عدد كبير من أنصارها ومؤيديها كانوا في الواقع من المسيطرين على أكبر مؤسسين في العالم لهما علاقة مباشرة وغير مباشرة بالتنمية الاقتصادية هما البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمبدأ الأساسي في هذه النظرية هو أنه على الحكومات عدم التدخل في

[1] على جذوع الشرفات، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-31.

[2] زاوي أسماء، مرع سبق ذكره، ص 65.

الاقتصاد وأن تحرير الأسواق والخصخصة وتشجيع التجارة والتصدير في الدول النامية هو الوسيلة الفعالة والسريعة للوصول إلى التنمية الاقتصادية. حيث هذه النظرية تقر بأن التخلف الاقتصادي ما هو إلا نتيجة لعدم استغلال الموارد الاقتصادية بكفاءة وذلك لأسباب تتعلق بالسياسات الاقتصادية غير المناسبة.

-النظرية الحديثة للنمو: على الرغم من احتواء اسم هذه النظرية على مصطلح النمو إلا أنها من النظريات الحديثة الخاصة بالتنمية الاقتصادية، حيث تعتمد في تحليل أسباب التنمية الاقتصادية على دراسة العوامل التي تحدد مدى الناتج القوى البشرية بالدرجة الأولى كسبيل لتحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة، وقد تطورت هذه النظرية بشكل رئيسي بسبب فشل النظرية الكلاسيكية الجديدة وبسبب عدم جدوى وفات البنك الدولي للدول النامية في تحقيق معدلات أعلى للناتج الإجمال أو تخفيض مديونية هذه الدول أو زيادة إنتاجية قطاعاتها الاقتصادية وبالتالي عدم تحسين مستويات المعيشة للأفراد في الدول النامية. [1]

[1] على جذوع الشرفات، مرجع سبق ذكره، ص ص 32-35.

المبحث الثاني: دور الأسواق المالية في دعم إمكانيات التنمية الإقتصادية

يقع تمويل التنمية الاقتصادية في المقام الأول على عاتق المدخرات الوطنية، إلا أنه يستعان أيضا بالمدخرات الأجنبية في هذا الخصوص، وعلى ذلك فإن دراسة تمويل التنمية الاقتصادية تقتضي الإحاطة بكل من المصادر الداخلية والخارجية للتمويل.

المطلب الأول: مفهوم التمويل وأهميته

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد إلا أن دراسته لم تحظى بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولد إحساس بأهميته ويمكن إيجاز كل من مفهوم التمويل و أهميته من خلال ما يلي :

الفرع الأول: مفهوم التمويل.

يعنى التمويل بتحديد احتياجات الأفراد والمنظمات والشركات من الموارد النقدية وتحديد سبل جمعها واستخدامها مع الأخذ في الحسبان المخاطر المرتبطة بمشاريعهم.

ومنه فإن التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات أو يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها والخاصة وفي الوقت المناسب، وطالما يشمل التمويل الجانب النقدي والمالي الذي يزامن انسياب السلع والخدمات ولذا يندرج ضمن البعد لثاني، ولأن البعد الأول يشمل الجانب السلعي للاقتصاد الدولي. [1]

الفرع الثاني: أهمية التمويل.

لكل بلد في العالم سياسة اقتصادية وتنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية للأفراد، وتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب احتياجات وقدرات البلاد التمويلية.

ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج للتمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع، ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها: [2]

---

[1] عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 1999، ص 29.

[2] نبيل الشيمي، التنمية الاقتصادية في الدول ووسائل تمويلها، العدد 2538، 2009.

http://www.alhewar.org/debat/show.art.asp?aid=160291. تاريخ الاطلاع: 2018/03/10

- توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة؛
- تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد؛
- تحقيق الأهداف لمسطرة من طرف الدولة؛
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن، العمل ...).

المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في جذب وتخصيص الاستثمار

تقوم الأسواق المالية بدور مهم في التنمية الإقتصادية حيث تنقل الأرصدة القابلة لإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، ومن ثم فهي تشكل إحدى الآليات الهامة لنمو وتخصيص الاستثمارات.

الفرع الأول: دور الأسواق المالية في نمو الاستثمارات:

توضح الأدبيات الإقتصادية الحديثة أن الأسواق المالية تعمل على زيادة نمو الإستثمارات حيث تعمل على تعبئة المدخرات وتنويع الأصول المالية المتاحة للاستثمار، إلى جانب جذب الإستثمار الأجنبي مما يؤدي إلى زيادة الإستثمار في المجتمع كما توفر التمويل اللازم للإستثمار الطويل الأجل، وكذلك تضمن إمكانية إسترداد الإستثمار في أي لحظة من خلال السوق الثانوية، ونتيجة لذلك فقد أصبح هناك إتجاه مؤيد للدور القيادي للسوق المالية في دفع نمو الإستثمارات وبالتالي النمو الإقتصادي.[1]

ويمكن الإشارة إلى أن الأسواق النشطة للأوراق المالية يمكنها التقليل من تكلفة تحريك المدخرات، وبالتالي تسهيل الإستثمار بإستخدام طرق أكثر إنتاجية، فالسوق الأولية تمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار مما يقدم خدمة هامة للمستثمرين والشركات إذ يوفر ذلك للمستثمرين فرصة لإستثمار مدخراتهم ويتيح للشركات مصدرا خصبا لتمويل إحتياجاتها، أما السوق الثانوية فمن أهم خصائصها توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حيث تمكنهم من تحويل مما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى نقود، ومثل هذه الميزة من شأنها أن تشجع المستثمرين على التعامل في السوق الأولية وعلى زيادة إستثماراتهم الموجهة لشراء الأوراق المالية التي تطرحها الشركات للبيع في البورصة.[2]

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر03، الجزائر، 2012-2013، ص 88.

[2] نفس المرجع، ص 88.

ويمكن الحكم على مدى قيام الأسواق المالية في الدول العربية بوظيفتها في زيادة الإستثمار من الناحية التطبيقية من خلال عدة مؤشرات هي مدى إرتفاع حجم الإصدارات الجديدة، مضاعف القيمة الدفترية للأسهم المقيدة ومدى زيادة الإستثمار الأجنبي غير المباشر.

الفرع الثاني: أثر الأسواق المالية العربية على تخصيص الاستثمارات:

تساهم الأسواق المالية النشطة في تحقيق النمو الإقتصادي من خلال مساهمتها في التخصيص الجيد للموارد وتحفيز التقدم التكنولوجي. ويعد إستخدام الموارد الداخلية بكفاءة ذو أهمية خاصة للدول التي لا تتوافر لها فرصة واسعة للحصول على المصادر الأجنبية لرأس المال، وهناك ما يدل على أن الأنظمة المالية الأكثر تقدما وأجهزة الوساطة المالية لا تنظر فقط إلى أفضل إستخدام للموارد الجارية، ولكن أيضا إلى أفضل تخصيص لتلك الموارد، وبالتالي تؤدي إلى نمو إقتصادي أكثر سرعة.[1]

وقد إستخدمت إحدى الدراسات بيانات 41 دولة في الفترة 1976- 1993 فإنتهت إلى أن تطور بورصة الأوراق المالية مرتبط إرتباطا وثيقا بالمعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الإقتصادي وتراكم رؤوس الأموال وزيادة الإنتاجية، وبعبارة أخرى فإن النتائج التي توصلوا إليها تتفق مع بعض النظريات الحديثة التي ترى أن السوق المالية والمؤسسات المالية التي تؤدي عملها جيدا يمكن أن تساعد في عملية النمو الإقتصادي، عن طريق تغذية قاطرات النمو من خلال الإسراع بتراكم رؤوس الأموال و تحسين قاطرة النمو عن طريق تخصيص الموارد بصورة أفضل. [2]

وعلى المستوى الجزئي تقوم سوق الأوراق المالية بتخصيص الموارد من خلال الدور المباشر للأسعار في السوق الأولية والدور التوجيهي للسوق الثانوية، حيث توجه سوق الأوراق المالية الإستثمارات نحو الأنشطة والمنشآت ذات المزايا النسبية التي تتسم بإرتفاع الكفاءة وترتفع القيمة السوقية للمنشآت التي تنتمي لقطاعات تتسم بإرتفاع العائد الإقتصادي، مما يؤدي إلى إنخفاض تكلفة تمويلها و زيادة الثقة في مجال إستثماراتها، وهو ما يدفع إلى زيادة تخصيص الإستثمارات في هذه الأنشطة المميزة.

ويتوقف إتخاذ القرار الإستثماري بتوجيه الموارد نحو الإستخدامات ذات الكفاءة على المعلومات المتوافرة، كما يتأثر القرار بالمعلومات المستقبلية عن أداء الإقتصاد ككل ثم أداء السوق المالية وبناءا على ذلك فإن التخصيص الكفء للموارد يتوقف على مدى توافر سمات الكفاءة والنشاط في السوق المالية، ويتوقع أن

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، 92.

[2] محمد حلمي عبد التواب، مرجع سابق، ص206.

يتحسن التخصيص الأمثل للإستثمارات مع زيادة هذه السمات حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة وفي المقابل يتوقع أن تنخفض كفاءة التخصيص الأمثل للموارد مع إنخفاض وإنعدام هذه السمات، حيث تكون تحركات أسعار الأوراق المالية مضللة إلى حد كبير وبالتالي تقل فرص تقييم المخاطر والعائد والتفرقة بين القطاعات والمنشآت التي يتوقع لها مستقبل واعد[1].

المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في جذب وتخصيص الإدخار

يعتبر الإدخار حجر الزاوية لأي خطة تنموية، فكلما كان هذا المعدل مرتفع كلما أمكن تحقيق معدل النمو المستهدف والعكس صحيح، ولذلك تعتبر عملية تنمية الإدخار عن طريق الأسواق المالية العربية من أهم قضايا النمو والتنمية التي يجب أن تنال قدر كبير من الأهمية والدراسة من طرف الدول العربية.

الفرع الأول: مفاهيم عامة حول الإدخار.

والذي سوف نتطرق من خلاله إلى التعريف بمصطلح الإدخار، أنواعه وكذا شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم في الأسواق المالية.

1- تعريف الإدخار:

يعرف الإدخار بأنه هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على السلع الاستهلاكية و الخدمات ، ولا يخصص للاكتناز الذي يعد فائضا في الدخل . يتم الاحتفاظ به بعيدا عن الاستهلاك والاستثمار اما في صورة نقود سائلة أو ما شابه ذلك من اصول أخرى على درجة كبيرة من السيولة ، وبعبارة أخرى هو الفرق بين الدخل والانفاق الجاري[2].

2-أنواع الادخار:

ينقسم الإدخار إلى نوعين، إدخار إجباري و إدخار إختياري، وسنوضح هذا كما يلي :

أ-الادخار الإجباري : يعتبر أحد الأشكال الأساسية من أشكال الإدخار الذي تلجأ له الدولة لصالحها ولصالح المواطن نفسه، حيث يمثل أحد مصادر تمويل المشاريع الإستثمارية سواء الهادفة إلى الربح أو المنفعة

[1] نفس المرجع السابق، ص207.

[2] بطاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري، وآثاره على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص173.

العامة، كشق الطرق وبناء مدارس ...الخ إظافة إلى كونه منفعة للفرد المدخر نفسه كالمعاشات واشتراكات الضمان الاجتماعي .[1]

ويتضمن هذا الشكل من الإدخار مايلي:

– **إدخار لصالح الدولة:** وهو نوع من الإدخار الذي تعتمد عليه الدولة وتلتزم به وذلك من خلال الإمتناع عن إستهلاك (جزء من الأرباح في المؤسسات ومشروعات القطاع العام وحصيلة الرسوم والضرائب التي تحددها الحكومة على السلع المستوردة أو المنتجة محليا، أنواع الضرائب والرسوم الأخرى [2]).

– **الإدخار لصالح المواطن نفسه:** وهو نوع من الإدخار الذي تتضمنه خطة الدولة وتلتزم به كمشروعات التأمينات الإجتماعية والمعاشات، ومن أمثلة هذا الإدخار هو ما تقرره الدولة من إقتطاع نسبة من اجر العاملين بالحكومة (الوظيف العمومي) ومؤسسات القطاع العام بإعتباره إدخار لصالح الفرد والمدخر نفسه وتعود عليه بالفائدة المباشرة.[3]

ب–الادخار الاختياري:

وهو الشكل الأساسي الثاني من أشكال الادخار، حيث يتم عن طريق إقتناع العون الإقتصادي إراديا الإمتناع من إستهلاك جزء معين من دخله وهذا للإستثمار في وقت آخر، وذلك قصد إحداث توازن مرغوب فيه من جانب العون، وهذا بين ما تحصل عليه هذا الأخير من فائدة عاجلة وآجلة، ويكون ذلك على ضوء إعتبارات مستقبلية متصلة بالفرد.[4]

و بعبارة أخرى فإن الإدخار الإختياري ، هو إدخار فردي نابع من حرية العون الإقتصادي و رغبة الإدخار دون دافع خارجي يجبره عليه أو يلزمه به ، كما تتميز المدخرات الفردية بالأهمية البالغة من حيث مساهمتها في تحقيق إظافات لرأس المال الذي يستثمر في خطة التنمية و ضرورتها في رفع المستوى المعيشي

[1] إسماعيل رياض، الادخار في المجتمع الاشتراكي، مكتبة القاهرة الحديثة، دون سنة النشر، ص27.

[2] أحمد سلامي، دراسة قياسية لأهم محددات الادخار العائلي الجزائري للفترة (2006–1970) والتنبؤ بمكوناتها، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة خيضر محمد، بسكرة، الجزائر، 2006–2007، ص08.

[3] جنيدي مراد، دراسة تحليلية قياسية لظاهرة الادخار في الجزائر باستعمال أشعة الانحدار الذاتي" var" (1970–2004)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005–2006، ص08.

[4] إسماعيل رياض، مرجع سبق ذكره، ص34.

العام، كما تساهم المدخرات الفردية مساهمة فعالة في تحقيق فرص العمل و في تحقيق الدخول الملائمة للأفراد ومن ثم الأسر .

ولذلك كان الإدخار الفردي يعطي لهذا الفرد حرية تحديد حجم إدخاره، وكذا إختيار الوسيلة الملائمة كذلك ووسائل الإدخار الفردي متعددة الأهداف والرغبات نذكر منها ما يلي:

ج–الودائع الادخارية: وهي التي يلجأ إليها الفرد قصد تكوين حصيلة إدخارية وهذا لتحقيق أهدافه فيما بعد وتتنوع هذه الودائع بما يتفق وإتجاهات الفرد نفسه، فقد تتم عن طريق أجهزة إدخارية كصناديق التوفير والاحتياط، وبنوك الإدخار والبنوك التجارية، وتعتبر هذه الودائع عملية إدخارية حقيقية نظرا للعائد المنتظر منها، وكذا مساهمتها في تحقيق التنمية الإقتصادية التي تقوم بها الدولة.[1]

ح–الودائع والحسابات الجارية: وهي ودائع تختلف عن غيرها بخاصية وهي أن تكون دائما تحت تصرف أصحابها كما يمكن لهم سحبها والإستفادة منها، كليا أو جزء منها حيث يشاؤون، دون أي إشعار مسبق، كما لا يحق للبنك وضع أي قيود أمام أصحابها أثناء السحب، وهذا مقابل أنه لا يمكن، لأصحابها الحصول على فوائد نظرا للطبيعة الجارية لهذه الودائع، في منح قروض استثمارية.[2]

د–شركة التأمين على الحياة: وهي وسيلة يلجأ إليها الأفراد للإدخار، إذ يلزم الفرد المؤمن بدفع أقساط محددة ويتفق عليها حسب جداول وصيغ تضعها هذه الشركات، وهذا في مقابل إمكانية الحصول عليها، أي هذه الأقساط في حالة وقوع أخطار أو كوارث معينة، تم الاتفاق عليها مسبقا، كالعجز، الوفاة... وفي هذه الحالة لا يمكن للفرد أن يستفيد كلية من إدخاراته حتى لو طلب ذلك بنفسه.[3]

هـ–الأسهم والسندات : للأسهم أهميتها من حيث إعتبار أنها وسيلة إدخارية، وهي عبارة عن أوراق مالية تثبت ملكية صاحبها، لجزء من رأس مال المؤسسة الذي أصدرته، وهي أوراق مالية متداولة في بورصة القيم المنقولة، كما يسمح السهم لصاحبه الإستفادة من عائد هو الربح على السهم، كما يتحمل الخسارة، وتساهم هذه الوسيلة في النهوض الإقتصادي بإعتبارها أداة من أدوات الإنتاج، أما السند، فهي أوراق مالية دائنة تثبت

[1] الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص27.

[2] نفس المرجع، ص27.

[3] كبير مولود، الادخار وعلاقته ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية دراسة تحليلية قياسية في الجزائر خلال (1970-2004)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006-2007، ص07.

دائنة صاحبها للمؤسسة المالية التي أصدرتها ، كما يتميز السند بدخل ثابت يتمثل في قيمة تلك الفائدة التي تعود على حامله، إذا السند في الواقع يعبر عن إدخار حقيقي، كما تساهم السندات في عمليات التمويل الإستثماري، أو تحقيق الهدف من إصدارها .[1]

2- أثر الأسواق المالية على الحجم الكلي للمدخرات (تعبئة المدخرات المالية):

تتطلب عملية التنمية الإقتصادية تعبئة لرأس المال، وتتوقف تعبئة رأس المال بدورها على معدلات الإدخار والإستثمار، فإذا علمنا أن هناك بعض الشركات التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة فإن السوق المالية تلبي هذه الحاجة لتعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو الإستثمار في الفرص الإستثمارية المناسبة.

وتقوم الأسواق المالية بتوزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الإستثمارية إذ أنها همزة الوصل بين الإستثمار والإدخار و بذلك تلعب السوق دورا مهما في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الإقتصادية، وكما أن رواج الأسواق المالية يدفع الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى الأسهم مما يضاعف من حالة الرواج وتعاظم السيولة وكفاءة الأسواق المالية تسهل عملية تجميع المدخرات[2].

كما ينشأ تأثير الأسواق المالية على الميل الحدي للإدخار من حقيقة أن تنمية النظام المالي توفر سلسلة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض لتوليد أصول مالية أكبر مع المحافظة على تفضيلاتها، وذلك أن هذه الأصول تعتبر أكثر جاذبية من ناحية السيولة والعائد والمخاطرة والخدمات التي يوفرها السوق وبالتالي فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الإستهلاكي لصالح المدخرات نتيجة للعوائد المالية المتوقعة من الإستثمار، والفرص الكبيرة لتنويع حافظة الأصول المالية في الأسواق المختلفة ولكي تمارس السوق هذا الدور فلا بد من توفر شرطين أساسيين و هما:

-أن تكون الأدوات المالية المتاحة واسعة القبول لعدد كبير من المدخرين مما يجعلها شعبية إلى حد كبير لتبرير حيازتها.

-تأثير ايجابي على الدخل وذلك من خلال توفر مجموعة من المميزات من حيث العائد والضمان والسيولة، مما يجعل هذه الأوراق أكثر جاذبية للمستثمرين ومقارنة بالإستثمار المباشر في الموجودات المالية، مع توفر لوحدات

[1] الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص08.

[2] سيد إبراهيم عبد الفضيل، أسواق رأس المال الصاعدة والآداء الإقتصادي مع الإشارة لسوق رأس المال المصري، أطروحة دكتوراه غير منشورة فلسفة في الاقتصاد، جامعة حلوان، 2003، ص63.

الفائض أو البعض منها ميل للإستثمار في الأوراق المالية، ووجود حوافز لوحدات الفائض كي تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها في الأوراق المالية. [1]

ونتناول فيما يلي أثر وجود الأسواق المالية على القطاعات المختلفة بالإقتصاديات ومن ناحية الإدخار:

-بالنسبة للحكومات لا تقوم الأسواق المالية بحشد وتعبئة الإدخار العام المتاح للحكومة، ولكن يمكن للإدخار المتاح في القطاع الحكومي أن يزداد أو ينقص طبقا لحالة النشاط الإقتصادي في المجتمع فإذا أدت الأسواق المالية إلى التوسع والإنتعاش الإقتصادي وزاد الناتج القومي وإزدهرت الشركات والمشروعات نتيجة لزيادة الموارد العامة عن النفقات العامة، مما سوف يؤدي ذلك إلى زيادة الإدخار المتاح من خلال الحكومة والعكس.

-فيما يتعلق بقطاعات التأمين والمعاشات فإن هذا النوع من المدخرات في إتجاه تصاعدي في الدول العربية، كما أن إنتعاش الأسواق المالية في الدول العربية سوف يكون له أثر إيجابي على هذه المدخرات إلا إذا حدثت تقلبات سلبية في الأسواق المالية.

-بالنسبة لمدخرات القطاع العائلي فإن إنتعاش الأسواق المالية يؤدي إلى زيادة الدخول الحقيقية للأفراد فينتج عن ذلك زيادة حجم المدخرات في هذا القطاع.

-بالنسبة لمدخرات القطاع الخاص فإن وجود الأسواق المالية بشكل نشط وفعال، سوف يؤدي إلى إنتعاش دور القطاع الخاص، ونمو وإزدهار المشروعات والشركات الخاصة تؤدي إلى زيادة إنتعاش الأسواق المالية، مما يؤدي إلى زيادة مدخرات القطاع الخاص.

ومن ثم سيتوقف الأثر النهائي للأسواق المالية على حجم المدخرات في الإقتصاد الوطني على القطاعات التي تقوم بالإدخار في الإقتصاد القومي[2]

3- أثر الأسواق المالية على التخصيص الكفء للمدخرات:

إن حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو الأسواق المالية التي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الإقتصادي، وبالتالي لا يمكن تنميتها بمعزل عن الوضع العام والسياسة الإقتصادية.

[1] حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مرجع سابق، ص ص53،54.

[2] سيد إبراهيم عبد الفضيل، مرجع سابق، ص ص100، 99.

وفي الدول العربية خاصة فإن خلق نظام مالي كفء سوف يساعد على تسريع التنمية الإقتصادية، لأن إصدار الأسهم والسندات سوف يزيد من معدل الإدخار، ويجعله أكثر جاذبية كما يمكن تخصيصه إلى أكثر المساهمين كفاءة وتوزيعه على أنشطة الإستثمار المختلفة تبعا لذلك.

كما أن عدم وجود سوق رأسمال فعالة سوف يؤدي إلى خسائر عدم التخصيص والمتمثلة في عدم وجود آلية للتأكد من تخصيص رأس المال، بحيث تكون الإنتاجية الحدية أكبر، كما سيخفق في تحقيق التخصيص الزمني الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمني الحدي مع الإنتاجية الحدية لرأس المال[1].

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص97.

المبحث الثالث: الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية

يعد التمويل المباشر وغير المباشر شبكتين ضروريتين في سيرورة التمويل الاقتصادي، إلا أننا نجد في اقتصاديات العالم طغيان إحدى الشبكتين على الأخرى، مما أدى لتصنيف الاقتصاد إلى صنفين اقتصاد السوق المالي واقتصاد الاستدانة إلا أن أغلبية الدول النامية تشهد تحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد السوق المالي، حيث أصبحت الأسواق المالية تحتل موقعا هاما في الاقتصاديات الوطنية باعتبارها من مصادر التمويل الرئيسية التي تستخدم للنهوض بعجلة التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي

يمكن تفصيل الدور الذي تقوم به بورصة الأوراق المالية في خدمة الاقتصادالوطني الكلي و الجزئي فيما يلي :

الفرع الأول: دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي (الوطني)

يتمثل دور هذه السوق في الاقتصاد الوطني في عدة أمور يكمن إجمالا فيمايلي:

-إعطاء مؤشر :يوحي عن اتجاهات الأسعار و ظروف الاستثمار و معدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، و عروض البيع، و طلبات الشراء في سوق المزايدة تتحدد فيها الأثمان والأسعار من خلال قوى العرض و الطلب ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

-استثمار المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشروعات فعن طريق البورصةيتم تحويل مدخرات الأفراد و استثماراتهم إلى الشركات والحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.

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

-المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقا لقوانين الاستثمار المحلي وللإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.[1]

[1] محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة للطبع، الإسكندرية، 2006، ص46.

-إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية مع المؤسسات الاستثمارية والمصارف غالبا بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة وهذا التوظيف لا يستغرق في الغالب لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي و لهذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق البورصة على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول و السيولة في الوقت الذي يرغبون في التحويل النقد السائل.

- تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي و ذلك ببيع و شراءالأوراق المالية لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش .

الفرع الثاني: دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي (الأفراد والمؤسسات)

تقوم بورصة الأوراق المالية بدور كبير في خدمة الأفراد والمؤسسات تتمثل في عدة وظائف تكمن إجمالا أهمها فيما يلي:

– تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض و الطلب؛

-تعمل على تسيير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فانهذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته و كذا القيامبضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر و هذا بدوره يقلل منمخاطر الاستثمار في مكان واحد ؛

-تعد البورصة أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين تقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فتكون البورصة أنسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم و سندات مطروحة للتداول[1].

الفرع الثالث: دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية.

إن السوق المالي ذا أهمية مالية واقتصادية هامة، حيث لا يمكن إحداث تنمية في غيابها وذلك للأسباب التالية:

-تعد السوق الأولية أحد الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.

-تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيرا محسوسا على مصادرالادخار في مرحلة التجميع، وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف.

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

[1] محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دون طبعة، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000، ص26.

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

–إن الشركات القائمة التي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع والتطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لوقف الصدع في هياكلها التمويلية، ليس أمامها إلا الاتجاه إلى احد المصدرين إما، إلى سوق النقد أو سوق رأس المال:

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

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

وقد يدفع المنشأة إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العام لتمويل نشاطها الجاري. كما أن الأسباب التي تدفع المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها في التخلص من أعباء الديون و التي قد تنوء بحملها و تعجز عن سداد أقساطها أوحتى الوفاء بأعبائها ، ومجمل القول أن بوسع الشركات أن تلجا إلى أحد الوسائل أوالطراق الآتية لزيادة رأس المال :

- زيادة رأس المال، بمقتضى حصص جديدة نقدية أو عينية؛

–تحويل جزء من الاحتياجات إلى رأس المال؛

–تحويل السندات إلى أسهم.[1]

الفرع الرابع: دور السوق الثانوية في النشاط الاقتصادي:

هناك إجماع بين أخصائي الاستثمار و التمويل بأن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسييل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم و السندات .

[1] بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS تخصص مالية،كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة منتوري قسنطينة،2007،ص 28،29.

ونظرا لقيام السوق بتلك الخدمة فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداد لشراءالأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادةرؤوس أموالها، طالما أن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بوسعهم تسييل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة وسهولة، وبأدنى تكلفة ممكنة، وأعلى سعر ممكن وذلك فيحالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية والهيكلية والتشغيلية.

و عليه يمكن أن نخلص إلى:

إذا كانت البورصة نفسها لا تقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن ساحة النشاط الاقتصادي و خاصة في زماننا المعاصر يعنى إصابة الجهاز الإنتاجي بالفشل والشلل، و تراجع المستثمرين عن الاستثمار و التوقف عن إنشاء المشروعات و توقف عمليات الإنماء الاقتصادي ،و من خلال هذا يمكن أن نؤكد معه أنه لا وجود لشركات المساهمة في غياب أسواق الأوراق المالية كما أنه لاقيمة لهذه الأسواق في غياب شركات المساهمة،فكل منهما لازم من لوازم بقاءالأخرى .

إن في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل استثمار آخر فإن ذلك البائع ما كان ليقدم على البيع لو كان استثماره في تلك الفرص البديلة المتاحة .

أما في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكي فإن ذلك يعني ببساطة أن البائع للسهم قد توصل إلى قناعة بأن منفعة استهلاك ثمن الأسهم أكثر من منفعة الصبر عليها .و الإكتفاء باستهلاك عائد سنوي.

وفي المنظور الوطني هذا الوضع لا يختلف عن إقدام أحد المدخرين على استعمال مدخراته لتمويل استهلاكه بدلا من شراء أسهم، و هذا قرار مشروع مألوف.[1]

الفرع الخامس: دور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي:

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

كما تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق المناظرة في الاستثمار لأنها تمكن المتعاملين من البيع و الشراء عندما يرغبون و بالتالي تنويع محافظهم الاستثمارية و كذلك أسواق الأوراق المالية العالية السيولة تمكنها من تحسين الرقابة على إدارة الشركات، فرغبة إدارة الشركات في تعظيم القيمة السوقية لها يؤدى بلا شك إلى دفع

[1] نفس المرجع السابق، ص ص 30،31.

عملية النمو الاقتصادي ويبدو مماسبق الترابط بين النمو الاقتصادي وكفاءة النظام المالي أسواق المال، شركات التامين، صناديق الاستثمار، البنوك)...وأصل هذا الارتباط هو أنه مع زيادة معدلات النمو يزيد كل من الادخار و الاستثمار ، و بالتالي هذا يؤدي إلى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال .وتنويع النشاط، ويرجع ذلك إلى عدة مبررات أهمها:

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

-توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات و تخصيص الموارد فالوسطاء الماليون يعملون على تجميع البيانات و تقييم المشروعات الاستثمارية .كذلك يمكن أن تساهم سوق الأوراق المالية في الرقابة على الشركات و ذلك للتأكد من أن رؤوس الأموال توظف بكفاءة ، إذن فإنها تجبر إدارات الشركات على الحرص من أجل مصالح المساهمين.

- تحفز أسواق الأوراق المالية المستثمرين على الاستثمار بأساليب تنطوي على درجة معينة من المخاطرة، وبالتالي فهي تنقل الاقتصاد إلى الاستثمارات ذات عائد أكبر وأعلى.

-كذلك تؤدى أسواق الأوراق المالية دورين هامين لتمويل الشركات:

– تعمل على التقليل من درجة مخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق وذلك بتوفير السوق الثانوي الذي يمكن الأفراد والمستثمرين من الحصول على أموالهم في أي وقت وذلك بسعر السوق،

أي أن الشركة التي يكون أداؤها جيدا تدفع بأسعار أسهمها إلى الارتفاع، و يساعد ذلك في الحصول على التمويل من خلال إصدارات جديدة تباع استرشادا بالأسعار السائدة، وبالتالي يعمل السوق على التخصيص الكفء للموارد.

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

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

أما الطلب على الأوراق المالية فيقرره العائد النسبي على الأدوات المالية مثل ودائع البنوك ، و يعكس هذا العائد سعر الفائدة إضافة إلى عامل السيولة و عامل المخاطرة ودور سوق الأوراق المالية كوسيط مالي يتمثل في

تجميع المدخرات وتوجهها لتمويل الاستثمار ، إما في صورة إقراض (سندات) أو على شكل مشاركة في الملكية (أسهم) .

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

و هذا العائد يعتمد أيضا على درجة المخاطرة كذلك، كما أن بورصة الأوراق المالية تعلن أسعار الإغلاق يوميا ،وبذلك توفر مؤشرا للشركات على التوسع في عملياتها عن مقدار التمويل الممكن الحصول عليه مقابل طرح أسهم و سندات جديدة و بالتالي اتخاذ قرار مناسب حول ملائمة توقيت التوسع، و يعتبر سعرا الفائدة من الأجل الطويل والقصير من أهم أدوات تحليل سياسات بورصة الأوراق المالية .[1]

المطلب الثاني: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

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

–التعامل في الأوراق المالية: يسمح سوق البورصة للمتعاملين الاقتصاديين بالتعامل بيعا وشراء بالأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة، إذ يتحدد السعر الحقيقي للورقة المالية على أساس العرض والطلب عليها بعد إتاحة المعلومات الخاصة عن الجهة المصدرة للأوراق المالية وهذا ما يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامتها.

–استثمار رؤوس الأموال: يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية سهلا مقارنة مع الاستثمار في إقامة المشاريع الكبرى، أين يحتاج المستثمر إلى خبرة ورأس مال كبير، إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية متاح لجميع المدخرين مهما كبرت أو صغرت مدخراتهم، ويستفيد المدخر من ربح المؤسسة وكذا من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة لما تحققه المؤسسة من نشاط كما يمكنه تنويع استثماراته وتقليل الخطر باقتناء أنواع مختلفة من الأوراق المالية ولمختلف الشركات.

– خلق رؤوس أموال الحديدة: بمجرد أن يشتري المستثمر ورقة مالية و يدفع سعرها يرتفع رأسماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للورقة، كما قد تقوم بعض الشركات باستقطاع جزء من الأرباح السنوية

[1] جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، دون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 28-31.

للاحتياطات المختلفة و عندما تجد نفسها بحاجة إلى هذه المبالغ تقوم بتوزيع أسهم مجانية لزيادة رأس مالها، و بالتالي يرتفع رأسمال المساهم.

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

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

إن الاقتصاديات التي تتصف أموالها بالنشاط والحيوية تعمل على إصدار منتجات مالية مختلفة لجلب أكبر عدد من المدخرين والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات[1].

–**الوضعية الإعلامية للبورصة**: تسعى السلطات في البورصة للحصول على المعلومات الخاصة بالجهات التي تريد الدخول إلى البورصة وتقديمها للمدخرين الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في شراء الأوراق المالية، هذا لأن التعامل في البورصات مبني أساسا على المعلومات التي توفرها الشركات المصدرة للأوراق المالية للمستثمرين، والشركة التي ترفض هذا تعاقب من طرف إدارة البورصة.

– **البورصة مؤشر للحالة الاقتصادية**: تساعد البورصة على التنبؤ بتحديدها للاتجاهات العامة، فهي تعكس التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد، و بالتالي تعتبر البورصة مؤشرا تقيس التغيرات المحيطة بها و تتأثر بها، ويبدو هذا واضحا على مستويات مختلفة:

–**على مستوى المؤسسة**: حيث تتأثر أسعار الأسهم بالتغيرات التي تحدثداخل المؤسسة، كارتفاع الأرباح والتوزيعات أو خلق وسائل نشاط جديدة ،الإعلانعن توزيع أسهم مجانية ...الخ ، يحفز ارتفاع قيمة الورقة المالية، كما أن الصعوبات التي تواجه الخزينة هي الإعلان عن تخفيض أو إلغاء التوزيعات ...الخ يؤديان إلى تخفيض قيمة الورقة المالية.

[1]– بوضياف عبير، مرجع سبق ذكره، ص 33،34.

–على مستوى المدخرين: إن القرارات الاستثمارية التي يتخذها المدخرين لهادور كبير في تحديد اتجاه الورقة داخل السوق المالي، حيث أن قرار الاحتفاظ بورقة مالية لشركة ما يؤدي إلى الرفع من سعر الورقة المالية والعكس صحيح.

– على مستوى الاقتصاد الوطني :تعكس البورصة الحالة الاقتصادية، السياسية والنقدية للوطن، حيث أن ثقل النفقات الجبائية و وضعية النقود و القروض، وحركة رؤوس الأموال تمثل عناصر ضغط على اتجاهات البورصة، و بالتالي تعتبر البورصة المرآة العاكسة للقرارات التي قد يتخذها المختصون و المحللون الماليون بخصوص الوقائع الاقتصادية التي يتنبئون بوقوعها.

–تضمن السيولة المدخرات المستثمرين: إن أهم ما توفره البورصة للمدخرين هو إمكانية هؤلاء التخلي عن الاستثمار والحصول على السيولة متى أرادوا، وهذا بمجرد بيع أوراقهم المالية في البورصة، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه كلما تمتعت الورقة المالية بنسبة كبيرة من السيولة كلما دل ذلك على أنها في وضعية جيدة[1].

– البوصات جهاز رقابة على الشركات المساهمة وإدارتها: المحيط القانوني الذي تفرضه البورصة على الشركات وكذا المعلومات التي تقوم بنشرها عنها، عامل مهم لرقابة الشركات.

– تكفل البورصة حرية المساهمة: إذ يتحدد سعر الورقة على أساس العرض والطلب عليها في سوق البورصة.

– ترشد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة: وهذا عن طريق تقنياتها في نشر جدول الأسعار الخاص بالأوراق المالية وللمستثمر الحرية في اقتنائه أو عدم اقتناءه للورقة المالية.

– الاستمرارية والمرونة: إمكانية تنفيذ الصفقة المالية بسعر مقارب لسعر الصفقة السابقة واللاحقة لنفس الورقة، ويتحقق هذا من خلال قوى السوق وقانون العرض والطلب، والمرونة في امتصاص الهزات والتقلبات بحد أدنى من العقبات.[2]

[1] نفس المرجع السابق، ص 35.

[2] نفس المرجع، ص 36.

خلاصة الفصل

تعد الأسواق المالية أداة مهمة في تنشيط التنمية الاقتصادية وذلك من خلال الدور الذي تقوم به من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مختلف الاستثمارات المناسبة، حيث تعتبر مصدر من مصادر التمويل الجديدة وذلك من خلال تنوع الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق وظهور أدوات جديدة أفضل إلى جانب ذلك زيادة رأس المال المتكامل في المجتمع فالتنمية الاقتصادية تتضمن زيادات في الدخل القومي وكذلك في الدخل الذي يتحصل عليه الأفراد مما يساعد على تحسين ظروف معيشة الأفراد.

إن التحسن في الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية يساعد الأفراد على زيادة الادخار مما يدعم تراكم رأس المال في المجتمع ويساعد هذا التراكم بدوره في دعم عملية التنمية من خلال الاستثمار هو أساس التطور الاقتصادي والاجتماعي مهما اختلفت الأنظمة السياسية والاقتصادية.

الفصل الثالث: السوق المالي كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية دراسة مقارنة مصر والجزائر (2010-2017)

تمهيد

بعد الإطلاع على أهمية السوق المالي في اقتصاد أية دولة، وعرض مختلف المؤشرات المستعملة في قياس مدى كفاءة وفعالية السوق المالي، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الدراسة على حالة الجزائر، حيث سيتم دراسة مقارنة بين سوقي مصر و الجزائر من خلال بعض مؤشرات التنمية المالية خلال الفترة 2010-2017.

ونظرا للدور البالغ الأهمية الذي يلعبه السوق المالي في خدمة الاقتصاد من خلال الفوائض المالية التي تتوفر على مستوى القطاعات، سنتطرق إلى دراسة العلاقة بين السوق المالي و التنمية الإقتصادية ، إذ بإمكان السوق المالي المساهمة في تحسين مستويات التنمية الإقتصادية .

المبحث الأول: سوق مصر للأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903

المطلب الأول: نبذة عن سوق مصر للأوراق المالية.

تعد البورصة المصرية من أقدم أسواق المال العربية حيث تعود بدايتها الي تأسيس اول شركة للمساهمة في 1750 ومنه بدا التفكير في انشاء سوق مالي مصري.

الفرع الأول: نشأة وتطور سوق مصر للأوراق المالية

خلال القرن التاسع عشر كانت السوق الآجلة بالإسكندرية من أقدم الأسواق الآجلة في العالم، حيث كان تجار القطن يجتمعون ويعقدون صفقات قائمة على العرض والطلب بشأن القطن، وعلى مدار السنوات امتدت تلك الصفقات لتشمل نوعيات بذور القطن المختلفة، فتم انشاء بورصة الاسكندرية في 1883.

بعد أن تم تداول الأوراق المالية واجراء اتفاقيات التمويل بين كبار التجار في شوارع القاهرة الجانبية أو داخل المقاهي والفنادق، ومع وصول عدد الشركات ذات المسؤولية المحدودة إلى 79 شركة برأس مال إجمالي بلغ 29 مليون جنيها مصريا، تم إنشاء بورصة القاهرة في 1903 ثم إصدار أولى لوائح أسواق الأوراق المالية سنة 1909. صاحب ذلك تطورا هائلا في بورصتي القاهرة والإسكندرية، حتى أصبحتا مجتمعتان من أفضل 5 بورصات في العالم في الأربعينات.[1]

ومع قيام ثورة 1952 وبدء حركة تأميم القطاع الخاص والاتجاه إلى الاشتراكية، تراجع دور البورصة المصرية بصورة كبيرة، وذلك حتى التسعينات من القرن العشرين. ومع بداية التسعينات بدأت مصر في تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والذي تضمن تفعيل دور القطاع الخاص مما أعاد إحياء سوق المال المصري مرة أخرى خاصة مع وضع قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992، وفي عام 1994 تحولت البورصتان من التداول اليدوي إلى استخدام نظام إلكتروني للتداول. وفي النصف الثاني من التسعينات بدأت الحكومة في تطبيق برنامج لخوصصة عدد كبير من الشركات من خلال البورصة، مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصري. وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها

[1] موقع البورصة المصرية http://www.egx.com.eg تاريخ الإطلاع، 2018/03/31، على الساعة 23:00.

ثم تلى ذلك خطة شاملة لتطوير و تحديث البنية التحتية و التشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتين مجلس إدارة واحد، و تم توحيد نظام التداول و المقاصة و التسوية بين البورصتين.[1]

وفي عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلاها في عام 2000 صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات. ولكن الركود الاقتصادي في ذلك الوقت سرعان ما أثر على أداء البورصة ودفع حركة التداول إلى الركود. وفي عام 2002 تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطا، كما تم إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة ليضم سوقا للأوامر وآخر للصفقات.[2]

في عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر CASE30 ليحل محل مؤشر CASE50. وفي عام 2005 تم إتمام الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة. و في عام 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الأنترنت، كما شهد العام قيام شراكة استراتيجية بين البورصة المصرية و ناسداك OMX. وفي عام 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+2 بدلا من T+3 ، و تم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة و الصغيرة في نفس العام . بينما في عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية. ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوي للمؤشرات تأثرا بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة.[3]

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق مصر للأوراق المالية في كل من الأسهم العادية و الممتازة، السندات الحكومية و سندات الشركات، صناديق الاستثمار المغلقة، أدوات مالية مشتقة من مؤشر البورصة EGX30 وصناديق المؤشرات (**ETFs**) .

[1] لعبني سارة، دور الأسواق الأوراق المالية الناشئة في ترقية الاستثمار، دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3 كلية العلوم التجارية، 2017/2016، ص241.

[2] نفس المرجع، ص242.

[3] http://www.egx.com.eg موقع البورصة المصرية، تاريخ الإطلاع، 2018/03/31، على الساعة 23:00.

الفرع الثاني: الإطار التنظيمي لسوق مصر للأوراق المالية.

1- لجنة البورصة: تتمثل مهامها في تحقيق السير الحسن للبورصة، لها سلطة تأديبية على جميع الأعضاء، كما تقوم في الظروف الخطيرة بتحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

2- مكتب لجنة البورصة: يقوم بتصميم أعمال اللجنة والإشراف عليها.

3- الجمعية العامة: تختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

4- الهيئة العامة لسوق المال: تتمثل أهم مهامها في مراقبة وتنفيذ اللوائح والقوانين، وحق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية، إذا صدرت مخالفة للقوانين أو لصالح العام، ويضاف إلى الأجهزة السابقة ذكرها اللجنة العليا للبورصة، هيئة التحكيم، مجلس التأديب ومندوب الحكومة.[1]

المطلب الثاني: تقييم أداء سوق مصر للأوراق المالية

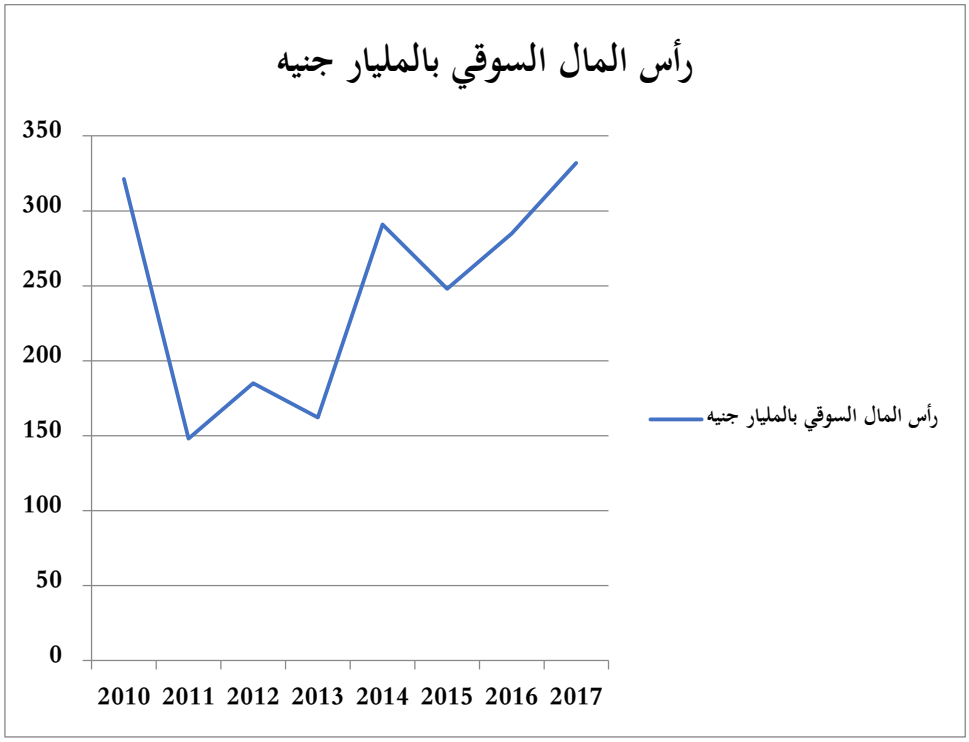
يبين الملحق رقم (01) تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الممتدة بين 2010 و 2017 .

[1] رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص109.

الفرع الأول: حجم السوق.

1- الرسملة السوقية:

الشكل رقم (3-1): الرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق المصرية بين 2010 و 2017.



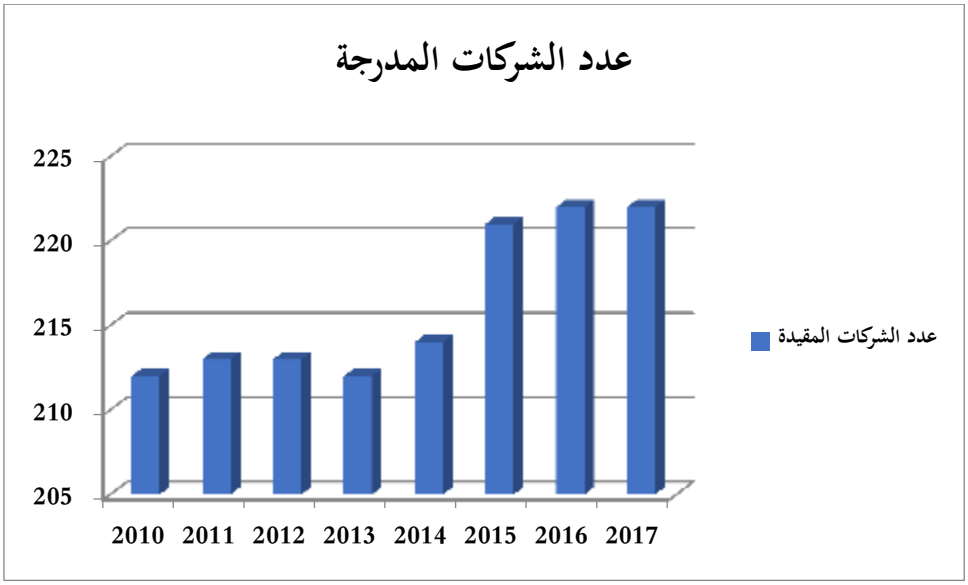
المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (01)

كما يتضح من خلال الشكل انخفاض الرسملة السوقية في السوق المصرية من 321.3 مليار جنيه في 2010، لتصل في 2011 إلى أدنى مستوى لها ب 148 مليار جنيه من جراء الأوضاع السياسية، حيث اضطرت البورصة إلى إيقاف التداول لفترة حتى استقرار الأوضاع، لكنها شهدت في السنوات الموالية تحسنا فقدرت الرسملة السوقية في 2014 ب 291 مليار جنيه وهو أحسن أداء للسوق بعد الثورة لتنخفض الرسملة في 2015 حتى 248 مليار جنيه بسبب انخفاض مستويات الأسعار تأثرا بالأوضاع الاقتصادية الإقليمية والدولية، لتشهد بعد ذلك ارتفاعا متواصلا لتحقق أرقاما قياسية حيث بلغت الرسملة السوقية على التوالي 285 مليار جنيه في 2016 و 332 مليار جنيه في 2017 محققة بذلك أعلى قيمة منذ 2010 أي في

نحو 7سنوات بسبب ضخ دول الخليج لمليارات الدولارات و صندوق النقد الدولي ل 12 مليار دولار في الإقتصاد المصري على مدى 3 سنوات كإعانات و مساعدات للنظام المصري بعد الثورة .[1]

2-عدد الشركات المدرجة:

الشكل رقم (3-2): عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و2017



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (01)

فبالنسبة لعدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية فقد ارتفعت خلال فترة الدراسة من 212 شركة في 2010 فقد ارتفعت الى 213 شركة مقيدة سنة 2011 لتنخفض الى 212 شركة مقيدة سنة 2013 وذلك راجع إلى تداعيات الأزمة المالية والسياسية التي مرت بها البلاد في تلك الفترة لتتحسن تدريجيا لتبلغ إلى عدد إدراج بلغ 221 شركة سنة 2015 نتيجة لقرار إدارة البورصة بتخفيض مستندات القيد إلى النصف للتسهيل على الشركات الراغبة في القيد، وفي نهاية 2016 سجلت البورصة المصرية 222 شركة مقيدة بفضل

[1] التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2010، ص17.
التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2011، ص18.
التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2012، ص37.
التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2013، ص32.
التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2014، ص 34.
التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2015، ص 38.
التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2016، ص35.
التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2017، ص 37.

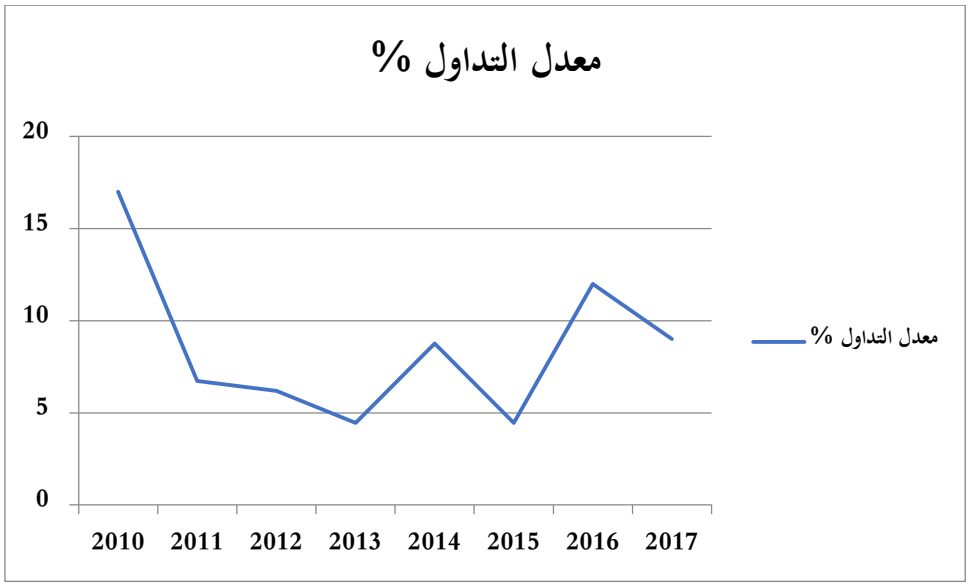
انضمام شركة مستشفى كليوباترا إلى البورصة المصرية، أما في سنة 2017 فقد حافظ السوق على نفس عدد الشركات المقيدة في السنة الماضية بفضل تحسن الأوضاع السياسية وعودة الاستثمارات الأجنبية الى البلاد وكذا استقرار نظام الحكم.

أما فيما يخص الشركات المتداولة فقد بلغ 211 شركة متداولة سنة 2010، لينخفض الى 204 شركة متداولة سنة 2011، بسبب توقف البورصة المصرية لمدة 55 يوم عن التداول مما ادى الى زعزعة ثقة المتعاملين في البورصة وهذا ما تبين في السنوات الموالية جراء عدم الاستقرار الذي شهدته البلاد، ليسجل بعد ذلك اعلى مستوى له بـ 217 شركة متداولة سنة 2015 بفضل الازدهار الذي شهدته البورصة المصرية، لينخفض إلى 213 شركة متداولة إلى غاية 2017 جراء الأوضاع الاقتصادية.[1]

الفرع الثاني: سيولة السوق.

1-معدل التداول:

الشكل رقم (3-3) : معدل التداول في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و 2017 .



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (01)

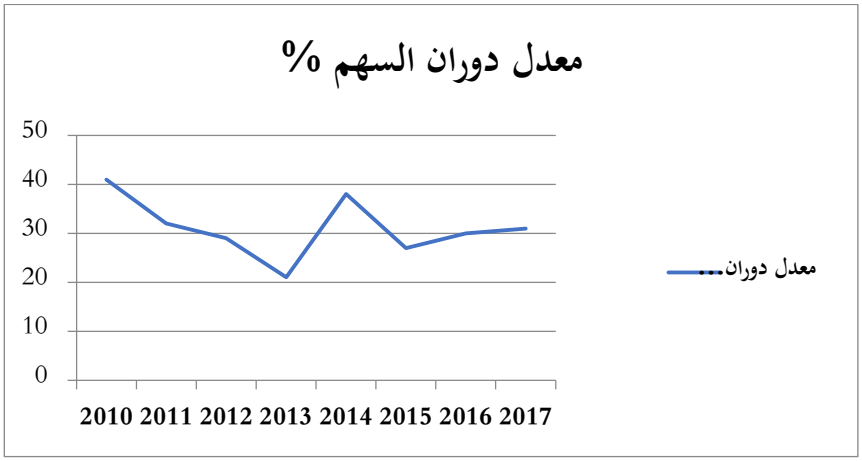
أما فيما يخص معدلات التداول نسبة الى إجمالي الناتج المحلي فقد ارتفع سنة 2010 بفضل تخفيض زمن التسوية لجميع الأوراق المالية الى يومين بعد يوم التداول (t+2)، وكذا رفع الحدود السعرية عن 151 شركة

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية لسنوات 2010-2017.

إضافة الى ادخال أوراق مالية جديدة وارتفاع عدد الشركات المتداولة من إجمالي الشركات المدرجة. وبعدها الى غاية 2013 عرفت معدلات التداول انخفضا مستمرا حتى وصلت 4.45% بسبب تأثيرات الازمة المالية العالمية والأزمة السياسية على السوق المصرية، ليرتفع المعدل في 2014 إلى 8.77 % بفضل التطورات التشريعية والتنظيمية التي استهدفت تطوير و تحسين منظومة التداول في البورصة المصرية ، حيث بدأ العام بإصدار قواعد جديدة للقيد و الإفصاح تستهدف تحقيق حماية أكبر للمستثمرين و تطبيق أوسع لقواعد الحوكمة، لتنخفض في 2015 إلى 4 % ، وللمرة الأولى أصبح تداول حقوق الاكتتاب إجبارياً على الشركات الراغبة فى زيادة رأسمالها بعد أن كان اختيارياً، ويجرى إجراء تعديل جديد والذي سمح للشركات غير المقيدة بتداول حق الاكتتاب الخاص بها من خلال سوق الأوامر لتسجل سنة 2016 أعلى معدل تداول خلال ال 5 سنوات الأخيرة بعد الثورة حيث بلغ 12 % ، و في سنة 2017 سجلت البورصة المصرية معدل تداول بزيادة 40 % عن العام الماضي و أعلى معدل للسوق منذ 2009 بفضل استحداث آليات وأدوات مالية جديدة وخلق بيئة تداول تضمن استمرارية ويسر التعامل في البورصة المصرية، و أيضا تقدم إدارة البورصة بمقترح لإطلاق نظام اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ، و القيام بتشكيل لجنة داخلية تتولي الإعداد لسوق العقود الآجلة. كما تم القيام بمراجعة كافة الآليات والنظم التي استقر عليها السوق المصري منذ زمن طويل مثل مدة إيقاف التداول التي تم تخفيضها إلى النصف.[1]

2-معدل الدوران:

الشكل رقم (3-4): معدل الدوران في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و2017.



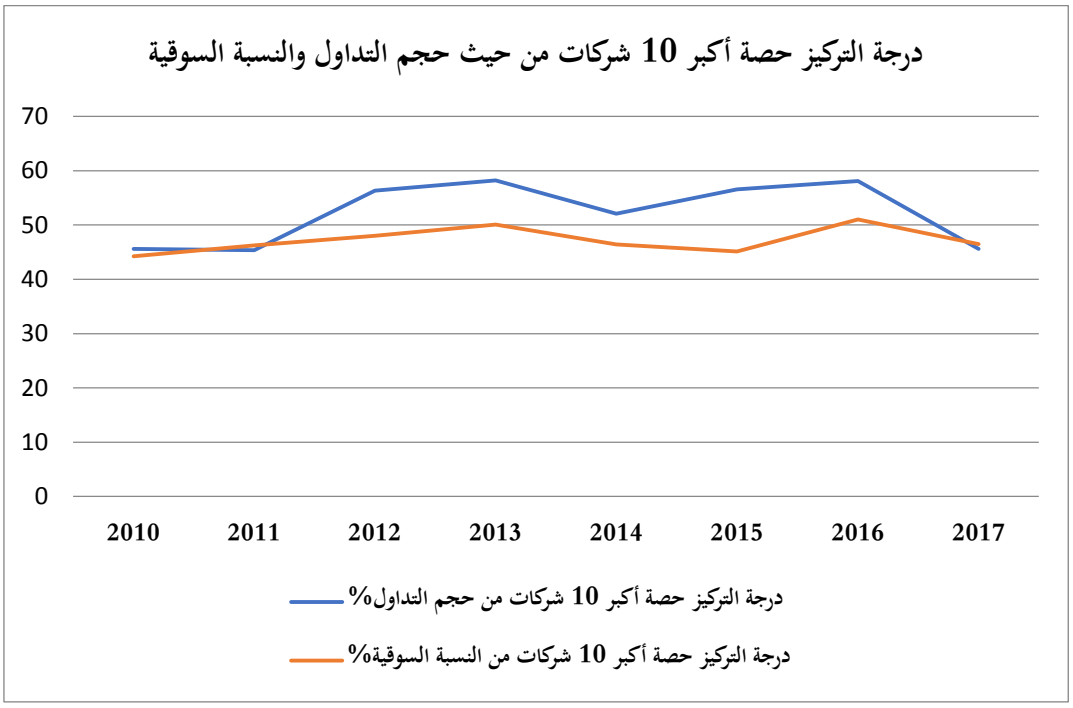
المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (01)

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

هذا وقد سجل معدل الدوران 41% خلال سنة 2010، [1]لينخفض سنة 2011 إلى 32% بسبب الوضع السياسي، لتبقى البورصة المصرية تسجل انخفاضا مستمرا في معدلات الدوران لتبلغ 21% سنة 2011، لترتفع في 2012 ثم تنخفض في 2013 حيث تعود وترتفع في 2014 مسجلتا معدل دوران مقدر بـ 38% مما يعكس عودة السيولة للسوق المصري نظرا لتحسين ظروف التداول والثقة التي أصبحت تتميز بها السوق.[2]

الفرع الثالث: درجة التركيز.

الشكل رقم (3-5) : درجة التركيز و التذبذب في سوق الأوراق المالية المصرية بين 2010 و 2017.



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (01)

أما درجات التركيز المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال فترة الدراسة، فقد استحوذت في 2010 أكبر عشر شركات على رسملة قدرت بـ 44.26% من الرسملة الكلية، لترتفع هذه النسبة إلى 50% في 2013 ثن انخفضت 45.1% سنة 2015، لتسجل 51% سنة 2016 لتنخفض من جديد سنة

** **معدل دوران السهم = قيمة تداول الأسهم المقيدة / رأس المال السوقي في نهاية العام**

[2] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

2017 لتبلغ 46.5%. في حين شهدت حصت أكبر عشر شركات من حجم التداول تذبذبا حيث سجلت 45.60% من حجم التداول الكلي خلال سنة 2010، لتنخفض سنة2011 إلى 45.39% و هو أفضل معدل تركيز سجل خلال فترة الدراسة بفضل الشطب المستمر للشركات لعدم توافقها مع قواعد القيد و الإفصاح، لكنها ارتفعت حتى تصل في 2015 إلى 57% بعد انخفاضها في 2014 إلى 52%، لترتفع مرة أخرى سنة 2016 إلى 58.1% وتنخفض في سنة 2017 إلى 45.6% من حجم التداول الكلي.

تقييم تنصيف MSCI لسوق الأوراق المالية المصرية: تم إدراج سوق مصر للأوراق المالية في قاعدة بيانات مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في جوان 2001، وابتداء من هذا التاريخ، تم تصميم مؤشر MSCIمصر لقياس أداء القطاعات الكبيرة والمتوسطة في السوق المصرية. فهو يغطي ما يقارب 85 % من سوق الأسهم المصرية.[1]

يقوم هذا المؤشر بتقديم تصنيف السوق المصرية وفقا لمجموعة من المعايير المبينة في الجدول التالي:

[1] MSCI Egypt index, April 2017.

الجدول رقم (3–1): تقييم تصنيف MSCIللأسواق الناشئة الأوراق المالية المصرية.

معايير التصنيف حسب مؤشر MSCI للأوراق الناشئة			مصر
1–متطلبات الحجم والسيولة (وجود 3 شركات على الأقل تلبي الحد الأدنى من المتطلبات)		حجم السوق (الرسملة السوقية الإجمالية) 1269 مليون دولار أمريكي كحد أدنى.	
		حجم الأوراق المالية (الرسملة السوقية العائمة) 635 مليون دولار أمريكي .	
		سيولة الأوراق المالية (نسبة القيمة السوقية السنوية 15 %) .	
2– الوصول إلى السوق	أ–الانفتاح على الملكية الأجنبية (معتبر)	متطلبات (شروط) تأهيل المستثمرين .	++
		مستوى الحد على الملكية الأجنبية .	?/–
		مستوى تدخل الغرفة الأجنبية .	++
		التساوي في الحقوق مع المستثمرين الأجانب .	+
	ب–حرية دخول وخروج رؤوس الأموال (معتبر)	مستوى تقييد تدفقات رؤوس الأموال .	+
		مستوى تحرير سوق الصرف .	?/–
	ت–كفاءة الإطار التشغيلي (الدخول إلى السوق) (جيد ومجرب).	تسجيل المستثمر وفتح الحساب .	+
	ث–كفاءة الإطار التشغيلي (تنظيم السوق)	تنظيمات السوق .	+
		تدفق المعلومات .	+
	–كفاءة الإطار التشغيلي (البنية التحتية للسوق).	المقاصة والتسوية.	–/ ?
		حفظ الأوراق المالية .	++
		التسجيل والإيداع التداول .	
		إمكانية نقل الملكية.	+
		إقراض الأوراق المالية .	–/?
		البيع القصير	–/?
	ث–المشهد التنافسي (مرتفع)		++
	ح–استقرار الإطار المؤسساتي (متواضع)		–/?
++		عدم وجود مشاكل .	
+		عدم وجود مشاكل كبرى/تحسينات ممكنة .	
? /–		ضرورة القيام بتحسينات .	

Source : MSCI Giobal Market, Accessibility, Qp, Cit, June 2016,p, 65

انطلاقا من الجدول تم تسجيل ما يلي:

–حدود على الملكية الأجنبية: بشكل عام لا توجد حدود على الملكية الأجنبية، إلا أن إحدى أكبر الشركات المصرية، اتصالات مصر، تطبق حدا بنسبة 20%، في حين أن بعض الشركات مغلقة تماما أمام المستثمرين الأجانب.

–التساوي في الحقوق مع المستثمرين الأجانب: المعلومات المتعلقة بالشركات غير متوفرة دائما بالغة الإنجليزية.

–مستوى تدفق رأس المال: إن تكاليف تحويل رأس المال وأرباحه وفق الآلية المعمول فيها، إلى البلد الأم مرتفعة نسبيا، في حين أن عملية استخدام المزاد العلني في سوق الصرف الرسمية عملية مطولة.

–مستوى تحرير سوق الصرف: هناك نقص في كفاءة سوق الصرف الخارجية، إضافة إلى ذلك، كانت السيولة في سوق الصرف الرسمية المحلية منخفضة جدا في الماضي القريب.

–تسجيل المستثمر وإعداد الحساب: وجود قائمة محددة المستثمرين قد تؤخر عملية التسجيل، أيضا قد تكون عملية إعداد الحسابات طويلة.

–تنظيمات السوق: لا يوجد وضوح في بعض مجالات تنظيم السوق (على سبيل المثال، لا توجد رسميا حدود ملكية أجنبية ولكن يمكن للشركات فرض قيود في لوائحها الداخلية).

–تدفق المعلومات: الافتقار إلى المتانة وضعف تطبيق المعايير المحاسبية المحلية.

–المقاصة والتسوية: غياب الصبغة الوظيفية للمقاصة والتسوية وعدم توافر الهياكل الجامعة، إضافة إلى أن أيام التداول الرسمية تختلف عن المعايير الدولية، كما تم إدخال آلية التسوية T + 2 للتسليم مقابل الدفع (DVP) في مارس 2016، ولكن هناك حاجة لمزيد من الوقت لتقييم فعاليتها.

–التداول: إن المستوى المحدود للمنافسة بين الوسطاء يمكن أن يؤدي إلى تكاليف تداول أعلى نسبيا.

–إمكانية نقل الملكية: إن التحويلات العينية والتحويلات خارج السوق الرسمية ممنوعة.

–إقراض الأوراق المالية: مسموح لكنه ليس من الممارسات المعمول بها في السوق نظرا لقدرتها المحدودة.

–البيع القصير: مسموح ولكنه ليس ممارسة راسخة في السوق بسبب القدرة المحدودة.

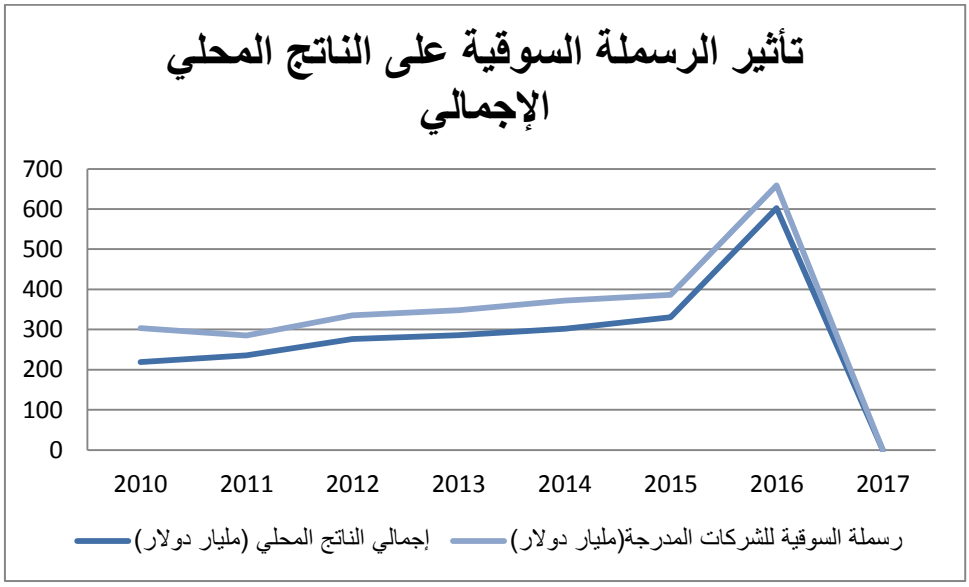
-استقرار الإطار المؤسساتي: كانت هناك حالات تدخلات الحكومة التي زعزعت استقرار اقتصاد السوق الحر ويتضح ذلك من التغير المستمر للوائح السوق.[1]

المطلب الثالث: دور سوق مصر للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية

تبرز اهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة. هذا علاوة على انها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة.

الفرع الأول: تأثير تطور الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في مصر.

الشكل رقم (3-6) : تأثير تطور الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي لمصر 2010-2017 .



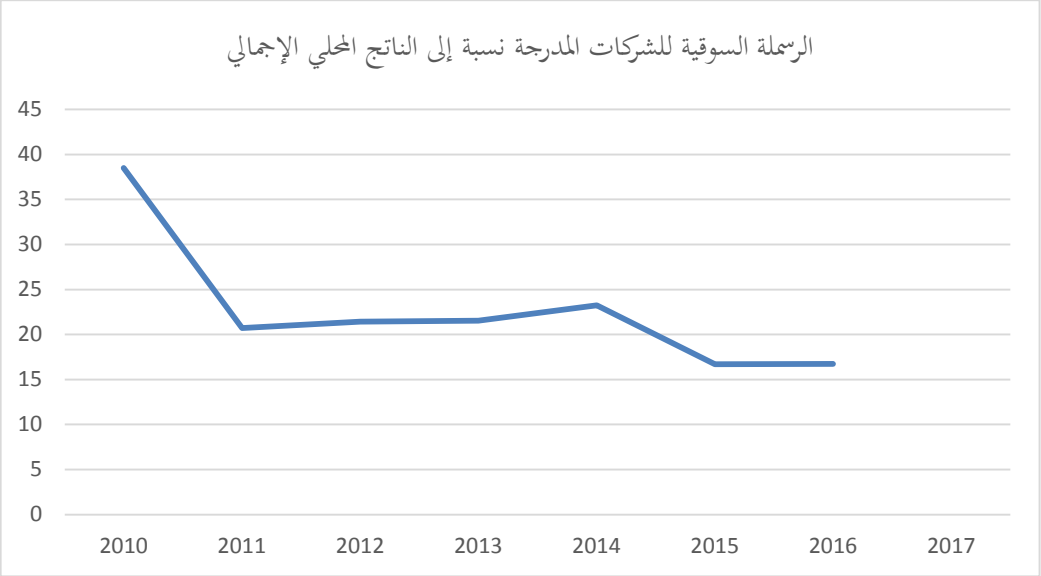
المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (03)

من خلال المنحنى نلاحظ أن انخفاض الرسملة السوقية بين 2010 و2011 فيما استمر الناتج المحلي في الارتفاع مما يدل على فشل السوق المصرية في أداء دورها في توفير السيولة للاقتصاد بسبب تداعيات الأزمة المالية و ثورة الربيع العربي، و إن استقرت الرسملة ما بين 2012 و 2014 إلا أنها لم تواكب النمو الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي الذي ارتفاع طول فترة الدراسة و بذلك فإن هذا الأخير لم يتأثر بالتغيرات الخاصة في

[1] MSCI Global market accessibility review,OP. cit, june 2016, p24.

الرسملة لأن الاقتصاد المصري مول حوالي 20% (حسب ما بينه الشكل رقم 6 من استثماراته فقط عن طريق سوق الأوراق المالية المصرية،[1] مع اعتماده بدرجة أكبر على الجهاز المصرفي كمصدر للتمويل بالإضافة إلى الاستثمار الأجنبي المباشر والإعانات وهذا ما يفسر ارتفاع إجمالي الناتج المحلي رغم انخفاض الرسملة.

الشكل رقم (3-7): الرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق المصرية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (03)

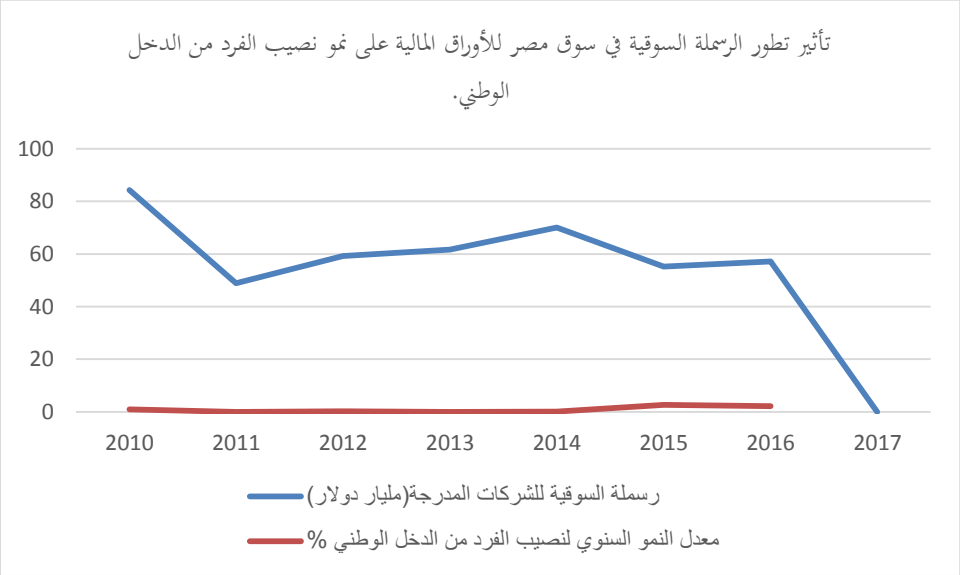
فلإبراز حجم سوق الأوراق المالية المصرية في الاقتصاد المصري نستعمل مؤشر الرسملة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي الذي يبين مساهمة سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الاقتصاد، فقد انخفضت النسبة انخفاضا ملحوظا من 2010 إلى 2011 من 38.50% إلى 20.70% وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية أولا و من ثم الاضطرابات السياسية، بعد ذلك و إلى غاية 2014 ارتفعت الرسملة السوقية إلى 23.25% نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي بفضل التطورات الهيكلية في منظومة حماية المستثمرين حيث بدأ العام بإطلاق قواعد جديدة للقيد و الإفصاح ، تستهدف تحقيق حماية أكبر للمستثمرين و تطبيق أوسع لقواعد الحوكمة، مما ساهم في جذب الاستثمارات، إلا أن مساهمتهما في توفير السيولة للاقتصاد بقيت ضعيفة جدا ، لتنخفض الرسملة في 2015 إلى 16.69% نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بسبب الأوضاع العالمية و

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

الإقليمية التي أثرت على الاقتصاد المصري عامة و سوق الأوراق المالية خاصة [1].لترتفع بعد ذلك إلى 16.75% نتيجة بداية تحسن الأوضاع في البلاد.

الفرع الثاني: تأثير سوق الأوراق المالية المصرية على معدلات النمو.

الشكل رقم (3-8): تأثير تطور الرسملة السوقية في سوق مصر للأوراق المالية على نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني.



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (03)

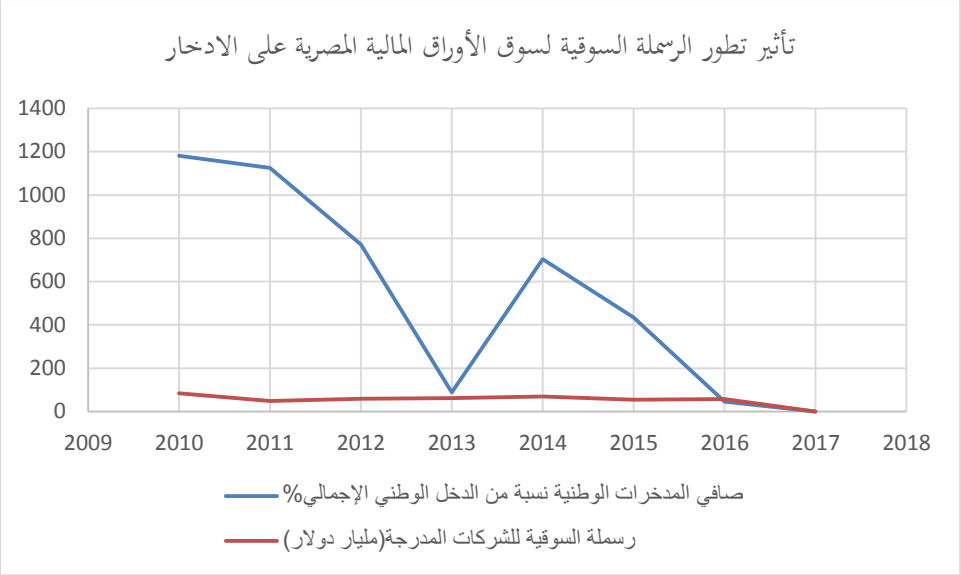
انطلاقا من الشكل يتبين أنه كلما تغيرت الرسملة السوقية في سوق الاوراق المالية المصرية بالارتفاع أو الانخفاض يتغير معدل نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني في نفس الاتجاه مع وتيرة استجابة بطيئة من بين 2010 و 2011 ، فعند تدهور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في 2010 انخفض نصيب الفرد من الدخل في 2011 ، بسبب الأزمة المالية حيث تسارعت وتيرة الانخفاض خلال العامين المواليين لتسجل معدلات نمو سالبة لنصيب الفرد من الدخل الوطني مما يدل على انخفاض الدخل الوطني الإجمالي بسبب الثورة التي ادت إلى تدهور أداء السوق المصرية مما أثر على سلوك المستثمرين في السوق الذين انسحبوا من جراء انخفاض العوائد و ارتفاع المخاطرة، فالركود الاقتصادي الذي عانت منه السوق المصرية في تلك الفترة أدى إلى تدهور حالة الشركات و المشاريع الاستثمارية و بالتالي انخفاض الدخل الوطني للأفراد و تسجيل معدلات نمو منخفضة ، و عند ارتفاع الرسملة في 2012 ارتفاع نصيب الفرد من الدخل أي معدلات النمو بفضل

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

الاستراتيجية التي وضعتها السوق المصرية لتطوير السوق و زيادة حجم مشاركتها في التنمية الاقتصادية، فتحسن أداء السوق بجذب المستثمرين لتوظيف أموالهم و مدخراتهم لتحقيق عوائد إضافية و بالتالي زيادة دخولهم التي تساهم في رفع المستوى المعيشي للأفراد و بالتالي فهي تساهم في رفع معدلات النمو . ومنه نستنتج أن سوق الأوراق المالية المصرية توفر دخلا إضافيا للمصريين.[1]

الفرع الثالث: تأثير سوق الأوراق المالية المصرية على الادخار.

الشكل رقم (3-9) : تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الأوراق المالية المصرية على الادخار.



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (03)

انطلاقا من المنحنى نلاحظ أن اتجاه تطور صافي المدخرات الوطنية نسبة من إجمالي الدخل الوطني لمصر واكب تطور الرسملة السوقية لسوق الأوراق المالية المصرية و هذا يدل على أن أداء هذه الأخيرة يمكن أن يؤثر إيجابيا أو سلبيا على الادخار الحقيقي، فخلال فترة الدراسة الممتدة بين 2010 و 2017 انخفضت الرسملة السوقية مما أدى إلى انخفاض نسبة المدخرات إلى الدخل الوطني ، فبعد أن كانوا يدخرون 11.81% من دخولهم في 2010 أصبحوا يخصصون فقط 4.34% من الدخل الوطني لادخاره في 2015 ،و 4.5% في سنة 2016 و هذا ما يعكس اتجاه الأفراد و المؤسسات إلى استثمار أموالهم في الأوعية الادخارية المصرية لما توفره من عوائد أفضل إضافة إلى عنصر الأمان و هذا ما يفسر ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي رغم تدهور سوق الأوراق المالية المصرية . فالتدهور الذي عانت منه السوق المصرية بسبب الأوضاع التي عاشتها أثر في

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

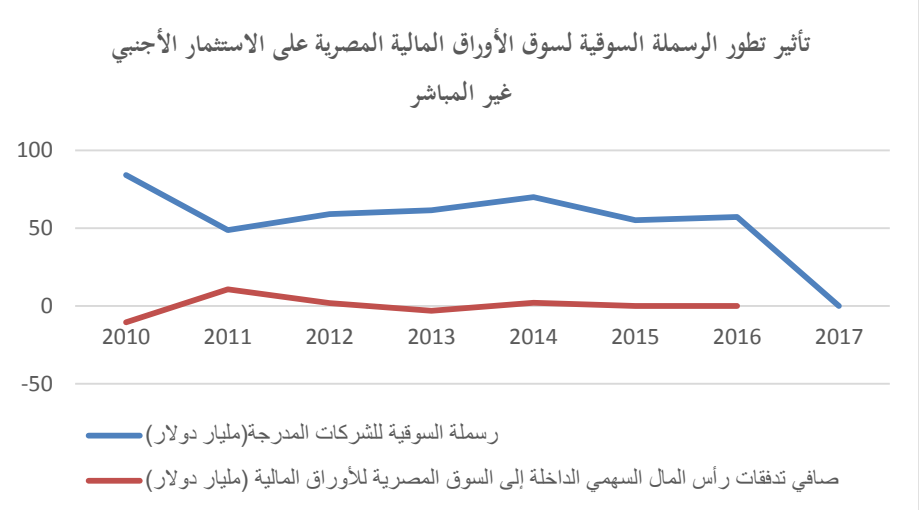
قدرتها على توفير السيولة المعتادة لتمويل الاستثمارات والمؤسسات التي انخفض إنتاجها ومنه انخفاض الناتج الوطني الذي يؤدي إلى انخفاض الادخار.

فتحقيق التنمية الاقتصادية تتطلب زيادة الاستثمارات التي بدورها تتوقف على الادخار، فوظيفة سوق الأوراق المالية تتمثل في تعبئة هذه المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار المناسب وبذلك فهي همزة وصل بين الادخار والاستثمار، فكلما كانت سوق الأوراق المالية نشطة وكفؤة زادت قدرتها على جذب مدخرات الأفراد لشراء الأوراق المالية عن طريق تحفيزهم على تقليل الاستهلاك واستثمار أموالهم بفضل العوائد المحققة التي تساهم في زيادة دخول الأفراد ومنه زيادة ادخاراتهم التي بدورها تحقق النمو الاقتصادي.

لذلك فعلى سوق الأوراق المالية المصرية أن تعطي حافزا لوحدات الفائض كي تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها في الأوراق المالية.[1]

الفرع رابع: تأثير سوق الأوراق المالية المصرية على الاستثمار الأجنبي.

الشكل رقم (3-10): تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الأوراق المالية المصرية على الاستثمار الأجنبي غير المباشر.



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (03)

نلاحظ من المنحنى مدى تأثير سوق الأوراق المالية المصرية على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فأي تغير بالانخفاض أو الزيادة في الرسملة السوقية يصاحبه تغير في نفس الاتجاه في تدفقات رأس المال السهمي

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

الواردة إلى سوق الأوراق المالية المصرية مع وتيرة استجابة بطيئة، فقد تم تسجيل تدفقات سالبة من رأس المال السهمي الداخلة إلى السوق المصرية سنة 2010، وهذا إن دل على شيء فإنه يدل على سحب المستثمرون الأجانب لاستثماراتهم من السوق المصرية بسبب الآثار التي خلفتها الأزمة. أما في سنة 2011 فقد زاد تدفق الاستثمار الأجنبي إلى السوق المصرية بسبب التفاؤل المفرط فيه للأجانب بتحسن الأوضاع ، الذين سرعان ما كانت خيبتهم كبيرة فإتجهوا بعد ذلك إلى الانسحاب من السوق للحد من الخسائر بسبب تخوفهم من الأوضاع السائدة في تلك الفترة خاصة بعد إغلاق سوق مصر للأوراق المالية بسبب عدم الاستقرار السياسي، مما خلف تدفقات سالبة سنة 2013 ، لكن في 2014 ارتفاع إقبال المستثمرين الأجانب على الاستثمار في محفظة الأسهم في مصر ارتفاعا ضئيلا بفضل التطورات التشريعية و التنظيمية التي استهدفت تحقيق حماية أكبر للمستثمرين و تطبيق أوسع لقواعد الحوكمة، لينخفض بعد ذلك في 2015 بسبب الأوضاع الإقليمية والعالمية التي أثرت على سوق الأوراق المالية المصرية بسبب إرتباطها بالأسواق الأخرى .[1]

حيث هيمنت إستثمارات الأسهم الوافدة من الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة على غالبية الإستثمارات الأجنبية الوافدة إلى البورصة المصرية سنة 2010 بنسبة 55% و 34% على التوالي من إجمالي الإستثمارات الأجنبية . لتهيمن بعد ذلك بريطانيا على 41% ، أمريكا على 27% ، السعودية على 8% و الإمارات على 5% من إجمالي الإستثمارات الأجنبية سنة 2011 . أما في سنة 2014 فقد إستحوذت كل من بريطانيا و السعودية على نحو 22% ، و 20% على التوالي من إجمالي تعاملات الأجانب ، تلتهما أمريكا بنصيب يصل إلى 15% من إجمالي التعاملات . كما إستحوذت كل من أمريكا بريطانيا و السعودية على نحو 18 %، 17% ، و 14% ، على التوالي من إجمالي تعاملات الأجانب خلال عام 2015 .

لقد أشارت تقارير البورصة المصرية أن المستثمرين المصريين إستحوذوا على حوالي 78 % من إجمالي التداول في السوق و و 22% الباقية إستحوذ عليها الأجانب ، فقد كانت حصة الأجانب من إجمالي التعاملات في السوق 22% ثم 29% في 2010 و 2011 على الترتيب، بينما بينما إستحوذوا بين 2012 و 2014 على 20% من إجمالي التعاملات و المستثمرين المصريين على الباقي ، لترتفع في 2015 حصة الأجانب إلى 28% مقابل 72% من إجمالي المعاملات للمصريين، كما بينت هذه التقارير أنه في سنة 2010 و 2011 هيمنت المؤسسات على التداول بنسبة 52% ثم 59% على التوالي من إجمالي التداول،

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

ليتقاسم الأفراد و المؤسسات التعاملات تقريبا في 2012 و 2013 ، لتشهد 2014 و 2015 عودة استحواذ الأفراد على التعاملات بنسبة 71% و 61% على التوالي من إجمالي التعاملات في سوق الأوراق المالية المصرية .[1]

ولكن نشوء الأزمة العالمية وقيام ثورة 2011 في مصر أثر بشكل كبير على أداء البورصة المصرية حيث تراجعت أحجام التعاملات في السوق المصري بشكل ملحوظ خلال عامي 2011 و2012، خاصة بعد إغلاق سوق الأسهم بعد عدم الاستقرار السياسي الذي أدى إلى توقف تداول الأسهم، مما ساهم في فقدان البيانات خلال فترات التداول بسبب إغلاق السوق المصرية لمدة شهرين تقريبا بسبب الانتفاضة المصرية.[2]

وواجهت البورصة المصرية تحديات جديدة نتيجة الحراك الحراك السياسي في تلك الفترة ، و لكن هذا لم يثني البورصة المصرية عن خطط التطوير و التحديث التي تقوم بها من أجل مواكبة التطورات السريعة و المتلاحقة في عالم سوق المال، فأطلقت في جويلية 2013 إستراتيجية جديدة و متكاملة تستهدف إعادة هيكلة السوق المصري و إعادته إلى مكانته الرائدة وسط الأسواق الناشئة، و تتضمن الإستراتيجية انفتاحا كبيرا للسوق المصري على الأسواق العالمية، حيث تم قيد مجموعة من الشركات الإقليمية في السوق المصري للمرة الأولى تقريبا في تاريخ البورصة المصرية، كما تم إطلاق أول أداة مشتقة (Future) للبورصة المصرية في الأسواق العالمية بالتعاون مع نيويورك يورنكست، و كذا بداية تركيز البورصة على زيادة مساهمتها في عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية من خلال المشاركة في تأسيس شركات بنظام الاكتتاب العام لتحقيق أهداف مجتمعية كبناء المدارس و المستشفيات و غيرها، مما سيساهم في خلق المزيد من فرص العمل، لتستمر البورصة المصرية في رحلة خدمة الاقتصاد المصري لأكثر من 130 عام .[3]

[1] التقارير السنوية للبورصة المصرية سنوات 2010-2016.

[2] Christopher Mbindyo Musyoki, three empirical essays on salient trading features exhibited in ten African stock markets, A thesis presented for the degree of Doctor of Philosophy, university of Aberdeen, United kingdom, 2015, p 48.

[3] موقع البورصة المصرية http://www.egx.com.eg/arabic/history.aspx، تاريخ الإطلاع، 2018/03/31، على الساعة 23:00.

المبحث الثاني: سوق الجزائر للأوراق المالية ودورها في ترقية الاستثمار

فالجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، ورغم أن بورصة الجزائر في مرحلتها الابتدائية واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كأآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

المطلب الأول: نبذة عن سوق الجزائر للأوراق المالية .

تعتبر بورصة الجزائر من أحداث البورصة التي أنشئت في الدول العربية، كما أنها من البورصات الأقل أداء سواء كانت من ناحية حجم وقيمة التداول، أو من حيث عدد الشركات المدرجة فيها.

الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الجزائر للأوراق المالية .

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

1-المرحلة ما قبل سنة 1990

نظرا لطبيعة النظام السياسي القائم بالجزائر في ذلك الوقت الذي كان يتبنى الاشتراكية، فإنه لم يكن هناك مبررا لوجود البورصة لا للقيم المتداولة قبل مرحلة الإصلاحات وتحديدا قبل سنة 1988، وبعد صدور أولى نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدا وكذا القانون كل من القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ومع التحضير لنص تشريعي تجاري جديد يتضمن المعطيات الجديدة المتعلقة بالإصلاحات الاقتصادية التي شرع فيها بغية المرور الى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا وتحتاج الي وقت طويل .[1]

[1] براق محمد، محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقي الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 23، 22 أفريل 2003، ص5.

2-المرحلة التقريرية 1990–1992 :

لقد ظهرت فكرة انشاء بورصة الجزائر عام 1990، في إطار إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، حيث اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيأة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة "، وبتاريخ 9 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم براس مال موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.[1]

وفي مارس 1991 صدر مرسوم يوضح أنواع القيم المتداولة التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط إصدارها وأعضاء لجنة البورصة ومهامها. وفي فيفري 1992 تم رفع رأسمالها إلى 9.320.000دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة القيم المنقولة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد .

3–المرحلة الابتدائية 1993–1996:

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، وتم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة جعل إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها. أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، ادخال قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.[2]

4–مرحلة الانطلاق الفعلية من 1996 إلى 2015.

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، تحديد مقر بورصة الجزائر بغرفة التجارة

[1] شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، ص80

[2] نسيمة لعبادي، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد–دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004، ص11

وتشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير بورصة القيم SGBV مع تحديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية، وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في عمل بورصة الجزائر المحدد في ديسمبر 1997 .[1]

تم تدشين بورصة الجزائر رسميا في 4 اوت 1999، وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم يقدر رأس 24 مليون دينار، وقد تم الانطلاق الفعلي للسوق بانضمام أربعة أوراق مالية اليها وهي:

-سند شركة سوناطراك (اصدار سندات في السوق الأولى سنة 1998)

-سهم الشركة العمومية رياض سطيف (سنة 1999 فتحت 20% من رأسمالها)

-سهم مجمع صيدال.

-سهم فندق الأوراسي .

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوق السندات رأس المال وسوقا لسندات الدين .

5-سوق سندات رأس المال: تتكون من :

أ-السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى، حيث يوجد حاليا خمسة (05) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي :

-مجمع صيدال : الناشط في القطاع الصيدلاني، تم ادراجه في بورصة الجزائر سنة 1999 .[2]

-مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة الذي أدرج سنة 2000.

- أليانس للتأمينات : الناشطة في قطاع التأمينات أدرجت سنة 2011 .

-أن سي ا-رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، فتحت رسمالها للاكتتاب سنة 2013.

[1] أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 11، جوان 1999، ص38.
[2] شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص81.

– مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني، التي قامت ببيع 20% من رأسمالها في 2016.

ب–سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق سنة 2012. يمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا

بديلا للحصول على رؤوس اموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من اجل توظيف استثماراتهم.[1]

6–سوق سندات الدين: تتكون من:

سوق سندات الدين: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

سوق كتل سندات الخزينة العمومية :(OTA) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة الجزائرية وتأسست هذه السوق في سنة 2008وتحي حاليا 25 سندا للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7و10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين.

الفرع الثاني: الهيئات المنظمة لسوق الجزائر للأوراق المالية .

توجد ثلاث هيئات رئيسية تتولى تنظيم البورصة وهي :

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :cosob تمثل سلطة تنظيم مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والذاتية المالية، تتمثل مهامها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولاسيما من خلال الحرص على:

–حماية المستثمرين في القيم المنقولة.

–السير الحسن والشفافية سوق القيم المنقولة.[2]

ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، خولت هذه اللجنة بالسلطات التالية

1–السلطة التنظيمية : تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة:

[1] Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012, p09.
[2] نسيمة لعبادي، مرجع سبق ذكره، ص13.

-التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية.

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها.

شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.

- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند .

-القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات.

-تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتشر في الجريدة الرسمية.[1]

2- سلطة المراقبة والإشراف : وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص

-الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق .

-قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها.

-السير الحسن للسوق.

3-السلطة التأديبية والتحكيمية : تنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية.

وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل.

وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات والأخلاقية يرتكبها الوسطاء في عمليات البورصة وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.[2]

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشبة بين:

-الوسطاء في عمليات البورصة

[1] Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012, p11.

[2] عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار مع دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير غير منشورة في علومالتسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، سنة، 2008ص93.

-الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV)

-الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم .

-الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

شركة تسيير بورصة القيم :SGBV

وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، تمثل إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحتراقيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها.

وقد شرعت الشركة منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. فهي تتكفل بالأنشطة التالية:

-التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة .

-التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير .

-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

3-المؤتمن المركزي : تأسست هذه الهيئة في 2003.

يقوم المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة بالعمليات التالية:[1]

-فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين .

-مركز حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين .

-إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال.).

[1] عبد االله سناجقي، مرجع سبق ذكره، ص94.

-الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية :(ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية .

-نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

يساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف واجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...)

الوسطاء في عمليات البورصة: تم وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية التداول على القيم المنقولة في البورصة، حيث تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة

ومراقبة نشاط الوسطاء، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد. يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المتمثلة في:[1]

توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية للجهة المصدرة

- التداول في السوق لحساب زبائنهم.

- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.

- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.

- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه.

وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد

للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين ...

يتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR ، وبنك التنمية المحليةBDL ، وبنك الجزائر الخارجيBEA ، والبنك الوطني الجزائريBNA ، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنكCNEP-Banque

[1] جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 249.

القرض الشعبي الجزائري .CPA والبنكين الخاصين: بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El djazair، Société Générale Algerie,بالإضافة إلى شركة خاصة .Tell Markets [1]

المطلب الثاني: تقييم أداء سوق الجزائر للأوراق المالية.

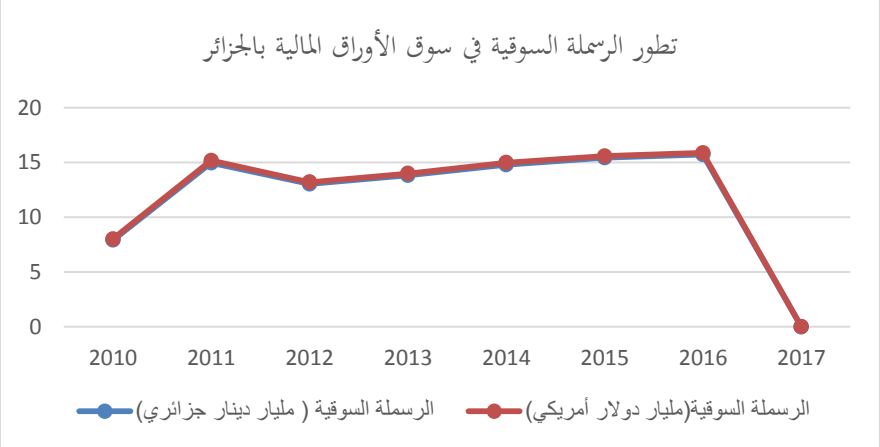
سنقوم بتقييم أداء سوق الجزائر للأوراق المالية، ولعدم وجود احصائيات متعلقة بسوق الأوراق المالية الجزائرية ضمن قاعدة بيانات البنك الدولي، لأنه غير معترف بوجود السوق، تم الحصول على هذه معلومات من التقارير الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات بورصة القيم، وتتمثل المؤشرات التي ستعتمد عليها في تقييم الأداء في :

الفرع الأول: حجم السوق

يعتبر نشاط سوق الجزائر محدودا كما يعتبر حجم السوق ضيق وهو ما يترجمه مؤشر الرسملة السوقية وعدد الشركات.

1-الرسملة السوقية:

الشكل رقم (3-11): تطور الرسملة السوقية في سوق الأوراق المالية بالجزائر من 2010 إلى 2017.



المصدر: من اعداد طالب اعتماد على الملحق رقم (02)

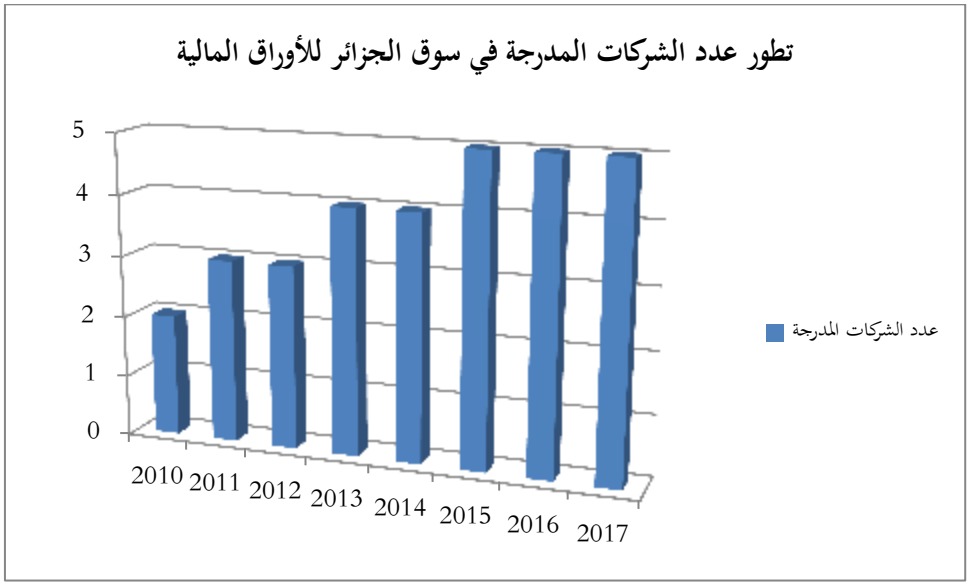
[1] جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص249.

يبين الشكل رقم (11) تطور الرسملة السوقية في سوق الجزائر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2010 و2017، حيث ارتفعت الرسملة في 2010 إلى 7.9 مليار دينار جزائري بفعل زيادة سعر سهم صيدال، وفي 2011 إلى 14.97 مليار دينار جزائري بفضل إدراج أسهم أليانس للتأمينات حيث قدرت نسبة الارتفاع ب 89.45 %. لكن الرسملة السوقية انخفضت إلى 13.03 مليار دينار جزائري في 2012 لترتفع بعد ذلك في 2013 بسبب إدراج أسهم مؤسسة رويبة إلى 13.82 مليار دينار ثم إلى 15.43 مليار دينار جزائري سنة 2015 بسبب ارتفاع أسهم صيدال والأوراسي وفي سنة 2016 .[1]

2 -عدد الشركات المدرجة:

الشكل رقم (3-12) : تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الجزائر للأوراق المالية من 2010 إلى 2017

.



المصدر: من اعداد طالب اعتماد على الملحق رقم (02)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه زيادة طفيفة في عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2017. تمثلت الشركات المدرجة في السوق سنة 2010 في كل من مجمع صيدال، و مؤسسة الأوراسي، كما عرفت نفس السنة إصدار جديد لسهم شركة التأمين " أليانس " التي شرعت في رفع رأسمالها عن طريق الطلب العلني للادخار، ليتم تداول السهم لأول مرة في البورصة في 2011 وبالتالي أصبح عدد الشركات المدرجة 3. كما تم تسجيل في 2013 دخول شركة رويبة ليرتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة

[1] التقرير السنوي للبورصة الجزائرية من 2010، 2016.

الجزائر إلى 4 شركات إلى غاية سنة 2015 حيث عرفت انضمام شركة بيوفارم ليصبح بذلك عدد الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية 5 شركات إلى غاية سنة 2017. [1]

تعاني سوق الأوراق المالية في الجزائر ضيقا كبيرا في سوقها والذي يظهر من خلال إنخفاض مؤشرات حجم السوق، ففي الوقت الذي سجلت فيه مصر 139.27 مليار دولار، تغيرت الرسملة السوقية في الجزائر ما بين 0.09 و0.21 مليار دولار. وكذا انخفاض عدد الشركات المدرجة في البورصة التي لم تتعدى 05 شركات، مقابل 277 شركة في مصر كأدنى حد خلال فترة الدراسة. وبذلك تعتبر بورصة الجزائر على أصغر بورصة سواء بالنسبة لمؤشر الرسملة السوقية أو عدد الشركات المدرجة.

يرجع هذا الانخفاض إلى جمود حصص التداول مما أدى إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة، بالإضافة إلى قلة الشركات المدرجة في تلك الفترة و بالتالي عدم تنوع فرص الاستثمار، إضافة إلى انتشار الشركات العائلية التي ترفض فتح رأسمالها لمساهمين خارج العائلة، و ضعف عمليات خوصصت الشركات عن طريق البورصة، فرغم خوصصة العديد من الشركات الوطنية إلا أنها تمت دون اللجوء إلى البورصة إلا 3 شركات منها وهي مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي و رياض سطيف، مما يؤدي إلى إمتناع الشركات الخاصة من إدراج أسهمها في السوق بسبب فقدانها الثقة في السوق الجزائرية.

الفرع الثاني: سيولة السوق.

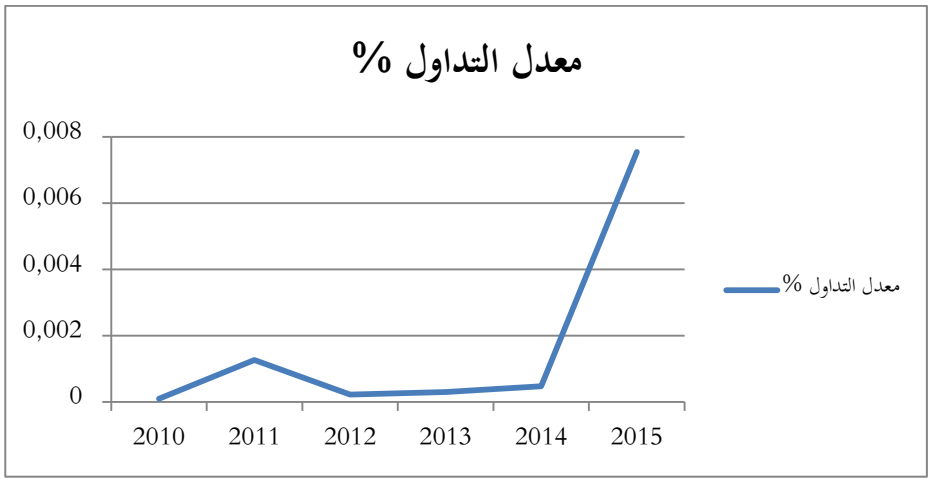
يظهر الضعف المسجل في السيولة، من خلال انخفاض معدل التداول و الدوران على مستوى البورصة.

1–معدل التداول : فمن خلال تقصي نشاط بورصة الجزائر بالنظر إلى قيمة التداول يتبين أن: [2]

[1] التقارير السنوية لبوصة الجزائر 2010–2016.

[2] تقارير البورصة المصرية 2010–2016.

الشكل رقم (3-13) : تطور معدل التداول في سوق الجزائر للأوراق المالية من 2010 إلى 2017:

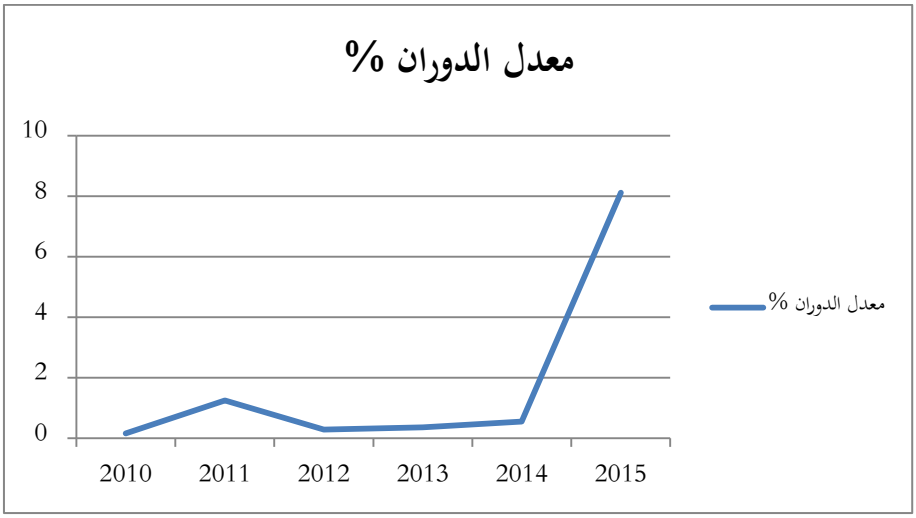


المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (02)

إن قيمة التداول على مستوى بورصة الجزائر بحسب معطيات الشكل رقم () عرفت تحسنا خلال سنة 2010، فبعد تداول تداول أسهم مؤسسة التأمينات أليانس في 2011 إرتفع معدل التداول لينخفض بعد ذلك في 2012، لكنه يعاود الإرتفاع ليصل إلى أعلى قيمة له في 2015 بعد الإرتفاع المفاجئ و السريع و ذلك بسبب إرتفاع تداول أسهم أليانس للتأمينات التي مثلت قيمة تداولها 96% من قيمة التداول الكلية

2-معدل الدوران:

الشكل رقم (3-14) : تطور معدل الدوران % في سوق الجزائر للأوراق المالية من 2010 إلى 2017.



المصدر: من اعداد طالب اعتمادا على الملحق رقم (02)

يتميز معدل الدوران في بورصة الجزائر بالضعف الشديد حيث أنه كان يساوي في 2010 0.15% لكنه سجل إرتفاعا سنة 2011 حيث بلغ 1.24% بسبب تداول أسهم شركة التأمين أليانس ليعود لينخفض إلى ما دون الواحد، ليرتفع في 2015 إرتفاعا مفاجئا نتيجة الإقبال الكبير للمستثمرين على أسهم أليانس [1]

يعود إنخفاض السيولة في بورصة الجزائر إلى الإنخفاض الكبير في عدد الشركات المدرجة وأسعار أسهمها، وإلى قلة الأوراق المالية في السوق و الإقبال الضعيف على التداول في سوقها حتى إلى 1% و بقيت ما دون ذلك فقد قدر أعلى معدل تداول سجل خلال فترة الدراسة بـ 0.0075% و هو رقم بعيد عن حاجات التمويل و هذا إن دل على شيء فإنه يدل عن ضعف سوق الأسهم عامة، حيث يتجلى بوضوح صغر حجم التداول على مستوى البورصة.

ويعود انخفاض السيولة في بورصة الجزائر إلى الانخفاض الكبير في عدد الشركات المدرجة وأسعار أسهمها، وإلى قلة الأوراق المالية في السوق والإقبال الضعيف على التداول، أضف إلى ذلك اتجاه المتعاملين على مستوى البورصة إلى الاحتفاظ بالأسهم في محافظهم عوض تداولها مما أثر سلبا على قيمة التداول على مستوى سوق الأسهم ككل.

أما فيما يخص معدل الدوران فإنه لا يختلف عن معدل التداول ففي الوقت الذي سجلت فيه مصر معدلات تداول تتراوح بين 21 % و 83%، حددت معدلات التداول في السوق الجزائرية بين 0.15% و 8.11% إلا أن هذا المعدل و رغم ارتفاعه فإنه يضل ضئيلا جدا مقارنة بمعدل الدوران في الأسواق الناشئة عموما و في سوق مصر للأوراق المالية خاصة، و هذا يدل على ضعف تموين بورصة الجزائر من الأسهم، حيث يعود انخفاض معدل دوران السهم الذي يعكس انخفاض السيولة في السوق إلى بطء عملية تداول الأسهم، و صغر عدد البائعين و المشترين في السوق حيث حيث لا يمكنهم بيع الأسهم و شرائها بسهولة، و إلى محدودية الأوراق المالية المتداولة نتيجة وجود عدد ضئيل من المتدخلين، كما أن أيام التداول في السوق الجزائري محصورة في يومين فقط في الأسبوع، يومي الإثنين و الأربعاء. [2]

[1] COSOB, Rapport annuel 2012, p 27.
COSOB, Rapport annuel 2014, p 24.
[2] COSOB, Rapport annuel 2012, p 27.
COSOB, Rapport annuel 2014, p 24.

الفرع الثالث: درجة التركيز.

تبين درجة التركيز مدى حساسية سوق الأوراق المالية للتغيرات الحاصلة في رسملة و حجم تداول أكبر عشر شركات، حيث تؤثر درجات التمركز العالية سلبا على نشاط السوق، فهي تقاس بحصة أكبر عشر شركات من الرسملة السوقية و حجم التداول، و بإعتبار عدد الشركات المدرجة في سوق الجزائر للأوراق المالية لم تتجاوز 5 شركات خلال فترة الدراسة، فإن درجة التركيز تمثل 100% ، فحسب التقرير السنوي لل COSOB سنة 2016 فرسملة مجمع صيدال وحده يمثل 41.48% من الرسملة الكلية للسوق، تليه Alliance Assuranceب 20.32% ثم رويبة ب 19.54% و الأوراسي ب 18.67% حيث أن هذه الشركات هي التي تحدد حركة السوق. [1]

تعاني السوق الجزائرية من التمركز الشديد، حيث يوجد فرق كبير في درجات التركيز المسجلة خلال فترة الدراسة في كل من مصر والجزائر، فقد تراوحت درجات التركيز في مصر بين 32% و58%، أما الجزائر فقدرت درجة تركيزها ب 100% وبذلك تعتبر سوق الجزائر للأوراق المالية الأكثر تمركزا مقارنة بسوق مصر للأوراق المالية.

يعكس تركز نشاط السوق الجزائري اقتصارها على عدد ضئيل من الشركات وابتعادها عن التنويع رغم إتاحة المشرع الجزائري الفرصة أمام الشركات في تنويع الأوراق المالية، إضافة إلا أن نشاطها بعيد عن الواقع والوضعية الحالية ماهي إلا جمود وشلل.

أما فيما يخص التذبذب في الأسعار فلا تعاني سوق الأوراق المالية بالجزائر من تقلبات الأسعار بسبب عدم وجود عدد كافي من الأوراق المالية المتداولة، و إن وجد القليل منها فإنه لا يتم تداوله و بذلك لن تتغير الأسعار. [2]

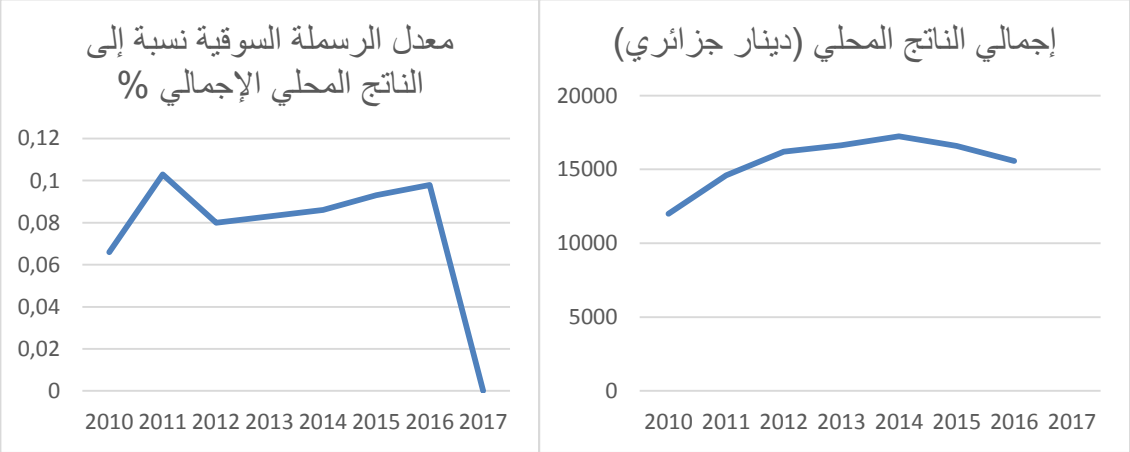
المطلب الثالث: دور سوق الجزائر للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية.

إن الركود الذي تعاني منه سوق الجزائر للأوراق المالية لا يسمح لها بالقيام بالدور المنوط إليها المتعلق بترقية الاستثمار ومن ثمة تحقيق التنمية الاقتصادية.

[1] COSOB, Rapport annuel 2012, p 27.
[2] COSOB, Rapport annuel 2014, p 24.

الفرع الأول: تأثير تطور الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر.

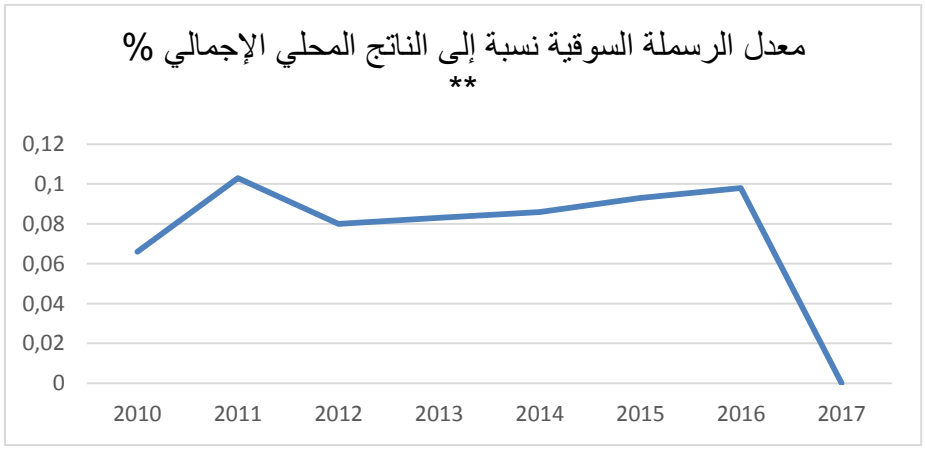
الشكل رقم (3-15) : تأثير تطور الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر 2010-2017



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (04)

يبين الشكل التالي تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الأوراق المالية الجزائرية على إجمالي الناتج المحلي بالتغيرات الحاصلة في السوق الجزائرية، فخلال فترة الدراسة شهدنا ارتفاع في الرسملة وارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي بنفس الوتيرة، لكن رغم استمرار إرتفاع الرسملة إلا أن الناتج المحلي انخفض في سنة 2015، مما يدل على عدم استجابة الناتج المحلي للتغيرات في الرسملة السوقية، فالسوق الجزائرية لا تؤدي دورها في تمويل الاستثمارات.[1]

الشكل رقم (3-16): الرسملة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي لسوق الأوراق المالية بالجزائر.



المصدر: من اعداد طالب اعتمادا على الملحق رقم (04)

[1] تقارير البورصة الجزائرية سنوات 2010-2016.

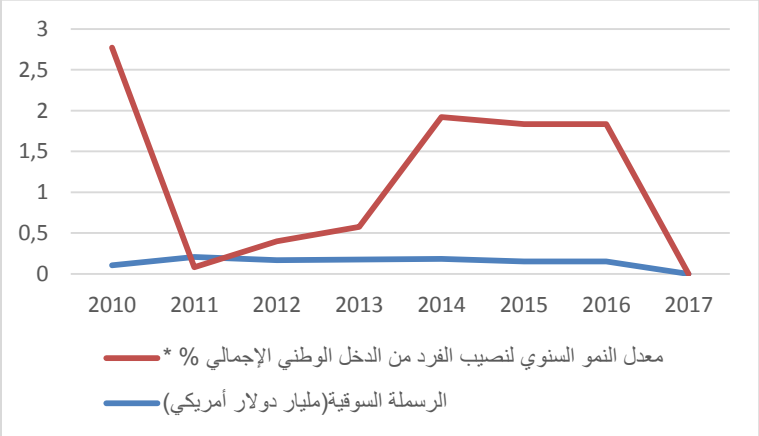
فتطور معدل الرسملة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال سنة 2010 سجل نسبة 0.066% ليرتفع بعد ذلك إلى غاية 0.1% في 2011 لكنها تعاود الانخفاض في السنة الموالية، حيث أصبحت الرسملة السوقية في 2015 تمثل 0.09% من الناتج المحلي الإجمالي.

من خلال الأشكال السابقة نجد أن دور سوق الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما، خاصة إذا ما قارناها مع السوق المصري التي تراوحت فيها نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 17% كأدنى حد و 106% كأقصى حد، في حين لم تصل هذه النسبة إلى 1% في السوق الجزائرية، مما يدل على مدى صغر حجم السوق و عدم قدرته في توفير السيولة للاقتصاد، بسبب قلة الشركات المدرجة و انخفاض حجم المعاملات المالية ما يدل على عدم تنوع فرص الاستثمار و تقلص القاعدة الاستثمارية، و بالتالي فهي لا تساهم في ترقية الاستثمارات و التنمية الاقتصادية.[1]

الفرع الثاني: تأثير سوق الجزائر للأوراق المالية على معدلات النمو.

قامت سوق الأوراق المالية بالجزائر بإدراج مؤشر يقيس تطور أدائها، معروف باسم دزاير إندكس Dzairindex يضم المؤسسات المسعرة في السوق، يقوم بتقديم اتجاه تطور السوق ابتداء من 2008.

الشكل رقم (3-17): تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الجزائر للأوراق المالية على نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني.



المصدر: من اعداد طالب اعتمادا على الملحق رقم (04)

[1] تقارير البورصة الجزائرية سنوات 2010-2016.

من خلال الشكل نلاحظ أن سوق الأوراق المالية الجزائرية لا تساهم في تحسين معدلات النمو، فالتغيرات الحاصلة فيها لا تؤثر على نمو معدل نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي، فنلاحظ أنه خلال الفترة 2010 و2011 سجلت الرسملة السوقية ارتفاعا من 0.10% إلى 0.20% بحيث سجلت معدلات النمو ب -0.123% بعد أن كان 2.667% و هو أخفض معدل خلال فترة الدراسة، و هذا يدل على أن تغير معدلات النمو ليس له علاقة بتغير الرسملة السوقية. يرجع ذلك إلى عجز السوق في توفير التمويل اللازم لمختلف القطاعات و المؤسسات، التي يؤدي توسيعها إلى المساهمة في زيادة الدخل الوطني و دفع عجلة النمو الاقتصادي، فقوة السوق تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية للمؤسسات المدرجة فيها، و إذا ما رجعنا إلى بورصة الجزائر يتضح أنها أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المسجلة، إضافة إلى أن الأفراد و إن ارتفعت دخولهم لا يتجهون إلى الاستثمار في السوق المالية الجزائرية، بسبب عدم ثقتهم بها و نقص الوعي الاستثماري و عدم تفشي ثقافة الاستثمار، و بالتالي عدم حصولهم على عوائد إضافية تساهم في رفع دخولهم. [1]

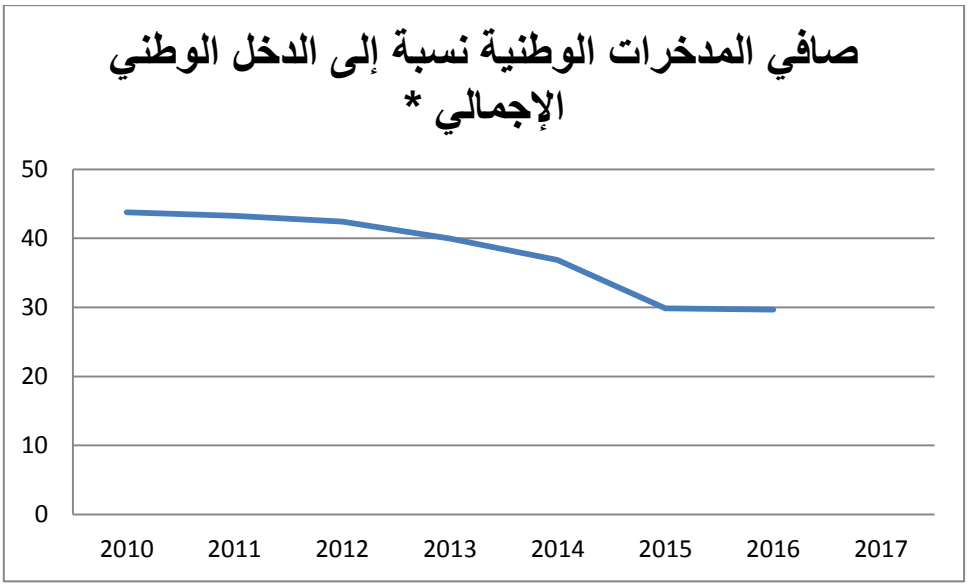
فإذا أردنا المقارنة بين تأثير السوق الجزائرية وتأثير السوق المصرية على معدلات النمو، نجد أن الفرق شاسع كون هاته الأخيرة تتأثر وتؤثر في معدلات النمو، بل وإنها تساهم في تحسينها، عكس السوق الجزائرية التي لا علاقة لها بمعدلات النمو، فالجانب الإيجابي الوحيد في كل هذه السلبيات أنه إذا تدهورت هذه السوق لن تسبب ركودا في الاقتصاد.

الفرع الثالث: تأثير سوق الجزائر للأوراق المالية على الادخار.

الشكل رقم (3-18) : تأثير تطور الرسملة السوقية لسوق الجزائر للأوراق المالية على الإدخار.



[1] تقارير البورصة الجزائرية سنوات 2010-2016.



المصدر: من اعداد طالب اعتمادا على الملحق رقم (04)

يبين الشكل أعلاه تأثير السوق المالية الجزائرية على صافي المدخرات الوطنية نسبة إلى الدخل الوطني الإجمالي، حيث نلاحظ أن معدلات الادخار لا تستجيب للتغيرات الحاصلة في الرسملة السوقية، فرغم ارتفاعها أو انخفاضها فإن نسبة صافي المدخرات الوطنية إلى الدخل الوطني الإجمالي لا تتأثر، و ذلك بسبب فشل السوق الجزائرية في تشجيع الادخار و توجيه المدخرات إلى الاستثمار في سوق رأس المال، وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية في الجزائر عجزت على تعبئة الادخار و زيادة الاستثمارات، و ذلك راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الادخار و الاستثمار حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أمانا و أقل مخاطرة كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير.

خاصة إذا ما قارناها بالسوق المصري التي تعتبر المحرك الرئيسي للادخار وتوجيهه نحو القطاعات الاقتصادية التي تحقق أكبر الأرباح.[1]

الفرع الرابع: تأثير سوق الجزائر للأوراق المالية على الاستثمار الأجنبي.

لا يمكن تحديد الدور الذي تؤديه سوق الاوراق المالية بالجزائر في جذب الاستثمارات الأجنبية لأنه لا توجد شركات أجنبية مسعرة في السوق بسبب القوانين الصارمة التي تفرضها الجزائر على دخول الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى امتناع الأجانب عن شراء الأسهم المدرجة في السوق الجزائرية بسبب انخفاض عوائدها و عدم وجود تحفيزات تشجعهم على ذلك، فالبعض لا يعرف حتى وجود سوق مالية في الجزائر، و أكثر من

[1] تقارير البورصة الجزائرية سنوات 2010-2016.

ذلك فإن السوق الجزائرية و إن كانت موجودة فهي غير معترف بها دوليا، و خير دليل على ذلك عدم وجود إحصائيات حول هذه السوق ضمن قائمة بيانات المؤسسات الدولية كالبنك الدولي و المؤشرات العالمية فهي غير مصنفة لا مع الأسواق الناشئة و لا مع الأسواق الحدودية . فحتى لو أراد مستثمر أجنبي الاستثمار فيها، فإن انخفاض عدد الشركات المدرجة ونقص المعلومات المتوفرة عنها، فضلا عن محدودية الأوراق المالية المتداولة، كل هذه العوامل تؤدي إلى نفور المستثمر الذي يفضل الاستثمار في سوق أخرى كالسوق المصرية التي توفر امتيازات أفضل، وكل هذا عبارة عن فرصة ضائعة للاقتصاد الجزائري عامة وللسوق الجزائرية خاصة لتحسين جاذبيتها للاستثمارات الأجنبية.[1]

[1] شمام عبد الوهاب، زودة عمار، طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مجلة افاق العلوم، المجلد 1، العدد2، جامعة الجلفة، الجزائر، ص165-167.

المبحث الثالث: معوقات وآفاق سوق الأوراق المالية في الجزائر.

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أنه ومن خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، واجتماعي وثقافي وديني وتنظيمي.

وعليه فإنه لابد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء اقتراحات للحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

لقد تطرقنا في هذا المبحث وفي مطلبه الاول إلى المعوقات التي تعترض نشاط وعملية تطوير البورصة. وفي المطلب الثاني إلى آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر وهذا باستفادة من برامج تطوير البورصة في بعض الدول الإسلامية والعربية والتي تتقارب معنا في بعض الخصائص الاقتصادية والاجتماعية والدينية، وكذا الأخذ ببعض ما جاءت به نتائج البحوث المتقدمة في الاقتصاد الإسلامي وبالخصوص الجانب المالي من نتائج جيدة ظهرت عند التطبيق في البنوك أو الأسواق المالية التي تتبنى التوجه الإسلامي، والذي تطرقنا له في المطلب الثالث من هذا المبحث.

المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر

لم تستطع بورصة الجزائر بعد مرور سنوات على إنشاءها تحقيق الأهداف التي كانت منتظرة منها، ولم تشهد تطورا مقارنة بالتطورات التي شهدتها بورصات البلدان المجاورة فقد ضمت بورصة الجزائر على بعض المؤسسات التي تستثمر ضمن قسم القيم المنقولة، حيث يتم التداول على سندات رأس المال أو سندات الملكية (الأسهم) وسندات الدين.

الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية

1–التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخول الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.[1]

[1] السيد علي عبد المنعم، دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية للبلدان العربية، مركز الدراسات والبحوث الاستراتيجية، الطبعة الأولى، العدد رقم 16، أبو ظبي 1998، ص 57 و58.

وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها. وقد شوهد في بداية التسعينات من القرن الماضي ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية.

كما ان المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الإسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمة نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.[1]

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتمز بالاستقرار وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

2–السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاق العائلات على توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

3–ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها الى حسابات المساهمين، زيادة لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة، فقليلا ما كانت تشمل إعفاءات وهذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة. كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم الى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.[2]

4–ضعف القدرة الشرائية: لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم الاستقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

[1] السيد علي عبد المنعم، مرجع سبق ذكره، ص59.

[2] نجيب بوخاتم، دور الجهاز المصرفي في عملية التحول الاقتصادي والانتقال إلى اقتصاد السوق، مذكرة ماجستير غير منشورة ، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003، ص 171 و172.

5-عدم وجود سوق كفؤة: وسيطرة السوق الموازية.

6-ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

-ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.

-مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

-تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة التضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.[1]

الفرع الثاني: المعوقات السياسية والتشريعية:

1-المعوقات السياسية: من المعروف أن بورصة الجزائر أنها فتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما أسهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الانقلابات السياسة، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.[2]

2-المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996.[3]

كما أن شركة إدارة البورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها، نفس الشيء يمكن ذكره عند

[1] نجيب بوخاتم، مرجع سبق ذكره، ص 172.

[2] نفس المرجع، ص 173.

[3] المادة 30 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997

التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام 03-96 COSOB المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.[1]

-عدم تجزئة البورصة.

-شروط قبول المؤسسات قاسية مع عدم فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستديمة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة البورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.

الفرع الثالث: المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:

1-العائق الاجتماعي والثقافي: إنا العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب الثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غي الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

2-العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بهذا من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا الى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4-9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة. كل هذا من شأنها أن تؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

الفرع الرابع: المعوقات التنظيمية:

1-قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي الى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح.

وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز

[1] COSOB, Rapport annuel 2012, p 27.

المؤسسات العمومية من جهة والتخوف الذي يميز الشركات الخاصة لعدم قدرتها على الدخول الى مجال لازالت لديها الكثير من الغموض حوله، وهذا ما يعيق نمو البورصة.[1]

2–عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنويع أحد أهم الركائز التي يقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنويع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

3–غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصداقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، ومحاسبي .....إلخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.[2]

4–سير عمل البورصة: حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل إثنين من الساعة 9:30 الى الساعة 10:30 صباحا. ضف الى ذلك أن عملية التسوية تتم من خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في بأمر بيع أو شراء آخر.

كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط عمليات البورصة.

إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكوينا ماليا واقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة. وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين، وحتى لو اعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إطارات البنوك والمؤسسات المالية وإطارات شركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافي.

[1] لحمر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية –حالة البنوك الجزائرية –، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص170.

[2] نجيب بوخاتم، مرجع سبق ذكره، ص ص 171 ،172

وبعد غياب المتخصصين أكبر عائق لعملية سير البورصة فعمل البورصة يتوقف على وجود الوسطاء الذين يتقنون التحكم في بيع وشراء الأسهم والسندات ويكون لهم من الناحية القانونية في ممارسة هذه العملية وهذا رغم كل الجهود المبذولة في هذا المجال.[1]

المطلب الثاني الآليات والإجراءات الاقتصادية لتطوير بورصة الجزائر

إن الإدارة السياسية لا تكفي لإنشاء سوق مالية فعالة وناجحة وتتماشى مع المتطلبات الاقتصادية المعاصرة لتأثرها بالعوامل الاقتصادية والاجتماعية للدولة، وعليه ينبغي توافر جملة من الشروط الأساسية لوجود مثل هذه السوق، ومن وضع المعايير الرئيسية لتقييم أدائها.

الفرع الأول: الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي العام

إن تطوير وتنشيط السوق المالية في الجزائر سيساعدها على أن تلعب دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجهيها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة، وفي جذب رؤوس الأموال المهاجرة، وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للجزائر. إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة.

يرى بعض الاقتصاديين أن تطوير السوق المالية يتم إما في جانب العرض، وذلك من خلال تشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، وإما من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطاتهما، وفي البلدان المتقدمة يكفي التطوير من جانب واحد، حيث أن المحيط الاقتصادي والاجتماعي السائد يتكفل بتطوير الجانب المتبقي.

أما في الدول المتخلفة فإنه ليس هناك فائدة من تطوير أحد الجانبين دون تطوير الجانب الآخر، فزيادة العرض دون مقابلة ذلك بطلب كاف لن يعطي النتيجة المرجوة، ومن خلال. ما سبق، يتضح لنا أن تطوير السوق المالي في الجزائر يرتكز على العناصر التالية:

1 –توفير البيئة الاقتصادية الملائمة: ينبغي التحكم في المحيط المرتبط بالاقتصاد الكلي و ذلك من خلال مراجعة التشريعات والتأكيد على ضرورة الاستقرار والأمن، والقضاء على أسباب التضخم والسعي للحد من ظاهرتي التهرب والغش الجبائيين مع العمل على محو سوق الاقتصاد الموازية، كما ينبغي التأكيد على ضرورة

[1] لحمر خديجة، مرجع سبق ذكره، ص 171 .

الربط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي مع مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة لذلك.

2 –تنشيط السوق المالية الأولية: إن تنشيط السوق الأولي يعني المساهمة في تسويق عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية التي تحددها المشرع في عشرة أنواع باعتبارها السلع المتداولة في إطار سوق التداول. إن وجود البورصة مرهون بوجود سوق الإصدار علاوة على وجود وسطاء تداول لذلك فإنه ينبغي إسناد الأمر للبنوك التجارية للقيام بهذا الدور في فترة أولية مع إمكانية اللجوء إلى مكاتب الاستشارة المالية الأجنبية لإتمام العملية في إطار سليم بما ينعكس إيجابا على السوق المالية الجزائرية.[1]

3 –تطهير المؤسسات العمومية: قبل دخولها البورصة إتمام عملية تطهيرها على المستوى التنظيمي والتسييري قبل خصخصتها، ويستحسن عند تحرير أسهمها التوجه للمستثمرين التأسيسيين لما لهم من قدرات تمويلية. ومع ذلك فإنه يتعين تطبيق سياسة إدماج للمحيط، وذلك بإشراك عمال المؤسسة في رأس مالها، وبعد ذلك يمكن اللجوء إلى الجمهور العريض بغية صرف أسهم المؤسسة في أوساطهم.

وفي حالة عدم قدرتهم وكفايتهم فإنه يمكن التوجه للشراكة الأجنبية مع ضبط سلوكيات هؤلاء المستثمرين بنصوص تشريعية وتنظيمية واضحة، تتولى مهمة تحديد الحقوق والواجبات لكل الأطراف على النحو الذي تتم فيه المحافظة على المصالح العليا. وينبغي الإشارة إلى أن توسيع قاعدة المساهمين تعطي حركية كبيرة في نشاط البورصة.[2]

4 –تحفيز المؤسسات الاقتصادية الاستراتيجية: إن تحفيز المؤسسات الاقتصادية الاستراتيجية والتي تحقق نتائج إيجابية يجب عليها الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية والتوجه أكثر نحو أسلوب) التمويل بالوساطة مالية، ويمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص بانتهاج طريقة استبدال الديون مساهمات في تلك الشركات سواء تلك الديون لدائنين محليين أو ديون خارجية بما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنويع الأوراق المالية في بورصة الجزائر.[3]

5 –مراجعة شروط دخول مؤسسات القطاع الخاص: يجب مراجعة شروط دخول مؤسسات القطاع الخاص في البورصة لما يمكن أن تلعبه من أدوار أساسية في تحقيق التنمية الشاملة للبلاد، وتمكينها بالتالي من الاستفادة بالدعوة العمومية للادخار وتداول أوراقها المالية بهذه الهيئة.

[1] حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 87.
[2] براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 11.
[3] حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص88.

6 -بعث الوعي الادخاري والاستثماري: إذ يجب بعث الوعي الادخاري والاستثماري لدى الفرد الجزائري، وذلك بتوعيته بأهمية هذه السوق بمختلف الطرق ووسائل التوعية والإعلام وعلى مستوى المناهج التعليمية والتربوية.

7 -تشديد الرقابة القانونية: يجب تشديد الرقابة القانونية وذلك عن طريق إيجاد تشريعات وقوانين صارمة ومعاقبة التصرفات غير القانونية وغير الرشيدة للمتدخلين في البورصة، بالإضافة إلى إحكام وتدعيم الرقابة على الشركات المساهمة بحيث تعكس بياناتها المالية المنشورة وضعيتها الحقيقية تدعيما للثقة في نتائج أعمال الشركات مما يجلب المدخرين إليها.

الفرع الثاني-الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي الكلي:

1-محاربة الاقتصاد الموازي:

إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكوا من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي، وكذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.

2 -إصلاح النظام الجبائي

وهذا لما للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين:

أ-الأثر على الاستثمار

إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، إذ أنه في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الاستثمار على التكلفة والعائد بعد الضريبة، وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الاستثمار مع التكلفة الحدية له، ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الاستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الاستثمار المقررة. لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الاستثمار، إذ يتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات المرفوضة، ومؤدى ما تقدم انخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض. ومن ثم عرض الأوراق المالية. ونتيجة لما تقدم لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يسهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من ثم من معدلات العوائد ويخفض من ثم تكلفة الاستثمار بعد

الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

ب-الأثر على القرارات التمويلية للشركات

تمثل تكلفة التمويل أحد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية. وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختبارات الشركات المصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي. وتتأثر القرارات التمويلية بذورها بالسياسة الضريبية اعتمادا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي. إذ أن المعاملة الضريبية لمصادر تمويل الاستثمارات المختلفة: الدين، والأسهم، والأرباح المحتجزة، قد تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم على هيكل تمويل الشركة لاستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية.

لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة وذلك من خلال منح الامتيازات والإعفاءات الضريبية.[1]

3-تخفيض سعر الفائدة

ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية.

4-تسريع عملية الخوصصة

تعتبر البورصة آلية من آليات الخوصصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

5-تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة

يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي ويضطلع كل من البنك المركزي والبنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

أ-دور البنك المركزي: يلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش وتفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:

[1] براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 11.

– السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وضمان الاكتتاب بها.

– ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات.

– العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.

ب –دور البنوك التجارية:

كما تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:

– المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار ومن ثم سوق التداول.

– تسويق وترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة.

– التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق. المالية، وإضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.[1]

المطلب الثالث: الإجراءات التنظيمية والتشريعية لتطوير بورصة الجزائر

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية، وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية، إلا أنه ومن خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، واجتماعي وثقافي وتنظيمي... إلخ. وعليه فإنه لابد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

الفرع الأول: الاجراءات التنظيمية.

1 –تجزئة سوق البورصة

يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين: سوق رسمية وسوق ثانية

ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية، مع العلم أن كلا السوقين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق الثانوي، وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية، والعبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة المتوسطة من تمويل نفسها.

[1] حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 91.

فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة على أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء.[1]

2–مكننة أنظمة التداول

إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

3–تعزيز الشفافية والإفصاح

أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. فمن جانب السوق، يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية. وفي هذا الجانب، على شركة إدارة البورصة إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كشركتي رويترز وبلومبيرج.[2]

الفرع الثاني: الإجراءات السياسية والتشريعية

1 –العمل على ضمان الاستقرار السياسي

إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار ولذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه

[1] السيد علي عبد المنعم، دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية للبلدان العربية، مركز الدراسات والبحوث الاستراتيجية، الطبعة الأولى، العدد رقم 16، أبو ظبي 1998، ص 57 و58.

[2] السيد علي عبد المنعم، مرجع سبق ذكره، ص 58.

الأخيرة بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

2 –مراجعة الإطار التشريعي

إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محددا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي. ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.[1]

3 –الاعتناء بالجانب الثقافي المالي والديني

أ –إرساء الثقافة المالية: إن تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية متعلقة بالبورصة يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الاستثمارات.

ولهذا ينبغي انتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام، ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة كذلك يجب ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة من خلال المؤسسات التربوية والجامعات وغيرها من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني.

ب –الجانب الديني: بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.[2]

[1] نفس المرجع السابق، ص 59.

[2] حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 94.

خلاصة الفصل:

كلما كانت أسواق الأوراق المالية الناشئة أكثر تطورا كلما كانت لها القدرة على استقطاب الموارد المالية لتشجيع الاستثمار بما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، وعلى العكس كلما كانت هذه الأسواق المالية أكثر ضعفا أو غائبة أحيانا كانت من أسباب تدني حجم الادخار، وتدفق رؤوس الأموال نحو الخارج وانخفاض معدلات النمو، مما يؤثر سلبا على جذب وترقية الاستثمار. من خلال دراسة المقارنة التي قمنا بها بين سوق مصر للأوراق المالية و السوق الجزائرية، استنتجنا أن السوق المصرية الأكثر تطورا من خلال مساهمتها في توفير السيولة اللازمة لمختلف القطاعات و استفائها لمعظم المعايير اللازمة لتصنيفها ضمن أسواق الأوراق المالية الناشئة لمؤشر MSCI، بالرغم من تراجع أدائها في السنوات الأخيرة و بالتالي دورها في جذب الاستثمارات و ترقيتها خاصة منها الأجنبية، فلطالما نجحت في أن تكون مقصدا رئيسيا في جذب الاستثمارات الأجنبية سوآءا العربية أو غير العربية، فرغم كل العقبات و المشاكل إلا أنها تبقى ضمن قائمة الأسواق الناشئة التي أدرجها مؤشر MSCI . أما سوق الأوراق المالية في الجزائر والتي لا يمكن حتى تصنيفها ضمن الأسواق الناشئة لعدم توفرها على المعايير والشروط اللازمة المتوفرة في الأسواق الأخرى، فهي إن كانت موجودة فهي لا تؤدي دورها في تمويل الاستثمارات ولا في تحقيق التنمية الاقتصادية.

خاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات.

و لما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد ، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات. و قد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها و ذلك بإنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم. لكن و رغم مرور أكثر من عشرين سنة إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها ، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي التي بلغت في سنة 2016 ما مقداره 0.098% .

و ما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني، لذا لابد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

أولا : نتائج البحث .

بعد إستعراض عناصر البحث تمكنّا من الوصول إلى النتائج التالية:

1. تعتبر المتطلبات الرئيسية لإنشاء الأسواق المالية من بين الأدوات المهمة التي لابد من توفرهاعند إنشاء أي سوق مالي، وعدم توفر شرط من هذه الشروط سوف يؤدي بهذه الأسواق إلى نقص الكفاءة.
2. تلعب الأسواق المالية دورا مهما في تمويل التنمية الإقتصادية والتي ترتبط بمدى تحقيقها لمتطلبات الكفاءة التي تمكنها من تحريك المدخرات من الوحدات الإقتصادية التي لديها فائض إلى الوحدات ذات العجز المالي، وبالنسبة للسوق المالي الجزائري مازال دورها محدود في تحقيق التنمية الإقتصادية بالرغم من الجهود المبذولة للنهوض به .
3. مرت بورصة الجزائر عند نشأها بمراحل متعددة تميزت بالبطء تارة وبالركود تارة أخرى، وهذا نظرا للمعطيات السياسية والإقتصادية الصعبة التي مرت بها البلاد في عشرية التسعينيات من القرن الماضي.

كما تميز أداء و تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر ، بالبطء والتذبذب والركود والضعف، و عدم الإستجابة الكبيرة لأصحاب الأموال من أفراد ومؤسسات لهذه السوق ، و هذا على مدار السنوات من 2010 الى 2016 ، وهذا على الرغم من زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وهذا ماترجمه التذبذب في مبالغ الرسملة البورصية ، ومعدلات التداول و الدوران و رأس مال السوق ..... الخ.

كما أوضحت مؤشرات القياس والأداء لسوق الأوراق المالية بالجزائر عن النسبة الصغيرة جدا الراس مال السوق إلى الناتج الوطني الإجمالي ، و صغر حجم التداول في السوق.

كما أصبح واضحا أن السوق تعترضها معوقات كبيرة لتأدية عملها منها الإقتصادية (السوق الموازية، ضعف الحوافز الجبائية، ضعف القدرة الشرائية ، عدم كفأة السوق ،ضعف الجهاز الإنتاجي.....)، و أخرى معوقات سياسية وتشريعية ، و تنظيمية، واجتماعية وثقافية ، و دينية .....أخ.

4. السوق المالي الجزائري مؤسسة عمومية، الهدف من إنشائه التحسين من الوضع القائم. أما مصر فالهدف من إنشاءه اللحاق بالركب العالمي (العصرنة)، يظهر ذلك جلياً من خلال قوانين محفزة حتى للمستثمر الصغير العادي لتحريك العرض، بعث وعقلنة الطلب في البورصة، الانفتاح للخارج، يظهر ذلك من خلال تصنيفها كمؤسسة مستقلة هدفها تحقيق الربح والتحسن مثلها مثل باقي المؤسسات الاقتصادية .

ثانيا : نتائج إختبار الفرضيات.

- **بالنسبة للفرضية الأولى**: صحيحة لأن تطور الأسواق المالية يرتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية، ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشاريع المختلفة

- **بالنسبة للفرضية الثانية** : خاطئة لأن النمو الاقتصادي ينطوي على تغيرات اقتصادية معينة يمكن تقديرها في صورة كمية، مثل الدخل ونصيب الفرد من رأس المال أو إنتاجية العمل، في حين أن التنمية الاقتصادية تتضمن تغيرات هامة في المجالات الاجتماعية والهيكلية والتنظيمية. النمو يحصل حتى في ظل الاحتلال أو الاستعمار، أما التنمية فلا حدوث لها في ظل الاحتلال، لأن الاحتلال يأتي ليدمر لا ليبني، ويأخذ ولا يعطي، حيث أن النمو لايحتاج إلى وضع البرامج والخطط الإستراتيجية المختلفة فيأتي بصورة عفوية تلقائية دون إعداد مسبق بينما التنمية جهد قصدي فهي توجيه وتدخل من قبل الدولة والشعب".

وبالتالي رغم التداخل الواضح بين المصطلحين فإن مفهوم التنمية الاقتصادية أوسع وأشمل من مفهوم النمو الاقتصادي.

- **أما بالنسبة للفرضية الثالثة:** صحيحة باعتبار الجزائر لا تخلو من مقومات التطور، ,فإن السوق المالي الجزائري يمكن أن يساهم إلى حد بعيد في التمويل الجيد للمشروعات الاقتصادية والاجتماعية شريطة إعطاء هذه الآلية التمويلية كل شروط نجاحها، وهذا يتوقف على مدى إدراك والإحاطة بالجوانب المعيقة لسيرها وتطورها بهدف الحد منها .

ثالثا : اقتراحات البحث.

من التوصيات التي يمكن إقتراحها في هذا المجال ما يلي :

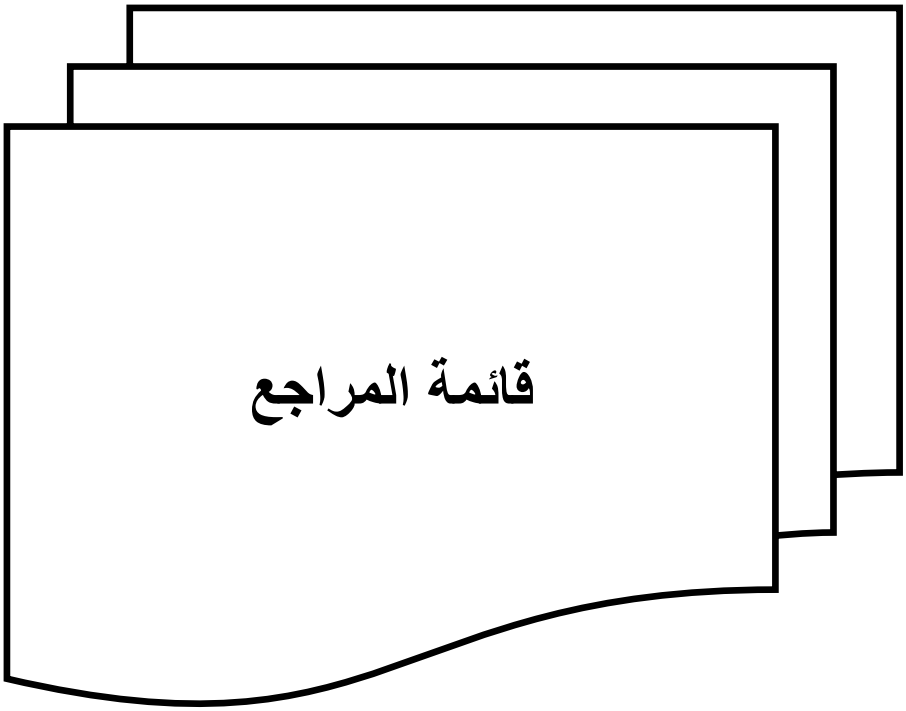
- ✓ الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.
- ✓ مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج و كذا شركات الوساطة المالية.
- ✓ العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام و كذا شبكة الاتصال العالمية.
- ✓ العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية و الجهوية بهدف الإستفادة منها.

رابعا : آفاق البحث .

في النهاية تبقى الإشارة إلى أن هذا البحث ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع، ومن خلال دراستنا تبين أنه يمكن لأبحاث أخرى أن تقوم بتناوله من جوانب أخرى التي لازالت في حاجة إلى المزيد من البحث والدراسة.

- دور المؤسسات المالية في تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر
- أثر كفاءة سوق الأوراق المالية على تطوير الاستثمار في الجزائر
- سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

وأخيرا وفي نهاية هذا البحث نقول: هذا الاجتهاد بشري وجهد إنساني يلازمه النقص ويحتاج إلى التصويب والتحسين، فإن أصبت فمن االله وحده، وإن أخطأت فمن نفسي ومن الشيطان وحسبي أنني اجتهدت.


قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

1. الكتب:

1. إسماعيل رياض، الادخار في المجتمع الاشتراكي، مكتبة القاهرة الحديثة، دون سنة النشر.
2. أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، 2012.
3. توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة احمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002.
4. جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
5. جمال حلاوة وعلي صالح، مدخل إلى علم التنمية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولي، الأردن، 2009
6. حربي محمد عريفات، مقدمة في التنمية والتخطيط، دار الكرمل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
7. حربي محمد عريقات، مبادئ الاقتصاد والتحليل الكلي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
8. خالد مصطفى قاسم، إدارة البيئة والتنمية المستدامة في ظل العولمة المعاصرة، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
9. رسمية احمد ابو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2004.
10. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، دون تاريخ النشر.
11. شمعون شمعون، بورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دار هومة، الجزائر، 1999
12. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
13. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1997.
14. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
15. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006 .
16. عبد العزيز ومحمد على الليثي، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
17. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،1991.

18. عثمان محمد غنيم وماجدة أبوزنط، التنمية المستديمة فلسفتها وأساليب تخطيطها وأدوات قياسها، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

19. عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر، عمان، الطبعة الأولى،1999..

20. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

21. عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2005.

22. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2009.

23. محمد الصرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر ،2006.

24. محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 1998.

25. محمد فتح الله الناشر، التعامل بالاسهم في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2006

26. محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للطبع، الإسكندرية، 2006.

27. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

28. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الأردن.

29. محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازل القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي، الطبعة الأولى، بيروت، 2004

30. محمود الوادي وآخرون، الأساس في علم الاقتصاد، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

31. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحولها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.

32. محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للسوق المالي، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000

33. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، مصر، 2005..

34. محمود يونس محمد وعبد النعيم مبارك، أساسيات علم الإقتصاد، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

35. مصطفى يوسف كافي، الأسواق المالية والنقدية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الاولى، 2016.

36. نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2005.

37. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكادمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس، 1998.

38. هاني حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها وأدواتها ومشتقاتها، دار الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2014.

39. هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2003.

40. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

2. الأطروحات و المذكرات:

41. بطاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري، وآثاره على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006.

42. جاب الله عادل رياض، متطلبات تطوير السوق المالي الجزائري للتكيف والإندماج مع الأسواق المالية العامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص مالية محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2017.

43. جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2007-2008.

44. سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر03، الجزائر، 2012-2013.

45. سيد إبراهيم عبد الفضيل، أسواق رأس المال الصاعدة والآداء الإقتصادي مع الإشارة لسوق رأس المال المصري، أطروحة دكتوراه، تخصص فلسفة في الاقتصاد، جامعة حلوان، 2003،

46. فضيلة جنوحات، إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

47. لعبني سارة، دور الأسواق الأوراق المالية الناشئة في ترقية الاستثمار، دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3 كلية العلوم التجارية، 2017/2016

48. محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، مقدمة ضمن متطلبات نيل أطروحة دكتوراه دولة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

49. بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS تخصص مالية،كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة منتوري قسنطينة،2007.

50. جنيدي مراد، دراسة تحليلية قياسية لظاهرة الادخار في الجزائر باستعمال أشعة الانحدار الذاتي" var" (1970-2004)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006.

51. أحمد سلامي، دراسة قياسية لأهم محددات الادخار العائلي الجزائري للفترة (1970-2006) والتنبؤ بمكوناتها، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة خيضر محمد، بسكرة، الجزائر، 2006-2007.

52. ربيع بوصبيع العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط فسي السوق المالي القطري للفترة 2007-2011، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجيستير في علوم التسيير، تخصص مالية الاسواق، جامعة قاصدي مرباح، بورقلة، 2012.

53. رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009.

54. زاوي أسماء، دور الميزانية العامة في تحقيق لتنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر (190-2009)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الأغواط، 2009/2008

55. عبد االله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار مع دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، سنة، 2008.

56. عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة غير منشورة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي تبسة، 2004.

57. كبير مولود، الادخار وعلاقته ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية دراسة تحليلية قياسية في الجزائر خلال (1970-2004)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006-2007

58. لحمر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية -حالة البنوك الجزائرية –، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005

59. محمد عبد المؤمن، إستراتيجية التنمية في الدول النامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة الجزائر، 2001/2000.

60. نجيب بوخاتم، دور الجهاز المصرفي في عملية التحول الاقتصادي والانتقال إلى اقتصاد السوق، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003.

61. نسيمة لعبادي، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004.

62. نوال بن لكحل، الأسواق المالية، آليتها ودورها في التنمية في التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001

63. وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها فالتنمية الاقتصادية، حالة تطبيقية لسوق عمان المالي، مذكرة ماجيستر، جامعة الجزائر، 1996-1997.

3. المجلات و الدوريات:

64. السيد علي عبد المنعم، دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية للبلدان العربية، مركز الدراسات والبحوث الاستراتيجية، الطبعة الأولى، العدد رقم 16، أبو ظبي 1998.

65. شمام عبد الوهاب، زودة عمار، طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مجلة افاق العلوم، المجلد 1، العدد2، جامعة الجلفة، الجزائر.

66. قانة زكي، التنمية المستدامة والبعد الدولي، مجلة دراسات الأغواط، العدد 16، ديسمبر 2011.

67. نبيل الشيمي، التنمية الاقتصادية في الدول ووسائل تمويلها، العدد 2538، 2009.

68. الجريدة الرسمية، المادة 30 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997.

4. الملتقيات:

69. أمال براهمية وظريفة سلايمية، التعجيل بالتغيير: تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر هو المفتاح للتنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، 21 و22 نوفمبر 2006.

70. براق محمد، محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقي الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 23، 22 أفريل 2003.

71. السيد علي عبد المنعم، دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية للبلدان العربية، مركز الدراسات والبحوث الاستراتيجية، الطبعة الأولى، العدد رقم 16، أبو ظبي 1998.

5. التقارير و المنشورات:

72. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2010.

73. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2011.

74. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2012.

75. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2013.

76. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2014.

77. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2015.

78. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2016.

79. التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2017

80. التقرير السنوي للبورصة الجزائرية لسنة 2010.

81. التقرير السنوي للبورصة الجزائرية لسنة 2011.

82. التقرير السنوي للبورصة الجزائرية لسنة 2012.

83. التقرير السنوي للبورصة الجزائرية لسنة 2013.

84. التقرير السنوي للبورصة الجزائرية لسنة 2014.

85. التقرير السنوي للبورصة الجزائرية لسنة 2015.

86. التقرير السنوي للبورصة الجزائرية لسنة 2016.

ثانيا: المراجع الأجنبية

1.Les livres :

87. jean François susbbielle la bourse sur internet ,Editions d'Organisation , 1ér Edition , paris 2001 .

88. MSCI Global market accessibility review,OP. cit, june 2016.

89. Paul jacque Lehman, la bourse de Paris, Edition dounod, paris, 1991

90. Roland portrait & patrice poncet, finance de marche.

2. Les thèses :

91. Christopher Mbindyo Musyoki, three empirical essays on salient trading features exhibited in ten African stock markets, A thesis presented for the degree of Doctor of Philosophy, university of Aberdeen, United kingdom.

3. Les Rapports

92. Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, 2012.

93. COSOB, Rapport annuel 2012.

94. COSOB, Rapport annuel 2014.

95. MSCI Egypt index, April 2017

ثالثا:المواقع الالكترونية:

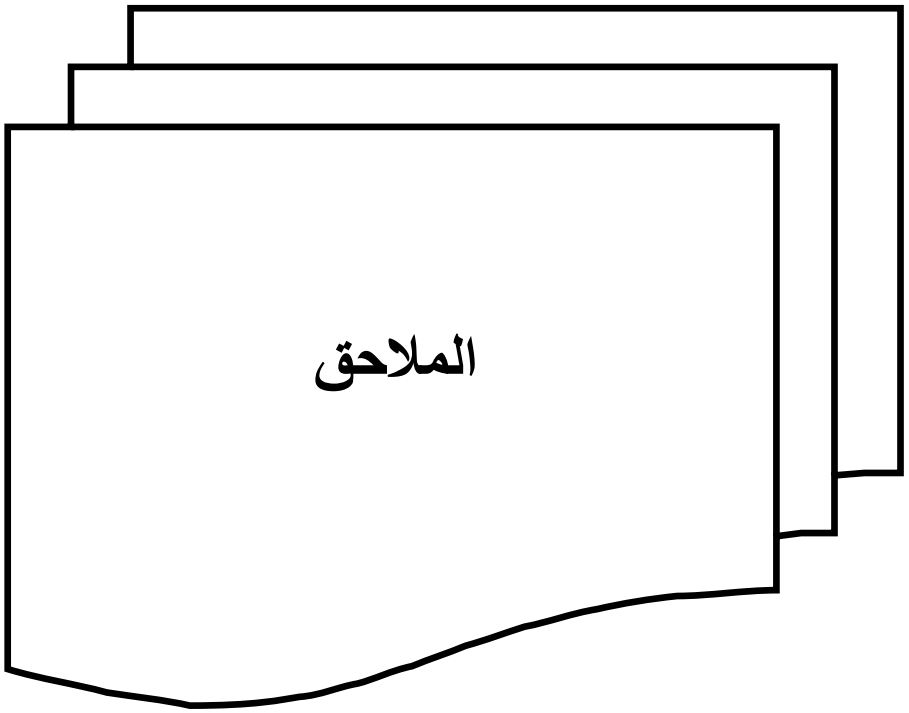
98. أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 11، جوان 1999.

http://www.alhewar.org/debat/show.art.asp?aid=160291. تاريخ الاطلاع: 2018/03/10

99. http://www.egx.com.eg موقع البورصة المصرية

100. http://www.arab-api .org/course9/c9-4-1.htm consulté le 26/04/2018 à 14:05

101. http://www.arab-api.org/course9/c9-4-2htmconsulté le 19/04/2011 à 16:25.


الملاحق

الملحق رقم (01): تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصرية بين 2017/2010

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الشركات المقيدة	212	213	213	212	214	221	222	222
عدد الشركات المتداولة	211	204	204	206	206	217	213	213
رأس المال السوقي بالمليار جنيه	321.3	148	185	162	291	248	285	332
معدل التداول %	17.002	6.736	6.185	4.453	8.770	4.462	12	9
معدل دوران السهم %	41	32	29	21	38	27	30	31
درجة التركيز حصة أكبر 10 شركات من النسبة السوقية%	44.26	46.24	48.03	50.08	*46.4	*45.1	*51	*46.5
درجة التركيز حصة أكبر 10 شركات من حجم التداول%	45.60	45.39	56.32	58.22	*52.1	*56.6	*58.1	*45.6
المتوسط السنوي لتقلبات الأسعار								

الملحق رقم (02): تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية بين 2017/2010

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الشركات المدرجة	2	3	3	4	4	5	5	5
الرسملةالسوقية (مليار دج)	7.9	14.96	13.03	13.8	14.79	15.43	45.77	-----
الرسملة السوقية (مليار $)	0.1062	0.2052	0.1680	0.1741	0.1836	0.1532	-----	-----
قيمة التداول (مليار دج)	0.0120	0.1851	0.0360	0.0491	0.0814	1.2520	-----	-----
قيمة التداول (مليار $)	0.000161	0.002538	0.000465	0.000619	0.001010	0.012434	-----	-----
معدل التدول %	0.00010	0.001269	0.000222	0.000295	0.000472	0.007546	-----	-----
معدل الدوران %	0.15	1.24	0.28	0.36	0.55	8.11	-----	-----
سعر الصرف دج / $	74.39	72.94	77.54	79.37	80.58	100.69	-----	-----

الملحق رقم (03): بعض الاحصائيات المتعلقة بالاقتصاد المصري خلال الفترة الممتدة بين 2017/2010

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
إجمالي الناتج المحلي (مليار دولار)	218.89	236	276.35	286.01	301.50	330.78	602	-
رسملة السوقية للشركات المدرجة(مليار دولار)	84.28	48.85	59.18	61.63	70.08	55.19	57.2	-
الرسملة السوقية للشركات المدرجة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي %	38.50	20.70	21.42	21.55	23.25	16.69	16.75	-
معدل النمو السنوي لنصيب الفرد من الدخل الوطني %	0.98	-0.94	0.21	-0.44	0.17	2.62	2.2	-
صافي المدخرات الوطنية نسبة من الدخل الوطني الإجمالي%	11.81	11.25	7.71	8.90	7.03	4.34	4.5	-
صافي تدفقات رأس المال السهمي الداخلة إلى السوق المصرية للأوراق المالية (مليار دولار)	-10.44	10.65	1.95	-3.01	2.11	-0.07	0.01	-

الملحق رقم (04): بعض الاحصائيات المتعلقة بالاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة بين 2017/2010

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
إجمالي الناتج المحلي (دينار جزائري) *	11991.56	14588.53	16208.7	16645.35	17242.54	16591.88	15582.78	-
إجمالي الناتج المحلي (دولار أمريكي) *	161.21	200.01	209.05	209.72	213.98	164.78	154.68	-
الرسملة السوقية (مليار دينار جزائري)	7.90	14.97	13.03	13.82	14.79	15.43	15.72	-
الرسملة السوقية(مليار دولار أمريكي)	0.106	0.205	0.168	0.174	0.184	0.153	0.151	-
معدل الرسملة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي % **	0.066	0.103	0.080	0.083	0.086	0.093	0.098	-
معدل النمو السنوي لنصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي % *	2.667	-0.123	0.230	0.401	1.735	1.680	1.683	-
صافي المدخرات الوطنية نسبة إلى الدخل الوطني الإجمالي *	43.767	43.255	42.427	39.971	36.854	29.857	29.675	-