

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -



قسم العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية  
وعلوم التسيير

الموضوع

# تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل الاقتصاد خلال الفترة 2005 - 2015

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية

إشراف الأستاذة الدكتورة:

رايس حدة

إعداد الباحثة:

رحال إيمان

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ تعليم عالي	أ.د / غوفي عبد الحميد
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ تعليم عالي	أ.د / رايس حدة
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ.	د / نصبه مسعودة
ممتحنا	جامعة المدية	أستاذ محاضر - أ.	د / سماي علي
ممتحنا	جامعة برج بوعرييج	أستاذ محاضر - أ.	د / حاجي فطيمة
ممتحنا	جامعة باتنة	أستاذ محاضر - أ.	د / خروبي مراد

السنة الجامعية: 2016 / 2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## إهداء

أهدي عملي هذا إلى روح أبي وأخي

إلى والدي الغالية وأتمنى لما دوام الصحة والعافية

وإلى زوجي هشام وأبنائي الأحرار " محمد يزيد وفاطمة الزهراء "

إلى إخوتي وأخواتي  
إلى كل العائلة والأصدقاء.

## شكر

الحمد لله حمدًا كثيرًا على توفيقه إلي في إنجاز هذا البحث المتواضع، فهو  
من منحتني القوة والعزيمة لإتمامه.

وأقدم والشكر الخالص لأستاذتي الكريمة الدكتورة وائس حدة التي لم  
تدخر عليًا جهدًا في مساعدتي لإتمام هذا البحث وتقديم كافة التوجيهات  
المتعلقة به فضلًا عن توجيهاتها وإرشاداتها القيمة التي سملت علي كل ما هو  
صعب و كانت لي السبيل والمنارة في فترة البحث والدراسة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأساتذة أعضاء لجنة المناقشة لما خصوه  
من وقت وجهد في تقييم ومناقشة هذا البحث.

كما أشكر كل من ساعدني من قريب أو بعيد على إتمام هذا البحث.

## الملخص:

إن معظم الاقتصاديات في العالم خاصة اقتصاديات الدول المتقدمة أصبحت تعتمد أساسا على أسواق الأوراق المالية في تلبية متطلبات التمويل لديها، فزاد توجهها نحو عمليات التمويل المباشر للمؤسسات والاقتصاد حيث تكون العلاقة المباشرة بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وهذا ما يفسر انتقال أغلب هذه الاقتصاديات إلى اقتصاديات الأسواق المالية. كما أن التطورات والتحويلات التي شهدتها الاقتصاد العالمي خاصة في الربع الأخير من القرن العشرين والتزايد السريع نحو عمليات الاندماج والترابط المالي أثرت بشكل مباشر وكبير على عمل هذه الأسواق، فأصبحت عملية عولمة هذه الأخيرة أمرا ضروريا استجابة للتغيرات المعاصرة في الصناعة المالية العالمية، وفي إطار هذه الظروف برزت العديد من العمليات والمظاهر ضمن متطلبات تحديث الصناعة المالية وعصرنتها ومن أهمها مظاهر التجديد المالي وما جاءت به من منتجات وأدوات جديدة هدفها التحوط وتقليل المخاطرة، في الوقت الذي يمكن أن تكون هذه الأدوات سببا في حدوث اضطراب أو اختلالات إذا ما أسيء استخدامها وهو ما يؤدي إلى وقوع أزمات مالية.

كل هذه التغيرات والتحويلات في البيئة الاقتصادية العالمية دفعت أغلب الدول النامية للعمل على إنشاء أسواق للأوراق المالية وتهئية جميع الشروط والمقومات التي تضمن نجاحها لما لها من مساهمة في إحداث التنمية الاقتصادية وتوفير الأموال اللازمة للمشروعات القائمة أو قيد الإنشاء، وقد قامت الدول العربية في إطار استحداث أنماط جديدة في عمليات التمويل بإنشاء أسواق خاصة بتداول الأوراق المالية حيث سعت إلى الاهتمام بتطويرها وتفعيلها من خلال تهئية الشروط المناسبة التي تكفل ذلك، وإصلاح الهياكل والبنى الأساسية ومواكبة التطورات التكنولوجية والمعلوماتية الحاصلة على مستوى العالم واتخاذ كافة السياسات والإجراءات التي من شأنها تحسين مناخ الاستثمار، وموازية مع هذه التحويلات العالمية باشرت الدول العربية بتبني مجموعة أخرى من السياسات التي تركز على تحرير الأنشطة الاقتصادية من القيود من خلال تحرير كافة المعاملات والخدمات المالية والمصرفية وتحرير التجارة الخارجية وتشجيع تدخل القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية وتقليص دور الدولة فيها، إلا أنه وبالرغم من كل الإصلاحات والجهود التي انتهجتها الدول العربية كل منها على حدى أو فيما بينها فإن أسواق هذه الدول لا تزال تواجه العديد من العوائق التي تحول دون تطويرها وتحقيق الترابط والتكامل اللازم بينها.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية تتسم بالتفاوت في مستويات الكفاءة والأداء نظرا للاختلاف في فترات إنشائها ومدى الإعتماد على هذه الآلية كأحد قنوات التمويل، في الوقت الذي تتشابه فيه هذه الدول في طبيعة اقتصادياتها وهياكلها الاقتصادية وتوافرها على مناخ استثماري وبيئة اقتصادية خصبة، وهو ما يستدعي ضرورة التوجه نحو تكامل وترابط هذه الأسواق نظرا للآثار النفعية التي تظهر في دعم قدرة وطاقته هذه الدول التمويلية في تنفيذ المشاريع الإستراتيجية وكذا قدرتها التنافسية لمواجهة التحديات الخارجية، وكذا التقليل من تكلفة رأس المال وإعادة توزيع الاستثمارات بين دول العربية، ويساهم كذلك في تعزيز وجذب الاستثمارات الأجنبية ويعمل على توفير الحوافز نحو استقرار رؤوس الأموال المحلية وتشجيعها للاستثمار في الداخل بدلا من البحث عن فرص أفضل للاستثمار في الأسواق العالمية.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية، مصادر التمويل، مظاهر التجديد المالي، تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية، ترابط الأسواق.

## **Résumé :**

la plupart des économies dans le monde, en particulier les pays développés comptent sur les marchés des valeurs mobilières pour répondre à leurs besoins financiers, ce qui fait appel à une orientation vers les opérations de financement direct des sociétés et de l'économie où la relation est directe entre les demandeurs et les fournisseurs ce qui explique le passage de ces économies à l'économies des marchés financiers.

L'évolution et les changements que le monde a vécu notamment dans le dernier quart du XXème siècle et l'augmentation rapides vers les processus d'intégration et d'interdépendance a influencé directement et fortement sur le travail de ces marchés dont la mondialisation devient une nécessité qui répond aux changements contemporains de l'industrie financière.

Dans ces circonstances, plusieurs processus ont apparus dans la mise à jour de la modernisation de secteur financier ce qui apporte des produits et de nouveaux outils qui causent des troubles s'ils sont mal utilisés et provoquent des crises financières.

Tous ces changements et ces modifications au niveau de l'économie mondiale a amené la plupart des pays du tiers-monde à travailler sur la construction et l'innovation des valeurs mobilières et la préparation de toutes les conditions qui assurent son succès et sa participation dans l'évolution économique et la disponibilité des budgets nécessaires pour les projets.

En plus, les pays arabes ont contribué à l'innovation de nouvelles techniques dans les processus de financement en créant des marchés des valeurs mobilières et ils ont participé aussi à son évolution et de réparer les structures de bases en suivant le rythme des progrès technologiques et de l'information qui se passe dans le monde en prenant en charge toutes les procédures qui contribuent dans l'amélioration du climat de l'investissement. En parallèle à ces changements globaux, les pays arabes ont commencé à adopter une autre politique qui est basée sur la libération des activités économiques de leur enchaînement, en libérant toutes les transactions financières, les services bancaires et la libération des commerces extérieurs et l'encouragement de l'intervention du secteur privé dans la vie économique en réduisant le rôle de l'état. Malgré toutes ces réparations et ces efforts que les pays arabes ont suivis, les marchés se trouvent face à de nombreux obstacles qui empêchent leur développement qui doit assurer la cohérence et l'intégration.

L'un des principaux résultats obtenus à partir de cette étude, c'est que les marchés des valeurs mobilières dans les pays arabes se caractérisent par l'illégalité au niveau des compétences et des performances en raison de la différence dans les périodes de leur création et l'accréditation sur ce mécanisme comme des canaux de financement au moment où ces pays se ressemblent dans la nature de leurs économies et leurs structures économiques et leurs disponibilités sur le climat d'investissement ce qui appelle à la nécessité de la cohérence et de l'intégration de ces marchés. En vu des effets utilitaires qui apparaissent à l'appui de la capacité et de l'énergie de ces pays, le financement de la mise en œuvre des projets stratégiques, ainsi que leur compétitivité pour faire face à des défis externes, ainsi que la réduction du coût du capital et de la redistribution des investissements entre les pays arabes, et contribue également à la promotion d'attirer les investissements étrangers et des travaux pour fournir des incitations à la stabilité du capital des fonds nationaux et les encourager à investir à l'intérieur plutôt que de chercher les meilleures opportunités.

**Mots clés :** marchés des valeurs mobilières – les sources de financements - Aspects financiers de renouvellement – activations des valeurs mobilières des marchés arabes –

**Abstract :**

stock markets to meet their financing requirements. They have increased their orientation towards direct financing of institutions and the economy, where the direct relationship between applicants and capitalists, Which explains the transition of most of these economies to the economics of financial markets. The developments and transformations witnessed by the world economy, especially in the last quarter of the twentieth century, and the rapid increase in mergers and financial interdependence have had a direct and significant impact on the functioning of these markets. The process of globalization has become necessary in response to contemporary changes in the global financial industry, due to these circumstances emerged many processes and manifestations within the requirements of modernization of financial industry , the most important manifestations of financial innovation of new products and tools designed to reduce risks, while these tools can cause imbalances if missused and this leads to financial crises.

All these changes in the global economic environment have led most developing countries to work on establishing stock markets and to fulfill all the conditions and factors that guarantee their success because of their contribution to economic development and the provision of funds for existing or under construction projects. In the financing operations to establish markets for currencies trading, where they sought to pay attention to the development and activation through the appropriate conditions to ensure that by refoming infrastructure and keeping abreast of global technological and information developments, also by adopting all policies and procedures that will improve and betterment of the investment climate , In parallel with these global transformations, the Arab countries have started to adopt another set of policies that are based on liberalizing economic activities through liberalization of all transactions , financial operations and banking services, liberalization of foreign trade, encouraging private sector intervention in economic life and reducing the role of the state. These efforts exerted by the Arab States individually or among themselves continue to face many obstacles to their development .

One of the main findings of this study is that the stock markets in the Arab countries are characterized by varying levels of efficiency and performance due to the difference in periods of establishment and the extent of reliance on this mechanism as a funding way.

While these countries are similar to the nature of their economies, economic structures and their availability on the investment climate and a fertile economic environment, which calls for the need to move towards integration and interdependence of these markets because of the utilitarian effects that appear in the support of the abilities and energy of these financing countries in the implementation of strategic projects, as well as their competitiveness to face external challenges, as well as reducing the cost of capitals with the re-distribution of investments among Arab countries . this will contributes to the promotion of attracting foreign investments and encourages the conservation of the domestic capital in order to encourage them to invest at home rather than To search for the better investment opportunities in global markets.

**Key words:** currencies and stock markets, finance sources, aspects of financial renewal, activation of the Arab stock markets, interdependence of markets.

# فهرس المحتويات

---



## فهرس المحتويات

I	الإهداء
II	الشكر
V – III	المخلص
X-VI	فهرس المحتويات
XII-XI	قائمة الأشكال
XIII	قائمة الجداول
XIV	قائمة الملاحق

## مقدمة

أ - ك

أ	تمهيد
ب	تحديد إشكالية الدراسة
ج	فرضيات الدراسة
د	أهداف الدراسة
د	أهمية الدراسة
هـ	أسباب ودوافع اختيار الموضوع
هـ	حدود الدراسة
و	المنهج والأدوات المستخدمة في البحث
ز	الدراسات السابقة
ي	خطة الدراسة

68-02

## الفصل الأول: مدخل عام حول أسواق الأوراق المالية

02	تمهيد
03	البحث الأول: السوق المالية " مفهومها، تقسيماتها وأهميتها "
03	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية
13	المطلب الثاني: أقسام السوق المالية

19	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية .....
21	المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية .....
21	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية .....
34	المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية ووظائفها.....
41	المطلب الثالث: أدوات الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية .....
48	المبحث الثالث: تنظيم وإدارة سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيها .....
48	المطلب الأول: قواعد وآليات التعامل في أسواق الأوراق المالية .....
56	المطلب الثاني: الأوامر في أسواق الأوراق المالية .....
60	المطلب الثالث: الأطراف المتدخلة في أسواق الأوراق المالية.....
67	خلاصة الفصل الأول .....

## 136-70 الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية : مؤشرات، كفاءتها و مظاهر التجديد فيها

70	تمهيد .....
72	المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية والمؤشرات المستخدمة فيها.....
72	المطلب الأول: كفاءة أسواق الأوراق المالية .....
80	المطلب الثاني: المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية .....
86	المطلب الثالث: أهم المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية والاستخدامات الأساسية لها .....
88	المبحث الثاني: مظاهر التجديد في أسواق الأوراق المالية .....
88	المطلب الأول: ماهية العولمة المالية.....
100	المطلب الثاني: معالم عولمة أسواق الأوراق المالية .....
107	المطلب الثالث: مظاهر التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية.....
118	المبحث الثالث: المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية .....
118	المطلب الأول: عقود الخيار وعقود المبادلة .....

127	.....المطلب الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية
131	.....المطلب الثالث: مشتقات المشتقات
132	.....المطلب الرابع: تقييم التعامل بأدوات الهندسة المالية - فوائدها ومخاطرها
135	..... خلاصة الفصل

203-138

### الفصل الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد

138	.....تمهيد:
140	.....المبحث الأول: أساسيات التمويل في سوق الأوراق المالية
140	.....المطلب الأول: مفهوم عملية التمويل
146	.....المطلب الثاني: القرارات التمويلية
147	.....المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية
153	.....المبحث الثاني: مفاهيم حول الاستثمار المالي
153	.....المطلب الأول: نظرة عامة حول عملية الاستثمار
159	.....المطلب الثاني: الاستثمار المالي
161	.....المطلب الثالث: القرارات الاستثمارية
167	.....المبحث الثالث: مصادر تمويل الاستثمارات " أدوات الاستثمار المالي"
167	.....المطلب الأول: مفهوم مصادر التمويل
172	.....المطلب الثاني: مصادر التمويل الذاتية ومصادر التمويل الأجنبية
177	.....المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجية
188	.....المطلب الرابع: جوانب التجديد المالي في أدوات التمويل
192	.....المبحث الرابع: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
192	.....المطلب الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار
194	.....المطلب الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار

198	..... المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الاستثمار
202	..... خلاصة الفصل
280-206	<b>الفصل الرابع: تحديات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2005 - 2015 وسبل تفعيل دورها في الاقتصاد</b>
205	..... تمهيد
207	..... المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية
207	..... المطلب الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وخصائصها
213	..... المطلب الثاني: محاولات إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية
217	..... المطلب الثالث: استعراض بعض أسواق الأوراق المالية العربية
	..... المبحث الثاني: تحليل تطورات وأداء بعض أسواق الأوراق المالية العربية في تمويل الاقتصاد خلال الفترة من 2006 - 2015
238	..... المطلب الأول: التطورات التي شهدتها الأسواق محل الدراسة خلال الفترة 2006 - 2015
238	..... المطلب الثاني: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة حسب مؤشرات حجم السوق
245	..... المطلب الثالث: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة حسب مؤشرات سيولة السوق
250	..... المبحث الثالث: معوقات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الإصلاح فيها
255	..... المطلب الأول: المعوقات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية
260	..... المطلب الثاني: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية ومحاولات تطويرها
262	..... المطلب الثالث: سبل تفعيل بورصة الجزائر
265	..... المبحث الرابع: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وتربطها
265	..... المطلب الأول: معوقات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية
268	..... المطلب الثاني: استراتيجيات ومتطلبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

273	المطلب الثالث: التمهيد لإنشاء سوق عربية موحدة للأوراق المالية .....
276	المطلب الرابع: توصيات ومقترحات لتحقيق ترابط أسواق الأوراق المالية العربية.....
278	..... خلاصة الفصل
288-281	<b>الخاتمة العامة</b>
281	..... الخلاصة العامة
282	..... نتائج اختبار فرضيات الدراسة
284	..... نتائج الدراسة
286	..... الاقتراحات
288	..... آفاق الدراسة
290	<b>الملاحق</b>
294	<b>قائمة المراجع</b>

# قائمة الأشكال والجداول والملاحق

---

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
09	انتقال الموارد المالية في السوق المالية	01
19	مكونات سوق رأس المال	02
47	الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية	03
74	التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية	04
92	أشكال العولمة الاقتصادية	05
112	ابتكار الهندسة المالية وأدواتها في أسواق الأوراق المالية	06
115	توسيع قاعدة الأسواق المالية	07
120	أنواع حقوق الخيار	08
123	طبيعة التعامل في عقود الخيار	09
127	عوائد العقود الآجلة لطرفي العقد	10
158	أنواع الاستثمارات	11
166	منحنى التفضيل الاستثماري	12
171	معايير المفاضلة بين البدائل التمويلية	13
194	ترتيب الأوراق المالية من حيث المخاطر المرتبطة بها	14
234	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	15
247	حجم القيمة السوقية في مجموعة من أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2006 - 2015	16
248	معدل الرسملة في سوق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2006-2013	17
249	عدد الشركات في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2006 - 2015	18
251	معدل حجم التداول في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2006 - 2013	19

253	معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2006 - 2015	20
254	الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية للربع الرابع 2015	21



## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
10	المقارنة بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد سوق رأس المال	01
46	مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	02
77	أنواع صيغ كفاءة أسواق الاوراق المالية	03
78	خصائص المعلومات	04
121	مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع	05
125	التدفقات الثابتة والمتغيرة المدفوعة من أطراف العقد	06
126	عملية مبادلة العملات	07
130	اختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	08
141	التدفقات المالية الخارجية الخاصة إلى الدول النامية خلال الفترة 2005 - 2012	08
155	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد عالميا خلال الفترة 1995 - 2005	09
156	مقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المالي	10
212	نسبة تركيز أنشط عشر شركات على المستوى العربي	11

## قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
01	حجم القيمة السوقية للأسواق محل الدراسة من 2006 - 2015	290
02	حجم تداول الأسهم في الأسواق محل الدراسة في الفترة من 2006 - 2015	291
03	مذكرات التفاهم التي وقعتها البورصة المصرية مع البورصات العربية والعالمية خلال الفترة 1999 - 2017	292

المقدمة

## تكملة:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، كونها أحد القنوات الرئيسية والفاعلة التي تستند إليها السياسات المالية في تعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الهام في تمويل ودفع خطط التنمية الاقتصادية وتلبية متطلبات التمويل في هذا المجال، فهي تعمل على تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز فيه، إذ تقوم بتعبئة المدخرات المالية وتوجيهها إلى قنوات توظيف مناسبة وفعالة لسد احتياجات المشاريع الاستثمارية من الأموال اللازمة، فسوق الأوراق المالية لها دور كبير في تأمين متطلبات التمويل وكذا توفير وخلق فرص استثمارية للفوائض المالية المتاحة، فضلا على أنها تساهم إلى حد كبير في جلب واستقطاب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة في الخارج والأجنبية قصد توظيفها والإستفادة منها، وهذا هو الدور المتنامي الأهمية لأسواق الأوراق المالية والذي أصبح اليوم محددًا رئيسيًا لكفاءة الأداء الاقتصادي للدولة ومعدلات النمو المتحققة بها.

وقد شهدت العديد من أسواق الأوراق المالية تطورا هائلا خلال السنوات الأخيرة من حيث الأدوات المالية وكذا التغيرات الهيكلية في تقسيم الأسواق واستحداث أسواق جديدة، وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية، أو من خلال الانتشار الواسع للشركات المتعددة الجنسيات وشركات المساهمة ومشاركة المستثمرين الأفراد في العمليات التمويلية والاستثمارية في هذه الشركات، إضافة إلى التغيرات العالمية التي حولت الاقتصاد العالمي إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف بفعل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية والتي تظهر أساسا في العولمة المالية لتعكس مبادئ الانفتاح المالي والمنافسة الحرة والتحول نحو اقتصاد السوق بما ترتب عليه زيادة التدفقات الرأسمالية ما بين الدول والتي تتركز أساسا في صورة استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات في الأوراق المالية "المحفظة المالية"، وهي التحولات دفعت نحو زيادة ورفع كفاءة هذه الأسواق وقدرتها على تعبئة وتوظيف المدخرات المالية.

كل هذه التغيرات والتحولات في البيئة الاقتصادية العالمية دفعت أغلب الدول النامية للعمل على إنشاء أسواق للأوراق المالية وتهيئة جميع الشروط والمقومات التي تضمن نجاحها لما لها من مساهمة في إحداث التنمية الاقتصادية وتوفير الأموال اللازمة للمشروعات القائمة أو قيد الإنشاء، وقد قامت الدول العربية على غرار الدول النامية الأخرى وتماشيا مع الضغوط التي فرضت عليها ضرورة

التحول نحو اقتصاديات الأسواق المالية واستحداثها كنمط جديد لعمليات التمويل، فقامت بإنشاء أسواق خاصة بتداول الأوراق المالية حيث سعت إلى الاهتمام بتطويرها وتفعيلها من خلال تهيئة الشروط المناسبة التي تكفل نجاحها وتطويرها، وذلك بإصلاح الهياكل والبنى الأساسية ومواكبة التطورات التكنولوجية والمعلوماتية الحاصلة على مستوى العالم واتخاذ كافة السياسات والإجراءات التي من شأنها تحسين مناخ الاستثمار والإطار التشريعي التنظيمي لنشاط وأداء هذه الأسواق وكذا الأوراق المالية المتداولة فيها، وموازية مع هذه التحولات العالمية سعت الدول العربية لتبني مجموعة أخرى من السياسات التي تركز على تحرير الأنشطة الاقتصادية من القيود من خلال تحرير كافة المعاملات والخدمات المالية والمصرفية وتحرير التجارة الخارجية وتشجيع تدخل القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية وتقليص دور الدولة فيها، إلا أنه وبالرغم من كل الإصلاحات والجهود التي انتهجتها الدول العربية كل منها على حدى أو فيما بينها فإن أسواق هذه الدول لا تزال تواجه العديد من العوائق التي تحول دون تطويرها وتحقيق الترابط والتكامل اللازم بينها.

إن التوجه نحو تكامل الأسواق في الدول العربية أصبح أمراً ضرورياً لأنه يسهم في دعم قدرة وطاقة هذه الدول التمويلية في تنفيذ المشاريع الإستراتيجية وكذا قدرتها التنافسية لمواجهة التحديات الخارجية مجتمعة، وأيضاً في تعزيز وتطوير العلاقات الاقتصادية والمالية فيما بينها، والتقليل من تكلفة رأس المال وإعادة توزيع الاستثمارات بين دول العربية، كما أن سهولة انتقال رؤوس الأموال العربية محلياً دون قيود سوف يدعم أداء أسواقها ويرفع من كفاءتها، ويساهم كذلك في تعزيز جذب الاستثمارات المحلية، ويعمل على توفير الحوافز نحو استقرار رؤوس الأموال المحلية وتشجيعها للاستثمار في الداخل بدلاً من البحث عن فرص أفضل للاستثمار في الأسواق العالمية.

### أولاً: تحديد اشكالية الدراسة:

يتيح وجود سوق أوراق مالية في اقتصاد معين جمع وتخصيص الموارد المالية المتاحة بكفاءة وفعالية لخدمة أغراض التمويل وتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار، لذا اتجهت العديد من دول العالم إلى ربط وادماج أسواقها المالية مع الأسواق المالية العالمية للاستفادة من حركة انتقال رؤوس الأموال الدولية.

وفي نفس الإطار سعت الدول العربية كغيرها من الدول العام إلى محاولة تحديث وتطوير أسواقها المالية أمام جملة العوائق والصعوبات التي تحول دون أن تمارس هذه الأسواق دوراً رئيسياً في تمويل متطلبات التنمية الاقتصادية وتعيق عملية ترابطها واندماجها في سياق أشمل لتكامل إقتصادي عربي.

انطلاقاً مما سبق فإن هذا البحث يسعى إلى معالجة الإشكالية الرئيسية التالية:

## ✓ كيف يمكن تفعيل دور أسواق الأوراق المالية العربية في تمويل الاقتصاد؟

ويندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي عدد من الأسئلة الفرعية الأخرى والمتمثلة في الآتي:

- ما هو دور أسواق الأوراق المالية للقيام بتمويل الاقتصاد؟
- ما هي أهم مظاهر التجديد التي أثرت على عمل وأداء أسواق الأوراق المالية؟
- ما هي أهم الخصائص التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية؟
- ما هي التحديات والعقبات التي تقف أمام تطوير أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2005 - 2015؟ وما هي الاجراءات المتخذة لمواجهة هذه التحديات؟
- ما هي الامكانيات والمتطلبات الكفيلة بتفعيل دور أسواق الأوراق المالية العربية؟

### ثانياً: فرضيات الدراسة:

يعتمد البحث في معالجته لإشكالية الدراسة على الفرضيات التالية:

- تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم مكونات النظام المالي لأي اقتصاد، كما أنها وسيلة فعالة لتعبئة المدخرات وتوظيفها وحل مشاكل التمويل وتلبية متطلباته خدمة لأغراض التنمية الاقتصادية.
- تتميز أسواق الأوراق المالية العربية كونها من الأسواق النامية التي توصف بحداثة نشأتها وصغر أحجامها وضيق نطاقها ومحدودية الأدوات الاستثمارية فيها.
- تسعى الدول العربية جاهدة لتطوير أسواق أوراقها المالية من خلال اتخاذ جملة من الإصلاحات المالية المطبقة عليها، وعليه فإن هذا مقترن بوجود الآليات والتشريعات الضرورية المنظمة لها من أجل ضمان إقامة أسواق فعالة للأوراق المالية تتوافر فيها معايير الإفصاح المالي والشفافية.
- إن تحقيق الترابط والتكامل المالي لأسواق الأوراق المالية العربية من أهم التحديات لمواجهة سياسات الإنفتاح المالي على الأسواق العالمية.

### ثالثا: أهداف الدراسة:

يمكن تحديد الأهداف التي يسعى البحث إلى تحقيقها في النقاط الآتية:

- محاولة الإحاطة بكافة الجوانب المتعلقة بأسواق الأوراق المالية نظرا للدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في تمويل الاقتصاد وتوفير الموارد المالية للمشاريع الاستثمارية، والتعرف على المستجدات التي طرأت على هيكلها وأدواتها وانعكست بالتالي على نشاطها وأدائها والتي زادت من فعاليتها.
- التعرف على المتطلبات الضرورية والشروط الواجب توفرها لإقامة سوق فعال لتداول الأوراق المالية في الاقتصاديات العربية، ومدى تكيف الأطر التنظيمية والتشريعية في هذه الدول مع الأوضاع الجديدة المفروضة عليها نتيجة عولمة الأسواق المالية وتحرير الخدمات المالية لتكون أكثر جاهزية واستعداد لمواجهة التحديات الخارجية.
- التعرف على مستوى أداء أسواق الأوراق المالية العربية والتطورات التي شهدتها هذه الأسواق في ظل التغيرات والمستجدات التي شهدتها ولا زالت تشهدها البيئة المالية العالمية في مجال الأسواق المالية.
- التعرف على حجم وإمكانيات أسواق الأوراق المالية العربية وطاقاتها الاستيعابية للفوائض المالية الباحثة عن فرص مناسبة للاستثمار، ومدى مساهمة هذه الأخيرة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية من خلال توفير احتياجات التمويل لمشاريعها.
- تحديد الصعوبات والمعوقات التي تعاني من أسواق الأوراق المالية العربية، وإبراز أهم الآليات والإجراءات الكفيلة بتفعيل دورها الناتجة عن برامج الإصلاح التي شهدتها هذه الأسواق، وكذا توضيح المتطلبات الأساسية لتحقيق الترابط والتكامل بينها بالرجوع إلى التجارب العالمية في هذا الخصوص وإسقاطها على الأسواق العربية كخطوة لتدوير رؤوس الأموال العربية في أسواقها المحلية.

### رابعا: أهمية الدراسة:

تأتي أهمية هذا البحث في ظل الدور المتنامي الأهمية الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في تأمين الموارد المالية للمشروعات الاستثمارية، على اعتبار أنها أهم الوسائل الحديثة لاستثمار الفوائض المالية وتوظيفها وتنويع الموارد المتاحة للتمويل في الاقتصاد المعاصر، لذا جاءت هذه الدراسة لتسليط الضوء على واقع أسواق الأوراق المالية العربية والتعرف على جوانب ضعفها وقصورها وإبراز محاولات الإصلاح التي مست هذه الأسواق لتطويرها وتفعيل دورها في الاقتصاديات العربية استجابة لمتطلبات التنمية الاقتصادية، حيث تعد هذه الأسواق البديل المناسب للجهاز المصرفي في حالة إنشاء

المشروعات الطويلة الأجل وكبيرة الحجم، كما تساعد على جذب واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية واسترجاع الأموال العربية المستثمرة في الخارج للإستفادة منها محليا، وعليه ادركت حكومات الدول العربية بضرورة إنشاء أسواق لتداول الأوراق المالية وتطوير ما هو قائم منها، وعمدت إلى مباشرة العديد من التشريعات والقوانين التي تنظم وتحكم نشاطها في إطار جملة من الإصلاحات الهامة، والتي تأتي كضرورة حتمية لمواكبة ما يحدث في محيطها من تحولات وتغيرات على أكثر من صعيد.

### خامسا: أسباب ودوافع اختيار الموضوع:

يرجع السبب في اختيار هذا الموضوع لدوافع عدة أهمها:

- الدور بالغ الأهمية الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في توفير موارد مالية لعمليات التمويل بشكل متنوع يخدم الغرض من هذه العملية.
- التعرف على الواقع الاقتصادي في الدول العربية وأسواق الأوراق المالية فيها والبحث في سبل تطويرها وإمكانات ترابطها واندماجها للإستفادة أكثر من رؤوس الأموال المحلية التي تبحث عن توظيف لها في الأسواق المالية الدولية.
- التعرف على مستوى أداء وتطور أسواق الأوراق المالية العربية في ضوء التوجهات الجديدة المتخذة من قبل الدول العربية لتحول من اقتصاد يعتمد على الجهاز المصرفي والبنوك العاملة فيه نحو اقتصاد يعتمد على أسواق الأوراق المالية في تمويل مشاريعه.
- يعتبر موضوع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية موضوعا حديثا لا زال يحتاج إلى دراسة أكثر للتعرف على مقومات نجاح هذه الأسواق وخصائصها وأسباب ضعفها التي أدت لعدم تطورها وزيادة فاعليتها في الاقتصاد.
- الرغبة في الإطلاع على هذا الموضوع والتعمق فيه بهدف التخصص فيه مستقبلا من جهة، ومحاولة تقديم بحث يتناسب مع التخصص في دراستنا لما بعد التدرج من جهة أخرى.

### سادسا: حدود الدراسة:

قامت هذه الدراسة بتحليل واقع أسواق الأوراق المالية ومساهمتها في تمويل احتياجات المشاريع الاستثمارية في اقتصاديات الدول العربية مما يرفع من معدلات النمو الاقتصادي بصفقتها أهم أجزاء الأسواق المالية مساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية نظرا لإعتبارات حجم هذه المشاريع ومدتها التي تتلاءم مع طبيعة وآليات أسواق الأوراق المالية، كما تركز على تحديد معوقات تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية والبحث في سبل التغلب عليها ومقومات التعاون



والترابط بينها، وكيف يمكن لهذه العملية أن تحقق إضافة على اقتصاديات الدول المعنية، وتشمل الدراسة أسواق الأوراق المالية التي تكون في شكل منظم ويتم من خلالها تداول الأوراق المالية المقيدة بشكل رسمي في هذه الأسواق، ونظرا لإشتمال أغلب الدول العربية على أسواق منظمة لتداول الأوراق المالية، لذلك كثيرا ما تردد لفظ أسواق الأوراق المالية أو البورصات، حيث شاع ربط واستخدام مصطلح الأسواق المالية بمرادفه أسواق الأوراق المالية، كما وقع اختيار أسواق الأوراق المالية في دول عربية معينة كوعاء أو عينة للدراسة تمثل باقي الأسواق الأخرى في نفس المنطقة.

وتمتد هذه الدراسة من سنة 2005 إلى حلول عام 2015، باعتبارها فترة مناسبة لتقييم أداء أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة ودراسة تطوراتها، حيث تم الإعتماد على المعطيات والبيانات المتوفرة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، واستنادا على هذه البيانات المتوفرة تم تحديد الفترة الزمنية للدراسة.

### **سابعا: المنهج والأدوات المستخدمة:**

للإحاطة أكثر بجوانب الموضوع والوصول إلى الأهداف المرجوة تم استخدام المناهج التالية:

تم الإعتماد على المنهج الوصفي في عرض والتطرق إلى الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، والتعرف على مصادر التمويل فيها وأدواتها المختلفة، وتشخيص واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومستويات أدائها ومتطلبات تجسيد الترابط بين هذه الأسواق وتفعيلها، وتم اللجوء إلى المنهج التاريخي في تتبع مراحل نشأة أسواق الأوراق المالية العربية واستعراض أهم محطات تطورها من خلال برامج الإصلاح المالي المتخذة، كما تم استخدام المنهج التحليلي لتحليل المعطيات والبيانات المتعلقة بأداء وتطور نشاط الأسواق المعنية والوصول إلى أهم العوائق التي أدت إلى تخلفها ومن ثم تقديم بعض الإقتراحات التي تساهم في تحقيق التعاون بين البورصات العربية وزيادة فاعليتها، بالإضافة إلى توظيف منهج دراسة الحالة الذي تم اسقاطه على أسواق الأوراق المالية العربية وخصصنا منها أسواق الأوراق المالية في كل من الدول التالية " السعودية، الكويت، الأردن، مصر، الجزائر والمغرب" ومدى مساهمة كل منها في تمويل الاقتصاد، كما اعتمدنا على تدعيم عناصر ومتغيرات البحث ببيانات وإحصائيات عن التطورات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية المعنية لتتشكل صورة أكثر دقة ووضوح حول الموضوع.

## ثامنا: الدراسات السابقة:

من أبرز الدراسات التي تم الحصول عليها في مجال أسواق الأوراق المالية العربية وإمكانيات تفعيلها وترابطها والوقوف على معوقاتنا نذكر:

- بوكساني رشيد: "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، حيث تمثلت اشكالية هذا البحث حول البحث في أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية والمتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، حيث قسم الباحث دراسته إلى بايين على أن يتضمن الباب الأول دراسة الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وأثر العولمة عليها، أما الباب الثاني فخصه لدراسة وتحليل واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقاتنا والسبل اللازمة لتنشيطها وتفعيلها مع دراسة إمكانية الترابط بينها، حيث توصل الباحث إلى أن غياب الأطر التنظيمية والتشريعية لهذه الأسواق وغياب متطلبات الإفصاح والشفافية حول المعلومات المقدمة الخاصة بالشركات والمؤسسات المصدرة للأسهم، وكانت النتائج المستخلصة من هذه الدراسة اقتراح الباحث لمجموعة من التوصيات التي من شأنها النهوض بأسواق الأوراق المالية العربية وتعزيز نشاطها ومركزها التنافسي ومن أهم التوصيات نذكر: إعادة صياغة قوانين وتنظيمات تتماشى مع المستجدات العالمية في مجال الصناعة المالية والأسواق المالية وتتوافق مع طبيعة اقتصادياتها، منح حوافز لتشجيع الادخار والاستثمار المحليين، تعزيز أنظمة الإفصاح المالي داخل أسواق، والإسراع في مواكبة التطورات التكنولوجية في المجال المالي وإدخال المكننة على أنظمة التداول وتسوية وإتمام الصفقات.

- أحمد رجراج: أسواق الأوراق المالية الخليجية " تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة"، رسالة أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم بجامعة الجزائر 2012-2013 ، وكانت اشكالية البحث تدور حول الإضافة التي تقدمها أسواق الأوراق المالية الخليجية في سبيل النهوض باقتصادياتها ومدى تأثير الأوضاع العالمية في ظل الانفتاح المالي، فجاء تقسيم الدراسة إلى عدة فصول يعالج الأول منها السوق المالية وموقع أسواق الأوراق المالية منها، أما الفصل الثاني جاء بعنوان اتجاهات العولمة في بعدها المالي والاقتصادي وأثرها على أسواق الأوراق المالية، في حين تناول الفصل الثالث تحليل واقع أسواق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي، كما تعرض لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق محل الدراسة في الفصل الرابع، وتوصل الباحث إلى أن حداثة نشاط أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي إلا أنها تصنف

من الأسواق المتطورة نظرا للاهتمام بتطويرها من جوانب متعددة أهمها الجوانب التشريعية والتنظيمية واتصافها بالضيق وعدم العمق ومحدودية عدد ونوع الأدوات المالية المتداولة فيها، في الوقت الذي يشهد نشاطها مساهمة ضئيلة وهامشية في تمويل التنمية الاقتصادية للدول المعنية وهو ما يعكس اعتمادها على الجهاز المصرفي في عمليات التمويل، غير أن تأثير الأزمة على هذه الأسواق المعنية كان محدودا مقارنة بالدول الأخرى نظرا لتدني استثمارات المصارف والمؤسسات الخليجية في الأسواق المالية الدولية وتوافر الفوائض الخليجية في ميزانيات هذه الدول خلال السبع سنوات التي سبقت الأزمة، وعلى ضوء هذه النتائج قدم الباحث مجموعة من التوصيات التي من شأنها تعزيز مكانة الأسواق محل الدراسة في الأسواق الدولية.

- **نورين بومدين، " صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2015/2014،** حيث عالج الباحث من خلال بحثه مدى مساهمة صناعة الهندسة المالية والتي تعتبر من المنتجات المتولدة عن مظاهر العولمة المالية وفي إطار ما جاءت به من ابداعات ومستحدثات من مجال الأوراق المالية، ومساهماتها في تطوير الأسواق المالية العربية، وإلتزام الدراسة فقد قام الباحث بتقسيم البحث إلى 4 فصول يعالج في الفصل الأول منها ماهية سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى، أما الفصل الثاني ف جاء لدراسة منتجات الهندسة المالية في سوق الأوراق المالية، أما الفصل الثالث والرابع فكان لدراسة واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومدى مساهمة منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطويرها، وتوصل الباحث من خلال دراسته أن أسواق الأوراق المالية العربية تتسم بالضيق وعدم الاتساع وضعف الفرص المتاحة للتنوع إضافة الى ارتفاع درجة التركيز الناتجة عن انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة بما فيها أسهم شركات القطاع العام، وأن ادراج التعامل بأدوات الهندسة المالية الحديثة الإسلامية منها والتقليدية في أسواق الأوراق المالية يعد خطوة هامة في تطوير التعامل في هذه الأسواق، لجعلها تتكيف مع رغبات المستثمرين فيها من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم بهدف الوفاء بمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية أخذ التجربة الماليزية في مجال ادراج التعامل بأدوات الصناعة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية بالتركيز على نواحي الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق وتأسيس العديد من المؤسسات التعليمية والتدريبية والبحثية المتخصصة في مجال التمويل الإسلامي.

- **حوحو فطوم: سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالية السعودي - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، 2015/2014،** وتطور إشكالية البحث حول البحث في

سياسات وسبل تفعيل الأسواق المالية العربية، وللإجابة على هذه الإشكالية فقد قسم البحث إلى أربع فصول جاء الفصل الأول بعنوان مفاهيم عامة حول الأسواق المالية ليتناول بدوره مختلف جوانب الأسواق المالية وأنواعها وأقسامها، أما الفصل الثاني فتناول موضوع الأسواق المالية العربية وتحليل أهم مميزات وخصائصها، في حين جاء الفصل الرابع لدراسة مدى فعالية السياسات الاقتصادية في تطوير نشاط السوق المالية وتأثيرها على أدواتها على أداء السوق، أما الجاني التطبيقي للبحث فتضمن دراسة حالة السوق المالية السعودية ومعرفة تأثير السياسات المتبعة على مستوى الاقتصاد السعودي على السوق المالي وكيف تساهم في تنشيطه وتفعيله، وتوصلت أن السعودية تعمل بصفة دورية على تصحيح وزيادة قوانين جديدة تسمح لها بتطوير اقتصادها وكذا سوقها المالي، فهي عملت على إنشاء هيئة السوق المالية وإدخال الأنظمة التداول الإلكتروني فضلا عن تنويع منتجاتها بدل الاعتماد على العوائد النفطية البتر وكيماوية.

- الأخصر بن عمر، بالموشي علي: تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 2 ، جوان 2012، حيث جاءت هذه الدراسة في الوقت الذي زاد التوجه نحو المزيد من الانفتاح والتحرر المالي عبر مختلف دول العالم، الأمر الذي زاد من درجات الترابط بين الأسواق المالية الدولية وهو ما أدى إلى عولمة الأسواق المالية والتي أثرت على بشكل كبير على الأسواق المالية الدولية ومن بينها أسواق الأوراق المالية العربية والتي تتصف بالهشاشة والضعف في الأداء وأنها غير قادرة على استيعاب الصدمات المالية مما يجعل من تكاملها وترابطها أمرا ملحا لمواجهة تلك الآثار والتحديات وذلك باتخاذها مجموعة من الإجراءات والتدابير وسن القوانين والتشريعات من أجل بداية فعلية لترابط وتكامل أسواقها المالية، إذ يعد إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة وإنشاء بنك معلومات مشترك بين الدول العربية من أهم الإجراءات الواجب اتخاذها.

- صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية " دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07 ، 2010/2009، وتناولت الدراسة جانب كفاءة سوق الأوراق المالية وكيف يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق وكذلك البحث في سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية، مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أصبح وجود سوق الأوراق المالية أمرا ضروريا في أي دولة والعمل على تحقيق الكفاءة الكاملة لهذه الأسواق من خلال توفير القدر الكافي من المعلومات والبيانات المالية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية في الوقت الذي زادت حركات التحرر والاندماج المالي حينها أدركت الدول العربية ضرورة العمل على تطوير وإنشاء أسواق أوراقها المالية ومحاولة تجاوز المعوقات التي

تواجهها من خلال اتخاذها الاجراءات الكفيلة بذلك ومباشرة برامج الإصلاح في المجالات التي تتعلق بهيكله وأداء ونشاط سوق الأوراق المالية وتدريب العاملين وإدخال الأنظمة الإلكترونية في التعامل،

## تاسعا: خطة الدراسة:

من أجل إحاطة شاملة بمختلف جوانب البحث فقد تم تقسيمه إلى أربع " 04 " فصول على النحو التالي:

**الفصل الأول والذي جاء بعنوان " مدخل عام حول أسواق الأوراق المالية"**، حيث تمت من خلال هذا الفصل مناقشة مجموعة من النقاط المعروضة في المباحث التالية: السوق المالية " مفهومها، تقسيماتها وأهميتها " في المبحث الأول، أما المبحث الثاني سوف نعرض فيه ماهية أسواق الأوراق المالية ومكوناتها، وجاء المبحث الأخير للتطرق إلى تنظيم وإدارة هذه الاسواق والتعرف على المتعاملين فيها والأطراف المشاركة في عملياتها.

**أما الفصل الثاني: " أسواق الأوراق المالية: مؤشرات كفاءتها ومظاهر التجديد فيها"** وتضمن هذا الفصل بدوره ثلاث مباحث تعمل على توضيح ودراسة كفاءة سوق الأوراق المالية والمؤشرات المستخدمة فيها في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فجاء ليناقد مظاهر التجديد في أسواق الأوراق المالية، فحين تم استعراض أهم منتجات التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية وهي المشتقات المالية والتي استحدثت خصيصا بغرض التحوط وحماية المتعاملين من تقلبات أسعار الأصول المالية في المبحث الثالث.

**كما حمل الفصل الثالث عنوان " دور أسواق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد "** فتناول بدوره دراسة المتغيرات التالية في أربع مباحث على التوالي كما يلي: مفهوم التمويل، ماهية الاستثمار المالي، أنواع مصادر التمويل، وأخيرا مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

وفيما يخص **الفصل الرابع والأخير** والذي جاء ليمثل دراسة الحالة في هذا البحث، وخصص لتقييم واقع أسواق الأوراق المالية العربية والتحديات التي تواجهها وكذا تحليل أدائها ودورها في تمويل اقتصاديات هذه الدول خلال الفترة من 2005 إلى عام 2015 والوقوف على أهم السبل والسياسات التي تساهم في تطويرها وتفعيلها، فأشتمل هذا الفصل على أربع مباحث، فجاء الأول منها ليعرض ويناقش أسواق الأوراق المالية العربية من حيث " واقعها، ظروف نشأتها وطبيعة عملها"، أما المبحث الثاني فخصص لتحليل التطورات في أداء ونشاط أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة، كما عددنا العقبات والصعوبات التي حالت دون تطور الأسواق محل الدراسة وأعاقت عمليات تطويرها

وعصرنتها وكذلك تم استعراض أهم السبل والجهود المبذولة في سبيل تفعيل دور أسواق الأوراق المالية العربية وتطويرها وهذا جاء في المبحث الثالث، في الوقت الذي تناول المبحث الرابع والأخير إمكانيات ومتطلبات تحقيق الترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية كمحاولة لخلق سوق عربية موحدة قادرة على استيعاب رؤوس الأموال المستثمرة فيها ومواجهة التحديات مفروضة عليها من العالم الخارجي.

## الفصل الأول:

مدخل عام حول أسواق الأوراق المالية

---

## تمهيد

تؤدي الأسواق المالية دورا حيويا ومهما في الحياة الاقتصادية عامة وكذلك في تمويل عملية التنمية الاقتصادية خاصة، حيث تشكل القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا فيها وتحتاج إلى قنوات مناسبة لتلبية متطلباتها التمويلية، فضلا عن أنها وسيلة من الوسائل الحديثة المستخدمة في عمليات التمويل وأحد أهم مجالات استثمار رؤوس الأموال محليا ودوليا.

كما وتتمتع هذه الأسواق بأهمية خاصة نظرا للدور الذي تلعبه في تشابك قطاعات الاقتصاد من خلال ربطها والتوصيل بينها، فهي تمثل أحد أهم المصادر التي تعمل على تحريك الموارد المالية لتوفير فرص الاستثمار ملائمة لقطاعات الفائض المالي من جهة ومصدر حيوي لتمويل احتياجات قطاعات العجز من جهة أخرى، إذ تعتبر حلقة من حلقات تطور النظام المالي في أي دولة وانعكاسا لنظمه الاقتصادية والمالية.

وقد تنامي الاتجاه نحو أسواق الأوراق المالية بصفقتها أحد العناصر الهامة المكونة للسوق المالية، كما احتلت هذه الأسواق مركزا رئيسيا في النظم الاقتصادية العالمية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص معا، فضلا عن ازدواجية وسائل وقنوات التمويل إلى جانب السوق المصرفية، فهي مؤسسة من المؤسسات الاقتصادية القائمة على جمع المدخرات وتحويلها إلى فرص استثمارية لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية والاجتماعية وغيرها، من خلال اصدار أوراق مالية طويلة ومتوسطة الأجل والاكنتاب فيها وتداولها بيعا وشراء، وبهذا تكون أسواق الأوراق المالية هي الميكانيزم التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية المتداولة فيها.

وهذا ما سنحاول مناقشته في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول: السوق المالية " مفهومها، تقسيماتها وأهميتها "**

**المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية.**

**المبحث الثالث: تنظيم وإدارة أسواق الأوراق المالية والمتعاملين فيها.**



## المبحث الأول: السوق المالية " مفهومها، تقسيماتها وأهميتها "

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، إذ تقوم بأداء دور محوري ويتمثل في كونها قناة الربط بين الادخارات المعروضة وبين متطلبات الاستثمار لهذه الادخارات، وهو ما ينعكس بالضرورة على زيادة تدفق السلع والخدمات مما يقوم بدفع عجلة التنمية الاقتصادية، وعلى هذا رغبتنا في تخصيص هذا المبحث لتقديم مفهوم السوق المالية وموقعها بين الأسواق الأخرى والتعرف على خصائصها والأقسام المكونة لهذه السوق والتطرق إلى الأهمية الاقتصادية لها.

### المطلب الأول: مفهوم السوق المالية

تعتبر السوق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي لأنها تمثل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات والمؤسسات وأفراد المجتمع.

### الفرع الأول: تعريف السوق المالية وموقعها بين الأسواق الأخرى

إن السوق المالية هي سوق كغيرها من الأسواق الأخرى التي يتم من خلالها تبادل السلع والخدمات المختلفة كأسواق السلع الاستهلاكية والسلع الخدمائية، فهي سوق لتبادل الأوراق المالية بالبيع والشراء.

### أولاً: تعريف السوق وأنواعها

#### 1- تعريف السوق

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد بل يكفي صناعته توفير مقومات تزيد من كفايته وفاعليته<sup>1</sup>.

ويعرف كذلك السوق على أنه الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين ( جانب العرض ) والمشتريين ( جانب الطلب ) لسلعة أو خدمة أو أصل مالي أو نقدي أو لعناصر الإنتاج، خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة<sup>2</sup>.

إذ أن المعنى الاقتصادي للسوق يتجاوز معناه الضيق الذي تعودت عليه الأذهان والمتمثل في المكان الجغرافي أو المادي لأنه ليس توافر المكان أو الحيز لإقامة التبادل وحده شرط كافي لقيم السوق وإتمام عمليات التبادل، وفي هذا الإطار يعرف السوق في معناه الاقتصادي " بأنه كل إقليم

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية " إطار في التنظيم وتقييم الأسواق"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 26 .

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، 2010، ص: 66 .

يكون فيه البائعون والمشترون على اتصال حر، ويؤدي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد وبسهولة وبسرعة.<sup>1</sup>

كما يعرف السوق على أنه مكان البيع والشراء. أما التعريف الاقتصادي للسوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لتبادل سلعة أو خدمة معينة.<sup>2</sup>

ويوضح هذا التعريف أن السوق هو مكان مخصص لتداول السلع وكذلك الخدمات وليست السلع فقط، كما يوضح أن السوق يتكون من ثلاث أركان أساسية وهي البائع والمشتري والسلعة أو الخدمة محل التبادل.

2- أنواع الأسواق: تتوفر العديد من أقسام الأسواق الخاصة بتبادل السلع والخدمات، وهذا حسب العديد من المعايير للتصنيف والتمييز بين كل نوع منها، ونذكر أهمها فيما يلي:

- من حيث طبيعة السلعة<sup>3</sup>:

توجد أسواق لمختلف أنواع السلع والخدمات وذلك كما يلي :

- سوق المال والنقد: سوق المال هو السوق الذي يتعامل في القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار للسندات والأسهم العادية والممتازة، ومكان هذه السوق بيعا وشراء عادة هو بورصة الأوراق المالية، أما سوق النقد فيقصد بها سوق القروض قصيرة الأجل ويتم التعامل بها من خلال البنوك التجارية والمتخصصة.

- سوق العمل: يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في توظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن، وفي الدول المتقدمة يمثل العرض (البائع) إتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية، بينما يمثل الطلب (المشتري) رجال الأعمال وإتحاد الصناعات والمنتجين.

والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالا فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم الوكالات، وأصبحت تزاوّل نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة حماية للعمال، كما أن الاعلان عن طلب وظيفة هو أيضا صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.

- سوق السلع: قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا لجميع أنواع السلع مثل سوق الجملة والتجزئة للخضر، الفاكهة، السمك أو الأسواق المتعددة الأغراض " السوبر ماركت" وغيرها.

<sup>1</sup> شافية كناف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية" دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية،" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2013/2014، ص: 5.

<sup>2</sup> محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها مستقبليها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص: 23.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص ، 25 .

- سوق الخدمات: ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات وخدمة الكهربائي، وسوق الأدوات الصحية...إلخ.
- أنواع الأسواق من حيث توحيد السعر<sup>1</sup>
  - تنقسم الأسواق من حيث إمكانية تحديد سعر موحد للسلعة إلى نوعين هما:
  - سوق الكاملة: وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفر العناصر التالية:
  - وجود عدد كبير من البائعين، وعدد كبير من المشتريين، بحيث لا يستطيع أحدهم بائعا أو مشتريا أن يؤثر على سعر السوق.
  - سهولة وتوافر الاتصالات بين الأطراف المكونة للسوق.
  - تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق.
  - سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، فإذا كان سعر السلعة مرتفعا في مكان ومنخفض في آخر فإن السلعة يسهل نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع، فيزداد المعروض منها مما يؤدي في النهاية إلى توحيد السعر.
  - سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السابقة فيها.
- أنواع الأسواق من حيث درجة المنافسة<sup>2</sup>:
  - يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث توافر درجة المنافسة وهي:
  - سوق المنافسة الكاملة: وهو ذلك السوق الذي يضم عددا كبيرا جدا من المتعاملين، يتعامل كل منهم في حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد، ولذلك فإن سعر السلعة هذه معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الدخول والخروج من السوق متاحة للجميع.
  - سوق الاحتكار التام: يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أما الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم فإنه لا يأخذها في الإعتبار عند تحديد سعره.
  - سوق المنافسة الاحتكارية: وهذا السوق كما يدل إسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار ويتميز بما يلي:

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 29 .

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص ص : 4 ، 5 .

- وجود عدد كبير من البائعين أو المنتجين لسلعة.
- اختلاف السلعة المنتجة.
- حرية الدخول إلى السوق والخروج منه بالنسبة لأي بائع أو مشتري.
- القدرة على ترويج المبيعات.
- **سوق احتكار القلة:** هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبياً بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق.
- وتختلف سوق الأوراق المالية عن الأسواق الأخرى في عدة أمور: <sup>1</sup>
- **مكان وكيفية التداول:** تتم الصفقات في الأسواق على أشياء موجودة بالفعل، أما سوق الأوراق المالية فيتم التعامل بها على الحقوق والالتزامات والتوقعات، ومن ثم لا حاجة لوجود ما تمثله الورقة المالية عكس الأسواق الأخرى التي يكون فيها التعامل على سلع موجودة ومعينة فعلياً، فضلاً على أن التداول على الأوراق المالية يكون في مكان معين ومعلوم ويتصف بالإستمرار والثبات وفي مواعيد محددة، عى عكس الأسواق الأخرى إذ لا يلتزم الأطراف في تعاملاتهم بحيز مكاني أو زمني معين.
- وفي ظل العولمة الاقتصادية قامت العديد من الدول المتقدمة بعمل بورصات للأوراق المالية تقيد بها أوراق المالية أجنبية، ومن ثم لم يعد التعامل على هذه الأوراق محلياً فأصبح غير مرتبط بحيز مكاني معين وتجاوز ذلك إلى العالمية.
- **علانية التعامل:** يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق المزايمة العلانية المكتوبة وذلك لضمان تحقيق الشفافية الكاملة وضمان حقوق المتعاملين وتوفير الحماية اللازمة لهم من المعاملات الضارة من قبل الأطراف الأخرى أما الأسواق الأخرى فإنها لا تخضع لنظم قانونية تلزم فيها الأطراف المتعاملة في السوق على نشر عمليات تداول السلع المختلفة، لذلك غالباً ما تحكمها الأعراف والعادات التجارية بصفة أساسية.
- **محل التعامل:** يتم التعامل في سوق الأوراق المالية على صكوك معينة متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات وصكوك التمويل الأخرى، مما يوفر عنصر السيولة على مستوى هذه السوق وتمكن المستثمر من الحصول على أمواله في أي وقت، أما الأسواق الأخرى فإن الأوعية التي يتم التعامل فيها تختلف من سوق إلى آخر، فتكون الأوعية في سوق النقد على أصول قصيرة الأجل كأذون الخزانة والكمبيالات وغيرها.

<sup>1</sup> محمد على سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013، ص ص: 44، 47.

- المؤسسات التي تتكون منها: تتكون سوق الأوراق المالية من المؤسسات التي تكون وسيطا بين المدخرين والمستثمرين، أي أن البورصة تعتبر وسيطا بين الفئة ذات الفائض المالي والفئة ذات العجز المالي، وتتعدد مؤسساتها وشركاتها كشركات السمسرة، شركات المقاصة والتسوية وصناديق الاستثمار...، في حين أن مؤسسات الأسواق الأخرى مثل سوق النقد تتكون من البنك المركزي والبنوك التجارية الأخرى.

- التعامل من خلال شركات معينة: أوجبت بعض القوانين أن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة في السوق بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلا وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها وتحقق اللائحة التنفيذية الأعمال التي يحظر على الشركة القيام بها، فضلا عن أن بعض القوانين تحدد نسبة العمولة التي يجب أن يتقاضاها السمسار كحد أقصى وأدنى لحماية المتعاملين وحماية صناعة السمسرة في الأوراق المالية، أما الأسواق الأخرى فلا تشترط القوانين وجوب توسط شركات السمسرة في التعاملات المختلفة بل تجعل هذه التعاملات مباشرة بين طرفيها ولا تتدخل لتحديد العمولة.

### 3- تعريف المال لغة واصطلاحاً<sup>1</sup>

ويعرف المال لغة بأنه " كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من منافع أو عروض أو تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان".

يشير هذا التعريف إلى أن كل الأشياء التي يمكن أن تمتلك ويجوز حيازتها بالفعل سميت مالا، حيث كل من يمتلك شيئاً يسميه مالا فمثلا من يمتلك مقدار من الذهب يسميه مالا ومن يمتلك سلعة معينة يسميها مالا.

هذا في التعريف اللغوي للمال، أما فيما يخص التعريف الاصطلاحي الاقتصادي للمال فهو " كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا أيًا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال".

ما يضيفه هذا التعريف أن الأشياء التي يمكن تقديرها وتحديد قيمتها تعد مالا، كذلك كل ما يمكن الإنتفاع به فهو مال.

أما المال المقصود في عالم الأسواق المالية والبورصات فهو المال في صورته النقدية، أي جميع الأدوات التي في البورصة من أسهم وسندات وأذونات... وغيرها، إنما الغرض من إصدارها هو تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية السائلة لأجل استعمالها رؤوس أموال للشركات أو غير ذلك من الأغراض التي تتطلب سيولة نقدية.

<sup>1</sup> شافية كتاب، مرجع سابق، ص ص: 6،7.

## ثانيا: تعريف السوق المالية

تعرف السوق المالية بأنها " الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية"<sup>1</sup>. فالسوق المالية هي وسيلة ( ينتقي فيها شرط المكان ) يلتقي من خلالها ( المشترون والبائعون والمتعاملون الآخرون والإداريون ) من ذوي الاهتمامات ( المادية أو المهنية ) بالأدوات ( الرأسمالية والنقدية ) أو بـ (الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة ( الحقيقية والمادية والنقدية ... ) لفترات متباينة ( طويلة وقصيرة ) اعتمادا على (قوانين وأنظمة وتعليمات ) وإلى حد ما ( عادات وتقاليده وأعراف ) معتمدة ( محليا ودوليا)<sup>2</sup>.

وبالتالي " فإن السوق المالية تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج"<sup>3</sup>.

ومن المتطلبات الأساسية في السوق المالية أن تكون جميع العمليات المالية التي تتم على مستوى هذه السوق قابلة للتداول، وهو ما يبرز وجود عدد كبير من المتعاملين الماليين، الأمر الذي يزيد من سيولة ونشاط هذه السوق، كما أن هذه المعاملات والصفقات يجب أن تكون بجميع العملات الأساسية المتداولة دوليا وهذا في ظل المتغيرات التي تفرضها العولمة الاقتصادية.

السوق المالية هي مكان محدد تجتمع فيه رغبة المستثمرين في الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم مع رغبة المدخرين في توظيف أموالهم مما يحقق السهولة في انتقال الأموال بين المدخرين والمستثمرين عن طريق عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.<sup>4</sup>

إذن في المعنى الضيق للسوق المالية هي السوق الذي يتم فيها التصرف " أي بيع وشراء " في الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل (الأسهم والسندات).<sup>5</sup>

وتضمن السوق المالية الحركة والسيولة للمتعاملين فيها، حيث توفر لهم القدرة على إعادة تسهيل استثماراتهم بكافة أنواعها " أسهم، سندات،...غيرها"، من خلال عمليات تداول هذه الأوراق بيعا وشراء في أي وقت ودون الحاجة لإنظار آجال استحقاقها.

إن وجود سوق المال يعتبر أداة هامة لتوفير المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين وهما:<sup>6</sup>

## الأول: تعبئة المدخرات.

## الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.

<sup>1</sup> عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية والتطبيق )، دار رضا للنشر، سوريا، 2002، ص: 9.

<sup>2</sup> هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الأردن، 2003، ص: 58.

<sup>3</sup> صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية – علميا وعمليا -، مطبعة الأشعاع الفنية، مصر، 2000، ص: 20.

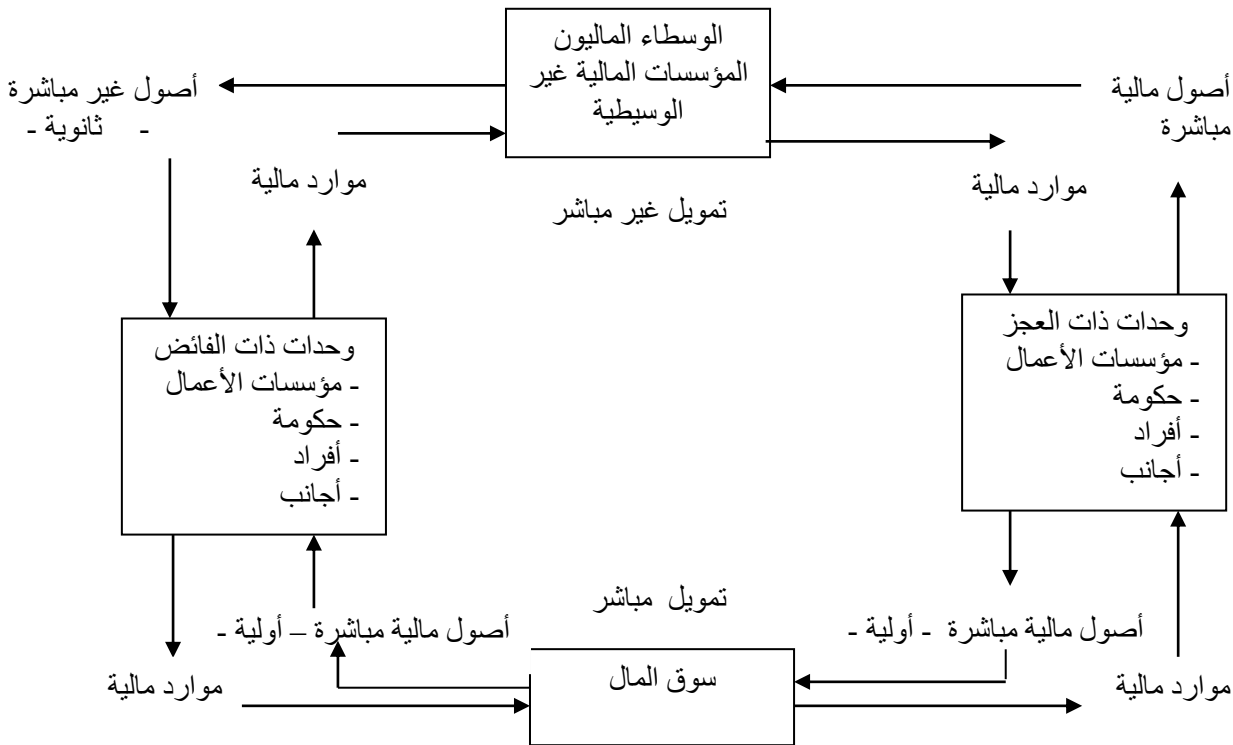
<sup>4</sup> نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012، ص: 280.

<sup>5</sup> متاح على الموقع الإلكتروني: ،

<sup>6</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا، البورصات والمؤسسات المالية الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 265.

وتتولى السوق المالية في أي اقتصاد عملية ربط العناصر الاقتصادية المالكة أو المولدة للأموال بالعناصر الاقتصادية صاحبة الحاجة لهذه الأموال فالعناصر الاقتصادية المختصة بإنتاج الموجودات غير المالية " أي سلع وخدمات " هي بشكل عام صاحبة الحاجة للأموال، والمستهلكون هم عادة مالكو الأموال لهذا يتكون القطاع المالي للاقتصاد من الطالب والعارض للأموال في آن واحد.<sup>1</sup> وهو ما سوف يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم ( 01 ): انتقال الموارد المالية في السوق المالية



المصدر: احمد ابو الفتوح الناقية: نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية « مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال »، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص: 17.

إن فالأسواق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة من الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بفائض مالي وتحفظ به في شكل مدخرات إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز مالي وتتوافر لديها فرص استثمارية تسعى لتمويلها، وتتعدد الطرق والوسائل المتاحة لعملية تدفق الفوائض المالية بما يتناسب مع متطلبات تمويل هذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أو ما يسمى " الحقوق المالية " والتي تعرضها إلى وحدات الفائض المالي فتشتريها هذه الأخيرة مقابل تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، أما إذا تم تحويل الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من

<sup>1</sup> فرنسوا لورو، ترجمة: حسن الضيقة، الأسواق الدولية للرساميل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1991، ص 11.

الوسطاء الماليين والتي تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية " بنوك، شركات التأمين... " فإن عملية التمويل تأخذ شكل التمويل غير المباشر.

يربط النظام المالي بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض وتلك التي تعاني من عجز، والواقع أن العلاقة بين الجانبين قد تكون مباشرة وقد لا تكون كذلك، بحسب طبيعة الاقتصاد، ففي ظل اقتصاد تسوده الإستدانة (اقتصاد استدانة) تؤدي البنوك دورا هاما يتمثل في الوساطة المالية، حيث يعتبر البنك مستثمرا في علاقته مع المدخرين (الوحدات ذات الفائض) ويعتبر مدخرا في علاقته مع المستثمرين (الوحدات ذات العجز)، وهذا ما نقصد به العلاقة غير المباشرة بين المدخرين (عارضى الأموال) والمستثمرين (طالبى الأموال)، أما في ظل اقتصاد السوق أين تبرز الأسواق المالية كمحرك أساسي للنظام المالي، فإن العلاقة تبدوا مباشرة بين المؤسسات ذات العجز والجهات الأخرى ذات الفائض، ويمكن اعتبار النظام المالي وسيطا بسيطا<sup>1</sup>.

#### جدول رقم (01): المقارنة بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد سوق رأس المال

اقتصاد رؤوس الأموال	اقتصاد الاستدانة
- ادخار مالي متطور. - ترجيح التمويل عن طريق الاشتراكات. - فتح الأسواق على رؤوس الأموال الأجنبية وفتح الباب أمام الاستثمارات الخارجية. - سوق مالي موحد.	- ضخامة الأسواق المالية. - ترجيح التمويل عن طريق سيولة الادخار قصير الأجل. - ترجيح التمويل الموجه عن طريق وساطة البنوك. - غلق الأسواق المالية وعدم افتتاحها.

المصدر: تشام فاروق، العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، 12-14 ماي 2003، جامعة العلوم التطبيقية، الأردن، ص: 10.

يوضح الجدول السابق خصائص ومميزات كل من الاقتصاد الذي يعتمد على البنوك التجارية في عملية التمويل وتوفير الموارد المالية الضرورية، والاقتصاد الذي يعتمد بدوره على سوق رؤوس الأموال وأجزائها المختلفة بما فيها سوق الأوراق المالية، إذ تغلب على اقتصاد الإستدانة وجود طرف ثالث " الوسيط " في عملية التمويل وهو ما يسمى الوساطة المالية عن طريق البنوك التجارية أو المتخصصة العاملة في الاقتصاد كما أن كل القروض الممنوحة في ظل هذا النوع من النظام تكون

<sup>1</sup> قدي عبد المجيد، دادن عبد الغني، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، 21 و 22 نوفمبر 2006، بسكرة، الجزائر، ص: 1.



لآجال قصيرة وتعتمد على ادخارات الأفراد التي تكون في شكل ودائع، أما فيما يخص سوق رأس المال فالتصويل من خلاله يكون مباشر بين طرفين العملية ودور الوسطاء الماليين يقتصر على النصح والمشورة وتنفيذ الأوامر فضلا عن كبر حجم المعاملات والصفقات حيث تتعدى الحدود المحلية للسوق وتفتح باب الاستثمار الأجنبي.

وتقوم السوق المالية بالعديد من الوظائف إلا أن أهم هذه الوظائف يتلخص في توزيع وتقسيم المدخرات بكفاءة على مستخدميها النهائيين إما لاستثمارها في أصول حقيقية أو لإستخدامها في الاستهلاك.<sup>1</sup>

مما تقدم يمكن تعريف للسوق المالية على أنها الآلية أو المجال الذي يتم من خلاله تداول وإنسياب الأصول المالية " قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل " بهدف تحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض المالي " المقرضين " إلى أصحاب العجز المالي " المقترضين " بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

ويعكس المفهوم السابق للسوق المالية الأركان الرئيسية المشاركة فيها، وهم ينقسمون إلى:

■ **وحدات الفائض المالي " المستثمرين أو المقرضين "**: هي وحدات اقتصادية إدارية، تتوافر لديها طاقة تمويلية فائضة تزيد عن احتياجاتهم وتأخذ هذه الفئة أشكال مختلفة " قطاع عائلات، مؤسسات أعمال، حكومة، أجنب، شركات الاستثمار ومكاتب الوساطة... الخ " .

■ **وحدات العجز المالي " المقترضين "**: وهي وحدات التي تعاني عجزا ماليا في مواردها المالية وتكون بحاجة إلى الائتمان حيث تتجاوز نفقات وإستهلاكات هذه الفئة الدخل المتاح لديها، وتتمثل في جانب الطلب، وقد تأخذ أشكال عديدة منها " مؤسسات أعمال، شركات استثمار هيئات حكومية... الخ "، وتشكل مؤسسات الأعمال الجزء الأكبر من جانب الطلب نظرا لطبيعتها الاستثمارية .

■ **الوسطاء الماليون " الوكلاء "**: هي مؤسسات مالية وسيطية " بنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد... الخ " أو أفراد نشأت بغرض تحويل التدفقات النقدية من المقرضين إلى المقترضين مقابل عمولة، إذ تعمل هذه الفئة على ملاقاتة مصدري الأوراق المالية "البائعين أو المقترضين" مع مشتري هذه الأوراق " المستثمرين المقرضين " وتنفيذ أوامر كلا الطرفين.

ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال والتي يمكن إيجازها فيما يلي<sup>2</sup>:

- أعمال السمسرة.
- صناعة الأسواق.
- التعهد بتغطية الاصدارات.
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.

<sup>1</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص 288 .  
<sup>2</sup> حسني على خربوش وآخرون، الأسواق المالية " المفاهيم والتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 29 .

- العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

إن هيكل السوق المالي هو مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين...، وتحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الاموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: نشأة الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تستند على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية، وانعكست هذه العلاقة على التطورات المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، ولهذا أطلق عليها سوق الأوراق المالية وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة أو الاداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل يمكن تلخيصها بالآتي<sup>2</sup>:

**المرحلة الأولى:** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، مما قاد ذلك إلى اتساع نطاق التعامل التجاري، وأدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشرعات التي باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، فأصبح يلجأ إلى البنوك للإقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

**المرحلة الثانية:** بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتسم بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق المالية التجارية وتقديم الائتمان طبقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

**المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقتراض المتوسط الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات

<sup>1</sup> السبسي صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص ص: 11، 12 .  
<sup>2</sup> نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، لم تذكر بلد النشر، 1998، ص ص: 14، 16.

متوسطة الأجل لسداد احتياجات من الأموال ولكي تفي باحتياجاتها لتمويل المشاريع التنموية، ويقوم البنك بإصدار سندات الخزنة.

**المرحلة الرابعة:** ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية التجارية وشهادات الإيداع، وهذا يعد بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

**المرحلة الخامسة:** اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية، لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

### المطلب الثاني أقسام السوق المالية

تعددت أقسام السوق المالية إلا أنها تعمل جميعاً على جمع المدخرات وتحويلها إلى مجالات أو فرص استثمارية، إذ يعتبر الهدف الأساسي من عمل هذه الأسواق هو إيجاد آلية للتمويل والاستثمار وتحقيق أقصى الأرباح من التعامل فيها، ومن أهم تقسيمات الأسواق المالية هما قسمين ولكل منهما خصائصه وأدواته ومؤسسته، وهذه الأسواق هي كما يلي:

#### الفرع الأول: سوق النقد

ترتبط سوق النقد بنشأة الودائع والبنوك التجارية لأن هذه البنوك إضافة إلى مجموعة أخرى من المؤسسات المالية والمصرفية يشكلون أهم المتدخلين للتعامل في سوق النقد.

#### أولاً: تعريف سوق النقد

سوق النقد هي مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول القصيرة الأجل<sup>1</sup>.

إن سوق النقد ليس له هيكل مادي وتنظيمي محدد، لأن المشاركين في السوق هم أطراف متعددة في طبيعتها وخصائصها<sup>2</sup>.

وتتميز الأسواق النقدية عن غيرها من الأسواق المالية بأنها أسواق جملة تحمل عادة تعاملات بأحجام كبيرة والتي تحدد قيمتها مليون دولار فأكثر، علماً بأن عدد المتعاملين في هذه السوق كبير جداً، ونظراً لوجود العديد من المستثمرين والبائعين ونظراً لتحول أدواتها السريع إلى سيولة فإنها تعد أسواقاً سائلة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عصام فهد العريبيد، مرجع سابق، ص: 10.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 60.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 69.

كما تتميز المعاملات داخل السوق النقدية بإنخفاض درجة المخاطرة التي يمكن أن تتعرض لها الأوراق المالية المتداولة فيها، نظرا لقصر آجال استحقاقها وبالتالي سيولتها العالية، ولا يمثل العائد دورا كبيرا في هذه الأسواق، إضافة إلى مرونة وسرعة المعاملات والصفقات وانخفاض تكاليف التعامل.

وقد اكتسبت سوق النقد تسميتها من الأدوات المتداولة فيها والتي تعتبر قريبة من النقد، كما ساهمت التطورات الحاصلة في بيئة الاستثمار في تحرير النقد من بعض القيود وهو ما وسع من دورها في التمويل وعمق فاعلية السوق الاقتصادية، وأصبحت أدواتها تمارس دورا اقتصاديا يتجلى أهميته بالآتي:<sup>1</sup>

- تأمين السيولة لعموم المتعاملين في السوق وبطريقة مأمونة وسائلة.
- تمثل السوق النقد الإطار العام لرسم السياسة النقدية للبلد والسيطرة على عرض النقد.
- تلعب البنوك المركزية دورا بارزا في التأثير على السوق من خلال التأثير على حجم الائتمان عبر أدواته الكمية والنوعية.
- يوفر السوق أدوات مالية خالية من المخاطر في الغالب، لتمثل قنوات استثمارية مأمونة لبعض الأطراف التي ترغب في توظيف سيولتها الفائضة المؤقتة.

#### ثانيا: الأدوات المتداولة في سوق النقد

تعتبر الورقة المالية المتداولة في سوق النقد " أصل مالي قصير الأجل" عبارة عن صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق وأن أقرضه لطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة الأوراق المالية عن سنة، غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق وذلك لضمانات عملية الإسترداد.<sup>2</sup>

توجد العديد من الأوراق المالية التي يتم الاستثمار فيها وتداولها على مستوى سوق النقد، حيث تستخدم هذه الأوراق لتوفير الاحتياجات المالية قصيرة الأجل وهي بذلك أوراق لا تتعدى استحقاقاتها السنة الواحدة، ويمكن تلخيص أهمها في التالي:<sup>3</sup>

- **أذونات الخزنة:** تعد أذونات الخزنة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل ولا يزيد تاريخ استحقاقها عن عام، وصدرت لأول مرة لتمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ لا يحصل المستثمر على الإذن ذاته بل يحصل على إيصال يفيد شراؤه وتتميز هذه الأذونات بسهولة التصرف فيها من دون التعرض لخسائر رأسمالية، فالإذن غالبا ما يباع بخصم أي بسعر أقل من قيمته الأصلية.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص: 61، 60.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 268.

<sup>3</sup> نوزاد الهيتي، مرجع سابق، ص ص: 45، 51.

- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي أداة دين يصدرها البنك إلى المودعين بسعر فائدة سنوي معين على أن يدفع البنك عند تاريخ الاستحقاق المبلغ الأصلي، وقد استحدثت هذه الأداة التي تتمتع بقدر كبير من السيولة والأمان نتيجة التقلبات الحادة في أسعار الصرف والاضطرابات في الأسواق النقدية والمالية وتقلص الاستثمار المحلي.

- **القبولات المصرفية:** تعد القبولات المصرفية أداة دين صادرة عن بنك تجاري وهي عبارة عن سحبات بنكية يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب.

- **اتفاقيات إعادة الشراء:** تمثل اتفاقيات إعادة الشراء قروض قصيرة الأجل وهي أحد وسائل الاقتراض التي يتبعها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية بهدف تمويل مخزون اضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وتكون فترة الاقراض ليوم واحد أو عدة أيام وتحصل عليها البنوك بضمان أذون الخزانة في حالة عدم سداد القرض من طرف المقترض فإن المقرض يصبح مالك لأذونات الخزانة.

- **الأوراق التجارية:** تعد الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، وتتخذ غالبا شكل سندات أذنية صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل قصيرة الأجل، وتتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من 5 أيام إلى 9 أشهر، وأوراق التجارية من أدوات الاستثمار التي تعطي لحاملها دخلا ثابتا وتصدر بصيغة لحامله وعلى أساس سعر خصم مثل أذونات الخزانة، لكنها تصدر في الغالب بطريقة غير مأمونة وهذا ما يزيد من درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها.

- **قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:** يمكن للبنوك التجارية التي يوجد لها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني عجز فيه، ولا تعتبر هذه القروض أوراقا مالية إلا أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي الذي يقوم بدور الوسيط، ويلتزم البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بمعدل فائدة يتحدد وفقا لقانون العرض والطلب مع تاريخ استحقاق قد يمتد لأكثر من يوم "والأصل في هذا الاقراض يكون ليوم واحد" على أن يطلب تمديد تاريخ القرض يوما بيوم.

### الفرع الثاني: سوق رأس المال

فرضت الحقائق الجديدة للاقتصاد العالمي في كل بلد ضرورة توفر سوق رأس المال كديناميكية قادرة على ضمان المعاملات للحصول على أموال لتحقيق النمو، وسابقا كان الأعوان الاقتصاديين عند قيامهم بأي معاملة الاستثمار أو الإقتراض، لا يجدون بديل أمامهم سوى اللجوء إلى المنتجات المصرفية التقليدية، ومنذ نهاية عام 1980 وذلك في أعقاب الابتكارات المالية وتسهيلات النقم التكنولوجي، أصبحت أسواق رأس المال تسعى لتوفير ظروف أفضل للمعاملات المالية، وهكذا ظهرت

تدرجيا عدة أنواع من الأدوات والجهات المصدرة لها وهي بهذا أقل تكلفة، وهو ما ساعدها على تجاوز تلك المنتجات المصرفية التقليدية إلى جانب أنها أدوات مرنة بما فيه الكفاية.<sup>1</sup>

### أولاً: تعريف سوق رأس المال

هو السوق الذي تتم فيه تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل مثل " الأسهم والسندات، الكفالات والتعهدات، الخيارات... " <sup>2</sup>، فأسواق رأس المال هي التي تتداول فيها الأصول المالية طويلة الاستحقاق مثل السندات طويلة الأجل والأسهم سواء كانت عادية وممتازة، وفي هذه الأسواق يلعب العائد دور كبيراً في حركة التدفقات المالية بين الأصول المالية المختلفة ولذلك تتحدد حركة التدفقات في الأسواق الرأسمالية وفقاً لأسعار الأصول المالية المتداولة والعوائد والمخاطر المرتبطة بهذه العوائد والسيولة لا تلعب دوراً في هذه الأسواق.<sup>3</sup>

ويهتم سوق رأس المال على توفير احتياجات التمويل الاستثماري طويل ومتوسط الأجل للمشروعات الاستثمارية القائمة والتي تسعى إلى وجود مصادر مالية مناسبة لسد حاجتها التمويلية، كما تعمل على توفير التمويل اللازم لتأسيس وقيام المشروعات الجديدة وتكوين رأسمالها.

سوق رأس المال هي السوق التي تمثل جميع العروض والطلبات على رؤوس الأموال في المدى المتوسط والطويل، ومن خلال هذا الالتقاء يتولى البحث على الأموال لنمو ديناميكية أي اقتصاد.<sup>4</sup>

يتضح مما سبق أن الصفة الأساسية التي تميز هذه الأسواق عن النوع الأول "السوق النقدية" تتمثل في ارتفاع درجة المخاطرة وذلك لإرتباطها بطول تاريخ وأجال استحقاق الأوراق المالية المتداولة فيها، وعليه فإن المعاملات التي تتم من خلال هذه السوق تتطلب قدراً عالياً من العوائد والأرباح وهو الهدف الذي يمنحه المتعاملين في هذه السوق الأولوية.

يتم من خلال سوق رأس المال جمع المدخرات من الفوائض المالية ويسمح للشركات الحصول على التمويل من دون اللجوء إلى التمويل المصرفي التقليدي، وهذا في ضوء عاملين وهما<sup>5</sup>:

- تكلفة الدين: أي أن أسعار "الإقتراض" من سوق رأس المال عادة ما تكون أكثر جاذبية من تلك المتعلقة بالقروض المصرفية التقليدية، والمعيار هو أن السوق المصرفية تستند إلى القواعد الاحترازية.

<sup>1</sup> متاح على الموقع الإلكتروني:

<sup>2</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص: 31.

<sup>3</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 293.

<sup>4</sup> متاح على الموقع الإلكتروني:

<sup>5</sup> المرجع السابق.

■ إجراءات أقل تقييدا: للحصول على قرض مصرفي من البنوك الشركة تواجه إجراءات إدارية متعددة في كثير من الأحيان مما يؤدي إلى تأخير الحصول عليه.  
تضمن سوق رأس المال تمويل الاقتصاد وذلك عن طريق تنظيم الإلتقاء المباشر بين الطلب على رؤوس الأموال من قبل الأعوان الاقتصاديين وبين عارضي هذه الأموال من قبل الأعوان الذين يملكون القدرة المالية الفائضة.<sup>1</sup>

وتتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل على أن تسلم بعد إنجاز الصفقة مباشرة إذا كانت هذه الأسواق فورية، أما إذا كان التعامل من خلال عقود واتفاقيات تنفذ في تاريخ لاحق وذلك في حالة الأسواق الآجلة كما تقوم هذه السوق بعملية التوسط بين الأموال المعروضة والطلب التجاري عليها بما يحقق التوازن الاقتصادي والمالي المكان المعين.<sup>2</sup>  
من أهم العوامل الضرورية التي يقوم عليها سوق رأس المال هو وجود تدفق مستمر من الموارد المالية الفائضة والباحثة عن الاستثمار من جهة، كما يجب أن تتوفر من جهة أخرى وفي نفس الوقت مشاريع استثمارية أو وحدات اقتصادية قادرة على امتصاص هذا المعروض المالي وتوجيهه إلى قنوات استثمار مناسبة، وهذه الحركة أو الميكانيكية تساعد على وجود سوق لرأس المال فهي تزيد من نشاطه وتعمل على تطويره.

ويجمع بين المؤسسات المالية لسوق المال هدف واحد وهو إيجاد طبقة جديدة من صغار المدخرين لتقليل حجم السيولة المالية في يد الأفراد، ومن ثم الحد من الميل للاستهلاك وخفض معدلات التضخم، ولذلك تبدو ضرورة مشاركة فعالة من جانب المؤسسات المالية التي تعمل في هذه السوق لتوفير احتياجات التمويل المتوسط وطويل الأجل، وهو ما يتضمن تخفيف عبء التمويل عن الجهاز المصرفي.<sup>3</sup>

وما يميز هذا النوع من الأسواق المالية، أنها أقل اتساعا من السوق النقدية لكنها أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية، أما أهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من الأسواق هي بنوك التنمية الصناعية، البنوك العقارية، بنوك الاستثمار والأعمال وصناديق الادخار والتأمين.<sup>4</sup>

### ثانيا: خصائص سوق رأس المال

تتميز سوق رأس المال بالعديد من الخصائص التي تميزها عن سوق النقد، ونذكر من أهمها فيما يلي:

<sup>1</sup> Marie DELAPLACE, *Monnaie et financement de l'économie*, 2<sup>e</sup> édition, Dunod, France, 2006, p : 215.

<sup>2</sup> عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي " مدخل حديث"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص ص: 162، 163.

<sup>3</sup> محمد عي سويلم، مرجع سابق، ص 33.

<sup>4</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة-، دار الكندي، الأردن، 2002، ص: 15.

- الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تكون متوسطة وطويلة الأجل، ومناسبة لتخصيص الأموال المتاحة في السوق للاستخدامات الرأسمالية الأكثر إنتاجية وبأقل تكلفة.
  - كبر حجم الصفقات التي تتم من خلالها.
  - يقوم بتوفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية طويلة الأجل عن طريق طرح أوراق المالية وبيعها والحصول على التمويل اللازم لتكوين رأس المال أو التوسع في المشاريع الاستثمارية القائمة.
  - الاستثمار في أدوات سوق رأس المال أكثر مخاطرة وأقل سيولة ومرتفع العوائد بالمقارنة مع الأسواق الأخرى.
  - يوجد إطار مكاني منظم لسوق رأس المال وبالتالي فهو أكثر تنظيماً من سوق النقد، كما يتسم المتعاملين فيه بالكفاءة والتخصص.
  - يوجد أقسام عديدة للسوق يمكن من خلالها تداول الأوراق المالية " كالسوق الأولي والسوق الثانوي والسوق الثالث والرابع" والتي يتم من خلالها تحويل هذه الأوراق إلى سيولة نقدية بسرعة وسهولة، وعملية تداول الأوراق المالية يوفر للسوق عنصري العمق والاتساع.
- ثالثاً: مكونات سوق رأس المال**

تنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين أساسيتين من الأسواق وهما<sup>1</sup>:

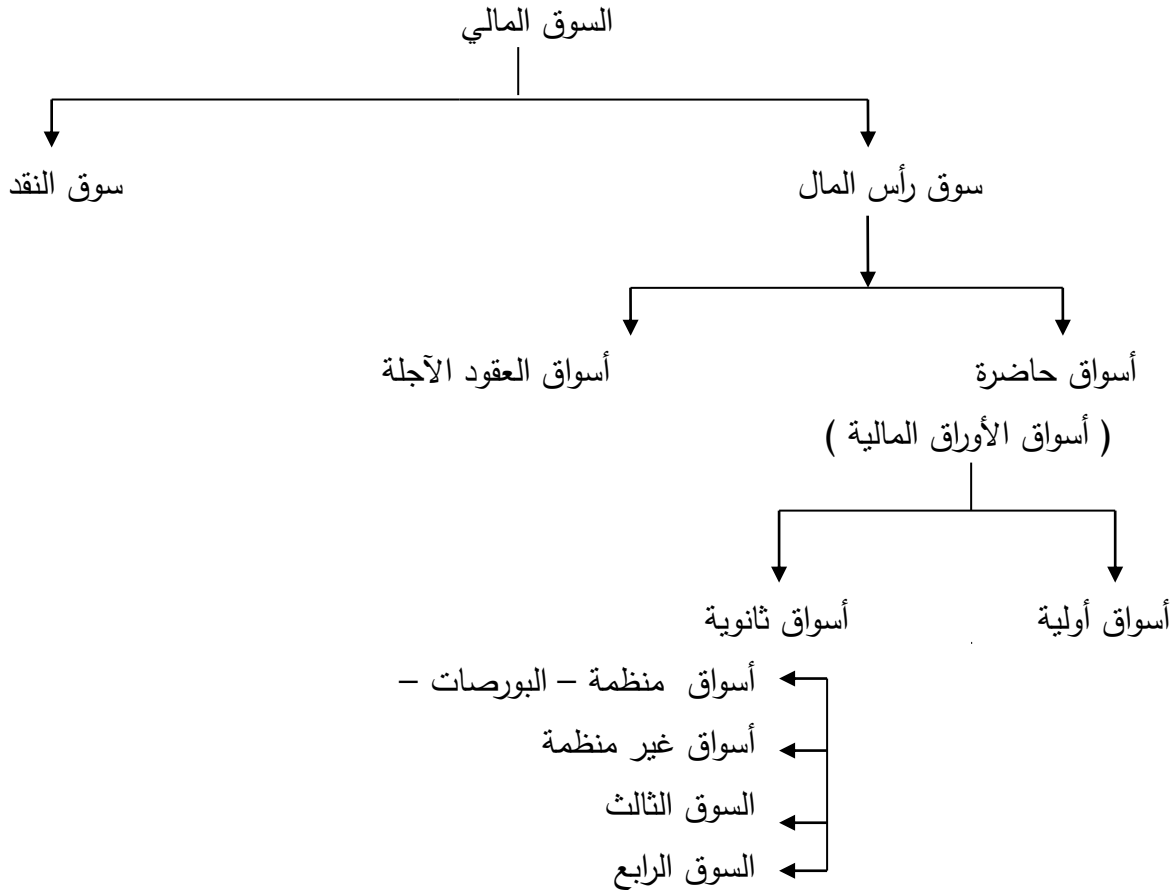
- 1- **الأسواق الحاضرة " الفورية"**: ويتمثل مجال التعامل في هذه الأسواق بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الجهات المقترضة " مؤسسات الأعمال، حكومات... " للحصول في المقابل على موارد مالية، وتنتقل هنا ملكية الورقة المالية للمشتري فور إتمام الصفقة بعد دفع كامل قيمتها أو جزء منها، ويطلق على هذه الأسواق غالباً اسم " أسواق الأوراق المالية " ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال أسواق أولية وأخرى ثانوية، وسنتعرض إلى ذلك بتفصيل أكثر في المباحث القادمة.
  - 2- **الأسواق الآجلة**: ويطلق عليها بالأسواق الآجلة حيث يتم الإتفاق على مستوى هذه السوق على عقد صفقة بيع أو شراء لأصل مالي معين فوراً على أن يكون تنفيذها في تاريخ آجل أي التسليم والإستلام يكون لاحقاً، وعادة ما يتم التعامل في مثل هذه الأسواق بالمشتقات المالية " عقود الخيار، العقود المستقبلية "، بهدف تجنب أو التخفيض من تقلبات الأسعار وتحقيق عوائد رأسمالية.
- ويوضح الشكل الموالي مكونات السوق المالية حيث تنقسم إلى قسمين هما سوق رأس المال وسوق النقد التي يتم التعامل فيها بأدوات قصيرة الأجل وذات سيولة عالية وربحية بسيطة جداً ومخاطرة ضئيلة نظراً لقصر آجال الاستحقاق، كما ينقسم سوق رأس المال بدوره إلى السوق الحاضرة ويتم فيها استلام وتسليم فوري للأصول والموارد المالية، كما يمكن إجراء المعاملات على آجال

<sup>1</sup> رسمية أحمد ابو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف، الأردن، 2005، ص: 21.



وتواريخ مستقبلية تختلف مدتها حسب عقد الاتفاق، ومن هنا فإن التعدد في الأسواق على مستوى سوق رأس المال يكسب التعامل فيه نوعاً من المرونة والسرعة في الأداء إلى جانب ارتفاع في درجة المخاطرة والعائد في وقت واحد.

شكل رقم ( 02 ): مكونات سوق رأس المال



المصدر: حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة - دار الكندي، الأردن، 2002، ص: 20 .

### المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية

تأتي أهمية الأسواق المالية من الدور الرئيسي الذي تلعبه في الموائمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال والموارد، كما أن الأسواق المالية تساعد على جذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل وتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية من خلال طرح أسهم هذه المشاريع للاكتتاب بها، كما وتعتبر الأسواق المالية وسيطاً جيداً في تغطية الفجوة التي يعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد المتمثلة

في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان متوسط وطويل الأجل بالمستوى المطلوب، كما وتلعب الأسواق المالية دورا مهما في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مما له أثرا هاما في تنمية ثروتهم، وتبرز أهمية الأسواق المالية من وظائفها وكيفية عملها خاصة وأن معظم النشاط في اقتصاد نقدي يأخذ مكانه في الأسواق المالية.<sup>1</sup>

وتستمد سوق رأس المال أهميتها من تعدد واختلاف الوظائف التي تقوم بها والتي يتمثل أهمها في: تمويل دائم للاقتصاد العالمي، والحفاظ على السيولة من الادخار، وتسعير الأصول وتمويل الشركات أو التفاوض على أساس المخاطر.<sup>2</sup>

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل أهمها<sup>3</sup>:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: تستطيع المشاريع التنموية الحصول على تمويل من الأسواق المالية عن طريق طرح أسهمها في هذه الأسواق للاكتتاب فيها وإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع.

- عدم قدرة البنوك على منح التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم والمخاطرة، إضافة إلى أن التمويل بواسطة البنوك يكون بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

- تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل، مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق من طرح أسهمها أو سندات الشركات من جنسيات مختلفة.

- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن لحاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل خسائر.

- تعتبر الأسواق المالية مؤشر للحالة الاقتصادية، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المشتريين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحا.

<sup>1</sup> جميل الزيدانين، أساسيات الجهاز المالي، دار وائل، الأردن، 1999، ص ص: 211، 212.  
<sup>2</sup> متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://epargne.ooreka.fr/astuce/voir/577697/marche-de-capitaux> .le 20/03/2017.

<sup>3</sup> رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص ص: 12، 13.

- إن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته ويضمن سلامة وحماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر.

### المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية

تنامي الاتجاه نحو الاهتمام بأسواق الأوراق المالية كونها تمثل أحد أهم القنوات التي تعمل على توفير فرص استثمارية للوحدات التي لديها موارد مالية فائضة عن حاجتها وتوجيهها نحو الوحدات التي تزيد متطلبات استهلاكها عن مداخيلها، سواء كانت لتمويل الاستهلاك الشخصي أو لتمويل أغراض الاستثمار، إذن فهذه السوق تعتبر آلية لخلق تدفقات مالية لتلبية احتياجات مالية عبر قنوات متعددة الأشكال والطرق، وهو ما سوف نتعرف عليه بالتفصيل في هذا المبحث.

### المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية

تحتل سوق الأوراق المالية موقعا هاما في هيكل سوق رأس المال، فهي من أهم وسائل الاستثمار العالمية وأكثرها سرعة وديناميكية، حيث تضمن تدفق وتحريك الفوائض المالية بين المستثمرين ونحو الفرص الاستثمارية المناسبة، مقابل تقديم أصول مالية طويلة ومتوسطة الأجل كالأسهم والسندات.

### الفرع الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية

لم تكن نشأة سوق الأوراق المالية - بورصات الأوراق المالية - في صورتها الراهنة وإنما كان بفعل التطور الطويل الذي أحدثه الإنسان في بحثه المستمر عن الثروة من أجل تنمية وتطوير تجربته، حيث قامت عمليات تمويل وإقراض التجار وتوسيع التجارة في جميع أنحاء العالم القديم، وفي العصور البعيدة كان على المصارعين والرياضيين اليونانيين الذين أتقنوا المهن البحرية والتجارية، أن يمارسوا عمليات الصرف وإدارة الحسابات وإيداع الأموال بمعابد Appolou و delos ومن القرن الرابع قبل الميلاد عرف الإنسان عمليات تمويل الاستكشافات والحملات البحرية<sup>1</sup>.

وقد أوجب التطور الحاصل في العمليات المالية والتجارية في إيطاليا ضرورة قيام أجهزة تتولى إدارة هذه العمليات وتنظيمها، في الوقت الذي كان الإيطاليون يعملون على تأسيس سوق لهذا الغرض سميت بالبورصة.

لا بد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان وبعد ذلك في

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 22.

الامبراطورية الرومانية. وفي السنوات الأولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة مرحلة سكون بل غياب كامل دام 550 عاماً، حيث عادت وظهرت في إيطاليا عند إقرار المشرعون الرومانيون حينها وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الايداع وتبادل النقود، واحتلت أغلب الجمهوريات الإيطالية مثل جنوة وفينيسيا بفضل تجارتها مع الشرق مركزاً مرموقاً على الصعيد الدولي وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة ولقب الأشخاص العاملين في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية " المصرفيون"، وقد جرت العادة أن تجتمع العائلات الست الأكبر في مجال الصرافة في منزل الرئيس الذي يدعى " فان در بورص" من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع ومن ثم كتابة بوالص التأمين، إضافة الى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.<sup>1</sup>

وعليه ترجع كلمة بورصة - Bourse - إلى مصدرين<sup>2</sup> :

1. إسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان إسمه فان در بورص " Van der bourse " وكان يقيم في مدينة بروج " Bruges " في بلجيكا وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

2. فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس Trois Bourses ، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصرف الأعمال، لذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصرف الأعمال بالشراء والبيع.

ويعتبر المؤرخون أن عام 1339 هو تاريخ أول ظهور لمفهوم البورصة، " وتعود البدايات الأولى للظهور وتشكل أسواق الأوراق لمالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرف بإسم البورصات والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال"<sup>3</sup>، وبعد ذلك توالت العديد من البورصات إلى الظهور أولها بورصة انغرس عام 1536، بورصة أمستدام عام 1608، ثم بورصة لندن عام 1666، كما ظهرت بورصة بال عام 1683، وهكذا سجلت العديد من البورصات الأخرى ظهورها في تواريخ مختلفة، " ومنذ عام 1592 ظهرت قوائم أسعار الأسهم في أسواق أمستردام وباريس ولندن، ومنذ بداية القرن السابع عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون للتعامل في بورصة أمستردام واحتلت المكان الأول في العالم"<sup>4</sup>.

إن انتشار شركات الساهمة وإقبال الحكومات على الإقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وكان التعامل بالصكوك في بداية الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك

<sup>1</sup> نسرين عبد الحميد نبيه، مرجع سابق، ص: 16 ، 17 .  
<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، دار الفكر العربي، لم تذكر بلد النشر، 2008 ، ص: 148.  
<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008 ، ص: 10.  
<sup>4</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، مرجع سابق، ص: 148.

في أبنية خاصة والتي تسمى الآن ببورصات الأوراق المالية<sup>1</sup>. وفي القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا، كما تم إنشاء أول بورصة في العالم الجديد "أمريكا" وهي بورصة وول ستريت، أما في إنجلترا فتركزت تعاملات بورصات الأوراق المالية في بناء خاص أطلق عليها إسم Royal Exchange .

وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد، هذا وقد عرف العالم نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات، والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية. وفي القرن العشرين غدت البورصة السوق الرئيسية للأوراق المالية، وبمرور الزمن يزداد تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق، وسرعان ما تظهر الحيل ويتم التلاعب من أجل الحصول على المال والإثراء السريع، وبالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالا طائلة، وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم الأمر الذي اقتضى تدخل الحكومات لتنظيم هذه الأسواق لحماية الاقتصاد الوطني وتأمين مصالح صغار المساهمين وذلك بسن القوانين والتشريعات اللازمة.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: تعريف أسواق الأوراق المالية

يمثل مصطلح سوق الأوراق المالية المصطلح المعرب لكلمة " بورصة" التي هي من أصل لاتيني ولاحقا فرنسي، وتعني " الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير الى النقود نفسها"، والكلمة تشير أيضا إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة البروج البلجيكية<sup>3</sup>. تعتبر أسواق " بورصات" الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دورا مهما، فأسواق الأوراق المالية هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال وتتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصا أو أسهما في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو غيرها من الشركات المساهمة.<sup>4</sup> وفي هذا الإطار تعددت التعاريف المتعلقة بأسواق الأوراق المالية نظرا لأهميتها في الحياة الاقتصادية، ومن بين هذه التعاريف نقدم:

تمثل سوق الأوراق المالية والتي تدعى " بورصة الأوراق المالية " باللغة الفرنسية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالي وهي موقع أو مكان لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 25.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009، ص 12 .

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 161 .

<sup>4</sup> أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 33 .

سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيعا وشراء، بعد أن تم إصدار أوراق المالية في السوق الأولي.<sup>1</sup>

سوق الأوراق المالية هي آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي.<sup>2</sup>

كما تعرف أسواق الأوراق المالية على أنها سوق مثل سائر الأسواق تلتقي فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسهما الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق إذ أنه يجري في غيرها من الأسواق السلعية التعامل على الثروة ذاتها، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المساهمين، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومات والشركات.<sup>3</sup>

ما يضيفه هذا التعريف هو أن سوق الأوراق المالية يجتمع فيها كل من قوى العرض والطلب على الموارد المالية نظير أوراق مالية صادرة من الجهة المقترضة والنقاء هذه القوى يعمل على تحديد أسعار الأوراق المالية المصدرة والمطروحة للبيع، كما أن هذا التعامل يكون على حقوق مالية صادرة غالبا ما تكون الأسهم والسندات.

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محدد يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الراج وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها شأن أي سلعة أخرى.<sup>4</sup>

وأیضا تعرف على أنها الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة.<sup>5</sup>

سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتولى عمليات توظيف الموارد المالية ومدخرات الأفراد، لسد الحاجة التمويلية للمشروعات الاستثمارية، من خلال حركة تبادل القيم المالية من أسهم وسندات

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، 2007، الإصدار الثاني، ص: 239.  
<sup>2</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص: 6.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 26.

<sup>4</sup> صلاح الدين حسن السبسي، فضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، مرجع سابق، ص: 156.

<sup>5</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 17.

وشهادات الاستثمار وغيرها من الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وتتم هذه العمليات في مجال معين وتحت إشراف هيئات رقابية تحكمه وفقا لمجموعة من القوانين والأعراف يتقيد بها كل المتعاملين في السوق سواء للمستثمرين "مقرضين أو مقترضين" أو المضاربين على تقلبات الاسعار .

إذن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة للتعامل بالأوراق المالية، وينظم هذه التعاملات ويديرها تشريعات مختلفة من دولة إلى أخرى، ونظرا لإختلاف هذه التشريعات اختلفت معها التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية.

من التعاريف المقدمة سابقا نستنتج أن سوق الأوراق المالية هي سوق تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تسمح بتحويل مباشر للموارد المالية - المدخرات - من الأفراد ومؤسسات الأعمال وقطاعات أخرى، لصالح مؤسسات أعمال وجماعات حكومية أو غيرها من الوحدات التي تعاني عجزا ماليا بما يساعد على زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

إن الهدف الأساسي من عمل أسواق الأوراق المالية هو تعبئة المدخرات والفوائض التمويلية وتوجيهها نحو قنوات ومجالات الاستثمار المناسبة وعموما " شاع إطلاق على سوق الأوراق المالية إسم بورصة الأوراق المالية "1.

ويعتبر المقترضين هم جانب الطلب على الموارد المالية ولهذا الغرض يقومون بإصدار الأوراق المالية وطرحها في السوق للاكتتاب فيها من قبل المستثمرين وتوفير حاجاتهم التمويلية، وعادة تتشكل هذه المجموعة من شركات الأعمال والمشروعات الخاصة والهيئات الحكومية التي تلجأ هي الأخرى إلى سوق الأوراق المالية لتمويل خططها بدلا من اللجوء إلى البدائل التمويلية الأخرى التي تحدث العديد من الآثار الجانبية مثل التضخم وغيرها.

كما يتمثل جانب العرض للموارد المالية في المدخرين الماليين الذين تزيد مواردهم المالية عن اجمالي استهلاكاتهم وتكون في شكل مدخرات، وبالتالي تتوفر لديهم الرغبة في استثمار هذا الفائض لفترة زمنية معينة من خلال التعامل في سوق الأوراق المالية وشراء الأصول المالية التي تطرحها الجهات المقترضة، كما يسمح للمستثمرين في هذه السوق بإعادة بيع هذه الأصول والحصول على السيولة النقدية وهذا يدخل في إطار تدوير محافظهم المالية.

وبذلك تسعى سوق الأوراق المالية إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد وتميمته وذلك من أجل تمويل المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطويره.<sup>2</sup>

سوق الأوراق المالية هي سوق يكون التعامل فيها بالأوراق المالية محددة في الأسهم والسندات، وقد تكون هذه السوق منظمة أو غير منظمة، حيث يتم إبرام الصفقات ببيع الأوراق المالية بيعا أو

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام اللبروري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، سوريا، 2001، ص: 27.

<sup>2</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص 6 .

شراء في مكان جغرافي محدد يعرف "بالبورصة"، وفيما يخص الأسواق غير المنظمة فإن التعامل وإبرام الصفقات يكون بين عدد من التجار في الأوراق المالية والسماسة والوسطاء يمارس كل طرف منهم نشاطه في المجال الخاص به، ومن ثم تربط بينهم مجموعة مختلفة من وسائل الاتصال لإتمام الصفقات والربط بين جميع أطراف الصفقة.

وتلجأ الشركة لسوق الأوراق المالية لزيادة رأس مالها والحصول على رأس مال إضافي وتنويع مصادر التمويل بالنسبة لها. فتصدر الشركة أسهم في ذلك الوقت أو سندات، وتوفر هذه العملية المالية مصادر لتمويل النمو بواسطة مجموعة من المستثمرين الجدد سواء المستثمرين المؤسسات أو الأفراد، وسينضم هؤلاء المساهمين الجدد تطوير الأعمال من خلال توفير رأس المال اللازم لتمويل النمو والاستثمار، وعليه الحالة المالية للشركة يمكن أن تتحسن مع تعزيز حقوق المساهمين وانخفاض حصة الائتمان.<sup>1</sup>

تعتبر البورصة مركز تجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات كما أن إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات جعلت البورصة تلعب دور المصدر العام لرؤوس الأموال القصيرة الأجل، وهناك علاقة وثيقة بين القروض القصيرة الأجل والبورصة تكمن في أن المتعاملين في البورصة لا يستعملون فقط رأس مالهم الخاص دائماً فهم يحصلون على قروض قصيرة الأجل من البنوك أيضاً.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: الخصائص المميزة لأسواق الأوراق المالية وأقسامها

هناك العديد من الخصائص التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية، وهذا ما سنتعرض له في هذا العنصر بالإضافة إلى الأقسام المكونة لها.

#### أولاً: خصائص أسواق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بالعديد من الخصائص نذكر منها:

- سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة، حيث يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بموجب تشريعات وإجراءات تنظم هذه العملية من حيث مواقيت التداول وحجم هذه التداولات، وتحديد الوسطاء لإتمام هذه العملية بالإضافة إلى تسجيلهم لدى الهيئات المختصة، ويكمن دور الوسطاء الماليين في إيصال والجمع بين الجهات المقرضة والجهات المقترضة في السوق .

<sup>1</sup> COMPRENDRE LA BOURSE, L'introduction en Bourse :

[https://investir.lesechos.fr/complements/2013/10/22/922632\\_1382433865\\_2013-10-18-binck-fiche-pedagogique-l-introduction-en-bourse.pdf](https://investir.lesechos.fr/complements/2013/10/22/922632_1382433865_2013-10-18-binck-fiche-pedagogique-l-introduction-en-bourse.pdf) , le 15/ 04/2017.

<sup>2</sup> ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية، مجلة بابل، جامعة بابل، العراق، المجلد 21، العدد 1، 2013، ص: 4.



- سوق الأوراق المالية من أهم مصادر التمويل طويل ومتوسط الأجل حيث تتيح للمقترضين الحصول على موارد مالية مناسبة لتغطية احتياجاتهم منها، كما تعتبر مصدر مهم للاستثمار المالي طويل الأجل بالنسبة للمستثمرين وفرصة تحقيق أرباح استثمارية مهمة لهم.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية أكثر اتساعا، حيث يتم من خلالها طرح وتدويل الأوراق المالية طويلة الاجل وانتقال ملكيتها بين أكثر من مستثمر، سواء من خلال طرحها لأول مرة وتكون في السوق الأولي أو عند تداولها وإعادة بيعها في السوق الثانوي.
- " تعتبر أسواق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تطورا وتعطي للمستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق الربح، كما يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة<sup>1</sup>. حيث يعتبر الاستثمار في مثل هذه الأسواق من الاستثمارات التي تعطي عوائد كبيرة، كما أن التعامل فيها ينطوي على العديد من المخاطر المالية التي تنتج عند إبرام الصفقات.
- تتميز أسواق الأوراق المالية بقابلية تحويل الأوراق المالية المتداولة فيها إلى سيولة إذا ما رغب حاملها في ذلك إذن تتوفر على أسواق تداول - ثانوية - .
- يتعين وجود مكان مادي معروف تباشر فيه سوق الأوراق المالية تعاملاتها اليومية يكون متفق عليه من قبل جميع المتعاملين، ويكون هذا المكان مجهز بكافة وسائل الاتصال وأجهزة عرض الأسعار والمعلومات حول الأوراق المالية وكذلك التقارير والنشرات المعدة من قبل هيئات السوق.
- إن المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم في الأغلب من المضاربين، أي أنهم يشترون أو يبيعون للمضاربة على ارتفاع الاسعار وهبوطها والاستفادة من فروقات هذه الأسعار<sup>2</sup>.

### ثانيا: أقسام أسواق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى نوعين من الأسواق وهي:

- 1- **السوق الأولي " سوق الإصدار"**: هي السوق التي تصدر وتباع فيها الورقة المالية لأول مرة، سواء عند إصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين أو عند إصدار وبيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال<sup>3</sup>.
- يمثل سوق رأس المال الأولي آلية التمويل المباشر، وذلك بعرض الشركات للأوراق المالية للحصول على رأس مال الجديد من خلال إصدار سندات وإصدار أسهم جديدة<sup>4</sup>.
- حيث يتم على مستوى هذه السوق التعامل بالأوراق المالية التي صدرت لأول مرة من قبل الشركات ومؤسسات الأعمال والحكومات كذلك، حيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار هذه

<sup>1</sup> وليد صافي، انس بكري، مرجع سابق، ص: 34.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 18 .

<sup>3</sup> نسرين عبد الحميد نبيه، مرجع سابق، ص: 71 .

<sup>4</sup> متاح على الموقع الإلكتروني:

الأوراق وطرحها للاكتتاب لأول مرة، موجهة نحو أصحاب الفوائض المالية لاستثمار مدخراتهم وتعظيم العوائد سواء من خلال الاكتتاب في السندات والحصول على معدل فائدة ثابت سنويا، أو لمساهمة في رأس مال الشركة المصدرة وشراء أسهمها سواء الثابتة منها أو الممتازة والحصول على أرباح، ويمكن أن تكون هذه الإصدارات الجديدة بغرض التوسع وزيادة رأسمال الشركة أو عند تأسيس شركات جديدة. إذن هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية " السهم أو السند " والمكتتب الأول فيها، حيث يكون التعامل بين المقترض والمقرض نتيجة مبادلة المال السائل " النقد " بمال ورقي " السهم أو السند " وفي هذه الحالة فإن السوق الأولية هي تلك السوق التي تتحول فيها المدخرات الخاصة إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل<sup>1</sup>.

وعلى مستوى السوق الأولية تتشكل الطلبات على رؤوس الأموال من قبل الأعوان الذين هم بحاجة للتمويل برؤوس الأموال من خلال طرح أدوات مالية تسمى القيم المنقولة التي يتم شراءها وتسجيلها من قبل عارضي رؤوس الأموال.<sup>2</sup>

ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة، والتي تعتبر الوسيط بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية وبين الجهة المقررة إصدار الورقة المالية<sup>3</sup>.

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة المالية، إذ التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية<sup>4</sup>.

وعلى مستوى هذه السوق يوجد أسلوبين من الطرح عند إتخاذ المؤسسة قرار طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها وهما الطرح للتداول العام حيث يتم من خلاله طرح أوراق مالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق ويسمى **الطرح العام**، بينما تطرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب **الطرح الخاص** وغالبا ما يكون هؤلاء هم الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين<sup>5</sup>.

كما أن تداول وطرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات في السوق الأولية يتم بصورة مباشرة حيث تتولى الجهة المصدرة للورقة المالية عملية الاتصال مباشرة وبنفسها مع المستثمرين والمكتتبين في الورقة المالية هذه سواء كان مؤسسات أعمال وشركات، أفراد وغيرها، أو أن تتولى

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 71، 72.

<sup>2</sup> Marie DELAPLASE, , op cit, p :219.

<sup>3</sup> رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 22.

<sup>4</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة -، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص: 121.

<sup>5</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 7.

أطراف متخصصة عملية التواصل بين الجهات المقرضة والجهات المقترضة فهي تقوم بإصدار الورقة المالية وطرحها للتداول في السوق وتسهيل بيعها وتسويقها، وتلعب بنوك الاستثمار دورا مهما في هذا المجال إذ يقدم النصح والمشورة بخصوص أسعار الورقة المالية المصدرة وتوقيت إصدارها ونوعيتها للأطراف المستثمرة، وقد يتعهد هذا الأخير بتصريف وتسويق كامل حجم الإصدارات الجديدة أو جزء معين منها غير محدد الكمية عادة.

وعليه فالسوق الأولية هي الآلية المباشرة للتمويل للاقتصاد، وهذه السوق يقوم على الإصدارات الجديدة المصدرة والمعدة للبيع من أجل تمويل الاستثمارات، فالمؤسسات تصدر أسهم وسندات، والدولة أيضا قادرة على تنويع مصادر تمويلها الضرورية فقط من خلال إصدار السندات.<sup>1</sup>

**2- السوق الثانوي:** وتمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق الأولي، وبعد السوق الرئيسي للأوراق المالية المرجح لنمط النشاط الاقتصادي والمالي في الاقتصاديات المعاصرة...، وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم التداول "بيعا وشراء" على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها وتداولها في السوق الأولية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا لشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر وباتجاهين ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية.<sup>2</sup>

ويتم توزيع الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي بصورة مباشرة أو بواسطة إحدى المؤسسات المالية المتخصصة، ويتضح مما سبق أن هناك ارتباط كبير بين السوقين إحداهما يكمل الآخر من حيث الآلية والعمل والتخصص، إلا أنه لا يمكن الإستغناء عن أي منهما.<sup>3</sup>

نلاحظ مما تقدم ذكره أن الأسواق الثانوية التي تأخذ الشكل المنظم تدعى بورصات الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة.<sup>4</sup> نظرا لما لها من إجراءات ولوائح قانونية تحكم وتنظم معاملاتها وتحدد دور الوسيط فيها، فضلا عن وجود هيكل مادي تقام على مستواه هذه السوق دون إغفال ضرورة تسجيل وتقييد الأوراق المالية التي تصدر عن الشركات في بورصات الأوراق المالية. " كما تدعى أسواق رأس المال الثانوية " سوق الأوراق المالية" بالأسواق المالية للأسهم أو البورصات".<sup>5</sup>

إن السوق الثانوية ذات أهمية كبيرة، فهي تعمل على جعل الأوراق المالية أكثر جاذبية للمدخرين من خلال تنفيذها إلى قرار المستثمر عندما يرغب بتحويل الأوراق المالية التي بحوزته إلى

<sup>1</sup> le financement des activités économiques des capitaux: <http://www.surfeco21.com/?p=955#.WPXP3bXQnIU>. Le 18/04/ 2017.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي ، مرجع سابق، ص: 73.

<sup>3</sup> محمد جميل عمر، نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 26، العدد 2، 2010، ص: 657.

<sup>4</sup> بن ثاب علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر ، 2003/2002 ، ص: 09.

<sup>5</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008 ، ص: 94 .

أموال سائلة في أي وقت، كما أن التداول في السوق الثانوية لا يعنى استثمارا حقيقيا جديدا بل مجرد انتقال الملكية من مستثمر إلى آخر<sup>1</sup>.

ويوفر السوق الثانوي لسوق الأولي عنصر " السيولة " تحويل الأوراق المالية إلى سيولة بإعادة بيعها" ولذلك فإن كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي وأن انخفاض كفاءة التداول في هذا السوق يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين تاريخ استحقاقها، مما يخفض درجة السيولة المالية في السوق وانخفاض الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاكتتاب بالإصدارات الجديدة المطروحة في السوق الأولية<sup>2</sup>.

وعليه فإن السوق الأولية تمثل سوق الاستثمار الحقيقي، بينما السوق الثانوية فتمثل سوق الاستثمار المالي<sup>3</sup>.

وتعمل السوق الثانوية على تقديم العديد من الخدمات ولعل من أهمها ما يلي<sup>4</sup>:

- ضمان السيولة من الاستثمارات في الأوراق المالية.
- توفير التمويل.
- تحديد سعر الأوراق المالية.

ويتم التداول في السوق الثانوي باستخدام أحد الأسلوبين التاليين<sup>5</sup>:

- **أسلوب التفاوض:** حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب ومن خلالها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.
- **أسلوب المزاد العلني:** والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

وتنقسم السوق الثانوية هي الأخرى إلى عدة أنواع من الأسواق والتي يمكن حصرها في التالي:

**1-2 أسواق الأوراق المالية المنظمة - أسواق ثانوية منظمة -** وهي أسواق الأوراق المالية التي تخضع للقوانين والقواعد التي تصنعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد، ومن أمثلتها بورصة نيويورك، لندن، طوكيو والقاهرة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص: 164.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 252 .

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 131 .

<sup>4</sup> متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://www-perso.gate.cnrs.fr/goux/chap4.pdf>. le2017/01 /25,

<sup>5</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 9 .

<sup>6</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 23.

كما تدعى بورصات الأوراق المالية ويتميز بكونه موقعا جغرافيا محددًا لتداول الأوراق المالية بيعًا وشراءً بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف ومواقيت محددة بالقانون محاط بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر<sup>1</sup>.

ويتم التعامل في هذه الأسواق على أسهم الشركات المدرجة أي التي تم ادراج أسهمها في قائمة الشركات التي يتم التعامل في أسهمها في قاعة خاصة تسمى قاعة التداول وبوحدات التداول المحددة التعامل<sup>2</sup>.

ويحدد نظام أو قانون السوق المالي شروط ادراج الشركات في هذه الأسواق ويدير عمليات التبادل الوستاء الماليون العاملون في السوق، وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على ادراج الشركات في البورصة، وتختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى وعلى العموم تتضمن هذه الشروط أن يكون التأسيس استنادًا إلى قانون الشركات وأن تكون الشركة قادرة على اثبات وجودها في السوق من حيث قبول تداول اصداراتها من قبل المستثمرين وغيرها من الشروط التي تهدف إلى حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول فيها<sup>3</sup>.

نلاحظ مما تقدم ذكره أن الأسواق الثانوية التي تأخذ الشكل المنظم تدعى بورصات الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة<sup>4</sup>. نظرا لما لها من إجراءات ولوائح قانونية تحكم وتنظم معاملاتها وتحدد دور الوسيط فيها.

فالبورصة " سوق التداول " هي اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق "السماسة" لتنفيذ أوامر زبائنهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل، فهي تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب على أوراق مالية تتوفر فيها شروط محددة وفقا لقواعد ونظم معينة<sup>5</sup>. وعليه يمكن أن نعرف البورصة على أنها سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب<sup>6</sup>.

**2-2 أسواق ثانوية غير منظمة:** هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا حدود هذه السوق، ويتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير، كما يطلق عليها اسم السوق الموازية، حيث يختص مجموعة من التجار ببيع وشراء هذه الأوراق بواسطة شبكة اتصالات والهاتف والفاكس تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعتبر هؤلاء

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 241.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن 2007، ط 4، ص: 125.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 252، 253.

<sup>4</sup> بن ثاب علال، مرجع سابق، ص: 09.

<sup>5</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 16.

<sup>6</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 227.

التجار بمثابة صناع السوق Market Maker للجملة والمفرد<sup>1</sup>. كما تدعى المعاملات التي تتم على مستوى هذه السوق بالمعاملات فوق الطاولة Over The Counter " OTC " وذلك لتميزها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة، " ومن أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة سوق ناسداك NASDAQ الإتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الإلكتروني National Association of Securities Dealers Automated Quotation System. وتتعامل NASDAQ بأسهم ما يقارب 5400 شركة منها شركات التقنية العالمية، وتمثل سوق التجار Dealers Market حيث يوجد أكثر من 500 تاجر يعدون من صناع السوق، يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص ولغيرهم ولا يتقاضون هوامش بل يحققون فروقات ويتعاملون إلكترونياً وبذلك هم يحققون أرباح جراء فرق البيع والشراء Spread وكذلك يحققون عائد آخر نتيجة لتغيرات الأسعار للأوراق المالية التي لديهم ويجري نشر المعلومات والأسعار بنظام عالي الأتمتة Highly Automated<sup>2</sup> .

ويكون التعامل في السوق فوق الطاولة كما يسميها البعض حسب الإتفاق ويسجل في التاريخ الذي تم فيه التبادل على الطاولة والذي يتم بطريقة غير نظامية وغير قانونية، وتعتبر هذه السوق موجه خصيصاً لصغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الإمكانيات للدخول في السوق المنظمة<sup>3</sup>. كما تتميز المعاملات التي تتم من خلال هذه السوق بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية، لأن جميع الصفقات يتم إبرامها بسرعة ودون الحاجة لوجود البائع والمشتري وبكفي وجود مجموعة من السماسرة والتجار والوسطاء المخولين لذلك والربط بينهم من خلال شبكة الاتصالات المتوفرة، كما تمتاز هذه السوق بسهولة إجراء المعاملات نظراً لعدم وجود قيود أو أنظمة تحكمها مثل ما هو الحال في السوق المنظمة.

لا تشبه السوق غير المنظمة السوق المنظمة، فهي ليست مكان مركزي لتسهيل تداول الأوراق المالية، ولا تعمل كسوق مزايمة، فبدلاً من ذلك تتكون هذه السوق من الوسطاء الذين يعملون صناع السوق، فكل تاجر أو وسيط يعتبر بمثابة صانع سوق الأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها، إذ يقوم بالاحتفاظ بمخزون منها يتيح للراغبين في شرائها مركز دائم لبيعها، كما يتيح أيضاً للراغبين في بيعها مركز دائم للشراء<sup>4</sup>.

كما أن العمولات لا تتحقق وفق نسب محددة بل هي عمولات ناجمة عن فرق أسعار البيع والشراء، ولا يوجد نظام محدود يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة بل يترك للتفاوض<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص: 124 ، 125 .

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 78 .

<sup>3</sup> Abdelkader BELTAS, MARCHÉ DES CAPITAUX et la structure par échéance des taux d'intérêt , Edittion Légende, Alger , 2008, p : 96 .

<sup>4</sup> محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008 ، ص: 86 .

<sup>5</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 244 .

**2-3 السوق الثالثة:** هي جزء من السوق غير المنظمة، ويتولى التعامل بالأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة " البورصة " أو غير المسجلة فيها من طرف بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، " ويتميز تداول الأوراق المالية بانخفاض العمولات التي يتم دفعها لإجراء تلك العمليات وذلك بالمقارنة بالعمولات المرتفعة التي يتم دفعها عند إجراء التعاملات من خلال البورصة " أسواق الأوراق المالية المنظمة"، ويعود هذا الانخفاض في العمولة بصورة رئيسية إلى عدم التزام وكلاء الأوراق المالية بالسوق غير المنظمة بتقاضي حد أدنى من العمولة كما هو الحال في بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

ومؤسسات السمسرة في السوق الثالثة هي مؤسسات كبيرة مستعدة لبيع وشراء الأوراق المالية بكميات ومبالغ كبيرة، وبذلك فهي تنافس المتخصصين في السوق المنظمة وتستعين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبعض المصارف بهذه المؤسسات في السوق الثالثة، والهدف من وراء خلق هذه السوق هو رغبة السماسرة الكبار في تخفيض التكاليف والقيود التي تفرضها السوق المنظمة<sup>2</sup>.

**2-4 السوق الرابعة:** ويقصد بها المعاملات التي تتم مباشرة وبدون وجود وسطاء بين المؤسسات الاستثمارية الكبرى وقطاع الأفراد خاصة الأثرياء منهم الذين يتعاملون فيما بينهم، إذن هذه السوق تلغي أو تتجاوز دور الوساطة لشركات السمسرة والتجار في الأوراق المالية، وتكون المعاملات بحجم كبير، ويتم إبرام الصفقات بواسطة شبكة اتصالات إلكترونية بسرعة وبتكلفة أقل، والهدف من استبعاد دور الوسطاء هو تقليل إضافي للعمولات التي تدفع لهم وذلك لتخفيض تكاليف وعمولات الصفقات الكبيرة، وما يميز هذه السوق هو السرعة في إتمام الصفقة وبتكلفة أقل الأمر الذي يجعلها تنافس أسواق الأوراق المالية المنظمة.

<sup>1</sup> سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001، ص: 94.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 245.

### المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية ووظائفها

يتطلب إقامة سوق فعال للأوراق المالية مجموعة من الشروط والضوابط التي تضمن قيام هذه السوق على أساس متين، وهو ما سوف ينعكس على عمل وأداء هذه السوق من خلال عمليات التداول للأوراق المالية المصدرة والمطروحة للبيع، والحاجة الاقتصادية الملحة لقيام مثل هذه الأسواق لتعبئة وحشد الفوائض المالية وتوجيهها إلى فرص استثمارية مربحة.

#### الفرع الأول: متطلبات إقامة سوق الأوراق المالية والعوامل المساعدة في ذلك

##### أولاً: المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية

إن إقامة سوق للأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير وإنشاء عدد من المتطلبات والشروط التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق، كما أن وجود سوق فعال للأوراق المالية يتطلب توافر هذه الشروط، ومن أهمها نذكر مايلي<sup>1</sup>:

- **الوعي الادخاري والاستثماري:** إن المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الأفراد، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو الشركات المساهمة ورؤوس الأموال وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- **كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية:** من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجيال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، وتخري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.
- **توفر المؤسسات المالية الوسيطة:** تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دوراً في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن ثم تحقيق تقارب بين العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلاً عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.
- **هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:** ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية " حكومية " تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق، بمعنى

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 33، 34.



آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

- **نظام فعال للاتصالات:** إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقاً لآخر التطورات الثورية الاتصالية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وإنترنت، وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلاً عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

إضافة إلى الشروط سابقة الذكر توجد شروط أخرى نذكر منها<sup>1</sup>

- **الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم. " يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الأساس لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية".

- **توافر مناخ استثماري مستقر:** يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي " سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، حالة انكماش اقتصادي، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... الخ"، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في بيئة وظروف اقتصادية ملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق أوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.

- **السرعة والدقة:** حيث يجب سرعة إتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة والشروط المحددة بأوامرهم.

- **المنافسة الحرة:** حيث يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون السوق متوازناً.

- **أوراق مالية سليمة قابلة للتداول:** حيث يتم التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، وأن عقد العمليات في السوق لا يشوبه الغش أو المضاربات الوهمية، ويتم التعامل في السوق

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 21- 23.

من خلال الوسطاء الماليين...، وأن تتسم الأوراق المالية بالمرونة العالية في انتقال ملكيتها من مستثمر إلى آخر.

### ثانياً: العوامل المساعدة على قيام أسواق الأوراق المالية

توجد العديد من العوامل التي دفعت إلى قيام أسواق الأوراق المالية وزيادة نشاطها، كما وساعدت على نجاحها وتعزيز دورها الاقتصادي، ومن بين هذه العوامل نذكر<sup>1</sup>:

- إن انفتاح اقتصاديات السوق المتقدمة على بعضها البعض في أوروبا في البداية و ثم الولايات المتحدة الأمريكية واليابان كان عامل أساسي وهو الأكثر فاعلية في نشوء الأسواق المالية وزادت بذلك حركة رؤوس الأموال والخدمات.

- إن تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية المتجه نحو البلدان المتضررة من الحرب العالمية الثانية قد أسهم في بروز أسواق الأوراق المالية أوروبية وأمريكية وذلك لتكثيف وتنظيم وتوجيه ومتابعة هذه الحركة.

- إن توجه رؤوس الأموال الغربية وخاصة الأمريكية واليابان إلى بعض الدول في آسيا ساهم في ظهور أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

- تراكم الدخول البترولية في المؤسسات الائتمانية الغربية والتي وجهت على وفق ما عرف حينئذ بسياسة إعادة الدورة المالية، ووجهت هذه الأموال لشراء حصص من أسهم الشركات الغربية وخاصة الأوروبية والاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات في الدول الرأسمالية.

- تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين فيما يتعلق بمختلف أنحاء العالم، وقد توجه هذا التطور في بداية التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية (netInter) والتي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية وفي توفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر.

- نشوء الأسواق المالية المحلية وفي كافة دول العالم النامية تقريبا، وهذا ما تحقق بشكل واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانيات الاستثمارية الداخلية للدول المعنية وتوجيهها دوليا.

- دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المختلفة.

- التطور الإداري للأسواق أوراق المالية وشمولها لوكالات متخصصة والتي يمكن لها توفير الفرص الكافية لتنويع الاستثمارات الدولية.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 187، 190.

- دور الايجابي للتدخل الحكومي في قيام وتعزيز أسواق الاوراق المالية الدولية في اليابان وجنوب شرق آسيا.
- " التخفيف من حدة المخاطر التي تواجه عدم التسديد من المقترضين عند الإقتراض من الأسواق النقدية، وحتى يكون من السهل سد حاجتهم من التمويل من خلال سوق الأوراق المالية".<sup>1</sup>
- اضافة الى العوامل السابقة توجد عوامل أخرى يجب توافرها لتوفير المناخ المناسب لقيام أسواق الأوراق المالية وضمان سير عملها ونشاطها بنجاح، ومن أهم هذه العوامل نذكر:<sup>2</sup>
- ضمان سلامة الادخار وحمائته، وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات والإشراف على بيانات والتأكد من صحتها.
- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته وذلك عن طريق وضع سعر فائدة مناسب على السندات المطروحة أو إعفاء الأرباح من الضرائب، وتدل بعض تجارب الدول على نجاح أسواقها المالية يعتمد أساسا على ما حققته من مستوى اقتصادي ومدى قوة النظام المصرفي، فكلما اهتمت الدولة بالتنمية الاقتصادية وزاد عدد الشركات المساهمة أمكنت من السيطرة على التضخم ونشطت السوق المالية وحققت الأهداف المرجوة منها وزاد الإقبال على شراء الأوراق المالية المطروحة في السوق.
- عدم وضع رقابة على الصرف وإمكانية تحويل العملات بسهولة.
- " ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية اتجاه حركات الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصاديين المحلي والدولي، وهو ما يتناسب مع حجم هذه الشركات يتحدد نحو الأسواق المالية لأغراض الاستثمار وإعادة الاستثمار والإقتراض وتوسيع قاعدة الحصص المالية وعدد المساهمين...، كما أن وجود أجهزة انتمائية من مؤسسات مصرفية ومكاتب وساطة عالية الكفاءة، يجعل أهمية الأسواق المالية أكبر، وخاصة عندما تعمل هذه الأجهزة ومن خلال شبكات الاتصالات المحلية والدولية بشكل مستمر، إن نشاطات الأجهزة المعنية وإداراتها المتقدمة وكفاءاتها العلمية والتكنولوجية تجعل بالإمكان الوصول إلى كافة مواقع العرض والطلب للأصول الرأسمالية في الداخل والخارج وثم جذبها إلى الأسواق المالية".<sup>3</sup>
- كما أن قيام أسواق الأوراق المالية واستمرارها يتطلب توفر شرطين أساسيين هما<sup>4</sup>:
- توافر الملكية الخاصة لهذه الأوراق للمستثمرين سواء كانوا أفرادا طبيعيين أو اعتباريين وهذه الملكية تمثل إما نصيبا في رأس مال المنشآت القائمة أو قروض مقدمة لها.
- ضمان حرية التصرف في هذه الأوراق عن طريق بيعها.

<sup>1</sup> عبد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص: 167 .

<sup>2</sup> أنطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 35 ، 36 .

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، رجع سابق، ص: 34 ، 35 .

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، ص: 30 ، 31 .

## الفرع الثاني: دور البيئة السياسية والاقتصادية والمناخ الاستثماري في خلق سوق الأوراق المالية وتفعيلها

إن الهدف الأساسي من عمل أسواق الأوراق المالية هو تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية مناسبة لكلا الطرفين المقترض والمقرض على حد سواء، كما تسعى الدول من خلال هذه الأسواق إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية واستثمارها محليا في المشاريع الاقتصادية ومشاريع التنمية المحلية، وفي هذا الإطار وتشجيعا للاستثمارات وتفعيل دور أسواق الأوراق المالية يتطلب توافر مجموعة من العناصر الرئيسية التي تساهم إلى حد كبير في تحقيق الأهداف.<sup>1</sup>

### أولا: البيئة السياسية والاقتصادية والاجتماعية ودورها في خلق سوق الأوراق المالية

من أجل تشجيع أي مستثمر على اتخاذ قرارات استثمارية في بلد ما وبهدف خلق جو عام أو مناخ ملائم للادخار والاستثمار، تبرز أهمية إيجاد الإستقرار السياسي والأمني ووضع استراتيجيات وسياسات اقتصادية ومالية ونقدية واضحة وسليمة تبرز آفاق النمو الاقتصادي وتعالج الضغوط التضخمية وتوفر السيولة اللازمة للنشاط الاقتصادي.

ويجب أن يتم هذا في ظل اقتصاد منفتح على الخارج يتمتع بحرية التجارة الخارجية وانتقال الأموال، وحيث تحدد عوامل العرض والطلب أسعار الصرف وأسعار الفائدة، كما يعتبر توافر البنية التحتية والخدمات الأساسية اللازمة من شبكات الاتصالات والمعلومات عاملا مهما في خلق المناخ الاستثماري المطلوب.

وفيما يتعلق بالبيئة الاجتماعية يمكن القول أن مستوى تطور المجتمع اقتصاديا واجتماعيا له تأثيرات خاصة به في دفع عجلة النمو الأسواق المالية وعمليات الاستثمار، وذلك من خلال اتباع سياسات ادخارية واستثمارية من شأنها تعميق وخلق الوعي الادخاري وشرح مفاهيم الادخار والاستثمار لدى الافراد والمؤسسات.

### ثانيا: أثر المناخ الاستثماري على سوق الأوراق المالية

يعتبر منح الحوافز الضريبية للمستثمرين والشركات ووضع الأطر التشريعية والتنظيمية والقانونية وإنشاء المؤسسات وتحديث وتطوير الهياكل المالية وإدخال أدوات ومؤسسات مالية واستثمارية متنوعة وتشجيع إنشاء الشركات المساهمة وتحفيز الاستثمار الأجنبي، يعتبر الجزء الأهم في جذب الادخارات وتوظيفها وتنشيط العمل في سوق الأوراق المالية.

ويستلزم تنشيط العمل في أسواق الأوراق المالية وتحديد أسواق الأسهم اصدار التشريعات والقوانين الخاصة بإنشاء شركات المساهمة ومنحها اعباءات ضريبية وتشجيع وتنظيم الاستثمار الأجنبي والسماح للمستثمرين الأجانب بتملك أسهم الشركات المحلية، إضافة إلى تلك المتعلقة

<sup>1</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 68 ، 70 .

بالتخصيصية وتحويل ملكية الأسهم وتشريعات لضبط عمل السوق وتنظيم العمل فيها، ولرفع كفاءتها وزيادة نشاطها وضمان حقوق المستثمرين يستلزم وضع الأطر المؤسسية والتنظيمية المناسبة من ناحية إنشاء اللجان العليا للمراقبة والإشراف على سير أعمال السوق ووضع أنظمة وآليات وضوابط التعامل في إتمام عمليات البيع والشراء واستحداث مراكز أو أجهزة للإيداع والتسوية والمقاصة.

### ثالثاً: دور البنوك والمؤسسات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

هناك دور بارز للبنوك والمؤسسات المالية في تنشيط التداول وتطوير سوق الأوراق المالية عن طريق تسويق وترويج أدوات مالية متنوعة أو صناعة الأسواق أو غيرها من المهام...، كما يمكن للبنوك والمؤسسات المالية إعطاء دفع للأسواق المالية بإقامة بيوت وصناديق الاستثمار تأسيس شركات الوساطة بالإضافة إلى لعب دور استثماري محترف يشرح ويتعمق بكل ما هو متعلق بأسواق الأوراق المالية.

### الفرع الثالث: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، فبواسطتها يتم تمويل أعباء ومتطلبات النمو الاقتصادي والاجتماعي، من خلال اتباع مجموعة من السياسات الاقتصادية التي تهدف إلى تشجيع الادخار والاستثمار وجذب رؤوس الأموال الأجنبية وإشراكها في عملية التنمية وعليه فإن هذه السوق تسعى لتحقيق العديد من الوظائف، ومن بينها نذكر<sup>1</sup> :

- 1- إيجاد سوق مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية، وذلك من خلال توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تتيح للمستثمر فرص واسعة لاستثمار مدخراته في المجالات المناسبة رغبة في تحقيق فوائد أو بهدف تنويع الاستثمارات.
- 2- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث تسجل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في السوق وتحدد الأسعار من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتعتبر هذه المعلومات مفيدة للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- 3- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، حيث توفر هذه السوق الأموال التي تحتاجها الحكومات والمشاريع الاستثمارية للقيام بعمليات إنتاجية أو عمليات التنمية أو غيرها.
- 4- جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في الشركات المحلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي والاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية عن طريق ربطها مع أسواق خارجية.
- 5- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع القطاعات الاقتصادية ومؤسساتها ورصد رقابة غير مباشرة على أداءها.

<sup>1</sup> اشعبان محمد إسلام اللبروري، مرجع سابق، ص ص: 45، 47.

وتوجد العديد من المزايا والإيجابيات التي توفرها أسواق الأوراق المالية للمؤسسات من بينها نذكر:<sup>1</sup>

- 1- تنوع واستقلالية مصادر التمويل تزامنا مع القطاع مصرفي.
  - 2- آثار الرافعة المالية من خلال الزيادة في حقوق المساهمين التي تمكن الحصول بسهولة أكبر على قروض جديدة.
  - 3- السيولة في رأس المال التي تم الحصول عليها، وبالتالي تسهيل خروج المساهمين السابقين أو انتقال للمشروع.
  - 4- تقديم فرصة للموظفين في المؤسسات المقترضة ليصبحوا من المساهمين فيها.
- لقد تعددت الوظائف والمهام التي تتولى أسواق الأوراق المالية تحقيقها، فهي تعمل على زيادة معدلات نمو الاستثمار في اقتصاديات الدول وخاصة تشجيع عمليات الادخار الاستثماري، بمعنى العمل على توجيه هذه المدخرات للاستثمار المالي وشراء الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب فيها، وبالتالي تمويل احتياجات الشركات المساهمة وتكوين رأسمالها، وهو ما يحقق بالضرورة زيادة في معدلات النمو الاقتصادي الناتجة عن الزيادة في معدلات النمو الاستثماري.
- كما أن لهذه السوق الفضل في المساهمة في عمليات التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي تقوم بها السلطات الحكومية، فهي تقوم بتوفير الموارد المالية اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية الخاصة بالتنمية، وذلك عن طريق طرح الحكومة أوراقا مالية والتي تكون في شكل "سندات الدين العام"، كما تسعى الحكومة في كثير من الأحيان لطرح أدوات الدين العام وعرضها للاكتتاب فيها رغبة في التحكم وإدارة السيولة النقدية المتداولة في الاقتصاد فهي تحقق أيضا وبطريقة غير مباشرة مستويات منخفضة في معدل التضخم من خلال امتصاص الفائض المالي "مدخرات" وتوجيهه إلى قنوات الاستثمار.

<sup>1</sup> Charles - Henri d'arcimoles, Jean - Yves saulquin, finance appliquée, libraire Vuibert, paris, 2006, 4<sup>em</sup> édition, P: 247 .

### المطلب الثالث: أدوات الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية من أهم وسائل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي تمثل السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في هذه الأسواق، كما تعد مصدرا من مصادر التمويل طويل الأجل الذي تلجأ إليه الأطراف المقترضة، وتنقسم هذه الأخيرة إلى ثلاثة أقسام وهي الأكثر والأوسع استخداما وتتمثل في أدوات الملكية وأدوات الدين، إضافة إلى ما تم استحدثه في مجال الأوراق المالية من أدوات تسمى " المشتقات المالية ".

### الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية وطبيعتها

تتنوع وتتعدد الأوراق المالية التي يتم تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، فهي عبارة عن أدوات ومجالات الاستثمار طويلة ومتوسطة الأجل المصدرة من قبل الشركات والحكومات والأفراد والهيئات المقترضة عامة.

لذلك فهي المصدر الأساس في الأسواق المالية المعاصرة إذ أن مفهوم السوق المالي يركز بشكل كبير على طبيعة هذه الأوراق وكيفية التعامل بها، على الرغم من وجود حجم أوسع من الأصول المالية الأخرى المتداولة فيه، فالتمويل المعاصر وعن طريق سوق الأوراق المالية يعتمد على الأوراق المالية نظرا لسهولة تداولها بين الأطراف المقرضة والمقترضة ومرونتها وتعدد خصائصها.

وبصفة عامة يمكن تقسيم الأصول المالية إلى أصول ملموسة والتي تعتمد قيمتها "المباني والعقارات" على خصائصه المادية، في حين تمثل الأصول غير الملموسة حقوقا قانونية ترتب لحائزها منفعة معينة، ولا توجد علاقة بين قيمتها وشكلها، وتمثل الأصول المالية أو الأدوات المالية أحد أهم عناصر الأصول غير الملموسة، إذ يمكن عن طريقها تحويل الأموال من مالكي الفوائض المالية إلى الباحثين عنها لغرض الاستثمار في الأصول الحقيقية " الملموسة"، كما أنها تؤدي إلى إعادة توزيع الخطر الذي لا يمكن تجنبه بين طالبي وعارضي الأموال، وترتبط عوائد الأصول المالية إلى حد كبير بعوائد الأصول الحقيقية التي تمول عن طريقها<sup>1</sup>.

وبناء على ما سبق يمكن تعريف الأوراق المالية على أنها " أدوات الاستثمار المالي، وهي تعد أصولا مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقا، كما أنها تتضمن حق أصحابها استرداد القيمة المقابلة لها في ظروف معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 11 .  
<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 147 .

فالأوراق المالية هي صكوك طويلة أو متوسطة الأجل تصدر عن شركات ومنشآت الأعمال أو القطاع العام، حيث تعطي لحاملها الحق في الحصول على أرباح إذا تحققت أو فوائد سنوية أو الاثنين معا " في حالة الأسهم الممتازة " .

كما تمثل الأوراق المالية حق ملكية " أسهم " أو حق دين " سندات " على الجهات التي أصدرتها، بحيث يكون لحامل ذات الصك حقوقا والتزامات متساوية، وعلى ذلك فإن للأوراق المالية خصائص عدة منها:<sup>1</sup>

- تتميز الأوراق المالية بكونها من المثليات التي يقوم بعضها مقام الأخر عند الوفاء، الأمر الذي يترتب عليه أن تتحدد لها بالسوق سواء كانت البورصة أو غيرها سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة وذات الاصدار سواء تعلق الأمر بالأسهم أو السندات.

- وتعتبر مخزنا للقيمة - لا سيما بالنسبة للأسهم - حيث تتزايد قيمتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر وذلك فضلا عما تدره لحائزها من دخل سنوي مع امكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إذ لم يكن ربحا، وبأسرع وقت بحيث يكون التعامل في هذه الأوراق مشابهها للإيداع والسحب من حسابات البنوك مع ما تميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها.

- وهي تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين توزيع المداخل نظرا لإمكانية اصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين، الأمر الذي يمكن من تعبئة موارد كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين.

- وهي قابلة للتداول أو بالطرق التجارية الأمر الذي يسهل قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل فيها دون الخوض في الشكليات مما يعوق تداولها بين أصحاب الحقوق فيها، ومن هنا فإن محاولات زيادة كفاءة الأسواق التمويلية تقتضي العناصر والمناخ المناسبين لتنوع الأوراق المالية، بحيث تشمل على الخصائص التي تناسب متطلبات المستثمرين والمقترضين من حيث الحجم، فترة الاستحقاق، درجة السيولة وتوقيت طرحها في الاسواق.

لذلك فإن المؤسسة الانتاجية التي ترغب في التوسع في طاقتها تلجأ إلى تمويل التوسع عن طريق اصدار ورقة مالية تتيح " تضمن " لحاملها استرداد ماله المدفوع للمؤسسة، فضلا عن حقه في دخل لقاء تخليه عن الاستهلاك الحاضر وبحلول زمن الاستحقاق المتفق عليه، إذن ومن هنا فإن الورقة المالية تتكون من الأطراف التالية:<sup>2</sup>

- جهة الاصدار أو مانحة الحق: وصاحبة الإلتزام القانوني من قبل المستثمرين، والتي تحصل على الموارد المالية لتمويل نشاطها.

- المستثمرون، أصحاب الحق في استرداد أموالهم عند تاريخ الاستحقاق أو عند الرغبة في ذلك، فضلا عن الدخل لتعويض التخلي عن الإستهلاك الحاضر.

<sup>1</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص ص : 58 ، 59 .

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 85 .



### الفرع الثاني: أنواع " تصنيف" الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تصنف الأوراق المالية حسب العديد من المعايير إلى عدة أصناف، يمكن التمييز من خلالها بين الأدوات التي ترغب الجهة المقرضة في الاستثمار فيها كونها أداة هامة من أدوات التمويل، كما تحدد طبيعة هذا التمويل بالنسبة للطرف المقترض والطالب لرؤوس الأموال. ومن أهم معايير تصنيف الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية بصفة خاصة نذكر<sup>1</sup>:

- **معيار طبيعة الحق:** فإذا كان حق صاحب الورقة المالية في مبلغ مالي كانت الورقة أداة دين، أما إذا كان حق صاحب الورقة في أصل فإنها أداة ملكية، وعليه فإن الأوراق المالية من نوع أسهم هي صكوك ملكية تتيح لصاحبها حق في ملكية الشركة أو المؤسسة التي اصدرت الورقة، فضلا عن الحق في الدخل المتولد عن النشاط، أما الأوراق المالية من نوع السندات فهي صك دين لصاحبها الحق في استرداد ماله مع الدخل المتفق عليه.

- **معيار جهة الإصدار:** إذ تصنف الأوراق المالية على أساس كونها صدرت من قبل مؤسسات أعمال " عامة أو خاصة" كالأسهم العادية، أو من قبل الحكومات " البنك المركزي، الحكومات " مثل أدوات الخزنة. ويساعد هذا التصنيف في التعرف على درجة الضمان والمخاطر والعائد حسب جهة الإصدار.

- **معيار الزمن:** تصنف حسب آجال استحقاقها إلى أوراق مالية طويلة إذا زاد أجل استحقاقها عن " 5 سنوات " ومتوسطة " ما بين سنة و 5 سنوات" وقصيرة الأجل عندما لا يتجاوز سنة واحدة.

- **معيار الأصلي أو المشتق:** الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات التي تم بيعها وشراءها على أساس قيمتها في السوق الفورية فهي أصلية، أما المشتقات المالية فهي أوراق تعتمد قيمتها على الأوراق الأصلية وتتداول في الأسواق المستقبلية.

- **معيار المباشر وغير المباشر:** يقوم هذا التصنيف على أساس أسلوب التمويل بالأوراق المالية، فإذا صدرت الورقة من جهة الاستخدام مباشرة كانت ورقة مالية مباشرة، وإذا صدرت من وسيط مالي كانت ورقة مالية غير مباشرة.

وفي هذا الإطار فإن الأوراق المالية التي يتم تداولها بيعا وشراء في أسواق الأوراق المالية هي أسهم عادية، سندات وأسهم ممتازة، حيث تتناسب طبيعة هذه الأوراق وخصائصها مع هذه السوق، إضافة إلى المشتقات المالية بجميع أنواعها والتي تكون محل التعامل في الأسواق الآجلة أو المستقبلية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 86 ، 88.

وفيما يلي سوف نتعرف بشكل مختصر على كل نوع من أنواع هذه الأوراق، على أن يتم التطرق إليها بالتفصيل في الفصل الثالث من هذا البحث.

### أولاً: أسهم عادية

1- **تعريف السهم العادي:** يعرف السهم العادي على أنه " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً واجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.<sup>1</sup>

ويضيف التعريف الموالي أن الأسهم العادية تمثل أداة ملكية في شركة المساهمة، وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى الشركات ويمثل حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها، والتي يتكون من مجموع الحصص سواء أكانت نقدية أم حصة عينية.<sup>2</sup>

تأتي الأسهم العادية في مقدمة الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية، فهي تعتبر أداة من أدوات التمويل طويل الأجل التي تضمن للجهة المصدرة الحصول على التمويل المطلوب، على أن يكون حامل هذه الأداة شريك أو مالك لجزء من رأسمال هذه الجهة حسب قيمة وعدد الأسهم المملوكة وتضمن كل من التزامات وحقوق الطرفين، وعادة لا يكون لهذه الأسهم تاريخ استحقاق محدد فهي طويلة الأجل.

ويمثل السهم مستند ملكية له قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على السهم، أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الاسمية مضافاً إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة " ولا تتضمن الأسهم الممتازة " مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق.<sup>3</sup>

### ثانياً : السندات

1- **تعريف السند:** هو أحد الأدوات المالية التي تمثل مديونية على من أصدرها وتعطي لمن يحوزها دخل دوري ثابت، وتتضمن السندات جدولاً محدداً من المدفوعات المستقبلية وتختلف فيما بينها لاختلاف معدل العائد الذي تتعهد الجهة المصدرة بدفعه، والذي يتحدد تبعاً لطول فترة الاستحقاق، قيمة السند والمعاملة الضريبية.<sup>4</sup>

السند هو " ورقة مالية متداولة تمثل ديناً طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أي هيئة أخرى وهو جزء من الدين الكلي لها"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية - دار حامد، الأردن، 2006، ص: 88.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 151.

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص: 13.

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 140.

<sup>5</sup> محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 44.

وعليه فالسند هو مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل، فهو وسيلة أو أداة دين وإقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية للاكتتاب فيها من قبل الجمهور، وتكون في شكل قرض يصدر في ورقة مالية بقيمة اسمية ومعدل فائدة ثابت وللآجال استحقاق محددة مسبقا.

### ثالثا : الأسهم الممتازة

هي شهادات تصدرها الشركات للتزويدها برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذن تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من رأس مال الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية، وليس له تاريخ استحقاق.<sup>1</sup>

وتعتبر الأسهم عن قيمة متداولة منقولة التي لها طبيعة مزدوجة. وهو ما يفيد رسميا أن صاحب الأسهم مساهما في رأس مال الشركة.<sup>2</sup>

كما يطلق عليها بالأوراق المالية المهجنة، فهي تجمع بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات، حيث أنها تأتي في المرتبة الأولى بعد أدوات الدين " السندات " وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري حسب الآجال المحددة، واستثناء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة أوفي حالة الإفلاس، كما وتشبه الأسهم العادية في كونها أداة ملكية مساهمة في رأس مال الجهة المصدرة، كما لها قيمة سوقية وقيمة اسمية ترتبط آجاله بوجود واستمرار الشركة.

### رابعا: المقارنة بين الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تختلف الأوراق المالية التي تم التعرض لها باختلاف خصائصها وطبيعتها وكيفية التعامل بها ومدتها، إلا أن الهدف الأساسي من عملية إصدارها وطرحها للاكتتاب فيها وتداولها هو توفير التمويل اللازم والضروري لعمليات الاستثمار، وهو ما سوف نلاحظه من عرض الجدول التالي، بحيث تظهر خصائص كل ورقة وبالتالي تسهل المقارنة بينها.

يوضح الجدول الموالي أن طبيعة الأسهم الممتازة هي خليط أو هجين بين خصائص الأسهم العادية وخصائص السندات، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على العائد قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات، وكذا عند التصفية أو افلاس الشركة وحلها، كذلك تشبه الأسهم العادية في أن كلاهما يعتبر أداة ملكية وليس لها تاريخ استحقاق محدد فهي عادة تكون طويلة الأجل تستمر مع استمرار الجهة المصدرة إذا رغب حامل الأداة الاحتفاظ بها وعدم بيعها، وتدفع توزيعات بعد الضريبة وتعتبر بحكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.

<sup>1</sup> المرجع سابق، ص: 24.

<sup>2</sup> متاح على الموقع الإلكتروني:

[http://www.memoireonline.com/10/12/6297/m\\_Le-marche-des-capitaux3.html](http://www.memoireonline.com/10/12/6297/m_Le-marche-des-capitaux3.html) le17/04/2017 .

جدول رقم ( 02): مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الورقة المالية	عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً: الحق في الحصول على الدخل	- من حيث الأسبقية - من حيث مبلغ الدخل والعائد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية	- درجة الأسبقية - المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي و غير محدد
ثالثاً: الحق في استرداد القيمة	- تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	" القيمة الاسمية" غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي وغير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر، ص: 40.

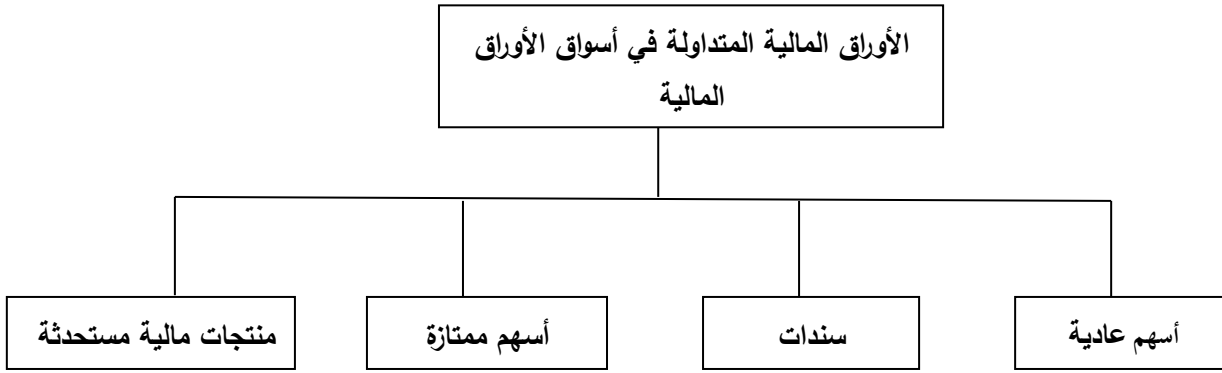
#### خامساً: المنتجات المالية المستحدثة " المشتقات المالية "

جاء تحديث وتطوير الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية استجابة للتغير في شروط بيئة النشاط الاقتصادي والمالي خاصة وانعكاسات التقدم التكنولوجي والمعلوماتي في هذا المجال. وقد عرفت الصناعة المالية أشكالاً متنوعة وأبعاداً واسعة لعمليات التطوير في الأوراق المالية، فظهرت العديد من الأدوات المالية الجديدة نجد منها " المشتقات المالية "، صكوك شراء لأسهم المؤسسات واتجاهات جديدة في الأوراق المالية التقليدية " أسهم والسندات "، وكان الهدف الرئيسي من خلق مثل هذه الأدوات هو الرغبة في تعظيم العائد وتقليل المخاطرة، الأمر الذي يركز على توسيع قاعدة المحفظة الاستثمارية واستحداث حلول وبدائل مالية للأصول التقليدية المتداولة سابقة الذكر.

وعليه فالمشتقات المالية هي أدوات مالية تشتق قيمتها من سعر عقد مالي أو معدله أو مؤشر ما، وهذا السعر أو المعدل الأساس يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو معدلات<sup>1</sup>.

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي محل التعاقد، على أن تجري تسويتها في تاريخ مستقبلي محدد حسب نص الإتفاق، كما يكون استلام وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد آجلا، وتتوقف العوائد أو الخسائر المحققة لأطراف العقد على تغيرات الأسعار للأصل في تاريخ التنفيذ ذاته.

شكل رقم ( 03 ): الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية



المصدر، عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 15 .

يشير الشكل المقدم أعلاه إلى الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، والتي تتمثل أساسا في أدوات الملكية وهي الأسهم العادية والأسهم الممتازة إضافة إلى الأدوات التي تجعل من مالكيها مقرضا للجهة المصدرة والمتمثلة في السندات وما تبعها من أنواع، كما ويدخل في عمليات البيع والشراء على مستوى هذه السوق ما تم استحداثه من منتجات مالية متطورة والتي تماشى والمتطلبات العالمية في مجال الابداع والتجديد الخاصة بالأوراق المالية.

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 165 .

### المبحث الثالث: تنظيم وإدارة أسواق الأوراق المالية والمتعاملين فيها

يلعب التنظيم والتحكم في أسواق الأوراق المالية وإدارتها دورا محوريا في نجاح العمليات المنعقدة في السوق وتوسع نشاطها وزيادة كفاءتها، فعملية التنظيم تساعد إلى حد كبير في تحديد وتطبيق نظام السوق وكيفية التعامل فيها، إضافة إلى تحديد حقوق وواجبات المتعاملين في السوق، وكذا المراقبة والإشراف على الأطراف والهيئات المتدخلة فيه وتبيان طبيعة عمل ومهام كل طرف منها، وكل هذه الإجراءات من شأنها تسهيل الاتصال بين الأطراف المتعاملة والسعي وراء إبرام صفقات ناجحة.

### المطلب الأول: قواعد وآليات التعامل في أسواق الأوراق المالية

نحاول التعرف من خلال هذا المطلب على العمليات التي يتم إجرائها من خلالها تداول الأوراق المالية بيعا وشراء وشروط تسجيلها وقيدها في أسواق الأوراق المالية، وكذا أنظمة تسعير هذه الأوراق.

### الفرع الأول: شروط قيد وتسجيل الأوراق المالية في السوق

بالنسبة للشركات لا يتم التعامل أو تداول أوراق أي شركة إلا بعد استقائها لشروط القيد في البورصة، بهدف التحقق من سلامة مركزها المالي لحماية المستثمرين، ويسمى التداول في هذه الحالة " التداول داخل المقصورة "، وقد يتم في بعض البورصات تداول الأوراق غير المقيدة ويسمى التداول خارج المقصورة. وعلى الشركة تقديم طلب للقيد بالبورصة، وتقوم إدارة القيد بفحص الطلب ودراسته بدقة ثم الموافقة المبدئية على الطلب، ثم تعرضه على لجنة القيد للحصول على الموافقة النهائية بالنسبة لقيد الشركة بالبورصة، وفيما يلي شروط لقيد الأوراق المالية في العديد من أسواق الأوراق المالية:<sup>1</sup>

- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أي قيود على تداول الورقة المالية.
- أن يتم القيد لكامل الأوراق المالية المصدرة على أن يتم قيد الإصدارات التالية بالنسبة للأسهم خلال ثلاثة أشهر من تاريخ القيد بالسجل التجاري.
- تقوم الشركة بتوقيع عقد اتفاقي مع البورصة يتضمن موافقة الشركة بالالتزام بقواعد البورصة الخاصة بالقيد واستمرار القيد والإفصاح.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 168 ، 169 .

وتعد قواعد التسجيل وإجراءاتها في السوق المنظمة أساسية لقبول الورقة المالية، وكنموذج لقواعد التسجيل في NYSE فإن الشروط هي<sup>1</sup>:

- مكانة مناسبة للشركة صاحبة الورقة المالية على المستوى الاقتصادي.
  - سجل أداء مستقر في الصناعة التي تنتمي إليها.
  - انتمائها الى قطاع أو صناعة تتميز بالنمو.
- بينما الشروط الخاصة هي:

- تحقيق صافي ربح ( قبل الضريبة) للشركة صاحبة الورقة لا يقل عن 2,5 مليون دولار للعام السابق للتسجيل، ولا يقل عن 2 مليون دولار للعامين السابقين، أو أن لا يقل الربح ( قبل الضريبة) في السنوات الثلاثة الأخيرة عن 6,5 مليون دولار، وبحد أدنى عن 4,5 مليون دولار في السنة الأخيرة.
- القيمة الرأسمالية للأصول الملموسة 18 مليون دولار.
- أن لا يقل عدد الأسهم المتداولة عن 1,1 مليون سهم وبحد أدنى 18 مليون دولار.
- وجود 1200 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم على الأقل.
- وجود 2200 مساهم على الأقل بمتوسط حجم تداول شهري 100000 سهم على مدى الأشهر الستة الأولى.

ويجري التسجيل عند توافر الشروط ثم دفع الرسوم السنوية المفروضة، وقد ينتقي واحد أو أكثر من الشروط بعد التسجيل، مثل انخفاض التداول على الورقة المالية وبصورة كبيرة، فإنه يمكن إلغاء التسجيل ويجري إلغاء التسجيل عند الاندماج أو انتقال خصوم الشركة لأسهمها إلى أخرى، وهناك حالات تتضمن تجميد تداول بسبب انخفاض التداول ناجمة عن وجود معلومات غير صحيحة. ويمكن أن يجري تسجيل الورقة المالية في أكثر من سوق مثل " التسجيل في السوق الوطنية، والسوق الأمريكية واليابانية...".

تحقق الشركة التي لها أسهم مسجلة ومتداولة في البورصة، على الرغم من الشروط المتشددة المفروضة على عمليات التسجيل العديد من المزايا، في الوقت الذي تتوفر فيه العديد من الأسواق غير المنظمة والتي لا تضع مثل هذه الشروط، ومن بين هذه المزايا نذكر<sup>2</sup>:

- التسجيل يعد في ذاته إعلاناً مجانياً عن الشركة، ويتوقع أن يكون له أثر إيجابي على المبيعات وتزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم الشركة نشطاً، وإذا ما أخذ في الحسبان شروط التسجيل فإنه يمكن القول بأن التسجيل يعطي انطباعاً عن المركز المالي للشركة، مما يسهل عليها الحصول على ما يحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف الكافي، مرجع سابق، ص ص: 74 ، 75 .

<sup>2</sup> ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2012 ، ص ص: 133 ، 134 .

- هذا إلى جانب أن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها، ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة، من خلال بعض وسائل الإعلام، عن الشركة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الاقفال والإفتتاح، كما أن التسجيل في البورصة يزيد من الثقة في أن حركة سعر السهم هي حركة غير مفتعلة أي حركة لا تقوم على خداع أو غش من قبل بعض المتعاملين.

- إن التسجيل من شأنه أن يزيد من حركة التعامل في أسهم الشركة وربما يكون لذلك أثر إيجابي على أسعارها، كذلك فإن بيع وشراء الأسهم سواء كانت مسجلة في البورصة أو غير مسجلة يتم من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم في جميع الأحوال.

### الفرع الثاني: عمليات أسواق الأوراق المالية

يتم تنفيذ عملية بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق سوق الأوراق المالية بإحدى الطريقتين<sup>1</sup>:

- أن يتقدم صاحب الأسهم إلى السماسر مباشرة طالبا بيع ما يمتلكه من أسهم أو سندات أو شراء ما يريده من أسهم وسندات.

- أن يكون عميلا للبنك ويكلفه بإجراء عملية البيع والشراء نيابة عنه.

ويتم التداول في سوق الأوراق المالية من خلال نوعين من العمليات سواء في عمليات البيع أو

الشراء وهما:

**أولاً: عمليات عاجلة:** وتتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعاملين في السوق العاجلة بأن يسدد فورا ثمن الأسهم أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها<sup>2</sup>.

فالمعاملات العاجلة أو الفورية تتم في السوق الفورية وذلك بأن يلتزم كل من الطرفين بتنفيذ العقد، ويسلم البائع الأوراق المالية والمشتري ثمنها حالا، أو في أجل لا يتجاوز 48 ساعة، وبعدها يحتفظ المشتري بها ويستفيد من أرباحها ويتحمل الخسارة كذلك، وتقوم السوق " البورصة" بإتمام الصفقة بصفة الوكيل عن الطرفين ويرسل الأوراق للتوقيع عليها<sup>3</sup>.

ويعمد المتعاملون إلى التعامل بمثل هذه العمليات إلى أحد الأسباب التالية<sup>4</sup>:

- الاستثمار وذلك من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية للاستفادة من أرباحها عند التوزيع.

- المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية ببيعها وتحقق بذلك الارتفاع.

<sup>1</sup> ضياء مجيد، البورصات- أسواق المال وادواتها-، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ص: 29 .  
<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، مرجع سابق، ص: 157، 158.  
<sup>3</sup> محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص: 62 .  
<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 178 .



- التحوط بحماية المستثمر لنفسه من مخاطر انخفاض أسعار الأوراق المالية من خلال اللجوء إلى البيع المكشوف.

وفي هذا النوع من العمليات يتطلب تحديد دقيق لعناصرها حيث يجب تحديد أسعار الأوراق المالية محل التعاقد والتي يرغب كل من الطرفين التبادل على أساسها نوع وحجم وصفة هذه الأوراق المالية " أسهم عادية أو ممتازة، سندات" سواء من جانب العرض أو الطلب وهذا لتسهيل إتمام العملية، كما ويلاحظ أن الأسعار في هذه السوق تكون أقل ارتفاعا من السوق الآجلة.

بالرغم من التطورات التي حدثت في أسواق الأوراق المالية، والتي أدت إلى جعل أغلب التعاملات في السوق النوع الآجل، إلا أن الأسواق ما زالت إلى حد الآن تتعامل بالمعاملات العاجلة وذلك للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- ملائمة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة، إذ أن المشروعات الصغيرة تتسم بمحدودية الحجم المعروض من صكوكها، ولاشك أن العمليات الآجلة بما تحققه من مزايا تؤدي إلى جذب العديد من المستثمرين الذين يتعاملون معها، وبكميات ضخمة، وهو ما لا تستطيع المشروعات الصغيرة الوفاء بها، مما قد ينشأ عنه تذبذب ملحوظ في أسعار أسهمها.

- إن نظام الحصص المقترن بالعمليات الآجلة لا تناسب صغار المدخرين، قد يقال أنه من الممكن التعامل على تجزئة الحصة وهذا مرهقا لكونه ينتج ارتفاعا في النفقات.

**ثانيا: عمليات آجلة:** وهذه العمليات تختلف عن النوع الأول من العمليات حيث يتم إبرام الصفقة مباشرة " فورا "، ويلتزم كلا الطرفين على أن يتم تسليم الأوراق المالية والأثمان في تاريخ لاحق يسمى " موعد التصفية "، وتجري الصفقة في كل شهر مرة فتسوى الصفقات نهائيا، ويتم دفع الثمن وتسلم الأوراق المالية خلال أيام قليلة من موعد التصفية.

ونظرا لأن في العمليات الآجلة تسليم واستلام الأثمان والأوراق المالية يكون بعد مدة زمنية من عقد الاتفاق وحتى لا يلحق أي ضرر بأحد المتعاملين فيها " فإن أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائيا ويدعى هذا التأمين "بالغطية"، وتختلف نسبة التغطية حسب نوع العمليات المعقودة وتتراوح عادة ما بين 25% و 85% كما يمكن تقديمها على شكل نقود أو أوراق مالية أو سندات حكومية.<sup>2</sup>

ويجب التأكيد على مايلي بالنسبة للمعاملات الآجلة:<sup>3</sup>

- إن الغرض الأساسي للمتعاملين بالعقود الآجلة هو تحقيق الأرباح الرأسمالية وهي الأرباح التي تتمثل في الفرق بين سعر الورقة التي عقدت عليها الصفقة وبين سعرها الذي يحدد يوم التصفية.

<sup>1</sup> حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية " دراسة حالة السوق المالي السعودي"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، 2015، ص: 30.

<sup>2</sup> شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر -، دار هوما، الجزائر، 1993، ص ص: 55، 56.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 186.

- إن أغلب المعاملات الآجلة تجري على المكشوف أي أن البائع لا يملك الأوراق محل الصفقة وقت إبرام العقد، ولكن البائع يأمل أن تنخفض الأسعار وقت التصفية ويقوم بشرائها وتسليمها للمشتري. وقد تكون هذه العمليات في شكل عمليات قطعية أو بآلة وهنا تكون قد حدد تاريخ تنفيذ الصفقة نهائياً، ويسمى موعد التسوية النهائية، والشكل الثاني لها هي العمليات الشرطية ومن أهم أنواعها " العمليات الآجلة بشرط التعويض، العمليات الآجلة بشرط الزيادة، العمليات الآجلة بشرط الانتقاء.

### الفرع الثالث: طرق وأنظمة التسعير في أسواق الأوراق المالية

يتم إدارة البورصة والتحكم في المعاملات والصفقات التي تعقد بواسطتها، وذلك حفاظاً على توازن السوق واستقرارها، الأمر الذي ينعكس على كيفية التعامل بالأوراق المالية وتحديد أسعارها بما يتناسب مع المعروض منها والمطلوب على شراءها.

يقصد بتسعير الورقة المالية في البورصة تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية عند بدأ التعامل على سهم معين، ويتم تدوين هذا السعر في لوحة الأسعار بالبورصة ليمثل " السعر الرسمي"<sup>1</sup>. عند إدراج الأوراق المالية في البورصة يعني التسعير العملية التي تحدد قيمة الأداة المالية في سوق الأسهم، وقيمة الورقة هي لتعيين القيمة السوقية للورقة المالية التي تصدرها الشركة، لهذا فإن المصدر ملزم للوفاء بالتزامات معينة، ويجب أن يوفر البنود المحاسبية المتعلقة بالشركة المدرجة والإعلان عن القيمة، في البورصة يسمح للشركة المدرجة الوصول إلى سوق رأس المال لجمع الأموال وبالتالي تمويل التنمية.<sup>2</sup>

السعر في أسواق الأوراق المالية " هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهاءها في لوح التسعيرة"، و يعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة<sup>3</sup>. " إذن فسعر الأوراق المالية المسجلة في البورصة هو القيمة التي تبلغها هذه الأوراق في جلسة من الجلسات المنعقدة في السوق، على أن يسجل هذا السعر في لوحة التسعيرة كما يطلق عليه أيضاً بسعر البورصة.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 173 .

<sup>2</sup> **Cotation : définition, calcul:**

<http://www.journaldunet.com/business/pratique/dictionnaire-economique-et-financier/16529/cotation-definition-calcul-traduction.html>. le 15/04/ 2017.

<sup>3</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 45 .

وتجنباً لفروق كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة أسواق الأوراق المالية المختلفة عادة أحكاماً خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لا يتجاوز فيه نسب معينة تنص عليها لوائح تلك السوق<sup>1</sup>.

كل المؤسسات التي تقوم بطرح إصداراتها في بورصة نيويورك تقوم بطلب تسعير لإصداراتها ولتستفيد من الحصول على تسعيرة يجب أن تستوفي عدد من الشروط المحددة مسبقاً من قبل البورصة ونذكر منها<sup>2</sup>:

- الحد الأدنى من الأسهم والحد الأدنى من المساهمين بحيث يجب أن تكون ما نسبته 80 % من الإصدار تمثل الطرح العام " موجه للجمهور".
- الإفصاح عن الأرباح المحققة بعد اقتطاع الضرائب.
- وكذلك قبول تسديد تكاليف التسعير بعد وضع الطلب.

كل هذه الشروط المفروضة على المؤسسات المسجلة في البورصة عند طلب الحصول على تسعير لإصداراتها فهي بهذا تستفيد من تسهيلات عديدة منها الإشهار والتسويق للأوراق المالية المصدرة وتسريع تداولها في البورصة إضافة إلى سمعتها كونها مؤسسة مسجلة في البورصة، كل هذه الإمتيازات تؤثر على تداولات الأوراق المالية المصدرة في البورصة وكذا تعمل على تقليص تكاليف الحصول على رأس المال، ويضاف إلى ذلك امكانية الحصول على معلومات بخصوص المؤسسة بسهولة.

ويتم تحديد سعر الورقة المالية المتداولة والتوصل إليه في سوق الأوراق المالية بواسطة عدة طرق مختلفة من حيث الأسلوب والإجراءات المتبعة ولكن هدفها جميعاً هو الوصول إلى تسعير هذه الأوراق، فتوجد الطريقة التقليدية ويكون ذلك لفترات معينة أي دورياً، أو باستعمال الطريقة الحديثة للتسعير وهي التسعيرة المستمرة.

#### 1- التسعير الدوري " التقليدي":

في هذه الحالة لا يتحدد سعر الورقة المالية إلا بعد مبادلتها، حيث يتم التفاوض عليها بإحدى النظم التالية:

- 1-1 **التسعير بالمناداة:** يجتمع الوسطاء في قاعة السوق وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، مرجع سابق، ص: 159 .

<sup>2</sup> Abdelkader BELTAS, op cit, p : 81.

<sup>3</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 76 .

وعند افتتاح التعامل يكون كل سمسار قد أخذ مقعده في مكان مخصص له وعندها يفتح الدلال " المسعر " باب المبادلة بالمناداة على سهم معين مقترحا سعرا معيناً، غالباً ما يكون هو سعر الإقبال نفسه لذلك السهم في اليوم السابق، حيث سبق وأن تم تدوينه على لوحة التسعير بمعرفة الشخص المختص...، وفي هذه الأثناء يتم عقد صفقات مبدئية بين الوسطاء بالسعر المعلن، فإذا انقطعت الأصوات بعد ذلك تم اعتماد السعر وتدوينه على اللوحة ليكون السعر الرسمي وعندها تتحول الصفقات المبدئية الى عقود نهائية.<sup>1</sup>

1-2 التسعير بالمعارضة " المقارنة": وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.<sup>2</sup>

إن عملية التسعير من خلال هذه الطريقة تشبه إلى حد كبير عمليات تسعير أي منتج من المنتجات الأخرى، حيث يتحدد السعر المناسب والتوازي عند تلاقي حجم العرض من هذه الأوراق مع الطلبات المقدمة على شراؤها، أو بمعنى تلاقي منحى العرض مع منحى الطلب على سهم معين واستخلاص السعر عند التقاطع، وعند ادخال نظام التداول الآلي في البورصات أصبحت تستخدم هذه الطريقة في تحديد سعر الافتتاح لكل سهم في الجلسة الافتتاحية التي تسبق التداول الرسمي.

1-3 التسعير بالصندوق: حيث يضع الوسطاء عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتتولى إدارة الصندوق تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.<sup>3</sup>

وتعتبر هذه الطريقة صورة من صور التسعير بالمعارضة، ويلجأ إليها المتعاملون عند كثرة عروض البيع وطلبات الشراء على سهم أو مجموعة من الأسهم المختلفة، وذلك بوضع المعروض من كل مجموعة الأسهم في مكتب أو درج أو صندوق خاص مع طلبات الشراء عليها، محدد كل مسؤول على هذا الصندوق السعر التوازي لهذه الأسهم بعد فرزها وتحديد هذا السعر ويتم تسجيله رسمياً.

## 2- التسعيرة الرسمية:

يمكن تعريفها بأنها الوثيقة الأصلية التي تنتشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، هدفها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة.<sup>4</sup>

## 3- العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأوراق المالية

يصعب التحديد المسبق لإتجاه وحركة أسعار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بشكل دقيق أو أن يحدد درجة الهبوط والارتفاع، إلا أن الأسعار تعكس المعلومات المتوافرة ونتيجة للعوامل المؤثرة فيها، ومن أهم هذه العوامل نذكر: <sup>1</sup>

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 174 .

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 46 .

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، مرجع سابق، ص: 159.

<sup>4</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 46.

- **العوامل السياسية والأمنية:** إن الأسواق المالية العالمية تتأثر بشكل مباشر بالسياسة التي تنتهجها الحكومات في الدول الكبرى وتتأثر أيضا بالأحداث الأمنية التي تجري في العالم وأكبر دليل على ذلك هو الآثار الاقتصادية لأحداث 11 سبتمبر إذ أن هذه الآثار كانت فورية، حيث أن التعامل ببورصة نيويورك توقف بشكل غير محدد إضافة إلى انخفاضات في التبادلات المالية في لندن ومراكز تجارية أخرى في العالم...، إضافة إلى الإنهيارات الحادة في البورصات العالمية نتيجة الأزمة العقارية التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية لعامي 2008 و 2009 .

- **العوامل الاقتصادية والمالية:** ومن أهم هذه العوامل نذكر:

1. **مقدار دخل الأوراق المالية:** إن نجاح مؤسسة صناعية يؤدي إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين وهذه الزيادة لها الأثر في توجيه المضاربين في سوق الأوراق المالية إلى طلب أسهم هذه المؤسسة فالدخل هو العنصر الأساسي والعامل الطبيعي لتحديد أسعار الأسهم والسندات في البورصة.
2. **الابتكار والتجديد:** فالناس تأمل في تقدم وازدهار عمليات الابتكار والإختراع فيقبلون على شراء أسهم هذه المشاريع والمؤسسات وبالتالي انعاشه ماليا.
3. **النشاط الاقتصادي المتجه صعودا:** ظروف العمل الجديدة ومستوى البطالة واتجاه التضخم الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع أسعارها والعكس صحيح.

إن البورصة هي جزء من السوق المالية ينطبق عليها قانون العرض والطلب، وبالتالي كلما زادت كمية رأس المال الموضوعية في التداول تحسنت أسعار أوراق البورصة واتجهت صعودا، وكلما قلت كمية رأس المال الموضوعية للتداول كلما اتجهت أسعار البورصة نحو الهبوط.

- **العوامل الفنية:** يعمد المتعاملون في البورصة إلى دراسة تطورات وتقلبات الأسعار العائدة للأوراق المالية التي يملكونها للوصول إلى تقدير علمي لتطورات الأسعار، ويتبع في ذلك العديد من الطرق" الرسم البياني، معدل النمو الوسطي، المتوسط الحسابي..."، ويضاف إلى ذلك وقبل اتخاذ أي قرار استثماري يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة لكل ورقة من الأوراق المالية.

- **العوامل النفسية:** تلعب العوامل النفسية دور هام في توجيه الأسعار في سوق الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الهبوط، والتأثيرات النفسية يرتكز بعضها على معلومات وتنبؤات ذات أهمية حقيقية والبعض الآخر على معلومات أساسها الترقب وهذا الترقب وأن يقترب بالواقع فله دور هام في التأثير على مستوى الأسعار، فقد يتأثر السوق بمجرد إشاعة حول حالة شركة من الشركات أو مركزها المالي.

<sup>1</sup> ناجي جمال، مرجع سابق، ص ص: 134 ، 138 .

## 4- أنواع الأسعار التي يعلن عنها في أسواق الأوراق المالية:

يتم الإعلان في أسواق الأوراق المالية عن الأسعار التالية<sup>1</sup>:

- سعر الافتتاح: وهو أول سعر يحدد لورقة معينة بعد افتتاح البورصة.
- أعلى سعر للورقة المالية .
- أدنى سعر للورقة المالية .
- سعر الإقفال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعنية.

## المطلب الثاني: الأوامر في أسواق الأوراق المالية

للتعامل في سوق الأوراق المالية أساليبه وقواعده، ويتم التعامل في هذه السوق وإتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال الدور الهام الذي يلعبه الوسيط المالي في هذه العملية، وذلك عن طريق تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من المستثمرين والتي تكون في الغالب أوامر محددة في طبيعتها وطريقة استخدامها.

من خلال أوامر البورصة يمكن للمستثمر تحديد الاصدارات المعنية من خلال عملية الاصدار وذلك بتحديد طبيعة العملية بيع أو شراء، كمية الأوراق المالية المعنية، مدة صلاحية الأمر والتمن الذي ستنفذ به العملية.<sup>2</sup>

ويقصد بأوامر السوق " التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء لبيع وشراء أوراق المالية معينة، وتبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها ما لم تكن هناك اتفاقية تعليمات تخالف ذلك"<sup>3</sup>. وتختلف هذه الأوامر باختلاف الشروط التي تحتوي عليها، وكذلك تحدد مسؤولية السمسار حسب نوع الأمر المعطى له.

والأوامر هي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم ( أو يقوموا بها بأنفسهم إلكترونيا ) السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد.<sup>4</sup>

الأمر يتضمن ملاحظات عامة " بيع أو شراء، تسمية وعدد الأصول المطروحة للتفاوض " وملاحظات خاصة تتعلق بمدى الزمني لصلاحية الأمر وشروط السعر الواجب مراعاتها عند تنفيذ الأمر.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 77.

<sup>2</sup> Marie DELAPLACE, op cit, p : 236.

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية مرجع سابق، ص: 17.

<sup>4</sup> محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص: 148.

<sup>5</sup> Roland Portait, Patrice Poncet, finance de marché ( instrument de base, produits, dérivés portefeuilles et risques ), édition dollaz, paris, 2008, P 260.

إذن فالأمر في البورصة يجب أن يحدد اتجاه المبادلات " بيع أو شراء"، كما يحدد صلاحية هذا الأمر بيوم عمل في البورصة أو يحدد إلى أجل مسمى تبعا لأحوال البورصة مع عدم استمرار هذا الأمر لأكثر من سنة كاملة.<sup>1</sup>

ويستطيع صاحب الصفقة أن يحدد السعر الذي يرغب أن تتم به هذه العملية من خلال أوامر عديدة، من أهمها:

**1- الأمر بالسعر الأحسن:** وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم بموجبه الصفقة بل يترك تقدير السعر الملائم إلى السمسار الذي يقوم بانتهاز الفرصة لإختيار أحسن سعر، لأن السمسار يفضل عادة تنفيذ العملية في البورصة حال استلام الأمر.<sup>2</sup> وهنا يترك للوكيل الحرية في تنفيذ الصفقة شرط أن يكون السعر مناسب، ويقوم بعملية تنفيذ الأمر مرة واحدة أو يوزعه على عدة جلسات حسب ما يراه مناسباً وبالسعر المناسب والأفضل كذلك، ويندرج هذا النوع من الأوامر تحت دائرة الأوامر المحددة لسعر التنفيذ من قبل العميل المستثمر.

**2- الأمر بالسعر المحدد:** وهو الأمر الذي يتم بموجبه تحديد العميل للوسيط أو وكيله مسبقاً سقف السعر الذي يجب أن يشتري ويبيع به فيحدد السعر الأعلى في حالة الشراء، كما يحدد السعر الأدنى للسعر في حالة البيع، فيقوم العميل المشتري بتقديم أمر لوكيله بتنفيذ الصفقة إلا إذا كانت الأسعار معادلة أو أقل من السعر المحدد في الوقت الذي يعطي العميل البائع أمر بالبيع إذا كانت الأسعار معادلة أو أكثر من السعر المحدد، بمعنى أن السعر الذي يحدده العميل هو أساس عملية البيع والشراء وعند وصول السعر إلى الحد المطلوب أو أحسن منه فيتعين على الوكيل تنفيذ الصفقة بياعاً أو شراءً.

**3- أوامر الإيقاف:** وتدعى أيضاً بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر الإيقاف من قبل المستثمر مثابها بذلك الأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه ( صعوداً أو هبوطاً) مختلفاً في ذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين.<sup>3</sup>

أي هو الأمر الذي يعطي الأمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى مستوى معين أو زاد عنه وفي هذه الحالة يصبح أمر مع التوقف عن الشراء قابلاً للتنفيذ عن وصول السعر إلى المستوى المحدد أو ارتفع عنه، وذلك بغرض الحد من الخسارة، كما يصبح أمر التوقف عن البيع قابلاً للتنفيذ إذا وصل السعر عند المستوى محدد وانخفض عنه وهذا بهدف تحقيق أرباح معقولة.

<sup>1</sup> Pascal ALPHONSE, Gérard Desmuliers, Michel Levasseur, Gestion de portefeuille et marchés financiers, PEARSON Education, France, 2010, p : 24.

<sup>2</sup> شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص: 48.  
<sup>3</sup> محود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 251 .

4- الأمر بالسعر التقريبي: هو أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت، ويترك العميل للوسيط حرية تنفيذ الصفقة بالسعر بأعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء وأدنى بقليل من السعر المطلوب عند عملية البيع.<sup>1</sup>

إذن يتم تحديد السعر بطريقة تقريبية للسعر المحدد، حيث يلتزم الوكيل بتنفيذ الصفقة بسعر أقل أو أعلى قليلاً من السعر المحدد، وذلك إذا لم يستطيع التنفيذ بسعر أحسن من السعر المحدد أو بهذا السعر نفسه.

5- أمر السوق: يعتبر أمر السوق أكثر أنواع الأوامر شيوعاً واستخداماً في أسواق الأوراق المالية، حيث يترك تحديد السعر من خلال العرض والطلب على الأوراق المالية، بمعنى أن المستثمر لا يقوم بتحديد سعر الصفقة وإنما يطلب من الوسيط القيام بعملية الشراء والبيع للأوراق المالية بسعر السوق عند وصول الأمر ومن الأفضل أن يكون هذا السعر في صالحه ويكون بأسرع وقت ممكن، فهذا النوع من الأوامر يتميز بالمرونة العالية وسرعة التنفيذ إلا أن نتائجه قد لا تتناسب مع طلبات المستثمر فيمكن أن تنخفض العوائد المتوقعة الحصول عليها في ظل الكفاءة العالية للسوق وتوافر المعلومات حول هذه الأوراق التي تؤثر كثيراً على اتجاه وحركة أسعار الأوراق المالية.

6- الأمر الحر أو المطلق: وبموجب هذا الأمر يعطي العميل للوكيل " السمسار " حرية مطلقة في بيع أو شراء الأوراق المالية التي يراها من مصلحة المتعامل سواء من حيث النوع أو السعر أو التوقيت، وهذا النوع من الأوامر هو نادر الاستخدام.<sup>2</sup>

7- البيع على المكشوف: وهو عبارة عن عملية بيع ورقة مالية لا يملكها البائع بغية الاستفادة من أي انخفاض يمكن أن يطرأ على سعرها السوقي، ولأجل ذلك ينبغي على المستثمر البائع أن يقتصر تلك الورقة من طرف لديه الرغبة والمقدرة على الإقراض، وهو بذلك يلجأ إلى أحد السماسرة الذي يقوم بالترتيبات اللازمة واقتراض تلك الورقة المالية من مخزون الأوراق المالية التي يحتفظ به في حسابات شراء الانتماء لزيائته مسجلة بإسمه الخاص، ويقوم هذا السمسار ببيع الورقة المالية المقترضة في السوق المفتوحة للمستثمر الذي يرغب بالشراء.<sup>3</sup>

ويعد البيع على المكشوف استراتيجية استثمارية تقوم على البيع بسعر عال أولاً ثم الشراء بسعر منخفض، أو الشراء بسعر منخفض أولاً ثم البيع بسعر عال...، ويجري تنفيذ البيع على المكشوف عن طريق إقتراض وثائق أوراق مالية ثم سداد قيمتها في مرحلة لاحقة، لذلك فالقرض يمثل وثيقة ملكية أوراق مالية وليس مبلغ مالي، يجري تسديده بإعادة الوثائق ( أو يمكن سداد قيمتها في تاريخ السداد ) لذلك لا يترتب على عملية الإقراض فائدة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 233 .

<sup>2</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 132 .

<sup>3</sup> نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، ط3، لم تذكر دار النشر، سوريا، ص: 82 .

<sup>4</sup> محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص: 265 .



بالإضافة إلى الأوامر السابقة يوجد أنواع أخرى منها<sup>1</sup>:

**1. الأمر بكل شيء أو لا شيء:** هو أمر محدد الأجل وتنفيذه مرتبط بوجود طرف مقابل كاف في السوق، حيث أن المستثمر يرغب سواء في الحصول أو التخلي عن كامل الكمية المخصصة للبيع أو الشراء وفي حالة التعذر فلا شيء يقع، إن هذا النوع من الأمر يمكن من تجنب تجزئة العمليات مما يؤدي إلى خفض النفقات " مصاريف التحويل في كل عملية تجزئة".

**2. الأوامر غير المنظمة:** وهو نوع آخر من الأوامر في البورصة، حيث أن شروط تنفيذها أو عدم تنفيذها لا يمكن أن تراجع من طرف صاحب الأمر، ومن أهم أنواعه **الأمر المرتبط** ويجمع بين عمليتين متعاكستين في الاتجاه بيع أو شراء تجريان في نفس الجلسة حيث أن تنفيذ إحدهما مرتبط بتنفيذ الأخرى. أما **الأمر المتدرج** هو الأمر الذي يسمح للمتعامل بتجزئة شراء عدد من الأصول على عدد من البورصات أو الجلسات، بحيث يتجنب التأثير على أسعار الأصول إذا كانت بكمية كبيرة أو نظرا للسيولة المتوفرة.

ويتم تنفيذ أوامر العملاء طبقا للخطوات التالية:<sup>2</sup>

- **الخطوة الأولى:** يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سؤاله عن سعر أسهم مؤسسة معينة.

- **الخطوة الثانية:** يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب، وعادة ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت وكل من سعر الشراء وسعر البيع ويتم إبلاغ المستثمر بكل هذه المعلومات.

- **الخطوة الثالثة:** إذا كانت الأسعار مشجعة يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل معلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

- **الخطوة الرابعة:** بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.

- **الخطوة الخامسة:** تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية إذا كان السهم يتم التداول به في السوق، وبمجرد وصل الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.

- **الخطوة السادسة:** على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد المتعاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لإستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو الاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

<sup>1</sup> Roland Portait, Patrice Poncet, op cit, p 262, 263 .

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص: 172 ، 173 .

- **الخطوة السابعة:** بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقريراً عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.

- **الخطوة الثامنة:** ترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر، لا بد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع وأوامر الشراء في الحسبان عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ ومجموع هذه التكاليف يسمى " بتكاليف المعاملات"، ويمكن تقسيمها إلى:<sup>1</sup>

**1- تكاليف مباشرة:** وهي تتضمن تكاليف تنفيذ الأوامر بصورة مباشرة وتتمثل في:

- عمولة السمسرة وهي ما يدفع للسمسار.
- الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات المشتري والبائع.
- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة.
- الضريبة على هامش سعر الشراء والبيع وتدعى بضرائب صناع السوق " المتخصصين والتجار).

**2- التكاليف غير المباشرة:** وهي تكاليف ترتبط بتوسع الإهتمام بتكلفة الفرصة البديلة والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار في الأوراق المالية ( أي توجيه الأموال إلى استثمار الفرص الأمتثل).

وقد يكون حساب هذه الأخيرة صعباً نسبياً إلى أن تقديره ممكناً، ولا بد أن يأخذ في الحسبان وصولاً إلى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء أو البيع للأسهم، وبذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة يمثل التكاليف الكلية للعملية.

### المطلب الثالث: الأطراف المتدخلة في أسواق الأوراق المالية

إن الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية هي الوحدات التي تقوم بإصدار أوراق مالية وتطرحها للاكتتاب فيها، والوحدات التي تقوم باستثمار فوائدها المالية في هذه الأسواق، بالإضافة إلى توافر وسطاء ماليين ومجموعة من الهيئات والتنظيمات التي تتم بواسطتها عمليات هذه السوق، وهذا ما سوف نفضله في الآتي:

### الفرع الأول: لجان وهيئات تنظيم وإدارة أسواق الأوراق المالية

نظراً للأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وما تعكسه هذه الأخيرة على تطور الاقتصاد في أي دولة، أصبح من الضروري العمل على تنظيم العمليات التي تتم على مستوى هذه السوق وحمايتها، فضلاً على ضمان استمرارية وانضباط عملياتها، وهذا من خلال سن ووضع قوانين

<sup>1</sup> محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص ص: 256، 257.

وتنظيمات وإجراءات تسهر على سلامة سير العمليات وكذا الأوراق المالية المتداولة فيها، ووضع قوانين للتفتيش والرقابة حيث تختص بتطبيق هذه الإجراءات والقوانين هيئات تنظيم ومراقبة البورصة التي تعمل على حسن سير نشاط البورصة وتحدد شروط الانضمام إليها، وتختلف هذه الهيئات أو اللجان كل حسب الوظائف التي تقوم بها، ونذكر منها: لجنة البورصة، الجمعيات العامة، هيئة التحكيم وفض المنازعات.

يقصد بهيئات إدارة البورصة هي شخص اعتباري عام تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي بجانب رقابة حكومية تتمثل في مندوب للحكومة مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وله حق الاعتراض إذا ما صدرت قرارات مخالفة للوائح وتدار البورصة من أجهزة عديدة.<sup>1</sup>

أما بالنسبة لكل من التنظيمات والهيئات التي تتولى عملية إدارة وتنظيم البورصة هي كما يلي:<sup>2</sup>

- **مجلس إدارة البورصة:** يتكون هذا المجلس من عدد من السماسرة المنتخبين، وله مكتب مكون من رئيس ونائب وأمين صندوق وينفرد عنه لجان فرعية وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة، إذ تختص بضمان حسن سير العمل وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسرة وتحديد الحد الأدنى والأعلى للأسعار.

- **الجمعية العامة:** تتكون هذه الجمعية من أعضاء البورصة العاملين، إذ تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة الأعمال والأنشطة.

- **هيئة الأوراق المالية ( اللجنة العليا):** تختلف هذه الهيئة من بورصة لأخرى، غير أنها غالبا ما تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة.

- **هيئة التحكيم:** تختص هذه الهيئة بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم، وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

- **مجلس التأديب:** يتكون هذا المجلس برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبة، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة.

- **مندوب الحكومة:** يقوم هذا المندوب بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

وتختلف هذه الهيئات من دولة إلى أخرى ، فنجد مثلا :

- في الولايات المتحدة الأمريكية: لجنة بورصة الأوراق المالية The securitis exchange . commission

- في بريطانيا: مجلس الاستثمار والأوراق The securities and investement board .

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 88 .

<sup>2</sup> محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص ص: 81 ، 82 .

- في فرنسا: لجنة عمليات البورصة Commission des opération .
- في الجزائر : لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة.

### الفرع الثاني: المتعاملون والمتدخلون في أسواق الأوراق المالية

يعتبر النشاط الأساسي لسوق الأوراق المالية هو التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء، لذا فإن المتعاملين أو المشاركين في هذا المجال هم إما وحدات عارضة للأوراق المالية وهي الوحدات المصدرة لهذه الأوراق وترغب من هذه العملية الحصول على الموارد المالية الضرورية لمزاولة نشاطها، والتي تتمثل أساساً في " الحكومة، مؤسسات الأعمال، الشركات الصناعية... "، والوحدات المستثمرة لفوائدها المالية من مدخرات وغيرها من المصادر المالية وتشكل الوحدات المستثمرة، ومنها " مؤسسات وشركات، العائلات، الحكومات "، إضافة إلى الوسطاء الماليين الذين يتولون مهمة تنظيم وتسهيل عمليات التبادل ويقومون بوظائف اقتصادية أساسية في السوق.

تتمثل مهمة مصدري الأوراق المالية في توسيع قاعدة الخيارات من خلال اصدار وخلق المنتجات المالية بصورة ابداعية قادرة على جذب مدخرات ورؤوس أموال المستثمرين " أفراد أو شركات"، وتتنوع الخيارات بين أدوات الملكية التي تصدرها شركات المساهمة، وأدوات الدين التي تتعدد جهات اصدارها، فالحكومات المركزية والمحلية وهيئاتها فالصفة الغالبة لإصداراتها هي الالتزامات الثابتة قصيرة وطويلة الأجل، كما أن شركات المساهمة تصدر أدوات الدين لتشكل جزءاً من هيكلها المالي.<sup>1</sup>

وتنقسم الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية إلى ثلاث أقسام رئيسية والتي يتم ذكرها في

التالي:

- **الفئة الأولى: المقرضين أو المستثمرين:** وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ونقصد بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الإستهلاكية ونقصد بالمؤسسات المالية هي البنوك وبيوت السمسة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالها في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالعوائد العالية والمخاطر الضئيلة، حيث تقوم كل من هذه الأطراف بدور المقرض أو المستثمر إذا ما استطاعت الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عنصر الأمان وعامل السيولة.<sup>2</sup>

- **الفئة الثانية: المقترضين أو المصدرين:** وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، إذ أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الإستهلاكية، وتستطيع الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة اصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 22 ، 23 .

<sup>2</sup> حسني على خربوش وآخرون، الأسواق المالية " مفاهيم وتطبيقات "، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010 ، ص: 25 .

الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسة أو شركة استثمارية...، أما الأفراد فيمكنهم الإقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب هذا توفر عقد مبرم بين الطرفين والذي يتضمن القيمة الإسمية للقرض والمدة الزمنية له وسعر الفائدة وتواريخ دفع الأقساط وتاريخ استحقاق سداد القرض.<sup>1</sup>

وتنقسم كل من الأطراف المقرضة والأطراف المقترضة إلى أطراف عديدة يشكل مجموعها الأقسام والأطراف المشكلة لسوق الأوراق المالية، ويمكن ذكر أهمها في ما يلي:

**1- الأفراد :** يتمثل في الأفراد وقطاع العائلات عموماً، الذين يستثمرون في البورصة فوائضهم المالية التي تكون في شكل مدخرات مالية فائضة عن اجمالي استهلاكاتهم ويرغبون في زيادة حجم أموالهم والمحافظة عليها من خلال استثمارها في مجالات يتوفر بها كل من عصري الأمان والعوائد العالية إضافة إلى عنصر السيولة الذي يساعد إلى حد كبير في تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً.

**2- المستثمرون التأسيسيون:** تعتبر هذه الفئة من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخارات نحو البورصة، إذ تمثل أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لإمтиازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية، إذ تتكون من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الايداع وشركات الاستثمار...، ويمكن القول أن للمستثمرين التأسيسيين ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة التي تتجه من وضعية اقتصاد السوق إلى وضعية اقتصاد السوق المالي، فهي بذلك لعبت دوراً بارزاً في تمويل تلك الاقتصاديات وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد، مما جعلها تجمع مدخرات ضخمة، ضختها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى، وهكذا تنطلق التنمية من أساس متين هو الادخار.<sup>2</sup> ومن أهم هذه المؤسسات نذكر<sup>3</sup>:

- **البنوك:** تعد البنوك التجارية أهم متعامل في قلب السوق الدولية لرؤوس الأموال ليس فقط لأنها تتكفل بنظام الدفعات ولكن لأنها تلعب غالباً دور الوسيط، وأهم نشاط للبنوك التجارية يتعلق بتحويل الأقساط وتتدخل في البورصة كوسيط لضمان نجاح العمليات مقابل الحصول على عمولات.

- **المؤسسات المالية غير المصرفية " شركات التأمين، صناديق التقاعد والصناديق المشتركة للاستثمار":** إن هذه المؤسسات أصبحت خلال هذه السنوات من أهم المتعاملين في السوق الدولية لرؤوس الأموال مع أنها لا تمنح إلا القليل من القروض ولا تحصل إلا على القليل من الودائع لأجل، فنشاطها الأساسي يتمثل في شراء الأصول مستفيدة في ذلك من انفتاح الأسواق الوطنية.

<sup>1</sup> المرجع السابق: ص 25 .

<sup>2</sup> جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، 2002، الجزء 3، ص: 19، 23.

<sup>3</sup> Paul Krugman, Maurice Obstfeld, *Economie internationale*, Pearson éducation, france, 2006, P 627.

- **المؤسسات الصناعية والتجارية:** تعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، ويكون تدخلها بغرض الحصول على رؤوس الأموال عند الحاجة أو لتحقيق عوائد إضافية. " وعليه أصبحت الشركات الصناعية والتجارية الحديثة توظف كافة امكانياتها المالية في أي مجال يمكن أن يجلب لها الأرباح، فلم تبقى مقتصرة على اصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها للحصول على رؤوس الأموال الضرورية لسيرها وتوسعها، وإنما أصبحت تتدخل في البورصات والأسواق المالية لتوظيف فوائدها المالية وتحقيق أرباح نشاطاتها العادية."<sup>1</sup>
- **الشركات والمؤسسات الكبرى** وخاصة منها الشركات متعددة الجنسيات التي تمارس نشاطها عبر العالم، فهي تحتاج بصفة مستمرة وبانتظام تمويل لاستثماراتها وجلب رؤوس الأموال الأجنبية مما يساعدها لدخول مباشرة وبطريقة متزايدة في أسواق الأوراق المالية.
- **مستثمرون آخرون:** بالإضافة إلى المتدخلين الذين سبق ذكرهم يمكن أن نضيف:
  - **الهيئات الحكومية:** تعتبر من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، خاصة في أسواق السندات لأن السندات الحكومية أقل مخاطر من السندات الأخرى حيث تصدر هذه السندات لتمويل العجز في الميزانية العمومية للدولة أو تمويل مشاريع عامة.
  - **مؤسسات وهيئات ذات أهداف غير ربحية:** وهي المؤسسات التي تقدم خدمات ونشاطات ثقافية، رياضية واجتماعية، بهدف تحقيق المنفعة العامة، حيث تستطيع أن توظف ما لديها من فوائض مالية واستثمارها في سوق الأوراق المالية.

### الفرع الثالث: الوسطاء الماليون

- يلعب التنظيم والتحكم في إدارة أسواق الأوراق المالية دورا رئيسيا ومهما في نجاح وتوسع البورصات العالمية بصفة خاصة والأسواق المالية العالمية بصفة عامة، إذ يقوم الوسطاء بتنشيط البورصة بملاقة البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم<sup>2</sup>.
- ولكي تؤدي سوق الأوراق المالية دورها بصورة سليمة فلا بد من توافر الوسطاء الماليين الذين يعملون على التقريب والتوسط بين مجموعة المدخرين ومجموعة المقترضين، ويعرف هذا الأسلوب في التمويل بالتمويل غير المباشر، حيث يحصل الوسطاء الماليين على الأموال عن طريق اصدار مطالبات مالية تمثل التزاما عليهم في مواجهة المدخرين ثم يقوموا باستثمار تلك الأموال في شكل قروض أو أوراق مالية، وهم في آدائهم لتلك الوظيفة فإنهم يلعبون دورا أساسيا في تحويل الأصول المالية بالنسبة لقطاع معين من المدخرين إلى أصول مالية أخرى بمثابة التزام عليهم تكون أكثر تفضيلا لدى المدخرين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 28 .

<sup>2</sup> جبار محفوظ، مرجع السابق، ص: 4 ، 5.

<sup>3</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 43 .

إن الوسيط المالي هو الشخص المرخص بموجب قانون السوق المالي وأنظمتها وتعليماته، ويقوم بأعمال محددة تهيؤه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته سواء المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية أو تقديم النصيحة والمشورة للمتعاملين، تسيير المحافظ المالية للمتعاملين<sup>1</sup>. ويلجأ المتعاملون إلى الوسيط للحد من تكاليف المعلومات والصفقات التي تهم المستثمر نظراً لخبرته الكبيرة وتخصصه، كما أن جمع عدد كبير من الصفقات لكي تنفذ من خلال وسيط واحد هذا سوف يقلل من تكاليفها، إذا ما نفذت منفردة.

والوسيط المالي قد يكون فرداً أو مؤسسة، وهو الشخص الذي يقوم بحكم مهنته العادية سواء لحسابه أو لحساب زبائنه بعمليات مالية تتناول مختلف الأدوات المالية أو القيم المنقولة المطروحة للتداول، كما يشمل عمله القيام بالعمليات المتعلقة بإدارة المحافظ المالية وسائر القيم المنقولة وفقاً للقوانين والأنظمة، كما وحددت معظم القوانين المتعلقة بالوساطة خصائص معينة يقتضي توافرها في الوسيط ويمكن تلخيصها على الشكل التالي:<sup>2</sup>

- الأمانة المالية.
  - السمعة الطيبة والإخلاص.
  - أن يكون سجله خالياً من أحكام الجناية والجنحة.
  - أن يخضع لاختبار أو لامتحان جدارة تحدده هيئة مختصة.
- ويتعين على العميل الذي يلجأ إلى أعمال الوساطة سواء كانت من قبل أفراد أو مؤسسات أن يحدد طبيعة العمليات المالية التي يطلب من الوسيط إعانتها عليها، فإما يريد أن ينفذ له أوامره المتعلقة ببيع الأوراق المالية أو شراءها دون التدخل في طبيعة هذه الأوامر ونوعية وكمية الأوراق محل التعاقد، وعليه السهر على اتمام الصفقة بشكل نهائي. أو يطلب منه النصيحة والمشورة حول الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها وحول الجهات المصدرة لها، ويقدم له النصيحة حول شراء نوع من الأوراق المالية في وقت معين دون الآخر أو بيعها والتخلي عنها في وقت دون الآخر نظراً لعلمه بأحوال السوق، كما يولي العميل مهمة إدارة محفظة أوراق المالية وتسييرها بالتصرف بالبيع والشراء للوسيط.<sup>3</sup>

وهناك مجموعة من الأسباب التي تجعل العميل المستثمر يلجأ إلى دور الوساطة وتستلزم تدخل الوسيط في اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية، ومن بين هذه الأسباب نذكر:

- **تكلفة المعلومات:** إن شراء أسهم وسندات مؤسسة أو هيئة معينة يتطلب معلومات خاصة بالوضع المالي للمؤسسة أو الهيئة، سمعتها وقدرتها على التسديد وكذا المشروع الذي جمعت الأموال

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 41.

<sup>2</sup> ناجي جمال، مرجع سابق، ص: 140، 141.

<sup>3</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 10، 11.

لتمويله، وعادة ما يكون المستثمر بعيدا عن بعض المحالات الضرورية لمعرفة ذلك مثل التحليل المالي وغيره من التقنيات التي يتخصص فيها الوسطاء ويوفرها للمستثمرين بأسعار أقل مما لو بحث عنها بمفرده فدور الوساطة وموظفوها يمتازون بمعرفتهم الجيدة وتخصصهم في هذه المجالات.

- **تكلفة المعاملات " الصفقات "**: إذ نجد أن المستثمر في البورصة والذي يتوفر على مبالغ محدودة، يدفع نسبة عالية من المصاريف الخاصة بهذا النوع من الصفقات، وعليه فإن الوسطاء يجمعون الكثير من الصفقات ويدفعون عنها مصاريف بصورة مشتركة، مما يخفض من تكلفة الصفقة الواحدة وهذا ما يشجع المستثمر على اللجوء الى الوسطاء.

- **عجز المستثمر على شراء ورقة مالية** عندما يكون سعرها مرتفعا جدا، يعرف هذا المبدأ بوحودية أو عدم انقسام أو اشتقاق الأوراق المالية، فعندما يعجز المستثمر على شراء الأوراق المالية يرغب الاستثمار فيها، يلجأ للوسطاء الذين لهم الحق في اصدار أوراق مالية " غير مباشرة " بقيمة اسمية منخفضة بيعها للمستثمرين، بذلك يمكن لهؤلاء المستثمرين شراء جزء من الورقة الأصلية التي يودون اضافتها لمحفظتهم بغرض التنويع أو تحقيق الأرباح أو تخفيض المخاطر.

- **التخصص**: إذ أن المستثمر قد يحتاج إلى تقنية أو معارف عالية في تنفيذ بعض الصفقات والعقود، وهذا ما يوفر بعض الوسطاء نظرا لتخصصهم الدقيق في نوع معين من العمليات المالية مما يجعل المستثمرين يلجأون اليهم للاستفادة من تلك الخبرات، كما قد يتخصص الوسيط في التعامل في ورقة مالية معينة عندها يعرف هذا النوع من الوسطاء بالمتخصصين.



## خلاصة الفصل:

مما لا شك فيه أن المستقبل الاقتصادي لأي دولة مرهون بعمل ونشاط الأسواق المالية فيها، فقد برزت في العصر الحديث أهمية هذه الأسواق كأداة من الأدوات المالية الهامة في تحقيق المصالح الاقتصادية وتوفير احتياجات المشاريع التنموية والاستثمارات خاصة في ظل ما فرضته متطلبات العولمة المالية والنظام الدولي الجديد من ترابط وتحديث في الهياكل والأدوات، إذ باتت أسواق الأوراق المالية أحد المحاور التي تعكس حقيقة الوضعية الاقتصادية للدولة .

وما يمكن استنتاجه من خلال عرض ومناقشة هذا الفصل هو:

- تعتبر سوق الأوراق المالية جزءاً هاماً من مكونات سوق رأس المال والذي يهتم بالتمويل طويل الأجل، حيث تمثل موقعا لشراء وبيع الأوراق المالية وأصبحت تحتل مكانة كبيرة فهي تربط وحدات العجز بوحدة الفائض المالي في الاقتصاد المعني بطريقة مباشرة، وهذا ما يفسر تراجع الاعتماد على الوساطة المالية من خلال عمل السوق النقدية.

- إن السوق الثانوية أو سوق التداول هي الموقع الحقيقي لسوق الأوراق المالية - بورصة الأوراق المالية - وتأخذ الشكل المنظم لها، فتمتع بمجموعة من القواعد والآليات والإجراءات عالية الدقة والتطور، وتسهر على تطبيقها هيئات ولجان مختصة، كما أن تنوع المتدخلين والمتعاملين فيها زاد من أهميتها الاقتصادية، فضلا عن توافر تقنيات ووسائل للتسعير بما يخدم المستثمرين.

- إن إقامة سوق للأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير وإنشاء عدد من المتطلبات والشروط التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق، كما أن وجود سوق فعال للأوراق المالية مرهون بتوافر هذه الشروط والوسائل.

- مع ظهور التغيرات المتسارعة التي شهدتها الساحة الاقتصادية الدولية بدأت تظهر العديد من المستجدات الجديدة التي مست الأوراق المالية وهياكل الأسواق وذلك بظهور العديد من أدوات المالية المستحدثة في التعامل وخلق العديد من الأسواق الجديدة توسيعاً للنشاط المالي مثل الأسواق الثالثة والرابعة، إضافة إلى ظهور أنواع مختلفة من المشاركين والمتدخلين في السوق.

- يلعب التنظيم والتحكم في أسواق الأوراق المالية وإدارتها دوراً محورياً في نجاح العمليات المنعقدة فيها وتوسع نشاطها وزيادة كفاءتها، فعملية التنظيم تساعد إلى حد كبير في تحديد وتطبيق نظام السوق وكيفية التعامل فيها، إضافة إلى تحديد حقوق وواجبات المتعاملين في السوق، وكذا المراقبة والإشراف على الأطراف والهيئات المتدخلة فيه.

- يلجأ العميل إلى أعمال الوساطة ودور الوسيط في العمليات التي يقوم بها في سوق الأوراق المالية، إذ يتعين على العميل المستثمر أن يحدد طبيعة العمليات المالية التي يطلب من الوسيط اعانته عليها كتنفيذ أوامر متعلقة ببيع أو شراء أوراق المالية إضافة إلى تبيان نوعية وكمية الأوراق محل التعاقد، أو يطلب منه النصح والمشورة حول الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها والجهات المصدرة لها، وتنفيذه لعمليات البيع والشراء في وقت معين دون الآخر نظرا لعلمه بأحوال السوق، كما يولي العميل مهمة إدارة محفظة أوراق المالية وتسييرها بالتصرف بالبيع والشراء للوسيط .
- تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل تحديدا من أهم وسائل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي تمثل السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في هذه الأسواق، كما تعد مصدرا من مصادر التمويل طويل الأجل الذي تلجأ إليه الأطراف المقترضة، فتنوع هذه الأوراق من حيث طبيعتها بين أدوات الملكية " الأسهم العادية والأسهم الممتازة " وأدوات الدين التي تتشكل أساسا في السندات.

## الفصل الثاني:

أسواق الأوراق المالية: مؤشرات، كفاءتها ومظاهر التجديد فيها

---

## تمهيد:

شهدت أسواق الأوراق المالية العديد من التطورات والابداعات، والتي استندت معها تطوير وتنوعا متزايدا من حيث التنظيمات، الوظائف، الأدوات والمجالات، في الوقت التي تزايدت فيه الأهمية الاقتصادية لهذه الأسواق خاصة في تعبئة المدخرات والموارد المالية، كما ساهمت هذه التطورات في جذب عدد كبير من المتعاملين والمستثمرين مما أدى إلى تراكم الخبرة والممارسة للعمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية، على غرار الدور التقليدي الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية، فغدت هذه الأسواق مكان جذب كبير للفوائض والموارد المالية، إذن فكل المعاملات التي تتم فيها تنتم بنوع من الحساسية اتجاه المعلومات والبيانات الخاصة بأدوات الاستثمار، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية حول السوق وحول الجهات المصدرة للأوراق المالية وعن الأوراق المالية ذاتها، وذلك لتمكين المستثمرين من ترشيد قراراتهم وتوجيه استثماراتهم في السوق، إذ يوفر هذا الأخير كل المعلومات التي من شأنها التأثير على قيمة الأوراق المالية وانعكاسها في سعرها، فقيمة الأوراق المالية المحددة بناء على المعلومات المتوفرة عنها تعبر عن القيمة الحقيقية لها، كما يعتمد المستثمرون في أسواق الأوراق المالية على مجموعة من المؤشرات البورصية التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق كما تقدم تقرير عن أداء السوق بشكل عام ومستوى تطوره.

كما أثرت التغيرات والتطورات العالمية السريعة والمتلاحقة في النظام المالي والتي نتجت بفعل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية أثرت على هيكل أسواق الأوراق المالية والمعاملات التي تتم من خلالها، فعملت على إزالة الفوارق بين الأدوات المالية التقليدية المتداولة في عمليات الاستثمار المالي، وسعيا منها لتجديد ملامح الصناعة المالية العالمية ساهمت هذه التطورات في خلق العديد من الأوراق المالية الجديدة وذلك في إطار عمليات التجديد على مستوى أسواق الأوراق المالية والتي مست العديد من الجوانب فيها سواء في آليات وطرق التعامل أو في منتجاتها حيث ظهرت " المشتقات المالية"، كذلك نتج ما يسمى بالعولمة التي حولت الاقتصاد العالمي إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف، فلم تعد هذه الأخيرة خيارا بقدر ما أصبحت تيارا جديدا يدعو إلى تبني أفكار الانفتاح والمنافسة الحرة والتحول نحو اقتصاد السوق، فتكون الأسواق المالية العالمية أكثر تحررا واندماجا مع بعضها البعض وهذا استجابة للتغيرات المعاصرة.

ومع تطور الحاجات التمويلية وزيادة تبادل وتداول رؤوس الأموال على الصعيدين المحلي والدولي، واتساع أسواق الأوراق المالية وزيادة حجم الصفقات والمعاملات وتطور الأدوات والآليات، كل هذه التغيرات صاحبت معها زيادة في حجم المخاطرة التي تواجه المستثمرين والتقلبات في عوائد وأسعار الأدوات المالية المتداولة، الأمر الذي أدى الى البحث عن طرق للتحوط وذلك من خلال التنوع في الأدوات المكونة لمحفظه الأوراق المالية ودخول المشتقات المالية كأدوات للحيطه وتشجيع المستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها والتعامل بها.

وللتوضيح أكثر ولدراسة ومناقشة عناصر الفصل، فقد قسمنا هذا الفصل إلى:

- المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية والمؤشرات المستخدمة فيها.
- المبحث الثاني: مظاهر التجديد في أسواق الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية.

### المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية والمؤشرات المستخدمة فيها

يحتاج المتعاملون والمستثمرون في سوق الأوراق المالية لصنع قراراتهم الاستثمارية سواء بالبيع أو الشراء أو التأجيل فيما يخص الأصول المالية المتداولة بكافة أنواعها إلى سوق يتميز بالكفاءة حتى يتمكن المستثمرون من التخصيص الكفء للموارد المالية الفائضة والمستثمرة لديهم، وكذا تحقيق العوائد المنتظرة من هذه العملية، كما أن قياس مدى كفاءة الأسواق المالية وأداء قطاعات اقتصادية معينة يركز على مجموعة من المؤشرات والمقاييس المستخدمة خصيصاً لهذا الغرض، حيث اكتسبت هذه المؤشرات أهمية كبيرة في الوقت الذي تزايدت فيه سرعة ودقة وعالمية المعاملات المالية، فضلاً على أنها تساعد في التنبؤ بالحالة الاقتصادية والمالية مستقبلاً، ولهذا الغرض قد تم تخصيص هذا المبحث للتعرف على كفاءة سوق الأوراق المالية بأشكالها المختلفة والمؤشرات المستخدمة في هذه الأسواق وأنواعها وكيفية بنائها واستخداماتها.

### المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

تتناول الدراسة في هذا المطلب عنصر كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يتم التعرض إلى مفهوم الكفاءة من خلال تعريفها والمتطلبات الأساسية لتحقيقها والوصول إلى سوق للأوراق المالية كفاء.

### الفرع الأول: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية

يمثل المحتوى التجريبي لفرضية السوق الكفاء معالجة لدور المعلومات في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، فهي ترى بأن جميع المعلومات المتاحة في السوق من قيم الأسهم والسندات وأسعار الأصول المالية الأخرى، تعد أساساً في تقويم (تسعير) هذه الأصول عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، لذلك فإن السوق الكفاء هي التي لا تستبعد أو تتجاوز معلومات متوفرة.<sup>1</sup>

### أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية الكفاء

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم.<sup>2</sup>

وعليه يمكن القول أن فرضية الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتوقع أن تستجيب أسعار الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها لكل معلومة جديدة تتاح في السوق، وبما أن المعلومات المتاحة تكون مستقلة عن بعضها البعض وترد إلى السوق بصفة عشوائية وفي أي وقت، فإن التغير

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 276.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 24.

في أسعار الأصول المالية بالتبعية يكون هو كذلك بطريقة عشوائية، إذ تكون حركة أسعار هذه الأصول تتجه نحو الأعلى إذا كانت المعلومات المتاحة معلومات جيدة وسارة، أما إذا كانت المعلومات غير سارة فإن حركة الأسعار سوف تتجه هبوطاً نحو الأسفل، وبما أن السوق في حالة توازن ومنافسة شديدة فإن جميع المعلومات متاحة ومتوفرة لجميع المستثمرين، بحيث تمكنهم من تكوين أفضل محفظة للأوراق المالية، ولا يتمكن أي من المستثمرين في ظل توافر هذه المعلومات من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة معرفته بها على حساب المستثمرين الآخرين.

إذن فسوق الأوراق المالية الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر عنصر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية.<sup>1</sup>

وإذا حدث وانعكست جميع المعلومات المتاحة على أسعار الأسهم فإن السوق تتصف بالكفاءة وتكون القيمة السوقية للأسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً القيمة الحقيقية لها، ويعبر عن هذا السعر بسعر التوازن.

## 2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

يتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، ففي ظل السوق الحرة التنافسية فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، وأن تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة، ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق يجب توافر<sup>2</sup>:

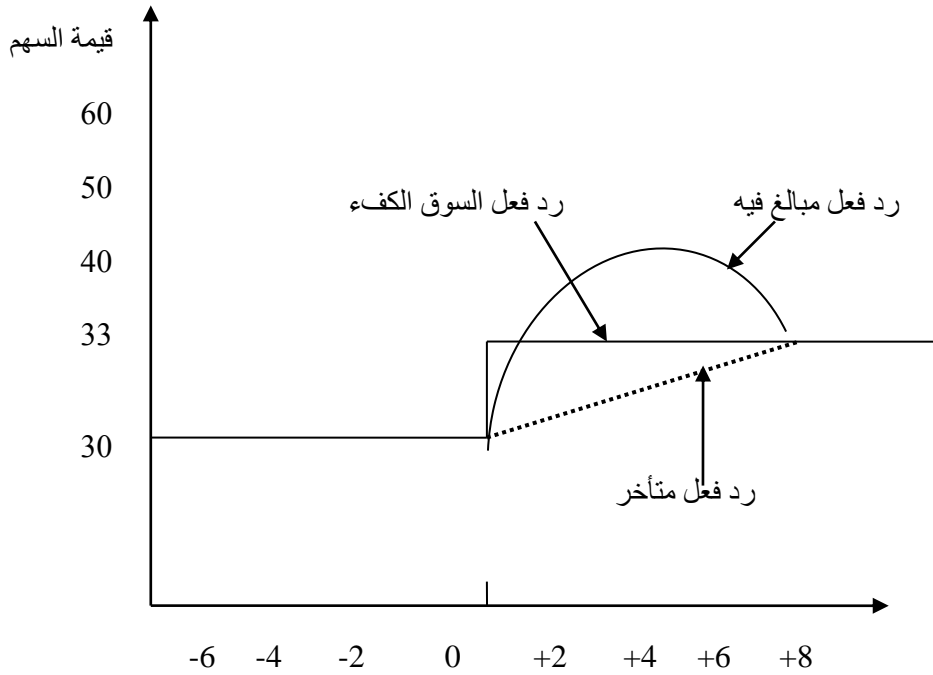
- تماثل المعلومات بين جميع المتعاملين وبدون تكلفة.
  - لا توجد أي قيود على التعامل مثل ضرائب تكاليف التعامل.
  - هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق.
  - يتصف المستثمرين بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.
- والكفاءة الكاملة تتحقق في السوق التي ينعقد فيها الفاصل الزمني بين تلقي معلومات جديدة من جهة والاستجابة الفورية بالتغيير في أسعار الأسهم المتداولة فيها من جهة أخرى، وفي ظل المنافسة الكاملة بين المستثمرين لن يتمكن أحد منهم من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين والاستفادة من فروق الأسعار قبل وبعد تلقي المعلومات الجديدة.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 101 .

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 56.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق من المفروض أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إليها وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها واستجابة أسعار الأوراق المالية لآثار تلك المعلومات، مما يعني بقاء القيمة السوقية للسهم أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت. لأنه في الواقع العملي تتواجد تكاليف معاملات وتوجد ضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار الأخرى، وبالتالي لن يستطيع أي من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية في المدى الطويل.

الشكل رقم ( 04 ): التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 137 .

ويعكس الشكل السابق مفهوم الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة حيث يمكن أن نتصور طريقة استجابة " أو حركة " أسعار الأسهم في السوق نتيجة وصول معلومات جديدة خاصة بالشركة صاحبة السهم أو خاصة بالسهم ذاته سواء هذه المعلومات جيدة أو غير جيدة ويوضح هذا الشكل أنه في اليوم الذي تصل فيه المعلومة إلى السوق سوف نلاحظ زيادة مباشرة في سعر السهم ليصل إلى 33 وحدة نقدية في نفس اليوم - بينما كان 30 وحدة نقدية - إذا كان سوق كفاء بالكامل، أما إذا كان السوق يتصف بالكفاءة الاقتصادية فإن وصول المعلومات إلى السوق سوف يحتاج إلى بعض الوقت لتحليلها وتفسيرها إذ يتضح هناك ارتفاع بطيء في سعر السهم استجابة إلى هذه المعلومات، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وتحليلها إلى أن يحدث ارتفاع في سعر السهم وبذلك تكون قيمة السهم السوقية أقل من قيمته الحقيقية، ومن هنا تحصل مجموعة من القرارات الاستثمارية المتعلقة



بالسهم مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذا السهم فترتفع أسعاره إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية والمحددة بـ 33 وحدة نقدية كما هو مبين في الشكل.

### ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تضمن السوق الكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بشكل كفاء مما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ويكون ذلك بتوافر سمتين أساسيتين هما<sup>1</sup>:

1- **كفاءة التسعير:** كما يطلق عليها الكفاءة الخارجية ويقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق - دون فاصل زمني كبير - وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، أي أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

2- **كفاءة التشغيل:** أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، ودون أن ينكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح لتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيها. وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

إضافة إلى وجود الخاصيتين السابقتين لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية يتعين أن تتوفر وتنعكس المعلومات بطريقة غير متحيزة لجميع المتعاملين في السوق.<sup>2</sup>

3- **الكفاءة التخصيصة:**<sup>3</sup> تتحقق الكفاءة التخصيصة في السوق عندما يتم توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بالمراكز الائتمانية القوية قبل غيرها من الوحدات الاقتصادية، ولا شك أن المراكز الائتمانية القوية التي تتمتع بها بعض الوحدات الاقتصادية قد تحققت على مدى فترة زمنية طويلة من خلال كفاءة تلك الوحدات في توظيف الموارد الاقتصادية المتاحة لديها، ويؤدي حصول تلك الوحدات على الأموال في الأسواق المالية قبل غيرها من الوحدات إلى توجيه تلك الموارد في المشروعات الاقتصادية التي تحقق المزيد من المنافع الاقتصادية للدولة، مثل القيام بسداد الضرائب التي تستحق على أرباح تلك الأنشطة، ويؤدي ذلك في النهاية إلى توظيف الموارد الاقتصادية للدولة في الأنشطة الاقتصادية التي تعود بالمنافع المختلفة على أفراد المجتمع.

<sup>1</sup> ناجي جمال، مرجع السابق، ص: 39.

<sup>2</sup> الأسواق المالية، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf> . 21/ 4/2017.

<sup>3</sup> حوحو فطوم، مرجع سابق، ص: 60.

## الفرع الثاني: الصيغ المختلفة للسوق الكفاء

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات وذلك بناء على نوع المعلومة وتأثيرها في سعر السهم، وهي<sup>1</sup>:

**أولاً: الكفاءة عند المستوى الضعيف:** يكون سوق رأس المال عند هذا المستوى إذا انعكست كافة المعلومات التاريخية في سعر السهم، وبالتالي فإن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل بناء على معلومات تاريخية وخريطة سير السهم في الماضي مسألة عديمة الجدوى، ويعرف مفهوم الكفاءة عند المستوى الضعيف بنظرية السير العشوائي للأسعار، ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي.

**ثانياً: الكفاءة عند المستوى شبه القوي " المتوسط":** ويكون سوق رأس المال كفوفاً عند هذا المستوى إذا انعكست جميع المعلومات العامة والمعلنة بالإضافة إلى المعلومات التاريخية في سعر السهم والمقصود بالمعلومات العامة والمعلنة كافة المعلومات المنشورة سواء تمثلت بالقوائم المالية التي تنشرها الشركة أو المعلومات التي تنشرها الدولة والتي تتعلق بالظروف والأوضاع الاقتصادية أو ظروف الصناعة أو أي معلومات أخرى متاحة للجمهور. وفي ظل هذا المستوى من الكفاءة يتوقع أن يستجيب السهم لتلك المعلومات مما ينعكس على سعره، وإذا كان الأمر كذلك فإنه في ظل هذا النوع من الكفاءة لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين حتى لو قام بتحليل تلك المعلومات لأن السهم قد تأثر بهذه المعلومات ويصبح التحليل لا قيمة نقدية له.

**ثالثاً: الكفاءة عند المستوى القوي:** يكون سوق رأس المال كفوفاً عند هذا المستوى إذا انعكست جميع المعلومات ( معلومات تاريخية، معلومات معلنة ومتاحة، والمعلومات الداخلية أو السرية) في سعر السهم، ويلاحظ في هذا المستوى من الكفاءة أن المعلومات الداخلية ستؤثر على سعر السهم، أي أن المستثمر حتى لو وصل هذا النوع من المعلومات فلن يستطيع استثمارها لتحقيق أرباح غير عادية. ويظهر الجدول الموضح أدناه تباين الكفاءة واختلافها مستوياتها في سوق الأوراق المالية باختلاف المعلومات المتاحة والمتوفرة في السوق، بحيث تفضي المعلومات التاريخية والسابقة التي طرأت على السهم من شأنها أن تؤثر على سعره وبالتالي على قرار الاستثمار فيه، كذلك كما هو الحال في الصيغتين المتوسطة والقوية.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012، ص ص: 103، 104.

## جدول رقم (03) : أنواع صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

أنواع صيغ الكفاءة	انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية	
1	الصيغة الضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية
2	الصيغة متوسطة القوة	جميع المعلومات متاحة
3	الصيغة القوية	جميع المعلومات العامة والخاصة

المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 45.

## الفرع الثالث: المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية\* وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس العناصر الآتية:

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

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

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة، ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل المعلومات الإستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة.<sup>1</sup>

تمثل المعلومات عصب التعامل في سوق الأوراق المالية ولا يمكن للمستثمر اصدار القرار السليم في غياب المعلومات السليمة عن الأوضاع والظروف المختلفة. أما المعلومات الملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي قد تكون وصفية وتتمثل في الحقائق التاريخية وسلوكها الاقتصادي الحالي، والأدوات الاستثمارية المتاحة التي يعتمد عليها للتنبؤ في المستقبل وقد تكون تحليلية تتمثل في البيانات والمعلومات الموضوعية المبنية على أسس علمية والتي يتمكن المستثمر بالاعتماد عليها في بناء توقعات رشيدة فيما يخص عوائد ومخاطر الاستثمارات الحالية والمستقبلية

\* يمكن تعريف نظام المعلومات: على أنه "مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكفاً القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين"

<sup>1</sup> مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية " دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، 2010/2009، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، ص: 183.

التي تنوي الدخول فيها والتعامل معها...، وعلى هذا الأساس يمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر إلى أنواع وفقا للمعايير التالية:<sup>1</sup>

- **من حيث توقيتها:** فهناك المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأوراق، وهي على الأغلب تخص فترات سابقة وتكون متاحة للمستثمرين جميعا، وهناك المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم، والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأسهم لكنها تخص الفترة الحالية ولم يسبق وأن تم الإفصاح عنها، وتكون أيضا متاحة لجميع المستثمرين، بالإضافة للمعلومات المستقبلية التي تتمثل في ما يتم الإطلاع عليه في الشركة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز أو درجة القرابة أو النفوذ أو المصلحة أو ما شابه ذلك من خلال المعرفة المسبقة بالسياسات والخطط والبرامج المستقبلية.
  - **من حيث طبيعتها:** فهناك المعلومات الاقتصادية والاجتماعية والتي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية والبيئية المحيطة بالاستثمار بشكل عام والمعلومات القطاعية التي تتمثل في الأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص والمعلومات التفصيلية والتي تتمثل في أسعار وأرباح وتوزيعات وحجم البيع وكمية التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديدا.
- ويوضح الجدول الموالي الخصائص التي يجب توافرها في المعلومات والتي تندرج تحت ثلاثة أبعاد وهي خصائص التوقيت وخصائص المحتوى وخصائص الهيكل أو الشكل.

#### جدول رقم (04): خصائص المعلومات

خصائص التوقيت	خصائص المحتوى	خصائص الهيكل " الشكل "
- ملائمة الوقت	- الاتصال بالموضوع	درجة التفصيل
- الحدثة	الملائمة	أسلوب العرض
- معدل توفير المعلومات	الاكتمال	الوضوح
الفترة الزمنية التي تغطيها المعلومات	النظافة	الترتيب
	الدقة	الوسائط

المصدر: بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية " دراسة قياسية"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2012/2013، ص: 88.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 61 ، 63 .

كما أن إدراك وتفهم مصادر المعلومات يعتبر عنصرا أساسيا حتى يمكن للمدراء التعايش مع مختلف هذه المعلومات وعموما مصادر المعلومة تتمثل في مصدرين بالنسبة للمؤسسة وهما<sup>1</sup> :

#### ■ المصادر داخلية للمعلومات:

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

#### ■ المصادر الخارجية للمعلومات:

وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال:

- عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة: وهي عملية متكررة وضرورية مثل المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسة من مكاتب البحوث والدراسات...إلخ.
- النشرات: وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الاشتراك في مجلات أو جرائد متخصصة.

وبالتالي فعدم إلمام أحد الأطراف في الصفقة بالمعلومات الكافية من شأنه أن يؤثر على قراره فيما يخص بيع أو شراء الأوراق المالية، ويحدث هذا كذلك عندما يمتلك المقترض النهائي ( بائع الأوراق المالية) معلومات لا يمتلكها أو لم توصل للمقرض النهائي ( مشتري الأوراق المالية ).<sup>2</sup> وتوجد مجموعة من النقاط المهمة التي يجب التركيز عليها عند الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية التي تخص الشركة المصدرة للأوراق المالية، وهذه النقاط نذكرها فيما يلي<sup>3</sup>:

- كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق بها أحيانا أضرار من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، والتوقيت والموضوعية...إلخ.
- زمن الإفصاح عن المعلومات: حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قراراتهم، لذا من الأفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق ، ص: 86.

<sup>2</sup> Robert FERRANDIER, Vincent Koen, Marchés de Capitaux et Techniques Financières, édition ECONOMICA, paris, 4<sup>em</sup> édition, 1997, P 24.

<sup>3</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص: 184.

سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على التنبؤات وقرارات المستثمرين.

- **كيفية الإفصاح عن المعلومات:** توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية " كقائمة الدخل وقائمة المركز المالي... الخ"، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي وأن تكون الوحدات النقدية في الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

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

### المطلب الثاني: المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية

يعتبر المؤشر مرجع للمعلومات المهمة التي يحتاجها المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، فقيم المؤشر هي قيم تعبر عن تحركات واتجاهات في حركة السوق بصفة عامة أو قطاع معين أو مؤسسة معينة، ويكون ذلك من خلال ملاحظة حجم النشاط والتداول على مجموعة من الأسهم وكذلك العوائد المحققة منها.

#### الفرع الأول: مفهوم المؤشرات في أسواق الأوراق المالية وأنواعها

سوف نتناول في هذا الجزء تعريف المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وأنواعها المختلفة والتي تعتبر مقياس لدرجة تطور ونمو أسواق الأوراق المالية.

#### أولاً: تعريف المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

تعد مؤشرات الأسهم من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر في تقييم حالة السوق من أجل الحصول على فهم متكامل لصحة السوق ومستوى أدائه الكلي.<sup>1</sup>

يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 106.

والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال وبشكل رئيسي سوق الأسهم سواء كانت منظمة أو غير منظمة.<sup>1</sup>

وقد ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير، والفرض الأساسي لتلك المؤشرات يقوم على تقديم مؤشرات يمكن استخدامها في التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته بين حالتي الصعود والهبوط، وقد انعكس ذلك على حجم عينة الأسهم التي تشملها تلك المؤشرات وطريقة الترجيح لأسهم العينة وكيفية حساب المتوسطات...، هذا وقد شهدت مؤشرات البورصات العالمية رواجاً هائلاً ليس بين المتعاملين في بورصات الأوراق المالية فقط بل بين الناس بصفة عامة والذين يرون فيها مؤشر للحالة الاقتصادية العامة، ويتم نشر هذه المؤشرات بصفة منتظمة في كافة الجرائد والمجلات الاقتصادية وعلى الصفحات الاقتصادية الخاصة بالجرائد اليومية في كافة أنحاء العالم وقد حظي العديد من المؤشرات بالانتشار عالمياً.<sup>2</sup>

المؤشرات في البورصة تقيس كفاءة مختلف أجزاء السوق، فهي تحتوي على قيم اقتصادية هامة تسمح للمستثمرين التحديد بدقة لنتائجهم في أي وضعية سواء كانت بيع أو شراء.<sup>3</sup> وفي هذا الإطار تعددت تعاريف المؤشرات البورصية ومن أهمها نذكر ما يلي:

يمكن تعريف المؤشر بأنه قيمة رقمية تقيس التغيرات في السوق المالية، فهو يقيس الارتفاع والانخفاض في أسعار الأسهم عاكساً سعر السوق واتجاهه.<sup>4</sup>

المؤشر هو " أداة لتحديد اتجاه التغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الإتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية.<sup>5</sup>

يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية قيمة المحفظة في كل لحظة وتطورها ويسمح بتقدير مردود هذه المحفظة بين تاريخين وهو يعكس قيمة محفظة تحتوي على عدد N من الأصول وبالتالي فهو يتميز بهذا العدد من الأصول يسمى محيط، وهو يؤدي ثلاث أدوار وهي<sup>6</sup>:

- يمثل تطور مجموعة من قيم البورصة مما يسمح بقياس فعالية أي سوق ومقارنته بأسواق مختلفة من حيث الفعالية.

- يمثل معيار لتقدير كفاءة المستثمرين والمسيرين وأدوات التسيير.

- تكوين حامل المنتجات المشتقة " العقود الآجلة، المبادلات والخيارات".

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 298.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 244، 245.

<sup>3</sup> Robert FERRANDIER, Vincent Koen, op cit, p: 249.

<sup>4</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 106.

<sup>5</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 244.

<sup>6</sup> Roland portait, Patrice poncet, op cit, P : 273.

ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في الأوراق المالية - الأسهم - والتي تعد من المعلومات الهامة والمفيدة التي يحتاجها المستثمرون في هذه السوق، إذ تتيح لهم تحديد قرار الاستثمار في ورقة مالية دون غيرها أو في قطاع دون غيره.

### ثانياً: أنواع المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

تصنف المؤشرات إلى عدة أنواع وذلك حسب معايير مختلفة، ومن أهمها :

1- **حسب اختيار حجم العينة:** ونقصد بحجم العينة ما إذا كانت هذه العينة مكونة من الأوراق المالية وتشمل جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق، " وهذه المؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة ( DJTA ) \* ومؤشر ستاندر أند بورز S&P ومؤشرات قطاعية والتي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، ومؤشر ستاندر أند بورز لصناعة الخدمات العامة" <sup>1</sup>.

2- **حسب طريقة الحساب:** <sup>2</sup> وتوجد طريقتين للحساب باستعمال المتوسط الحسابي " أو الأرقام القياسية"، ويسمى ذلك بمؤشر المتوسط الحسابي وباستعمال المتوسط الهندسي ويسمى بمؤشر المتوسط الهندسي.

ويعطى القانون العام للمتوسط الحسابي على النحو التالي:

$$I(t) = \left( \frac{\sum c_i(t)}{\sum c_i(0)} \right) \times B$$

حيث:

**B** : المؤشر في سنة الأساس ( 100 أو 1000 ... ) .

**c<sub>i</sub> (t)** : الرسملة البورصية للورقة **i** محسوبة في الزمن **t** .

**c<sub>i</sub> (0)** : الرسملة البورصية للورقة **i** محسوبة في الزمن **t = 0** .

أما المتوسط الهندسي فهناك بعض المؤشرات التي يتم حسابها باستعماله ويعطى بالصيغة التالية:

$$I(t) = \Pi (V_i(t) / V_i(0))^{1/n} \times B$$

حيث:

**n** : عدد الشركات الممثلة للعينة.

**(V<sub>i</sub> (t))** : قيمة الورقة **i** في الزمن **t** .

**V<sub>i</sub> (0)** : قيمة الورقة **i** في الزمن **0** .

\* DJTA : Dow Jones Industrial Average.

<sup>1</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 36.  
<sup>2</sup> بن ثابت علال مرجع سابق، ص: 20، 23.



3- حسب طريقة الترجيح<sup>1</sup> :

- الترجيح على أساس الرسملة البورصية.
- الترجيح على أساس السعر.
- الترجيح المتساوي.

وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة المكونة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من المنشآت المشاركة في السوق، أو من المنشآت المشاركة في قطاع معين، لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:<sup>2</sup>

- حالة سوق الأسهم أجمعها مثل مؤشر داو جونز المتوسط للصناعة، ومؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية ومؤشر سوق عمان المالي وغيرها.
- حالة سوق الأسهم لقطاع معين مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل، ومؤشر ستاندرز آندبورز لصناعة المنافع العامة.
- حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة مثل مؤشر ناسداك الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة.
- حالة سوق الأسهم لإقليم معين وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين، مثل مؤشر صندوق النقد العربي والذي يعكس حالة سوق الأسهم لمجموع الدول العربية المشاركة في قاعدة بياناته.

## الفرع الثاني: كيفية بناء المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

سوف نتناول الجانب التطبيقي من استخدامات المؤشر وهو كيفية بناء وحساب هذه المؤشرات في أسواق الأوراق المالية حيث يمر بالعديد من الخطوات ابتداءً من اختيار العينة ومن ثم تجميع مكوناتها وتحديد طريقة ترجيح مفردات العينة وأخيراً إجراءات الحساب.

إن مجموعة الأسهم التي يدل عليها مؤشر ما هي عادة منتقاة من كامل الأسهم المسجلة في البورصة، حيث يتم اختيارها بطريقة مدروسة وغير عشوائية بحيث يكون المؤشر مدلول ومفيد، إذ يتم اختيار مجموعة من الشركات المعنية في المرحلة الأولى ومن ثم المرحلة الثانية هي كيفية احتساب المؤشر أو سعر المؤشر.<sup>3</sup>

## أولاً: اختيار العينة الملائمة:

تعد نظرية اختيار العينة الأساس الذي يقوم عليه تكوين مؤشر حالة السوق، إذ يصعب ادراج جميع أسهم جميع الشركات بمؤشر واحد، ولكن في الوقت نفسه يعد اختيار العينة الملائمة

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 20.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 298.

<sup>3</sup> ناجي جمال، مرجع سابق، ص: 44.

الممثلة لأسهم منشآت السوق أمرا مهما لسلامة ودقة المؤشر، وسلامة المقارنة التي يجريها المستثمرون لعائد محافظهم وأوراقهم المالية، لذلك فالعينة الملائمة هي تلك التي يمكنها تمثيل حالة السوق وتساعد في تحقيق الاستخدامات المختلفة.<sup>1</sup>

وتعرف العينة بأنها مجموع الأوراق الملائمة المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي:<sup>2</sup>

■ **الحجم:** كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

■ **الاتساع:** يعني أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في السوق، هذا إذا كان المؤشر يقيس حالة السوق ككل، أما إذا كان المؤشر خاص بقطاع معين حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من منشآت المكونة لذلك القطاع.

■ **المصدر:** ويقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه أوراق المالية.

ويتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:<sup>3</sup>

- القيمة السوقية.
- معدل دوران السهم.
- تصنيف الشركات قطاعيا.

#### ثانيا: الأوزان النسبية في بناء المؤشرات

بعد اختيار العينة للمؤشر وفق الشروط الملائمة، لا بد من الانتقال إلى الاجراءات الفنية لتكوين المؤشر ويقف في مقدمتها أسلوب تمثيل في كل ورقة مالية داخل العينة لا سيما وأن القيمة السوقية للورقة تختلف، فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق، وعليه فترجيح أسهم العينة يمثل التحديد النسبي للورقة المالية ضمن مجموعة محفظة المؤشر " العينة"، أي أن الترجيح عبارة عن الوزن النسبي لكل سهم ضمن مجموعة أسهم المؤشر التي تم اختيارها.<sup>4</sup>

وتعرف الأوزان النسبية عند تكوين المؤشر بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاث طرق لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم المختارة والتي يتكون منها المؤشر وهذه الطرق هي كالتالي:

■ **مدخل الأوزان على أساس السعر:** يعد سعر السهم المعبر الرئيسي عن مساهمة المنشأة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى إلى

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 300 .

<sup>2</sup> عصام حسن، مرجع سابق، ص: 41 ، 42 .

<sup>3</sup> ناجي جمال، مرجع سابق، ص: 45 .

<sup>4</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 302 .

مجموع أسعار أسهم المؤشر. وما يعاب على هذا الأسلوب " الترويج بالسعر" بأنه يعكس حقيقة القيمة السوقية للمنشأة " أهمية المنشأة في السوق" <sup>1</sup>.

■ **مدخل الأوزان حسب القيمة**<sup>2</sup>: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمؤسسات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العديدة يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر ومن أهم الأمثلة على المؤشرات التي تتبع هذا المدخل مؤشر ستاندر أند بورز 500. كما يعطى هو الآخر بالعلاقة التالية :

$$\sum P_t Q_t / \sum P_b Q_b = \text{Index } t$$

حيث

Index t : قيمة المؤشر في الفترة t

Pt : افعال اسعار الاسهم في الفترة t

Qt : عدد وحدات الاسهم في الفترة t .

Pb : افعال اسعار الاسهم في يوم الاساس.

Qb : عدد الوحدات الاسهم في قيوم الاساس.

■ **مدخل الأوزان المتساوية لأسهم المؤشر**: "وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر"<sup>3</sup>. " وفي ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوى لكل سهم من أسهم المؤشر...، ويتم حساب الوزن النسبي المتساوي للأسهم من خلال ضرب سعر السهم × معامل الترويج. ويعيب على هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، حيث يقتصر الترويج على سعر السهم، بصرف النظر على عدد الأسهم المتداولة منه بالإضافة إلى تغيير الوزن النسبي للسهم مع تغيير سعر السهم بالبورصة "<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المرجع سابق ص: 303.

<sup>2</sup> السيد متولى عبد القادر، مرجع سابق، ص: 196، 197 .

<sup>3</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 42.

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 249.

المطلب الثالث: أهم المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية والاستخدامات الأساسية لها

#### الفرع الأول: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

يوجد العديد من الاستخدامات التي تهتم المستثمرين وجميع الأطراف والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويأتي ذلك في إطار الأهمية التي تكتسبها هذه المؤشرات البورصية كونها أداة لقياس مدى كفاءة وتطور السوق المالي، بصورة عامة والقطاعات الاقتصادية بصورة خاصة، فضلا عن عكسها لدرجة تطور الاقتصاد، ومن بين هذه الاستخدامات نذكر<sup>1</sup>:

1- إعطاء فكرة عن أداء المحفظة المالية: يعتبر المؤشر انعكاسا لحركة كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق، وعليه يمكن للمستثمر تكوين فكرة عن التغير في عائد محفظة أوراق المالية - إيجابا وسلبا - عند معرفة اتجاه التغير الذي حصل على المؤشر في السوق ذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى. وإذا كانت استثماراته كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين : يستخدم أغلب المدراء والمسيرين لمحافظ الأوراق المالية أساليب في التنوع والتي يكون إلزاما عليهم تحقيق عائد أعلى من متوسط عائد السوق وهو أساسا متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق والذي يعكسه المؤشر.

3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: " إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو التحليل الأساسي\* ، فإنه يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني\* تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما وصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ من التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق"<sup>2</sup>.

4- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات البورصية في قياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية " وهي المخاطر التي يمكن التحكم فيها بواسطة التنوع " وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص: 248.  
\* التحليل الأساسي : ينصرف إلى التحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية السائدة بهدف التعرف على العائد المتوقع للشركة والمخاطر المصاحبة لذلك.  
\* التحليل الفني : ويهتم المحللين هنا بتحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على لورقة المالية وذلك لاكتشاف نمط التغيرات هذه ومن ثم يسمح بتحديد قيمة الأوراق المالية في المستقبل.  
<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 39.

## الفرع الثاني: أهم المؤشرات في أسواق الأوراق المالية الدولية

إن الحديث على المؤشرات يرتبط بالأسواق المالية الدولية ويمكن أن نذكر أهمها في الآتي:

ومن أشهر المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية نذكر:

1- مؤشر داو جونز للصناعة " **Dow Jones Industrial** " <sup>1</sup>: يحتوي هذا المؤشر على 30 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الحسابي الموزون بالسعر، وهذا المؤشر يعتمد على سعر السهم في السوق وأنه يجب وضع أساس للأسعار في اليوم الأول (كيوم عمل) في السوق .

2- مؤشر ستاندر اند بورز " **s & p** ": ويتم ترجيح أسهم هذا المؤشر على أساس القيمة " أي أن المؤشر يأخذ في اعتباره عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى سعر السهم "، كذلك لا يعتبر مؤشر ستاندر اند بورز 500 متوسط بل رقما قياسيا...، حيث يضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية <sup>2</sup>.

5- مؤشرات ناسداك <sup>3</sup>: والتي تتكون أساسا من أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية.

كما تضم سوق لندن " **London Stock exchange** " التي تعد من أكبر الأسواق المالية

الدولية في أوروبا العديد من المؤشرات منها:

6- مجموعة فاينانشل تايمز " **financial times acturies Ft** ": والتي تعتمد على قيم السوق وتضم هذه المجموعة مؤشر FT - 30 ، ومؤشر FT - 100 الذي يحتوى على 100 ورقة مالية، وهو مؤشر يعتمد على مدخل الوزن حسب القيمة في كامل مؤشرات المجموعة.

7- مؤشر نيكاي **Nikei Stock Average** و **Topix**: ويحتوى هذا المؤشر على أسهم الشركات اليابانية والتي يصل عددها إلى حوالي 225 شركة عاملة داخل السوق اليابانية طوكيو التي تأسست عام 1878، كما تعتمد هذه الأخيرة على مؤشر **Tokyo Stock Exchange Price Index** ويقوم على القيم السوقية ويقاس كافة الأسهم المتداولة في أسواق طوكيو أيضا ويبلغ عدد أسهمه 1800 سهم.

8- مؤشر **Cac 40** <sup>4</sup>: يجمع بين 40 أصل من أسهم السوق بنظام شهري مختارة حسب انتماءاتها القطاعية وأهمية رسملتها وتحويلاتهما، ويحسب بصفة مستمرة وينشر كل 30 ثانية خلال ساعات التسعير في السوق.

<sup>1</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص ص: 244، 245.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 260.

<sup>3</sup> Roland portait, Patrice poncet, op cit , P 278.

<sup>4</sup> Robert FERRANDIER, Vincent Koen, op cit, P 249.

9- مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 : تم اطلاق هذا المؤشر الجديد لبورصة عمان في الأردن وهو يحتوى على أكبر عدد من الأسهم حيث تصل عددها إلى 100 سهم مسجلة ببورصة عمان على أساس حجم الأسهم وحركة التداول بالسوق.<sup>1</sup>

10 - مؤشر مورغان ستانلي: تتضمن هذه المؤشرات 3 مؤشرات عالمية و 19 قطرية و 38 مؤشر صناعي عالمي، تتضمن 1375 شركة مدرجة في السوق المالية لـ 19 دولة تشكل مجملها 60 % من القيمة السوقية للأسواق الـ 19، وجميع هذه المؤشرات تعتمد طريقة الوزن حسب القيمة.<sup>2</sup>

### المبحث الثاني: مظاهر التجديد في أسواق الأوراق المالية

تشير التطورات العالمية المعاصرة في الاقتصاد العالمي والتي مست جميع الجوانب الاقتصادية والسياسية والثقافية والتي تهدف إلى تحقيق المزيد من الاندماج والترابط بين مختلف الدول وهذا ما يندرج ضمن ما يسمى بالعولمة التي أوجدت بيئة عمل جديدة وخلقت أوضاعا اقتصادية مغايرة، كما وأفرزت هذه العملية والتي تسمى بعولمة أسواق الأوراق المالية العديد من المظاهر مثل الابتكارات المالية ومظاهر التجديد الأخرى في المجال المالي، والتي تعتبر نتيجة لعمليات ترابط هذه الأسواق والتأثير الكبير الذي أبرزته تكنولوجيا المعلومات. وقد خصص هذا المبحث لدراسة هذه الظاهرة وما حققته من تغيرات في المجال المالي.

#### المطلب الأول: ماهية العولمة المالية

إن العولمة هي ظاهرة لنظام عالمي جديد مست العديد من الجوانب وامتدت آثارها إلى العديد من الدول، حيث أثار مفهوم العولمة جدلا واسعا من حيث مفهومها وأبعادها وآثارها وفيما يلي سوف نتعرف على مفهوم هذه الظاهرة وخاصة مظاهرها المتعلقة بشقها المالي والاقتصادي متدرجين في ذلك بدءا من العولمة الاقتصادية وصولا إلى العولمة المالية.

#### الفرع الأول: مفهوم العولمة الاقتصادية " تعريف العولمة الاقتصادية ومؤسساتها "

نظرا لتشعب وتعدد مجالات العولمة وتماشيا مع موضوعنا فسوف تقتصر دراستنا لهذه الظاهرة على المجال الاقتصادي والمالي لها، فقبل الوصول إلى العولمة المالية يتعين علينا التطرق إلى العولمة الاقتصادية وأنواعها والتي من خلالها يتدرج المفهوم نحو العولمة المالية.

#### أولا : تعريف العولمة الاقتصادية

يظهر مفهوم العولمة من خلال ديناميكية جديدة تبرز داخل العلاقات الدولية عن طريق تحقيق درجة عالية من الكثافة والسرعة في عملية انتشار المعلومات والمكتسبات التقنية والعلمية لهذه الدول.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 200 .

<sup>2</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 118 .

إلا أنه لم تتفق الآراء حول تعريف واحد وشامل لهذه الظاهرة نظرا لتشعب المحتوى الفكري للمفهوم وتباين اتجاهاته الفكرية والانتماءات الايديولوجية وإيمتداده من ناحية مجالات التطبيق للعديد من الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية والمعلوماتية والسياسية، " وإذا أردنا أن نقترّب من صياغة تعريف شامل للعلومة، فلا بد أن نأخذ في الإعتبار ثلاث عمليات تكشف في جوهرها عن تعريف المعلومة: **فالعلمية الأولى** تتعلق بانتشار المعلومات بحيث تصبح متاحة لدى جميع الناس، **والثانية** تتعلق بإزالة الحدود بين الدول، **والعملية الثالثة** هي زيادة معدلات التشابه بين الجماعات والمجتمعات والمؤسسات والدول "1.

تظهر المعلومة الاقتصادية أساسا في نمو وتعميق الاعتماد المتبادل بين الدول والاقتصاديات القومية وفي وحدة الأسواق المالية، وفي تعميق المبادلات التجارية في إطار " نزعت عنه قواعد الحماية التجارية "، بحكم ما نتج من دورة الارجواي للجات، وإنشاء منظمة التجارة العالمية وهذه الأبعاد الاقتصادية تبرز بوجه خاص من خلال عمل التكتلات الاقتصادية العالمية، ونشاط الشركات المتعددة الجنسيات والمؤسسات الدولية الاقتصادية، كالبنك العالمي وصندوق النقد الدولي وكذلك انتشار التجارة الالكترونية<sup>2</sup>.

ويتجسد مفهوم المعلومة الاقتصادية أساسا في نمو وتعميق ظاهرة الاعتماد المتبادل بين الدول والاقتصاديات الوطنية، وفي وحدة الأسواق المالية وإزالة كافة الحدود والعوائق الجمركية والتجارية، ويظهر كذلك من خلال تعزيز المبادلات التجارية وذلك في إطار ما نتج من دورة الارجواي للجات. وفي إطار الاعتماد المتبادل يعرف صندوق النقد الدولي المعلومة الاقتصادية على أنها تمثل زيادة الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول مع تنوع وتكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود، كما أنها تصف العمليات التي من خلالها تؤدي القرارات والأحداث والأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم إلى نتائج مهمة للأفراد والمجتمعات في بقية أجزاء العالم<sup>3</sup>.

إن التعريفين السابقين يشيران إلى تحول العالم إلى مجموعة من العلاقات الاقتصادية المندمجة فيما بينها، والتي تزداد عمقا وتداخلًا بتوحيد النظام الاقتصادي والاجتماعي في العالم كله تقريبا، حيث يتم تبادل الاعتماد بين دول العالم التي تتمتع بالتوافق الاقتصادي فيما بينها والذي يتعلق بكل السلع والخدمات والأسواق المالية ورؤوس الأموال، والخبرة التقنية والفنية وذلك لدفع وزيادة حجم المبادلات التي تتم عبر الحدود من أجل تكريس المعلومة على جميع المستويات والمعاملات.

كما يمكن تعريف المعلومة الاقتصادية من الفكرة الرئيسية للتححر وإزالة القيود والحوجز الدولية على أنها تححر العلاقات الاقتصادية القائمة بين الدول من السياسات والمؤسسات القومية والاتفاقيات

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، المعلومة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2004/2003، ص: 18.

<sup>2</sup> حداد محمد، المعلومة وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية " مع الإشارة إلى حالة الجزائر ومصر " ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير تخصص نفود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص: 56.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، المعلومة الاقتصادية " منظماتها، شركاتها و تدايها "، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر، ص: 18.

المنظمة لها بخضوعها التلقائي لقوى جديدة، أفرزتها التطورات التقنية والاقتصادية، تعيد تشكيلها وتنظيمها وتنشيطها بشكل طبيعي على مستوى العالم بأكمله كوحدة واحدة<sup>1</sup>.

إذن تعني العولمة الاقتصادية بشكل عام اندماج أسواق العالم في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة وانتقال الأموال وانتقال القوى العاملة وانتقال الثقافات ضمن إطار رأسمالية حرية السوق وبالتالي خضوع العالم لقوى السوق العالمية بما يؤدي إلى اختراق الحدود القومية<sup>2</sup>.

تعتمد العولمة الاقتصادية على خمس قوى رئيسية وهي<sup>3</sup>:

- حرية الاستثمار في أي مكان في العالم: والتي اقترنت بحرية رأس المال الخاص في الحركة دون أي عوائق على المستوى العالمي.
- حرية إقامة الصناعة في أنسب الأماكن لها في العالم: وذلك بغض النظر عن الجنسية أو السياسة لأي قومية.

▪ عالمية الاتصالات: التي ترتبت على تطور تقنيات وصناعة الأقمار الصناعية.

▪ عالمية المعلومات: والتي ترتبت على تطور وصناعة الكمبيوتر.

▪ عالمية النمط الاستهلاكي: وتعني حرية المستهلك في الشراء من المصدر الذي يختاره في العالم.

وهذه القوى متداخلة معا بطبيعتها ومتضافرة في تأثيرها على المستوى العالمي، فمثلا حرية إقامة صناعة في أنسب مكان ارتبطت بحرية الاستثمار أو بحرية انتقال رأس المال، كما أن عالمية الاتصالات والمعلومات يسرت اتخاذ قرارات الاستثمار وانتقال رؤوس الأموال وأتاحت ترويج أساليب استهلاك معينة على المستوى العالمي وأتاحت للمستهلك حرية اختياره من أنحاء مختلفة من العالم.

فالعولمة لا تخرج عن كونها السمة الرئيسية التي يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي بدأ يتشكل في العقد الأخير من القرن العشرين والقائم على تزايد درجة الاعتماد المتبادل بفعل اتفاقيات تحرير التجارة العالمية والتحول لآليات السوق وتعميق الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي حولت العالم إلى قرية عالمية متنافسة الأطراف تختفي فيها الحدود السياسية للدول القومية ويتفق في إطارها الفاعلون الرئيسيون من دول وتكتلات اقتصادية ومنظمات دولية وشركات متعددة الجنسيات على قواعد للسلوك لخلق أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي وتكوين أشكالاً جديدة للعلاقات الاقتصادية العالمية بين الأطراف الرئيسية المكونة له والذي يعتبر في هذه الحالة الوحدة الاقتصادية الأساسية بكل ما فيها من متناقضات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية " واقع وتحديات "، جامعة حسنية بن بوعلى، الشلف، الجزائر، 14 و 15 ديسمبر 2004، ص: 3.

<sup>2</sup> هيفاء عبد الرحمان ياسين التكريتي، آليات العولمة الاقتصادية أثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار حامد، الأردن، 2009، ص: 229.

<sup>3</sup> عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية " واقع وتحديات "، مرجع سابق، ص: 3، 4.

<sup>4</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص: 21.



وتتحدد العولمة الاقتصادية في نوعين رئيسيين هما:

■ **العولمة الإنتاجية:**<sup>1</sup> تتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتتم بدون وجود أزمات كما حدث للعولمة المالية وما صاحبها من أزمات وخاصة أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997، كما يلاحظ أن عولمة الإنتاج بدأت تقرر لنا أنماط جديدة من التقسيم الدولي للعمل ويمكن أن نرى ذلك في طبيعة المنتج الصناعي حيث أصبحت أي دولة مهما كانت قدراتها وإمكانياتها لا تستطيع أن تتخصص في منتج معين بالكامل مثلا السيارات التي يتم تجميعها في أكثر من دولة، وفي هذا الإطار أصبحت قرارات الإنتاج ومن ثم قرارات الاستثمار من منظور عالمي ووفقا لإعتبارات الرشادة فيما يتعلق بالتكلفة والعائد، وقد أتاح ذلك فرصا هائلة للكثير من الدول النامية يمكنها اغتنامها، وبالتالي اختراق السوق العالمي في كثير من المنتجات في ظل ما يسمى بعولمة الإنتاج التي هي جزء أساسي من العولمة الاقتصادية.

وتتبلور عولمة الإنتاج من خلال اتجاهين:

➤ **الاتجاه الأول:** عولمة التجارة الدولية.

➤ **الاتجاه الثاني:** الاستثمار الأجنبي المباشر.

■ **العولمة المالية:** هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى الاندماج المالي الذي يؤدي إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية والمحلية بالأسواق الخارجية من خلال عدة عمليات منها إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال من وإلى الدول مما يسهل عمليات انتقالها وتحركها نحو أسواق المال العالمية<sup>2</sup>.

واستجابة لعولمة الوساطة المالية بلغت تدفقات رؤوس الأموال عبر دول العالم عام 2000 ما

قيمه 7.5 تريليون دولار وهو ما يمثل زيادة تبلغ 4 مرات ما كانت عليه عام 1999.<sup>3</sup>

العولمة مفهوم يتجسد أساسا في جانبه الاقتصادي بدرجة كبيرة أكثر من الجوانب الأخرى من خلال العمليات الأساسية التي تدور في فلكها العولمة وهي المنافسة والابتكارات التكنولوجية وتحرير التجارة الدولية والتحديث وانتشار عولمة الإنتاج والعولمة المالية وهما المكونان الرئيسيان للعولمة الاقتصادية من منظور أن هذه الأخيرة أساسا تبنى على مبدأ الاعتماد المتبادل. وهو ما يظهره الشكل الموضح أدناه.

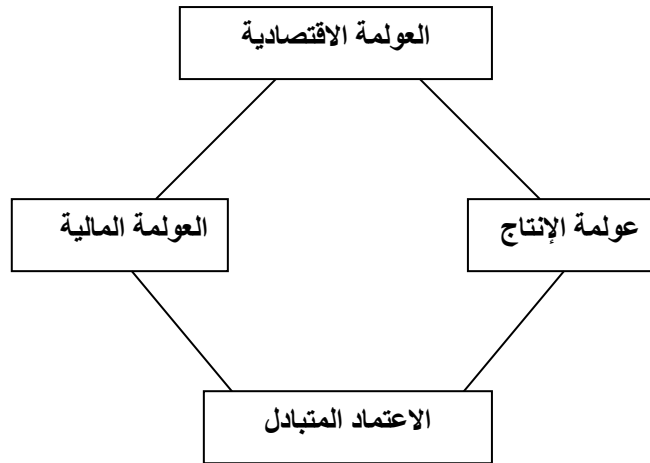
<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 42 ، 45.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، جامعة بسكرة ، الجزائر، جوان 2005 ، العدد 2 ، ص: 205.

<sup>3</sup> أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://books.google.dz/books?id=ah6tDQAAQBAJ&pg=PA313&lpg=PA313&dq>. Le : 01/05/2017.

شكل رقم (05): أشكال العولمة الاقتصادية



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 16.

ثانيا: مؤسسات العولمة الاقتصادية

لقد لعبت الأمم المتحدة ومنظماتها التابعة لها دورا رئيسيا في تأكيد أهمية وحدة العالم، وأن ما مارسه كل من المجلس الاقتصادي والاجتماعي التابع للأمم المتحدة والوكالات التابعة لها، قد ساعد على الإحساس بأهمية هذه الوحدة ومعالجة التفاوت الشديد القائم بين الدول المتقدمة والمتخلفة، وعليه تشرف على عملية العولمة ثلاث مؤسسات وهيئات دولية على أن تقوم هذه الأخيرة بتجسيد مبادئها ومقوماتها، وهذه المؤسسات هي كالتالي:

**1- صندوق النقد الدولي (FMI):** ساهم الصندوق في تأكيد العولمة وتدعيم التعاون النقدي الدولي، وتحقيق المزيد من الدوافع والتسهيلات لتحقيق عولمة الاقتصاد العالمي من خلال الوظائف التي يقدمها، كما كانت له مساهمة في تسهيل التوسع والنمو المتوازن للتجارة العالمية، حيث أنشأ هذا الصندوق بموجب اتفاقية بريتن وودز عام 1944 والتي أصبحت نصوصها نافذة في ديسمبر 1945 وعقدت الجلسة الافتتاحية لمجلس محافظي الصندوق في مارس 1946<sup>1</sup> ، وتتمثل أهم أهداف الصندوق في:<sup>2</sup>

- دعم التعاون النقدي.
- تسهيل النمو والتوسع في التجارة الدولية.
- العمل على دعم استقرار الصرف وإيجاد ترتيبات بين الدول الأعضاء فيما يخص أسعار الصرف وتفاذي المنافسة المؤدية إلى تدهور قيمة العملات.

<sup>1</sup> محسن أحمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، مصر، 2001 ، ص ص: 102 ، 103 .

<sup>2</sup> Louis Sabourin, Organismes économiques internationaux, la documentation française, paris, 1994, p p :71 , 72.

- العمل على وضع نظام متعدد التسويات للعمليات الجارية ما بين الدول الأعضاء والقضاء على القيود المتعلقة بالصرف التي من شأنها عرقلة تطور التجارة العالمية.
- وضع الموارد العامة للصندوق تحت تصرف الدول الأعضاء بصفة مؤقتة، وبواسطة ضمانات ملائمة من أجل تصحيح الاختلالات في موازين مدفوعاتها.

**2- منظمة التجارة العالمية ( OMC ):** تعتبر منظمة التجارة العالمية أحد أهم الركائز الأساسية لظاهرة العولمة، فهي تمارس دورا رئيسيا في تحقيقها وتحويل الاقتصاديات المحلية المغلقة إلى اقتصاديات مفتوحة مدمجة في الاقتصاد العالمي، وقد ساهمت منظمة التجارة العالمية في تعميق ظاهرة العولمة والدخول في توحيد الأسواق العالمية وعولمتها من خلال القواعد والإجراءات التي أفضت إليها والساعية إلى تحرير التجارة وإلغاء كافة القيود المفروضة عليها وهذا ما أدى إلى قيام الشركات متعددة الجنسيات بإعادة هيكلة هياكلها الإنتاجية والتسويقية والتمويلية وكوادرها البشرية بما يتماشى مع احتياجات التيار الجديد للعولمة، وعملت منظمة التجارة العالمية على إزالة كافة الحواجز الجمركية التي تعيق حركة انسياب السلع والخدمات أو الأفكار في الوقت الذي تحت فيه الشركات والدول على ابتكار مزايا تنافسية تكسبها درجة من التفوق على الآخرين، كما أن هدف هذه المنظمة هو زيادة ودفع فاعلية الاقتصاديات المتقدمة لتصبح أكثر تقدما، فضلا على أنها تعطي للاقتصاديات المتخلفة فترة سماح مناسبة لإستكمال إجراءات فتح أسواقها المحلية واندماجها مع العالم الخارجي.

**3- البنك الدولي:** هو أحد المؤسسات المنبثقة عن اتفاقية بريتن وودز، انشأ عام 1945 وقد تم إنشائه بغرض تسهيل عمليات الإعمار وإعادة بناء وتعمير ما دمرته الحرب العالمية الثانية، وإعادة اقتصاديات البلدان الأعضاء إلى وضعها السابق، فبدأ البنك الدولي بتقديم قروض بشروط ميسرة ومساعدات للدول الأقل تقدما لتنمية اقتصادياتها تبعا للشروط الموضوعية، ويعتمد في منحه القروض بالإضافة إلى رأس المال المدفوع من قبل الدول الأعضاء على ما يستطيع جذب من رؤوس الأموال من الأسواق المالية الدولية.

### الفرع الثاني: مفهوم العولمة المالية

لقد تطرقنا في القسم السابق إلى مفهوم العولمة الاقتصادية والمؤسسات الاقتصادية الدولية التي ساعدت على تجسيدها وتكريس مبادئها، وفيما يلي سوف نتعرف على مفهوم العولمة المالية ومظاهرها كأحد أهم أنواع العولمة الاقتصادية لما لها من تأثير كبير على نشاط وعمل أسواق الأوراق المالية.

#### أولاً: تعريف العولمة المالية

إن تحول العالم بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وتزايد وتيرة الاعتماد المتبادل بواسطة التجارة والاستثمار بين جميع الفاعلين في الاقتصاد العالمي، وانخفاض تكاليف النقل وتزايد حدة

المنافسة واتساع نطاقها ورفع القيود وتحرير العمليات النقدية والمالية تعتبر كل هذه العمليات جوهر العولمة المالية.

حيث سجلت العولمة المالية في منتصف سنوات الستينات تداول للنشاطات البنكية والتطور السريع للتبادل التجاري الذي أدى إلى انتشار البنوك في الخارج من أجل تزويد الزبائن بالخدمات المالية الفورية الناتجة عن تمويل الأعمال التجارية أو إنشاء المؤسسات التجارية في مختلف الدول.<sup>1</sup> تقوم العولمة المالية على التكامل والاندماج الماليين، وذلك من خلال ظهور أسواق غير محدودة لانتقال رؤوس الأموال على الصعيد الدولي، وهو الأمر الذي سهل تدفق هذه الأموال بدون قيود أو عوائق، كما ساعد على ارتفاع حجم المعاملات الدولية، وتجدر الإشارة إلى حركة انتقال رؤوس الأموال ليست بالظاهرة الجديدة وكمثال على ذلك حركات وتدفقات رؤوس الأموال الفرنسية والانجليزية في العالم في إطار المستعمرات التابعة لها وما أحدثته أزمة عام 1929 من حركات لرؤوس الأموال الأمريكية.

تعني العولمة المالية فتح الأسواق المالية المحلية وربطها بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على رؤوس الأموال والتي أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية والتي أصبحت أكثر ارتباطا وتكاملا.<sup>2</sup>

إن النمو السريع للمعاملات المالية الدولية وتزايد حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي بفعل ما تتضمنه عمليات التحرير المالي وتكامل الأسواق المالية الدولية من خلال ما نتيجته ثورة المعلومات والتكنولوجيا، كلها متغيرات وتطورات تكشف وتعبّر عن مفهوم وآلية العولمة المالية. ويمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما:<sup>3</sup>

➤ **المؤشر الأول:** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980، بينما وصلت إلى ما يزيد على 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام.

➤ **المؤشر الثاني:** هو تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فإن الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي من أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار \$ في منتصف

<sup>1</sup> André Dumas, "Économé mondiale " les règles du jeu comercial, monétaire et financier", 4 édition, groupe De Boeck, paris, 2009, p : 129 .

<sup>2</sup> زيدان محمد، النظام الجزائري وتحديات العولمة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري " واقع وأفاق"، جامعة قلمة، الجزائر، 5 و 6 نوفمبر 2001، ص: 30.

<sup>3</sup> مفتاح صالح، مرجع سابق، ص ص: 216، 217.

الثمانينات إلى حوالي 1.2 ترليون دولار عام 1995، وهو ما يزيد عن 84 % من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

### ثانيا: العوامل المساعدة على ظهور للعولمة المالية

إن أهم العوامل المفسرة لظاهرة العولمة المالية والتي ساعدتها إلى حد كبير على الظهور، هي كالتالي:<sup>1</sup>

- **تنامي الرأسمالية العالمية:** ونقصد بها الأهمية المتزايدة لرأس المال التي أعطت قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية وتتجسد هذه الأهمية في صناعة الخدمات المالية " قروض، استثمارات مالية"، ونتج عن ذلك ما يعرف بالاقتصاد الرمزي وهو الاقتصاد الذي تحركه رموز ومؤشرات البورصات العالمية وهو ما يساعد على نقل الثروة العينية من مستثمر إلى آخر محليا ودوليا دون قيود.
  - **عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية:** حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية الناتجة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت الأسواق الوطنية عن استيعابها فاتجهت نحو الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.
  - **ظهور الابتكارات المالية:** ارتبطت العولمة المالية بظهور أدوات مالية جديدة التي استقطبت الكثير من المستثمرين وهي المشتقات المالية " مبادلات، الخيارات..."، إلى جانب تداول الأدوات التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية " الأسهم، السندات".
  - **التقدم التكنولوجي:** ساهم هذا العنصر في مجالات الاتصالات والمعلومات مساهمة فعالة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية، وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق إلى آخر.
  - **التحرير المالي والدولي:** لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي والدولي، وقد زادت سرعة معدلات النمو للتدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي نتيجة السماح للأفراد بحرية تحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية.
- فقد تم إلغاء الكثير من الحواجز والقيود التي تفصل بين الأسواق المالية المحلية والدولية وفسح المجال أمام المتعاملين الأجانب للتعامل في الأوراق المالية في البورصات المحلية، وتحرير تداول الأوراق المالية المقومة بعملات أجنبية في الأسواق المالية المحلية، وكان لهذا التحرير أثر جيد لخدمة مسار اندماج الأسواق المالية العالمية، ولضمان توفير هذه الخدمة فقد تم بناء شبكات إلكترونية واسعة تسمح بالربط الآلي بين الأسواق ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد شبكة NASDAQ وفي بريطانيا نظام SEAQ وتتيح هذه الخدمات بيانات كافية عن مختلف الأسواق الأخرى بصورة آنية،

<sup>1</sup>خبايا عبد الله، بوقرة رابع، الوقائع الاقتصادية - العولمة الاقتصادية، التنمية المستدامة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009، ص ص: 201، 202.

بما يضمن انسجام وتوازن الأسواق العالمية، وتوفر للمتعاملين إمكانية اتمام صفقات على مدار 24 ساعة.<sup>1</sup>

- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية: حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين، حيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية مثل دخول مؤسسات مالية غير مصرفية تنافس البنوك التجارية من خلال ما تقدمه من خدمات، والتحديث في الصناعة المصرفية وإدخال خدمات متطورة في أعمال البنوك.

### ثالثا: مظاهر العولمة المالية

تعددت مظاهر العولمة المالية والتي يمكن إجمالها في ثلاث مظاهر رئيسية وهي:

- تراجع دور الوساطة المالية: أدت أزمة الاستدانة التي بدأت عام 1982 إلى تحجيم ملموس في نشاط البنوك التجارية، ونفسر هذه الوضعية جزئيا تقلص عدد المقترضين القادرين على الوفاء بالدين وينقلص عدد البنوك المستعدة للإشتراك بهذا النوع من الوساطة.<sup>2</sup> " حيث أن التخلي التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة زيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات التي أصبحت لا تلجأ كثيرا للبنوك والمؤسسات المصرفية لتمويل نشاطاتها عن طريق القروض، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة، من خلال إصدار المؤسسات أوراق مالية " أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية " لتغطية احتياجاتها بدلا من اللجوء إلى البنوك ووساطتها، وانتقلت العلاقة من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر، كما أن عملية تمويل الاقتصاد عن طريق الأوراق المالية أو ما يسمى " بالتوريق\* " قللت هي الأخرى من دور البنوك والمؤسسات في تمويل الاقتصاد".<sup>3</sup>

- التخفيف من القيود والحواجز التنظيمية: وهي عملية تعديل وتفعيل التنظيمات والقوانين بحيث تصبح أكثر موائمة لمتطلبات التحرير الاقتصادي واقتصاد السوق، هذا من أجل زيادة المنافسة بين المؤسسات المالية العالمية في الأسواق المالية.

- إزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق - تكامل الأسواق - : يعتبر هذا المظهر من أهم المظاهر الرئيسية للعولمة المالية، حيث تسعى هذه الأخيرة لإلغاء وإزالة الحدود والحواجز المكانية والزمانية، وهذا يتطلب اندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية في إطار متطلبات التحرير المالي هذا من جهة، ومن جهة أخرى العمل على تكامل الأسواق الوطنية ذاتها - أسواق نقدية، مالية وأسواق الصرف الأجنبي - لأن عمليات الانفتاح المالي على الأسواق العالمية تتيح للمستثمرين فرصة

<sup>1</sup> عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي، أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص: 5.

<sup>2</sup> فرنسوا لروا، ترجمة: الضيقة حسن، مرجع سابق، ص: 237.

\* التوريق: سوف نتعرض إلى مفهوم التوريق في الفصل الموالي.

<sup>3</sup> جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، لم تذكر دار النشر وبلد النشر، 2002، ص ص: 35، 28.

الحصول على موارد مالية من السوق وبأي طريقة شرط أن تكون بدون قيود، وعليه فإن عملية الربط وإزالة الحواجز البيئية بين الأسواق الوطنية أو الأجنبية ومع تسارع وتيرة عمليات التحرير المالي تعتبر عوامل ضرورية لعولمة العمليات المالية وذلك لجلب المزيد من المستثمرين وانسياب رؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق.

### الفرع الثالث: التحرير المالي

#### أولاً: مفهوم التحرير المالي

يعد التحرير المالي أحد أهم معالم النظام المالي الجديد وأهم ملامح التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وقد ارتبطت سياسات التحرير المالي بموجة التوجه نحو الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي تشهدها غالبية الدول، ويشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير أسواق صرف العملات، قطاع التأمين والبنوك وتحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير البورصات<sup>1</sup>، " إلا أننا سوف نركز على تحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير أسواق رأس المال، وذلك حسب ما تتطلبه هذه الدراسة ".

ويتم تحرير الأسواق المالية بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وامتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد وقد تفاوت الاتجاه نحو إزالة القيود والإجراءات المعوقة بحركة تدفق رؤوس الأموال واستثمارها، وإلغاء الرقابة على عمليات التمويل الخارجي وإزالة القيود المفروضة على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وتلك المفروضة على العملات وتسعير الخدمات المصرفية وإلغاء السقوف الائتمانية ورفع القيود على عمليات الصرف الأجنبي.<sup>2</sup>

إن جوهر عملية التحرير المالي والتي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال، والمقصود بذلك هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم، والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال يرتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات...، وإن هذا لا يعني انعدام الضوابط على هذه الحركة حيث ثمة دائماً وفي أي بلد إجراءات وقيود تنظم الحركة سواء تكون على نطاق واسع وتشمل كافة المعاملات، وأخرى تقتصر على تحرير بعض مكونات حساب رأس المال وتفرض القيود على بعضها الآخر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 2008، ص: 27.  
<sup>2</sup> بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 30، 38.  
<sup>3</sup> شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، مرجع سابق، ص: 31.

لقد كان التحرير المالي بمثابة الاستجابة الطبيعية لمجمل التحديات التي واجهتها الدول والمؤسسات والنظم المالية على حد سواء وبغية تفعيل آليات المنافسة في ظل عمليات الانفتاح الاقتصادي والمالي وتكامل الأسواق، ولغرض الوقوف على نطاق التحرير المالي واتجاهاته يمكن القول بأن نطاق الخدمات المالية التي تقدمها الأسواق والمؤسسات المالية وإن تخفيف القيود وصيغة التحرير سوف تؤدي إلى تشغيل المؤسسات والأسواق المالية وفق آليات السوق.<sup>1</sup>

### ثانياً: الفوائد والمخاطر المترتبة عن عمليات العولمة والتحرير الماليين

وفي هذا الإطار تعددت الفوائد المترتبة عن عملية التحرير المالي، كما أن جميع المظاهر التي تتجسد ضمن مفهوم العولمة المالية لا تخلو من المخاطر والتقلبات التي يمكن أن تمس الجوانب والمجالات التي تؤثر عليها.

#### 1: الفوائد المترتبة عن عمليات العولمة والتحرير المالي

تتعدد الفوائد التي تطرحها التعاملات التي تفرضها العولمة المالية وعمليات التحرير المالي، والتي تتمثل إجمالاً في:<sup>2</sup>

- يمكن للتحرير المالي أن يجعل من قطاعات الخدمات المالية أكثر كفاءة واستقراراً، كما أن المنافسة تدفع الشركات إلى تخفيض التكاليف وتحسين إدارتها فضلاً عن التحسين من جودة الخدمة.
- إن القطاع المالي المفتوح يزيد من الدافع إلى إتباع سياسات أفضل للاقتصاد الكلي والتنظيمات الحكومية، إذ توجد علاقة بين الأسواق المفتوحة والاستقرار الاقتصادي من خلال تبني الحكومة لسياسات مقبولة مالية ونقدية وأخرى متعلقة بسعر الصرف.
- يمكن أن يؤدي التحرير المالي إلى تحسين تخصيص الموارد المؤقتة المتبادلة والدولية لأن الأسواق المالية المفتوحة والأكثر كفاءة تؤثر على المدخرات والاستثمارات وتؤدي إلى تحسين تخصيص المؤقت المتبادل للموارد، ويؤدي التنافس بين المؤسسات المالية وتحرير معدلات الفائدة وظهور أدوات الادخار الجديدة إلى زيادة العائد على الاستثمار.
- كما يسهل التحرير المالي تدفق رأس المال من الدول ذات الفائض إلى الدول التي لديها نقص في رأس المال، على أن يخفف ذلك من تكلفة فوائد الاستثمار للدول التي تعاني نقصاً، كما يدفع من عوائد الاستثمار بالنسبة للدول لديها مدخرات مرتفعة وعوائد منخفضة نسبياً للاستثمار، وبالتالي يساهم في تساوي معدلات الفائدة بين الدول.

#### 2 - مخاطر التحرير المالي والعولمة المالية:<sup>3</sup>

يمكن أن نرصد أهم المخاطر التي تنجم عن عولمة الأسواق المالية في العناصر التالية:

<sup>1</sup> عبد الرزاق الرحاحلة، زاهد محمد دبيري، دراسة متعمقة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010، ص: 40.  
<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، دار الجامعية، مصر، 1999، ص ص: 29، 30.  
<sup>3</sup> محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير قسم العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص: 180، 183.



- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال " الاستثمارات الأجنبية": إن الحركة الواسعة والمفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية تخلف العديد من الآثار السلبية على الاقتصاد الوطني نذكرها فيما يلي:

▪ **حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل:** يترتب عن تدفق الاستثمارات قصيرة الأجل للداخل وبكميات كبيرة وبشكل مفاجئ عدم الاستقرار الكلي، مما يحدث ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد من الواردات، فيزداد العجز في الميزان التجاري و يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.

▪ **حالة خروج تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج:** يتسبب الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال سواء الأموال الساخنة أو نتيجة لصدمة سلبية مثل " تطور سياسي مفاجئ غير متوقع، انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية يتسبب في انخفاض سعر صرف العملة المحلية وتدهور في أسعار الأوراق المالية والأصول العقارية.

- **مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج:** هي من أخطر ما نجم عن عولمة الأسواق المالية في البلدان النامية هو تسرب أموالها للاستثمار في الخارج، إذ أن هناك دول تزيد فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة للخارج إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عن 100 % كحالة فنزويلا، وهناك دول تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج نسبة تتراوح ما بين 50 % - 95 % من إجمالي ديونها الخارجية، كما أن الدول النامية تساهم بما نسبته 14.4 % من جملة الاستثمارات الأجنبية المناسبة إلى الخارج عام 1997 وهو ما يعادل 61 مليار \$ أمريكي.

- **مخاطر دخول الأموال القذرة " غسيل الأموال":** هو ما حدث من جراء إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية، وانفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب وفتح قنوات عديدة لغسيل الأموال القذرة المتأتية من الاتجار بالمخدرات والأسلحة وسرقة البنوك... الخ، ويستخدم أصحابها هذه القنوات لغسيل الأموال وإخفاء مصدرها عن طريق إدخالها للنظام المصرفي والسوق المالي من خلال استثمارها مؤقتا في بعض الأدوات المالية - أسهم وسندات-.

- **إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية:** إن تزايد درجة العولمة المالية تخرج مسألة تحديد سعر الفائدة من سلطة البنك المركزي، وارتباط أسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل بأسعار الفائدة الخارجية قصيرة الأجل نتيجة زيادة حركة رؤوس الأموال، كما أن تحرير حساب رأس المال يصبح بإمكان المستثمرين المحليين استثمار أموالهم في أماكن ترتفع فيها معدلات العائد على الاستثمار والاتجاه نحو المناطق التي تنخفض فيها معدلات الضرائب على الأرباح والدخول.

- ظهور أزمات مالية: إن أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997 التي جاءت كنتيجة لعمليات التحرير المالي، حيث بدأت بوادر الأزمة في تايلاندا على إثر انخفاض في سعر صرف عملتها نتيجة عمليات المضاربة على العملة وبفعل عولمة الأسواق المالية انتقلت الأزمة إلى دول المنطقة" ماليزيا، سنغافورة..."، فتوالى الانخفاضات في أسعار صرف العملات متبوعة في أسعار الأسهم إلى 50% من أسعارها السوقية.

### المطلب الثاني: معالم عولمة أسواق الأوراق المالية

تمثل عولمة أسواق المال اندماجها دولياً وبكافة أشكالها كونها صارت ترجمة عملية للسياسات النقدية والمالية المعتمدة باعتبار أن عولمة الأسواق أصبح مظهراً مميزاً للنظام العالمي الجديد، بآليات عمله التي لا يمكن لأي دولة مهما كان حجم مواردها أن تظل بعيدة عن تأثيراته وهذا ما يجعل أسواق المال العربية أمام تحديات كبيرة ليس من السهولة اجتيازها ما لم تتخذ مجموعة من الاجراءات والتكيفات على المستويين المحلي والإقليمي لتفادي أثر هذه المتغيرات عليها<sup>1</sup>.

فعولمة الأسواق يعني تكاملها وترابطها في جميع أنحاء العالم لتكون أسواق مالية دولية، وقد ساهمت عملية عولمة الأسواق في زيادة حركة الأموال وعدم التقيد بالأسواق المحلية، كما وسعت من قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وعدم حصرها في ظل حدود الأسواق المحلية، لأن أهم ما يميز الأصول المالية في الأسواق الدولية هو أن عملية إصدارها متزامنة في عرضها لعموم المستثمرين وفي مختلف البلدان وعادة ما تكون عملية العرض خارج السلطات القانونية للدولة الواحدة.<sup>2</sup>

### الفرع الأول: آليات الربط بين أسواق الأوراق المالية

#### أولاً: الترابط بين أسواق الأوراق المالية

تحاول أسواق الأوراق المالية توسيع نطاق التداول بها وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر، عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط هذه الأسواق ببعضها البعض بأساليب مختلفة من أهمها:<sup>3</sup>

- **الربط الحاسوبي للبورصات:** ويقصد به وجود شبكة بين الحواسيب الإلكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أغلب أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية، فمثلاً توجد 35 شبكة معلومات في أمريكا، منها شبكة المعلومات البريطانية British Telecom يمكن الربط من خلالها بين بورصة لندن وباريس وفرنكفورت.

<sup>1</sup> كريم سالم حسين، ابراهيم رسول هاني، المتغيرات الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على أسواق المال العربية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة العلوم التطبيقية، الأردن، 2003، ص 2.

<sup>2</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 30.

<sup>3</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004، ص ص: 171، 174.

- الربط البريدي العاجل: ويمكن استخدام البريد السريع في الربط بين البورصات وخاصة إذا كانت هناك حاجة ماسة لتبادل صكوك مالية وأوراق عقود رسمية.
- الربط بالوسطاء الماليين: يمكن ربط البورصات بالوسطاء الماليين في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية يسمح لهم بالتعامل في البورصات ومسجلين بها، سواء كان هؤلاء الوسطاء الماليين يعملون بالوكالة أو بالأجر، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين بورصتين أو أكثر.
- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون الربط بين البورصات الدولية بطريقة غير مباشرة عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكاتب والفروع في الدول والمراكز المالية.
- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: يتم الربط بين البورصات العالمية عندما يتم بناء محفظة الاستثمار الدولية ذات الأوراق مالية والعملات متعددة الجنسيات، وتعتمد الشركات متعددة الجنسيات وشركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية وأسعار الصرف والمخاطر وتغيير مكونات محفظة الاستثمار لضمانات أعلى عائد وأقل مخاطر مشتركة.
- الربط بالسياسات المالية: عن طريق توحيد السياسات المالية يمكن الربط بين البورصات من حيث سياسات الإقراض والإقتراض والاستثمار وقوانين الشركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية في البورصة.
- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معهما، ويعني أن جميع الأدوات والآليات سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية في تلك الأسواق.
- الربط التشريعي: تكتفي بعض البورصات الراغبة في الربط بتطبيق التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية حيث يسهل ذلك التداول في الأوراق المالية المختلفة.
- الربط بالشركات المشتركة: يؤدي إنشاء شركات مشتركة بفروع في المناطق الجغرافية المختلفة إلى سهولة تسجيل أسهم وسندات الشركة المشتركة في أكثر من بورصة.
- الربط المتكامل: تحقق الدول في الإتحاد الأوروبي ربطا للبورصات في أوروبا الغربية بأكثر من طريقة وآلية من الآليات المذكورة أعلاه، حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحواشيب الالكترونية والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح...الخ. وتستخدم الأقمار الصناعية (الاستقبال والتوجيه) في الاتصالات واستقبال المعلومات عن أسواق المال بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

ويتم ربط أسواق الأوراق المالية في البلد الواحد ببعضها البعض، أو ربط أسواق بين بلدين أو أكثر داخل تكتل اقتصادي واحد، أو ربط أسواق بين عدة دول حيث يصبح ربط عالمي على مدى 24 ساعة للإستفادة من اختلاف التوقيت الزمني بين القارات والدول.

إن العولمة زادت من التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم، وذلك ينسحب بالضرورة على عولمة الأسواق المالية، حيث يتم من خلالها تبادل وتداول وتصفية الأصول النقدية والمالية خارج حدود السيادة الوطنية، كما أصبحت الأسواق المالية العالمية هي الأداة الأكثر ربطاً للعديد من دول العالم بما تشمله من عمليات سوق العملات والأسهم والسندات والقروض والأوراق المالية الأخرى، كما أن عولمة الأسواق المالية تزايدت مؤخراً بشكل شديد، وقد عكست ثورة مالية حقيقية من حيث حجم الأسواق وتأثيرها وعلاقاتها وأدواتها المالية الجديدة وأن هذه الثورة أحدثت ترابطاً عضوياً بين هذه الأسواق.<sup>1</sup>

إن عملية ترابط وتشابك الأسواق المالية العالمية في إطار عولمة الأسواق المالية وبفعل التقدم التكنولوجي والمعلوماتي الذي ساهم في هذه العملية إلى حد كبير، فأصبح بإمكان أي شركة أو مؤسسة في أي دولة من العالم أن تصدر الأوراق المالية وتطرحها للتداول في بورصات مختلفة من العالم، حيث تتيح للمستثمرين الذين يتوفر لديهم فوائض مالية واستثمارها عن طريق البورصات.

إذن زاد التقدم التكنولوجي من تكامل الأسواق المالية وكفاءتها، وتبلور ذلك من خلال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات التي ساهمت في ربط عموم المشاركين في السوق بشبكة اتصالات تمكنهم من تنفيذ الصفقات في لحظات، هذا إلى جانب السرعة بنقل المعلومات الأمر الذي ساعدها بالمتابعة والمراقبة لأسعار الأصول المالية عن بعد.<sup>2</sup>

وتعتبر العولمة المالية ومظاهرها سبب رئيسي في عالمية الأزمات وانتشارها في جميع أنحاء العالم، بفعل ترابط معظم الاقتصاديات العالمية واندماج أسواقها، فتظهر أزمة في اقتصاد دولة معينة سرعان ما تنتقل إلى اقتصاديات دول أخرى، وتعتبر أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997 أفضل مثال على ذلك، فبمجرد ظهور بؤادر الأزمة في تايلندا وعمدت إلى تخفيض قيمة عملتها حتى انتشرت الأزمة بسرعة في الأسواق المالية الآسيوية. بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية لعام 2008، إذ ظهرت هذه الأخيرة في سوق العقارات الأمريكي ليمتد تأثيرها ويمس القطاع المصرفي والمالي في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة التداخل بين القطاعات الاقتصادية والمؤسسات المالية وغير المالية - المصرفية - العاملة بها، فأفلست العديد من البنوك ومؤسسات التأمين وغيرها. كما أن لأزمة سوق العقارات تداعيات وآثار كبيرة على الاقتصاد العالمي، " فقد انتشرت هذه الأزمة إلى أسواق الأوراق

<sup>1</sup> أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثارها على تنمية الدول النامية، مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع " استراتيجيات الأعمال في ظل العولمة"، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15، 16 مارس 2005، ص: 5، 6.  
<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 31.

المالية - البورصات - العالمية منها البورصات الأوروبية، الآسيوية والعربية وألحقت أضرار كبيرة بالقيم المنقولة المتداولة في السوق، كما أثرت بشكل سلبي على الاقتصاد الحقيقي وأدت إلى انكماش النشاط الاقتصادي في أغلب دول العالم<sup>1</sup>.

### ثانيا: التقدم التكنولوجي ودوره في أسواق الأوراق المالية<sup>2</sup>

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة من العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتنويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب على ذلك زيادة شركات الوساطة المالية وسماسة الأوراق المالية ذو الطابع الدولي في أسواق الأسهم والسندات وأسواق العملات، واستفادت أسواق الأوراق المالية من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات الوطنية والدولية كما أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في دول العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية نظرا لتشابك المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية، وتستطيع الحواسيب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك عن طريق تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية وموصلات الكمبيوتر، فتستخدم البورصات حاليا نظم الأسواق الأتوماتيكية AMS وتزداد استخدامات الموصلات الإلكترونية وتقل تكاليفها مما يساعد أعضاء البورصة على الاستفادة من الحواسيب الإلكترونية بالأسواق المالية ويتم ربط البورصات بالهاتف والفاكس والحواسيب الإلكترونية وشبكات المعلومات المالية ومراكز المعلومات Satellites والتي تستطيع الحصول على المعلومات على مدار 24 ساعة، ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في أسواق المال مايلي:

- النظام الإلكتروني للتحويلات المالية للبنوك.
- النظام الأتوماتيكي للمقاصة.
- نظام الاتصالات عبر البنوك العالمية ونظام التلكس.

### الفرع الثالث: تجديد أسواق الأوراق المالية وترابطها

أفرزت العولمة المالية العديد من المظاهر المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، حيث زادت من عالمية هذه الأسواق وأضافت لها الكثير من الابتكارات في الأدوات المتداولة فيها وهيكلها وحتى في حجم ونوع الأطراف المتدخلة فيها، إذ تعتبر أكثر موائمة لمتطلبات عمليات التجديد على مستوى هذه الأسواق.

<sup>1</sup> عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة sub prime, Regende, 2009, ص ص: 63، 66.

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص: 160، 169.

## أولاً: تجديد أسواق الأوراق المالية

بدأ في أواخر السبعينات الوسطاء والبنوك في اختراع وسائل وتقنيات جديدة لتسهيل توظيف الأوراق المالية، واستمرت هذه العمليات إلى أعوام الثمانينات، وجاء ابتكار وسائل جديدة لتأمين الحماية الفعالة في مواجهة المخاطر والتقلبات كما لعب التطور التكنولوجي دوراً خاصاً في انبثاق وسائل جديدة، حيث كان في البداية لتعميم أجهزة محاسبة فعالة أثراً كبيراً في التوصل إلى تقديرات سريعة جداً ومتواصلة للقيمة النقدية لبعض هذه المبتكرات، كذلك تسمح بالتقريب بين مختلف المتعاملين والوسطاء العالميين، في الوقت الذي تقدم فيه خدمات ضرورية من أجل تحويل الأوراق المالية والأرصدة.<sup>1</sup>

وإذا كان الاقتصاد العالمي قد اتجه نحو آليات جديدة ومترابطة بالتنسيق المتكامل مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية، فقامت أيضاً البورصات العالمية وأسواق المال بالتنسيق من خلال تكنولوجيا الاتصالات ومنظومة المعلومات لخدمة القرارات والتقليل من المخاطر، وتختلف الدول من حيث قدرتها على جذب الاستثمارات لاختلاف مخاطر الاستثمار والمخاطر السياسية والاختلاف في قوة أسواق المال وتاريخ إنشائها والتداول وحجم المعاملات، وتتأثر أسواق الأوراق المالية بالضغط والقوى العالمية عند تكوين محافظ الاستثمارات الدولية التي تتكون من عدة أوراق مالية وعدد كبير من المستثمرين من دول مختلفة، وتوجد اتجاهات عالمية الآن نحو توحيد قوانين أسواق المال والمعدلات النمطية للبورصات ونظم المحاسبة، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة الاتصالات المالية والروابط بين أسواق الأوراق المالية...، ومن الاتجاهات العالمية في البورصات الإهتمام بتوحيد معايير التداول والاتصالات الفورية بين البورصات والمنافسة على أساس العائد والمخاطر المحسوبة، ومن بين الجوانب التي شملتها عمليات التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية المتقدمة نذكر أهمها:<sup>2</sup>

- تطوير صناعة الأوراق المالية.
- تطوير وسائل الاتصالات.
- بناء شبكات المعلومات المالية.
- توحيد المعايير النمطية في البورصات.
- التنسيق في السياسات النقدية والمالية.
- تشجيع الشركات تجاه الاستثمارات الدولية.

أمام توسع ظاهرة العولمة المالية وما أفرزته من ابتكارات مالية، تجد المؤسسات المالية بصفة خاصة نفسها مرغمة على مواكبة هذه التطورات بالسعي للاستجابة للطلبات الدقيقة للزبائن بتحسين

<sup>1</sup> فرنسوا لورو، ترجمة: حسن ضيقة، مرجع سابق، ص ص: 241 ، 242 .  
<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص: 111 ، 112 .

خدماتها وتوزيع منتجاتها، كما أن التطور الذي تشهده الصناعة المالية من شأنه أن يضاعف من متطلبات الابتكار " التجديد" المالي حتى وإن تميز المحيط العام بنوع من الاستقرار النسبي من حين لآخر.<sup>1</sup>

وساهمت المشتقات المالية بصفقتها أهم منتجات التجديد المالي في تضخيم الفقاعة المالية " حيث زادت قيمة المعاملات في المشتقات المالية من 100 مليار دولار عام 2000 إلى 61000 مليار دولار عام 2007"<sup>2</sup>، " فهي عامل مساعد على زيادة المديونية التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار لأنها تنشئ طلبا وهميا لا يتناسب مع حقيقة النشاط الاقتصادي وارتفاع الأسعار يفرض على المستثمرين تأمين أصولهم مما يعني التوسع في الإقتراض، ومن هنا ظهرت آلية التوريق وذلك تزامنا مع استفحال ظاهرة العولمة المالية، حيث ساعد انفتاح واندماج الأسواق المالية الدولية على توسع سوق المشتقات المالية في معظم الأسواق مما سهل انتشار العدوى لدى بقية الدول في العالم".<sup>3</sup>

### ثانيا: ترابط أسواق الأوراق المالية الدولية

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط الأسواق في نقاط عديدة من العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتوزيع محفظة الاستثمار، ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب على ذلك زيادة عدد شركات الوساطة المالية وسماسة الأوراق المالية ذو الطابع الدولي في أسواق الأسهم وأسواق السندات وأسواق العملات والعقود الآجلة، واستفادت البورصات تحديدا من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات الوطنية والدولية، كما أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في دول العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين الأسواق الدولية نظرا لتشابك المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية، ولعب الوطاء في سوق الأوراق المالية من " البنوك، شركات التأمين وصناديق الادخار، بنوك الاستثمار" دورا هاما في الربط الدولي للبورصات واتجاهاتها العالمية بسبب:<sup>4</sup>

- التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات أكثر من 75 % من حجم الاستثمار الدولي.
- التوسع في نشاط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.
- التوسع في أسواق القروض الدولية ( سوق السندات الدولية ).
- انتشار القاعدة الدولارية.
- انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر.
- التوسع في الاستثمار الأجنبي مباشر في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> محمد بوجلال، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 6، ص: 13.

<sup>2</sup> فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية، اتحاد المصارف العربية، 2010، ص: 178.

<sup>3</sup> محمد بوجلال، مرجع سابق، ص: 10.

<sup>4</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 160، 161.

▪ دعوة جولة الأورجواي للجات إلى تحرير تجارة الخدمات المالية والتأمينية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية بالبورصات.

ونتيجة استعمال النظم المعلوماتية المتطورة والتكنولوجيا العالية الدقة في أسواق الأوراق المالية تم إزالة كافة الحدود الجغرافية والعوائق بين دول العالم وبالتالي الأسواق القائمة فيها، وأصبحت جميع الأسواق العالمية توفر خدماتها للمستثمرين والمتعاملين وكل المعلومات التي يحتاجونها عن الأسواق الأخرى سواء من حيث زمن التداول أو أسعار الأوراق السائدة فيها وغيرها من المعلومات المهمة وذلك من خلال تزودها بشاشات العرض الآلية. كما أن هذه الأسواق أصبحت تعمل على مدار 24 / 24 وفي كافة أيام الاسبوع.

وتستخدم أسواق الأوراق المالية الدولية في عمليات الربط مجموعة من البرمجيات والأنظمة التي تساعدها على ذلك، ومن بينها نظام NASDAQ وهو يسمح بالتداول بين البورصات العالمية على مدى 24 ساعة، ونظام SEAG يتم من خلاله ربط الوسطاء الماليين وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية بشبكة من الاتصالات لإتمام الصفقات على تقوم بالمعاملات 24 ساعة بالبورصات العالمية، وتأخذ عالمية أسواق الأوراق المالية ثلاث نماذج وهي " نموذج عالمية البورصة، نموذج عالمية المحفظة المالية ونموذج تدويل المؤسسات المالية "، وشهد العالم في العقود الأخيرة تغيرا كبيرا في أنماط التمويل الدولي من خلال العديد من الأسواق أهمها أسواق الأورو - دولار، كما أن هناك عددا من الأسهم الدولية التي تم تداولها عبر البورصات الدولية، أما عالمية محفظة الاستثمار فقد تم ربط البورصات العالمية من خلال ما يقوم به المديرين الماليين الدوليين من بناء محفظة استثمار بعملات مختلفة بغرض التنوع لخفض المخاطر، وتتص قرارات جولة أوجواي في اتفاقية الجات على تحرير الخدمات المالية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية بالبورصات وهذا ما ساعد على عالمية أسواق الأوراق المالية والبورصات، وسوف يؤدي ذلك إلى:<sup>1</sup>

- الاتجاه نحو عالمية البورصات.
- الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية.
- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين والشركات المالية الدولية.
- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية والتداول.
- حتمية الإفصاح المالي والاتصالات الدولية.

<sup>1</sup> المرجع سابق، ص ص: 127 ، 162.



### المطلب الثالث: مظاهر التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية

إن الأوراق المالية التي تم التعرض لها سابقا ليست هي الأدوات الوحيدة المتداولة في أسواق الأوراق المالية، إذ توجب على الصناعة المالية أن تستجيب للتطورات الحاصلة في بيئة النشاط الاقتصادي والمالي العالمية، نظرا لما شهدته هذه الأخيرة من تغيرات وتطورات في أساليب وصيغ التعامل، وكذلك الأدوات المتداولة فيها والهياكل الأساسية المكونة لأسواق الأوراق المالية، وهذا ما عرف بالتجديد المالي\*.

#### الفرع الأول: مفهوم التجديد المالي ودوافعه

شهدت الأسواق المالية صورا إبداعية لمنتجاتها، وكانت ولازالت حدة المنافسة بين المؤسسات المالية تلعب الدور الرئيسي لإنتاج الإبداع المالي وتطوير آلية السوق، واستراتيجيات الاستثمار بالأدوات المالية، كما أن الإبداع المالي ساهم بفاعلية في نقل الثروات المالية من السوق المحلي إلى الأسواق الدولية مما يساعد على ذلك هو تخفيض القيود على حركة رأس المال والتطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.<sup>1</sup>

#### أولا: مفهوم التجديد المالي

يقسم البعض حركة الابتكار المالي " التجديد " إلى قسمين رئيسيين هما: اختراع منتج مالي واختراع إجراء مالي، فإختراع منتج يتم بإيجاد ورقة مالية مثلا غير موجودة من قبل أما اختراع إجراء فيتم عن طريق تغيير طريقة معينة في التعامل نتيجة الإستعمال المكثف للوسائل الإلكترونية والإعلام الآلي، ويبقى القاسم المشترك للإختراعات المالية هو مساهمتها في زيادة كفاءة السوق وتنشيطها من الناحية العملية، ولم تقف حركة الاختراعات المالية عند الأوراق المالية، فقد امتدت إلى ميدان المؤسسات والهياكل، حيث أنشأت أسواق خاصة ببعض من تلك الأصول لتوفير السيولة لها، وإتاحة الفرصة للشركات التي لم تتمكن من الدخول إلى الأسواق الرسمية مثلا إنشاء السوق الثالثة والرابعة في الولايات المتحدة وأسواق الخيارات وأسواق العقود المستقبلية وغيرها.<sup>2</sup>

يعد تحديث أو تجديد أدوات السوق المالي أمرا موازيا للتحديث في المؤسسات المالية، وبالتالي فالصناعة المالية لا تختلف عن الصناعات الأخرى كونها تستهدف تحقيق الربح وتعزيز القيمة المضافة، لذلك فتغيرات البيئة الاقتصادية تحفز البحث عن تحديث أكثر فاعلية.<sup>3</sup>

\* يمكن الإشارة إلى أن من أهم منتجات التجديد المالي هي منتجات وأدوات الابتكار أو الإبداع المالي، لذلك نقصد بالتجديد المالي الابتكار، التحديث والإبداع .

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 125، 126.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 99.

وصنف الإبداع المالي في ثلاث اتجاهات:<sup>1</sup>

- أدوات لتوسيع السوق وهي أدوات تؤدي إلى زيادة سيولة السوق، وتوفير الأموال من خلال عرض الفرص الجديدة من قبل المصدرين إلى المستثمرين.
- أدوات لإدارة المخاطر فهذه الأدوات تستخدم لتحويل المخاطر المالية إلى الذين أقل تجنباً لتحمل المخاطر.
- أدوات المراجعة فهي أدوات تمكن المستثمرين والمقترضين من الاستفادة من فروق التكلفة واختلاف العائد بين الأسواق المالية.

وعليه فيترتب على تغيرات التكنولوجيا حفز التجديد والإبتكار المالي من خلال تخفيض تكلفة تقديم الخدمات والأدوات المالية ويجعل من المريح تقديمها إلى الجمهور، فلقد ترتب على تكنولوجيا الكمبيوتر تخفيض في أداء المعاملات ومن ثم فكرت المؤسسات المالية في تقديم خدمات وأدوات مالية جديدة.<sup>2</sup>

ومن أهم تلك الأدوات المالية المبتكرة التي دخلت إلى أسواق الأوراق المالية هي الأدوات المالية المشتقة التي تولدت عن الهندسة المالية والتي تعتبر وسيلة لتنفيذ التجديد المالي، وهي منهج أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمها مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، وإن الهندسة المالية والتجديد المالي ليس شيئاً واحد وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منهما على الأخرى، فالحاجة تدفع إلى الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية والتي توفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها أفضل السبق في تقديمها للعملاء.<sup>3</sup>

#### ثانياً: دوافع - مبررات - التجديد المالي

تعد الابتكارات المالية أحد أهم مظاهر التجديد المالي، وقد ساعدها على الظهور والانتشار بشكل ملحوظ العديد من العوامل نذكر أهمها في ما يلي:<sup>4</sup>

- الأنظمة الضريبية المطبقة: إن التغيرات في القوانين والأنظمة الضريبية وكذا تغير النسب المفروضة على مختلف الدخول يجعل الخاضعين لتلك الضريبة والمستثمرين يغيرون الأداة المالية واستبدالها بأخرى أقل من حيث العبء الضريبي وهذا ما ساعد على إيجاد أدوات مالية جديدة وسهلة.

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>2</sup> احمد ابو الفتوح الناقة، مرجع سابق، ص: 41.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 83.

<sup>4</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 127، 131.

- الابتكارات المالية: مثلا تغيير النسبتين المفروضتين على كل من الأرباح الرأسمالية وعلى الفوائد المحصلة من الاستثمار في السندات وأرباح المساهمين العاديين.
- القوانين الحكومية السارية المفعول: إن تغيير هذه القوانين كإلغاء الحواجز والفروق فيما بين المؤسسات المالية مثلا توسيع المؤسسات من سلسلة إصداراتها من الأوراق المالية وبذلك زاد التنافس في اختراع أصول مالية.
- تغيرات نسب التضخم وأسعار الفائدة: إذ يؤثر تغيير معدل التضخم مباشرة على أسعار الفائدة الإسمية والحقيقية وبصورة مباشرة على دخول الحقيقية، وفي هذا الإطار تم اللجوء إلى أدوات مالية أقل مخاطرة من هذه الناحية كالاستثمار في السندات بأسعار فائدة متغيرة، ويسهل للباحثين عن مصادر تمويل وتقديم أدوات قادرة على التكيف مع الظروف التضخمية السائدة.
- التقدم التكنولوجي: ساهم التقدم التكنولوجي في تغيير الكثير من التقنيات والإجراءات على مستوى البورصات والأسواق المالية في كافة أنحاء العالم، حيث أثر على كيفية إتمام الصفقات بين المستثمرين في أسواق محلية أو أسواق عالمية، وألغى بذلك الفواصل الزمانية والمكانية فضلا عن تخفيض تكاليف المعاملات والسرعة في تسليم الأدوات المالية محل التعاقد وتسديدها.
- مستوى النشاط الاقتصادي السائد: إذا كان الاقتصاد يتمتع بفترة استقرار ورواج زادت الحاجة إلى مصادر تمويل مختلفة وتم اختراع أدوات مالية جديدة تستجيب لمتطلبات الفترة عكس فترات الكساد وعدم الاستقرار فيبقى التركيز على الأدوات والوسائل التي تقلل المخاطرة وتوفر السيولة للمنتجات المتوفرة لديهم.
- البحوث والدراسات الأكاديمية المتعلقة بكفاءة السوق: إن نتائج البحوث كفيلة بضمان الأرضية لإختراع أدوات مالية جديدة على مستوى البورصات وأسواق الأوراق المالية، حيث يتم التطرق إلى المنتجات المالية التي تمكن من زيادة كفاءة السوق وتكون مصدر إقبال من طرف المخترعين والمستثمرين.

### الفرع الثاني: الهندسة المالية كمظهر من مظاهر التجديد المالي

سوف نتطرق في هذا الجزء من البحث إلى مفهوم الهندسة المالية وما نتج عن هذه العملية من ابتكارات مالية خصوصا على مستوى الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية والمسماة بالمشتقات المالية أو الأدوات المالية المشتقة.

#### أولا: تعريف الهندسة المالية

ظهر مفهوم الهندسة المالية انطلاقا من المتطلبات التي فرضتها التغيرات المصاحبة لظاهرة العولمة، إذ أن فلسفة الهندسة المالية تركز على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر

وزيادة العائد مثل تبديل أسهم بأسهم أو سندات بسندات أو أسهم بسندات أو عملة بأخرى وذلك حسب تقلبات التوافق بأسواق المال ومتطلباته.<sup>1</sup>

تعد الهندسة المالية عملية تطويرية انطلقا من الدور الذي تؤديه في تنشيط أسواق الأوراق المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المؤسسات الاستثمارية فضلا عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية، وأن الغرض الأساسي لها هو التحوط ونقل المخاطرة إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة ليشمل أغراض المضاربة والاستثمار، ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالها مستمرة واستعمالاتها مستمرة ومتزايدة...، وتعرف الهندسة المالية على " أنها عمليات تصميم وتطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية ".<sup>2</sup>

وقد شهد العقدان الأخيران من القرن الواحد والعشرين نمو متصاعد للهندسة المالية، وكان ذلك بفعل مجموعة من العوامل المتفاعلة والتي أدت في الأخير إلى تشكيل بيئة مناسبة لها، وقد تم تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين : **الأولى** عوامل بيئية داخلية تتعلق بالمنشأة نفسها والتي تمتلك بعض السيطرة عليها كاحتياجات السيولة وتدني المخاطر، أما **الثانية** فهي عوامل بيئية خارجية والتي لا تمتلك المنشأة السيطرة المباشرة على إدارتها إلا أنها في الوقت ذاته لها ارتباط كبير بها وتشمل التغيرات الكبيرة التي طرأت على الأسعار في أسواق السلع والمال منذ منتصف السبعينات وزيادة حدة المنافسة بين المنشأة المالية والمصرفية فضلا عن التطورات التكنولوجية المتسارعة في المعلوماتية والاتصالية وكذا التطورات في مجال التمويل للمؤسسات.<sup>3</sup>

وتسعى عملية الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية " البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار والإدارات المالية " برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة واستراتيجيات مالية تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية " أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أسعار الأسهم، حجم التداول..."، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية، ومن أمثلة التجديد في الأدوات المالية ما يطلق عليه بالمشنقات المالية التي تعتمد على عدد من الأوراق المالية وتغطي الهندسة المالية مجالات الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الإيداع والإقراض، وتخطيط الخدمات المالية للأفراد وإدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية الخاصة والعامة والمحلية والدولية لغرض الربح أو لغير ذلك، وتقديم الخدمات المالية

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 165 .

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007 ، ص ص: 15، 22.

<sup>3</sup> المرجع سابق، ص ص: 33، 34 .

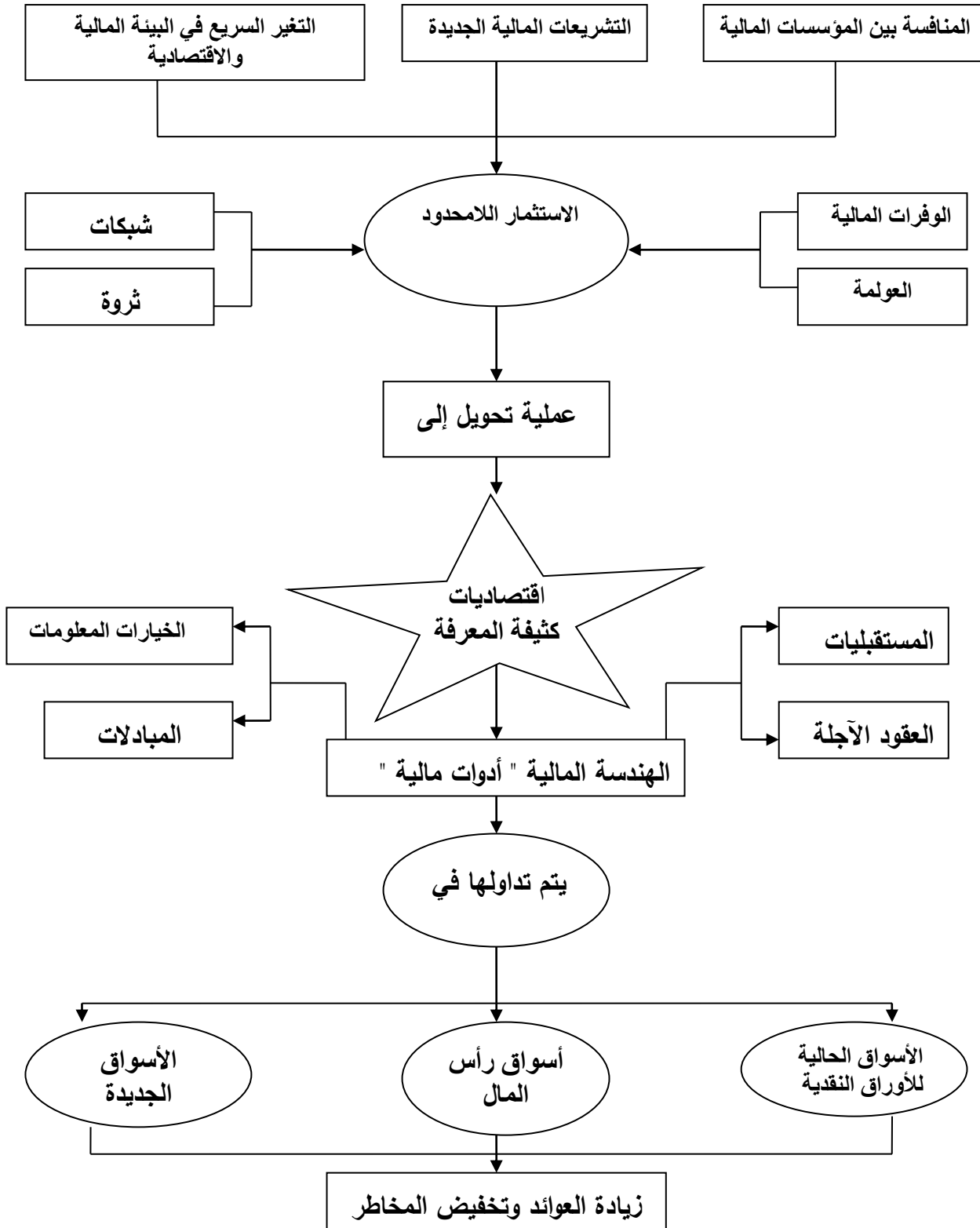
للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التأمين بالإضافة إلى نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي والقانوني.<sup>1</sup> وتبذل فئة متخصصة يطلق عليها مصطلح " المهندسون الماليون " جهودا كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة عن طريق ابتداع عقود وأدوات استثمارية مالية جديدة تلي هذه الرغبات المتطورة اللامتناهية.<sup>2</sup>

ويقدم الشكل الموالي كيفية ظهور الهندسة المالية وتداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث يظهر جليا الدور الذي تلعبه ثورة المعلومات والشبكات في زيادة تدفقات الاستثمارات المالية بفعل العولمة المالية وبالتالي التحول نحو اقتصاديات كثيفة المعرفة، الأمر الذي ساعد على نمو هذه العملية وتجسيدها في أسواق المال بهدف التخفيض من درجة المخاطرة وزيادة العوائد. وإن التغير في أسواق الأوراق المالية يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على وجود الهندسة المالية، فالتقلبات في حركة أسعار في الأسواق المالية وعدم الاستقرار فيها أوجد بيئة مالية غير مستقرة تزيد من درجة المخاطر وتقلل من نسبة الأرباح، ومن هذا المنطلق تطورت الهندسة المالية وذلك بفعل التطورات التكنولوجية والمعلوماتية التي كان لها أثر كبير في تطويرها، فتطورت هذه الأخيرة لتشمل وسائل وأدوات لإدارة وتغطية المخاطر المالية وزيادة الأرباح للمستثمرين في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص: 123، 125.

<sup>2</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 165.

شكل رقم (06): ابتكار الهندسة المالية وأدواتها في أسواق الأوراق المالية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 25.

## ثانيا: أدوات الهندسة المالية

وفرت الهندسة المالية العديد من الأدوات المالية المشتقة والهياكل الجديدة في الأسواق وغيرت كثيرا من أساليب التعامل داخل أسواق الأوراق المالية، كل هذه الظروف المغايرة التي فرضتها الهندسة المالية ووضعها في متناول المستثمرين وكذلك المؤسسات المالية والمصرفية مهما اختلفت طبيعة عملها في السوق سواء بصفتها متعامل أو وسيط مالي، إذ تضم المشتقات المالية مجموعة من العقود المالية المتنوعة سواء من حيث طبيعتها أو آجال التعامل بها.

كما أن التغيير المستمر والمتلاحق في النشاط والبيئة الاقتصادية العالمية وتحديدات المالية منها، استوجبت البحث عن أدوات مالية جديدة يساهم التعامل بها تخفيض التكاليف وتدني المخاطر والرفع من العوائد، وجاءت عملية البحث هذه في إطار الهندسة المالية التي تشمل على العديد من الأدوات التي من شأنها تحقيق ما تقدم ذكره، ويطلق على هذه الأدوات اسم المشتقات المالية.

شكلت المشتقات المالية جوهر الهندسة المالية حيث تمكنت من تلبية حاجات المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموما من مصادر التمويل المتنوعة، فضلا عن زيادة السيولة في أسواق الأوراق المالية وتعزيز فرص هذه المنشآت في إدارة مخاطرها، ولقد تجلت أهمية هذه الأدوات في الأسواق المشتقة من أسواق الأوراق المالية العالمية من خلال زيادة حجم عدد عقودها والتي بلغت 774 مليون عقد خلال عام 1993 كما شهد حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها زيادة مضطردة خلال السنوات الأخيرة إلى نحو 45 ترليون \$. وقد نمت بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة من خلال السنوات العشر الماضية، فمنذ أن بدأت مقايضات أسعار الفائدة والعملات في أوائل الثمانينات، نمت سوق هذه الأدوات نموا هائلا ليلعب حجمها الإجمالي القائم أكثر من 90 ترليون \$ منذ عام 2000.<sup>1</sup>

وتشير بعض التقارير إلى أن حجم سوق المشتقات المالية قد تخطى حاجز 100 ترليون دولار في نهاية عام 2003 ووصل إلى حوالي 140 ترليون دولار في نهاية عام 2008 ، وتشير نفس الإحصائيات إلى أن سوق المشتقات العالمي ينمو بمعدل يزيد عن معدل نمو الاقتصاد الأمريكي، ويلاحظ أنه في الوقت الذي زاد فيه الناتج المحلي الإجمالي لذلك الاقتصاد من نحو 3 ترليون دولار في عام 1980 إلى نحو 5 ترليون دولار في عام 1994 أي بحوالي 1.7 ضعفا خلال الفترة فإن حجم التداول بالمشتقات نمت بأكثر من 40 ضعفا، كما أنه في الولايات المتحدة الأمريكية فإن تعامل المصارف بالمشتقات قد بلغ حدودا هائلة بحيث تتجاوز أرقام التداول للبنوك الكبرى الرئيسية مثل " كميكال بنك، بانكرز تراست ... " اجمالي موجودات هذه البنوك والتي لم تعد تمثل سوى نسبة ضئيلة جدا مقارنة بحجم تداولها بالعقود.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص: 59، 67.

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص ص: 222 ، 223 .

وتعد المشتقات المالية من الأصول المالية المستحدثة خصيصا لخدمة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وتلبية لرغباتهم اللامتناهية في تعظيم العوائد والتقليل من المخاطر الاستثمارية التي تمثل الأولوية القصوى في التعامل لديهم، ويشترط الوصول إلى تحقيق هذه الأولوية البحث عن البدائل المالية والحلول لتحقيق ذلك، والإختيار الأمثل عند تكوين المحفظة الاستثمارية لكل مستثمر مع مراعاة التنوع فيها.

فتعرف المشتقات المالية على أنها " عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (الأصول التي تمثل موضوع العقد )، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسلع والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.<sup>1</sup>

وتعتبر المشتقات المالية أدوات لتبادل المخاطر لا تعد أن تكون في جوهرها عقد تأمين، طرف يدفع رسوما مقابل أن يتعهد الطرف الآخر بأن يدفع له قيمة الدين المؤمن عليه حال عجز المدين عن السداد.<sup>2</sup>

وتتضمن عقود المشتقات ما يلي:

- تحديد سعر التنفيذ " الممارسة" في المستقبل.
  - تحديد الكمية " عدد الأوراق المالية محل التعاقد".
  - تحديد تاريخ انتهاء صلاحية العقد " مدة سريان العقد".
  - تحديد الأصل محل التعاقد سواء كان سعر فائدة محدد، ورقة مالية أو سلعة.
- وبالتالي فإن المشتقات المالية هي اتفاق " تعاقد" للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد ويسعر ممارسة محدد مسبقا، حيث تعتمد قيمتها ( المكاسب، الخسائر ) على الأصل محل التعاقد. ويتنوع المتعاملون في عقود المشتقات بين:<sup>3</sup>

- **المتحوظون:** يهتم المتحوظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات المالية تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.
- **المضاربون:** ويبرهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات المالية لمحاولة تحقيق المكاسب.
- **المراجحون:** ويدخلون عندما يكون هناك فروق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

<sup>1</sup> طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 5.

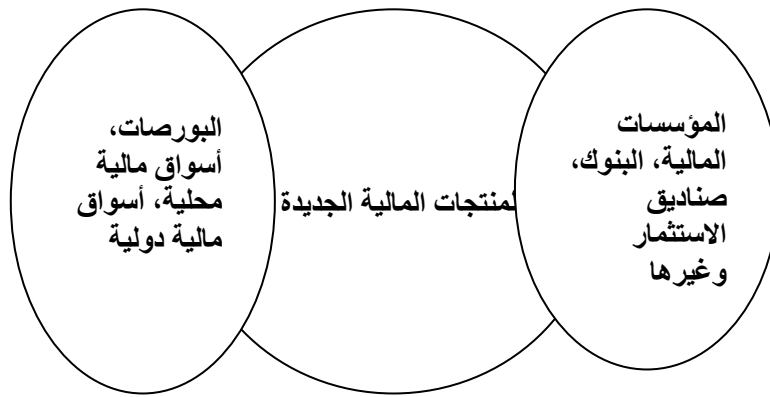
<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 238.

<sup>3</sup> طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية، مرجع السابق، ص: 8.



وتستخدم المشتقات المالية من قبل المضاربين على التعامل بها، ومن قبل المؤسسات المصرفية والمالية الأخرى وكوسيلة لجني الإيرادات من جراء الإتجار والتداول بالعقود المالية التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها، كما أنها وسيلة لإدارة المخاطر من جهة أخرى لكونها تتيح للمستثمر فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية، ومن ثم إتاحة الفرصة لتخفيض درجة المخاطر عموماً وذلك من خلال التحوط أو التغطية للحماية من آثار التقلبات السعرية والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت هذه الأصول سلعا أو أوراقا مالية.<sup>1</sup>

### شكل رقم (07): توسيع قاعدة الأسواق المالية



المصدر: فريد النجار، مرجع سابق، ص: 136.

نظراً للأهمية التي تلعبها المشتقات المالية بالنسبة لأسواق الأوراق المالية والحركية التي تظهر على مستوى هذه الأسواق من خلال التعامل بالمشتقات المالية والسرعة بالإضافة إلى متطلبات خفض المخاطر والتكاليف والرفع من العوائد فإن عملية الهندسة المالية تعمل على زيادة من هذه المنتجات وخلق منتجات أخرى جديدة للتوسع من قاعدة الأسواق المالية، وهذا ما يوضحه الشكل السابق. وقد شهدت صناعة المشتقات نمواً كبيراً ومتسارعاً، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة أو على صعيد تنوع هذه الأدوات بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسيع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 240.

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الأردن، 2011، ص: 222.

## الفرع الثالث: مظاهر التجديد المالي ودورها في إحداث أزمات مالية

توجد العديد من العوامل والجوانب التي تجعل من سوق الأوراق المالية سببا في حد ذاتها في حدوث أزمات، حيث أن هذه العوامل تتسبب في ظهور الكثير من الأعراض التي تؤدي في الأخير إلى فقدان ثقة المستثمرين في السوق، والأثر التلقائي الذي تحدثه حالة فقدان الثقة لتفاقم الأزمة وسرعة انتشارها، ومن هذه العوامل نذكر:

**أولاً: عولمة الأسواق المالية:** أدت العولمة إلى مضاعفة حجم وسرعة تدفقات الأصول المالية إضافة إلى تدفق السلع والخدمات وعوامل الإنتاج بين دول العالم إلى مستويات غير مسبوقه فافتت سرعة التطورات في التشريعات والأنظمة اللازمة لتنظيم هذه التدفقات، كل ذلك أدى إلى زيادة التشابك والتداخل بين الدول وأقاليم العالم وجعله كقرية صغيرة إذا ما وقع في أي جزء منه أثر بشكل مباشر وفوري أثر على كافة أجزائه الأخرى، ونلاحظ التدفقات الهائلة للاستثمارات المالية الدولية واتسامها بالتركيز مع نمو ظاهرة المؤسسات المالية الضخمة عابرة الحدود والنقص في وسائل الرقابة والتنظيم قد ساهم في ظهور اختلالات غير متوقعة في أسواق المال سرعان ما تنتشر آثارها لمعظم أجزاء العالم، وعلى وجه التحديد فإن أي خلل مالي أو اقتصادي في أحد الأسواق الدولية الرئيسية كالسوق الأمريكي حيث يشكل هذا الأخير حوالي ثلث حجم الاقتصاد العالمي سيؤدي إلى اختلالات موازية في الأسواق العالمية الأخرى، هذا ما تعبر عنه الأزمة المالية العالمية 2008، فعلى إثر هبوط قيم الأسهم في بورصة وول ستريت انخفض المؤشر العام لقيم الأسهم في باريس ولندن وطوكيو وغيرها من أسواق الأوراق المالية الدولية وهكذا انتقلت عدوى الأزمة إلى بقية دول العالم ولم تقتصر فقط على الأسواق المالية بل امتدت إلى شركات في مختلف النشاطات الاقتصادية وإلى قطاعات اقتصادية أخرى.<sup>1</sup> كما أن الأحداث المتعلقة بالأزمة الآسيوية والأحداث التي تلتها في مواجهة الصدمات لدى الأسواق المالية العالمية والمنظمات الدولية، وترجع هذه الأسباب إلى العولمة، وعلى الربط الدولي شبه الآلي للأسواق المالية وإلى التقلبات المتعلقة بتدفقات رأس المال في الأسواق الناشئة.<sup>2</sup>

**ثانياً: الابتكارات المالية:** إن التعامل بأدوات الابتكار المالي التي تسمى بالمشنقات المالية يتضمن العديد من المخاطر نظراً للاختلاف الكبير في طرق وأساليب التعامل بين هذه الأدوات المبتكرة أو المستخدمة على مستوى أسواقها وبين الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق خاصة وأن الممارسة الخاطئة لهذه الأدوات من شأنه خلق العديد من الآثار غير المرغوب فيها مما ينتج عنه اضطرابات في الأسواق المال وإفلاس المؤسسات المالية والشركات. " كما يؤدي غياب الحيطة

<sup>1</sup> طالب عوض، اثر التقلبات المالية على أسواق الدول النامية، الموقع الإلكتروني:

<http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Research%20Output%20Files/>, le : 08/08/2016,

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 177 .

والحذر في إدارة الخيارات المالية إلى خسائر كبيرة، وإن أدوات الهندسة المالية وضعت أدوات عالية المخاطرة والتقلب والتعقيد شديدين وليس على سوء الاستعمال فقط، ويعتقد الكثير من المتعاملين أن أسواق المستقبليات أدت إلى حدوث أزمة 1987 وكما ذكرنا أن أسواق الأوراق المالية أصبحت مترابطة فإن أي تغيير أو اضطراب يحدث في سوق معين يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وبالتالي يؤثر هذا قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها.<sup>1</sup>

في حين أن مثل هذه الأدوات إنما استحدثت أساساً لإدارة المخاطر وتغطيتها ولحل المشاكل والاضطرابات التي يتعرض لها المستثمرون سواء أفراد أو مؤسسات مالية أو شركات فهي تقدم لهم الكثير من الحلول والبدائل المالية لتوسيع استثمارهم وتعظيم عوائدهم، إلا أنها في نفس الوقت تخلق العديد من المخاطر والتي تمتد إلى أن تحدث أزمة مالية.

**ثالثاً: كفاءة سوق الأوراق المالية وعدم تماثل المعلومات:** " إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة، كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي والمصرفي"<sup>2</sup>. " ويتم على مستوى سوق الأوراق المالية معالجة دور المعلومات في تحقيق الكفاءة لهذه السوق، فهي ترى بأن جميع المعلومات متاحة في السوق من الأسهم والسندات وأسعار الأصول عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، فالمعلومات توفر القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، أما إذا كانت المعلومات المطلوبة حول قيمة الأصول المالية غير متيسرة في السوق بسهولة وبدون تكلفة، أو أن بعض المعلومات المهمة والمرتبطة باتخاذ القرارات الاستثمارية موزعة بشكل لامتنق (غير متماثل) بين المتعاملين، إن هذه الحالة تؤثر بوجود حالات غير متجانسة من توافر المعلومات تنعكس على عدم تجانس التوقعات للبالغين والمستثمرين في الأصول، ومن حالة تؤدي إلى اختلاف تقديرات المخاطرة والعائد، ويقود الاتساق في المعلومات إلى آثار كبيرة على السوق وقد تؤدي إلى انهيار السوق"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> هاشم فوزي الدباس، مرجع سابق، ص ص: 115، 119.

<sup>2</sup> عرابة رايح، بن عوالي حنان، ماهية الأزمات المالية والأزمة المالية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسطينة، الجزائر، ماي 2009، ص: 7.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 276، 286.

### المبحث الثالث: المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية

تزايدت أهمية المشتقات المالية وأسواقها في العقود الأخيرة من القرن العشرين وذلك نتيجة المخاطر المفرطة التي تعرض لها ولازال يتعرض لها الكثير من المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية بيعة وشراء من خلال السوق الفورية وما سببتها هذه المعاملات من انهيارات في العديد من أسواق المال نتيجة حدوث أزمات مالية، حيث وفرت هذه آلية التعامل بأدوات المشتقات المالية الغطاء الكافي للمتعاملين وتخفيض درجات المخاطرة لديهم وحماية استثماراتهم المالية. وسوف نتناول في هذا المبحث الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية التي تضم مجموعة كبيرة منها والتي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها، وكذا تقييم هذه الأدوات.

#### المطلب الأول: عقود الخيار وعقود المبادلة

استدعى التغير المستمر في البيئة المالية والاستثمارية ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة ذات مخاطر أقل وعوائد أعلى، وقد ضمنت الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة ومن أمثلتها الخيارات المالية، فهذه الأخيرة توفر عدة مزايا للمتعاملين بها كالمضاربة، فضلا عن استعمالها كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار الأصول الاستثمارية.<sup>1</sup> سوف نعمل على توضيح كل من عقود الخيار وعقود المبادلة كأدوات استثمارية تستخدم لتقليل المخاطر التي تحدث عند تغير أسعار الأوراق المالية من جهة، والرغبة في زيادة العوائد من جهة أخرى.

#### الفرع الأول: عقود الخيار

تعتبر عقود الخيار من بين المشتقات التي يتم تداولها في أسواق منظمة، ويرى بعض المفكرين أن عقود الخيار قد عرفت قبل ظهور العقود الآجلة، حيث كان يتم بيع تلك العقود في أسواق غير منظمة، إلا أن ظهور أسواق الخيار منظمة يرجع إلى عقد السبعينات من القرن الماضي.<sup>2</sup> تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام 1983 وأصبحت تشكل جزء مهم من عمليات سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر، ويرجع بدايات التعامل بها إلى عام 1970 في أسواق المال الأمريكية، ثم بدأت عملها كسوق ثانوية منظمة عام 1973 في سوق شيكاغو (C.O.B.C).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نعيمة بارودي، ارسلیم موادي، بين الهندسة وإعادة أي تصميم سيناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقودا شرعية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول " منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية - بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية -، جامعة سطيف، الجزائر، ماي 2014، ص: 99.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 100.

<sup>3</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 71.

## 1- تعريف عقود الخيار

عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل وتتوفر رغبة مشتري العقد في التعامل إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للأصل محل التعاقد في صالحه.<sup>1</sup>

فالخيار على الأصل (أ) هو حق وليس الالتزام لشراء أو بيع كمية معينة من الأصول بسعر معين سواء في تاريخ معين أو خلال فترة معينة. ويسمى السعر الذي صاحب الخيار " الحق في شراء أو بيع الأصل" بسعر ممارسة الخيار، وللحصول على حق ممارسة الخيار فإن المشتري يدفع قسط المكافأة إلى بائع الخيار.<sup>2</sup>

يتضح من مفهوم عقد الخيار أنه يمكن تصنيفها وفق الحق الممنوح للمستثمر من قبل محرر الخيار على أنها خيار شراء وخيار بيع، ولذلك طبيعة عقود الخيار تتضمن منح حق وليس التزام لحملتها حرية التنفيذ من عدمه اعتمادا على توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية للأسهم محل العقد.<sup>3</sup> فيدفع مبلغ لمحرر العقد يسمى المكافأة " العلاوة " وهو غير قابل للرد.

إن الخيار هو إجراء مالي قابل للتفاوض يعرف كحق شراء أو حق بيع على أن يكون تنفيذ هذا الإجراء في المستقبل مقابل سعر محدد مسبقا على الأصل ويسمى سعر التطبيق أو التنفيذ.<sup>4</sup> ويمكن توضيح بعض المصطلحات المتعلقة بعقود الخيار وهي:

- **سعر الممارسة:** هو السعر التي تم تحديده مسبقا في عقود الخيار وغالبا ما يكون هو السعر الجاري في السوق المالي، وهذا السعر يسمح لحامل عقد الخيار بتنفيذه بيعا أو شراء.
- **المكافأة " العلاوة ":** هي المبلغ الذي يدفع إلى محرر حق الخيار من مشتري الخيار لقاء الحصول على هذا الحق ويعبر عن سعر الخيار وهو مبلغ غير قابل للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم ينفذ.

▪ **تاريخ انتهاء صلاحية العقد:** وهو التاريخ الذي يقوم حامل حق الخيار بتنفيذ هذا الحق، ويحدد هذا التاريخ مسبقا عند إبرام العقد وهو آخر موعد للتنفيذ.

## 2 - أنواع عقود الخيار

ويمكن تقسيم حقوق الخيار كما يلي:

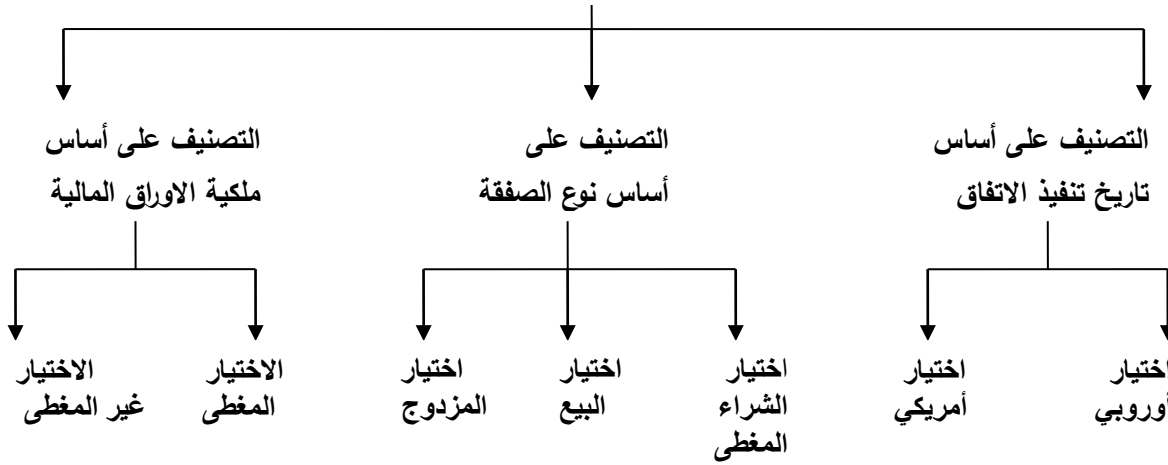
<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سابق، ص: 39.

<sup>2</sup> J.-p. gourlaouen, les nouveaux instruments financiers, librairie Vuibert, Paris, 1988, P: 152.

<sup>3</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 350.

<sup>4</sup> DIDIER MARTEAU, LES MARCHÉ DE CAPITAUX, Armand Colin, France, 2011, p : 47.

شكل رقم (08): أنواع حقوق الخيار



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص: 259.

وفيما يلي ذكر كل نوع من أنواع عقود الخيار بشيء من التفصيل<sup>1</sup>:

- **حق الخيار الأوروبي:** هو حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في الموعد المحدد لإنهاء العقد.
  - **حق الخيار الأمريكي:** هو حق اختيار تتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تتقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهاءه.
  - **حق خيار الشراء:** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار الشراء) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.
  - **حق خيار البيع:** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق خيار البيع) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين لقاء مكافأة تدفع لمحرر الخيار.
  - **الاختيار المزدوج:** ويمنح هذا العقد لحامله الحق في اختبار شراء وبيع لنفس الأصل محل التعاقد، حيث يكون تاريخ التنفيذ تاريخ واحد.
  - **الخيار المغطى:** هو حق اختيار شراء يكون فيه أحد طرفي العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.
  - **الخيار غير المغطى:** هو حق خيار شراء أو بيع أو كلاهما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.
- ويلخص الجدول الموالي كل من الحقوق والالتزامات لمشتري وبيئ خيار الشراء وخيار البيع، فمشتري خيار الشراء ينفذ الخيار إذا ارتفع سعر السوق عن سعر التنفيذ فهو ينفذ حق الخيار ويحقق

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص: 260، 261.

أرباح غير محدودة ويتكبد خسارة العلاوة المدفوعة، كذلك هو الحال لحامل خيار البيع إذا ارتفع سعر السوق عن سعر التنفيذ هنا لا ينفذ العقد ويحقق خسارة بمقدار العلاوة فقط.

جدول رقم (05): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

أنواع العقد		محرر العقد ( البائع )		مشتري العقد ( المالك )	
		الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق
خيار الشراء		بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد أو قبل انتهاء من الصلاحية.	تسليم العلاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ أو لا ينفذ الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد أو قبل انتهاء من الصلاحية.
خيار البيع		شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق إذا قرر التنفيذ وبسعر التنفيذ.	يتسلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع العلاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ.

المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 129.

ويوجد في عقود الخيار أربع إستراتيجيات أساسية وهي " شراء خيار الشراء وشراء خيار البيع، وبيع خيار الشراء وبيع خيار البيع" حيث يمكن أن يتم تبادل هذه الخيارات دون تنفيذ تسليم واستلام لحق الخيار أو سعر التنفيذ.<sup>1</sup>

مثال توضيحي لآلية عمل عقود الخيار:<sup>2</sup>

**1- خيار الشراء:** اشترى المستثمر حق شراء 100 سهم لشركة معينة مدة 6 أشهر ( خيار أمريكي) مقابل علاوة 4 ون للسهم بسعر ممارسة 50 ون، إن احتمالات تغير السعر السوقي خلال مدة 6 أشهر تكون كآتي:

**الحالة (1):** السعر السوقي أقل من سعر الممارسة (أقل من 50 ون)، هنا المستثمر لا ينفذ الخيار لأنه لا يمكن له أن يشتري سهم ب 50 ون في حين أن سعره في السوق أقل من ذلك نفرض

<sup>1</sup> DIDIER MARTEAU, op cit, p : 47.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 129، 132.

أنه يساوي 40 ون، وتتحصّر خسارته هنا في قيمة العلاوة وهي 4 ون  $\times$  100 سهم = 400 ون، وأنه لو قام بتنفيذ العقد لخسر 10 ون للسهم كفرق بين السعرين مضافاً إليها 4 ون العلاوة.

**الحالة (2):** السعر السوقي أكبر من سعر الممارسة أي أكبر من 54 ون (4+50) هنا على المستثمر تنفيذ العقد بهذا السعر لأن سعر السوق مرتفع وهو 70 ون، وهو يحقق ربح مقداره 20 ون كفرق بين السعرين، ويخسر العلاوة المقدرة بـ 4 ون أما الربح الصافي  $20 - 4 = 16$  ون.

**الحالة (3):** سعر السوق أكبر من سعر الممارسة (52) ينفذ العقد ويخسر مقدار العلاوة، لكنه يحقق ربح كفارق بين السعرين هو 2 ون. إذن الربح الصافي هو  $2 - 4 = 2$  ون.

**الحالة (4):** سعر السوق = سعر الممارسة = 54 ون. إذن يستطيع تنفيذ حقه أو عدمه لأن الخسارة القصوى هي 4 ون في حين سعر السوق = 54 ولا يوجد ربح ولا خسارة " خيار متكافئ".

أما بالنسبة للبائع: إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر الممارسة فإنه يحصل على العلاوة فقط في شكل ربح " ربح محدد ". أما إذا كان سعر السوق أكبر من سعر الممارسة فإنه سوف يخسر 16 ون للسهم وخسارة غير محددة كلما ارتفع سعر السوق. أما حالة التكافؤ لا ربح ولا خسارة.

**2- خيار البيع:** اشترى مستثمر حق خيار بيع 100 سهم لمدة 6 أشهر ( خيار أمريكي ) مقابل علاوة 4 ون بسعر ممارسة 50 ون.

**الحالة (1):** السعر السوقي أدنى من سعر الممارسة ينفذ المستثمر حقه في الخيار ويحقق ربح غير محدود مرتبط بإستمرار انخفاض السعر، لأنه سوف يبيع بـ 50 ون في حين يستطيع شراء السهم من السوق مثلاً بـ 40 ون، هنا يحقق ربح بفرق السعرين هو 10 ون والربح الصافي هو 6 ون للسهم.

**الحالة (2):** السعر السوقي أكبر من سعر الممارسة فإن المستثمر لا ينفذ حقه في الخيار وخسارته محدودة وهي مقدار العلاوة 4 ون للسهم.

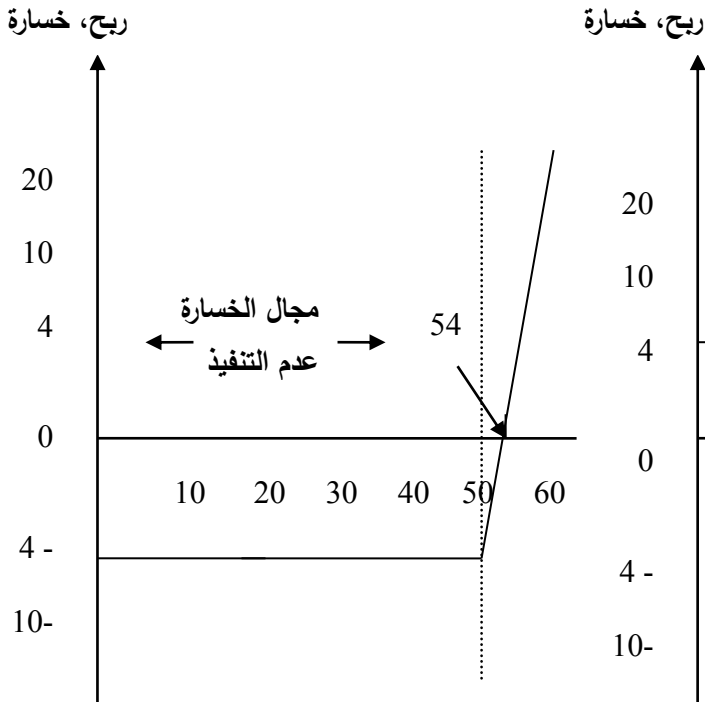
**الحالة (3):** السعر السوقي = 48 ون المستثمر ينفذ الخيار لأنه سوف يبيع بـ 50 ون بدلاً من 48 ون، والربح هو الفرق بين السعرين 2 ون. إذن الخسارة محددة بـ 2 ون للسهم.

**الحالة (4):** السعر السوقي عند 46 ون ينفذ الخيار وهو خيار متكافئ لا ربح ولا خسارة. أما بالنسبة لمحرر خيار البيع ( البائع ): حالة (1): خسارة غير محدودة مرتبطة بإستمرار الانخفاض في السعر، حالة (2): ربح مقدر بالعلوة 4 ون للسهم، حالة (3): خيار متكافئ. ويمكن توضيح الحالات السابقة لكل من خيار الشراء وخيار البيع بيانياً من خلال:



شكل رقم (09): طبيعة التعامل في عقود الخيار

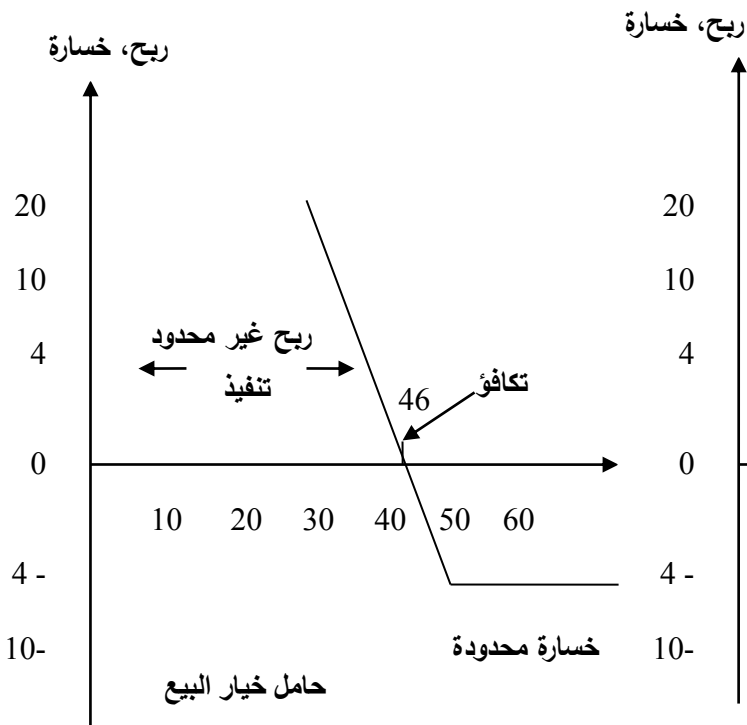
1- عقد خيار الشراء



حامل خيار الشراء

محرر خيار الشراء

2 - عقد خيار البيع



حامل خيار البيع

محرر خيار البيع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 129 ، 132.

## الفرع الثاني: عقود المبادلة

ظهرت مبادلات العملة في سنوات السبعينات حيث أنها تشترك في بعض الخصائص مع عقود الصرف على المدى الطويل، مما يفسر بأنها قد تكون وسائل جيدة للتحوط من مخاطر العملة على المدى الطويل، وتكون المعاملة بين اثنين من الوكلاء، المؤسستين، بنكين، أو مؤسسة وبنك.<sup>1</sup>

**أولاً: تعريف عقود المبادلة**

هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية ( شهرية، نصف سنوية،...الخ).<sup>2</sup>

وعقود المبادلة هي عقود ملزمة التنفيذ للطرفي العقد على عكس عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات " الأرباح، الخسائر " لا يتم تسويتها يومياً كذلك لا يتم تسويتها مرة واحدة.<sup>3</sup>

## ثانياً: أنواع عقود المبادلة

■ **مبادلة سعر الفائدة:** تعتبر مبادلة سعر الفائدة عبارة عن صفقة يستطيع عن طريقها أن يتبادل تدفقات الفائدة من نوعية مختلفة، ومحسوبة على قاعدة المبلغ الرئيسي نفسه ويتم التعبير عن هذا المبلغ بالعملة ذاتها أي أن المبادلة تغطي السداد أن تتعرض لمبادلة الديون.

" وتتعلق مبادلة سعر الفائدة بالمبادلات بين التدفقات ذات سعر الفائدة ثابت وبين تدفقات ذات سعر فائدة متغير، دون أن يعني ذلك غياب المبادلات التي تتم بين تدفقات سعر فائدة متغير وتدفقات سعر متغير آخر"<sup>4</sup>. " وبالتالي هي عملية بين طرفين يحددان مبادلة فائدة محسوبة بتطبيق معدل الفائدة الثابت أو المتغير بفائدة محددة مسبقاً."<sup>5</sup>

ويتفرع هذا النوع إلى عدة أنواع أهمها:<sup>6</sup>

- **عقود مبادلة سعر فائدة ثابتة بالمتغير:** بموجب هذا العقد يلتزم أحد الأطراف بدفع تدفقات الفائدة الثابتة، وفي المقابل يستلم تدفقات معدل الفائدة المتغيرة.

- **عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد:** هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا، وهو ما يعرف بـ " كاب " .

<sup>1</sup> J.-p. gourlaouen, op cit , P: 104.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 137.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص: 317.

<sup>4</sup> فرنسوا لرو، ترجمة حسن ضيقة، مرجع سابق، ص: 270.

<sup>5</sup> Robert Ferrandier, Vincent Koen, op cit, P 418.

<sup>6</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص: 318، 319.

- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بسقف أو حد معين ويصطلح عليه بـ " فلور".

- عقود المبادلة المختلطة: تتطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل، ولكن بشراء عقد مبادلة كاب، وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل ببيع عقد مبادلة فلور.

مثال: نفترض أن عقد المبادلة يغطي 5 سنوات ويتضمن سلسلة من المدفوعات السنوية على مبلغ 1 مليون \$ وهذا المبلغ يعتبر أصل اعتباري- وهمي - وذلك لحساب الفوائد فقط. ونفترض أن أحد أطراف العقد (A) يدفع فائدة ثابتة سنوية على المبلغ تقدر بـ 8 % يدفعها للطرف الآخر، وفي المقابل فإن الطرف (B) يدفع فائدة متغيرة للطرف (A) وفقا لمعدل Libor\* ويتسلم الفائدة الثابتة. وليكن مساوي لـ 7.5 % يوم إبرام العقد.

أي أن الطرف (A) سوف يدفع سنويا \$ 80000 للطرف (B) ولمدة 5 سنوات.

كما أن الطرف (B) يدفع 1 مليون \$  $\times$  Libor<sub>t</sub> للطرف (A).

السنة الأولى يدفع الطرف (B) 1 مليون \$  $\times$  7.5 % = \$ 75000. ويمكن أن نوضح ذلك من خلال الجدول التالي.

جدول رقم (06): التدفقات الثابتة والمتغيرة المدفوعة من أطراف العقد

الفترة	معدل الفائدة المتغير لكل فترة Libor <sub>t</sub>	التزام الفائدة المتغيرة الذي يدفعه (B) إلى (A)	التزام لفائدة الثابتة الذي يدفعه (A) إلى (B)
0	7.5 %	—	—
1	Libor <sub>1</sub>	\$75000 = % 7.5 $\times$ 1000000	\$80000
2	Libor <sub>2</sub>	Libor <sub>1</sub> $\times$ 1000000	\$80000
3	Libor <sub>3</sub>	Libor <sub>2</sub> $\times$ 1000000	\$80000
4	Libor <sub>4</sub>	Libor <sub>3</sub> $\times$ 1000000	\$80000
5	Libor <sub>5</sub>	Libor <sub>4</sub> $\times$ 1000000	\$80000

المصدر: من إعداد الطالبة.

وتجدر الإشارة إلى أن المبادلة تجري فقط على معدلات الفائدة ولا تكون على المبلغ ذاته، كما

أن تحديد معدل Libor للتدفقات في الزمن t يعتمد على Libor في الزمن t-1.

\*Libor: ويعبر عن سعر الفائدة المتغير في الأسواق المالية الدولية.

■ **مبادلة العملات:** وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين في شراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل)، والذي يتم تحديده وفق الفرق بين أسعار الفائدة السائدة في ذلك الوقت على الإقراض والإيداع لكل من العملتين.<sup>1</sup>

**مثال:** نفترض أن هناك مستثمر (A) أمريكي يرغب في الحصول على تمويل بالدينار الجزائري يقدر بـ 20 مليون دج وسعر الفائدة على هذا القرض 6%. كما أن هناك مستثمر آخر (B) جزائري يرغب هو كذلك في الحصول على قرض بالدولار يقدر بـ 1 مليون \$ بسعر فائدة 4%. مع العلم أن مدة التمويل 5 سنوات. وعند اتفاق الطرفين على عقد مبادلة كل منهما لالتزاماته للطرف الآخر، حيث يفترض المستثمرين المبلغ الذي يحتاجه الطرف الآخر من سوقه المحلية وبالعملة المحلية له لقاء سعر الفائدة الممنوح من قبل البنوك في تلك الدولة، في الوقت الذي يستطيع المستثمر (A) الحصول على المبلغ المطلوب بسعر فائدة 3,5% أما المستثمر (B) فيحصل على 20 مليون دج بسعر فائدة 5.75% على أن تتم مبادلة الالتزامات لمدة 5 سنوات. المستثمر (A) يقترض 1 مليون \$ بسعر فائدة 3.5%، والمستثمر (B) يقترض مبلغ 20 مليون دج بسعر فائدة 5.75%. إذن يتم مبادلة تدفقات أسعار الفائدة، بحيث المستثمر (A) عليه التزام بالدولار مقابل أصول مقومة بالدينار، والمستثمر (B) يحمل التزام بالدينار مقابل أصول مقومة بالدولار.

**جدول رقم (07): عملية مبادلة العملات**

السنة	التزام المستثمر (B) نحو المستثمر (A)	التزام المستثمر (A) نحو المستثمر (B)
1	$1000000 \times 3.5\% = \$ 35000$	$20000000 \times 5.75\% = 1150000$
2	$1000000 \times 3.5\% = \$ 35000$	$20000000 \times 5.75\% = 1150000$
3	$1000000 \times 3.5\% = \$ 35000$	$20000000 \times 5.75\% = 1150000$
4	$1000000 \times 3.5\% = \$ 35000$	$20000000 \times 5.75\% = 1150000$
5	$1000000 + 3.5\% \times 1000000 = \$ 1035000$	$20000000 + 5.75\% \times 20000000 = 21150000$

المصدر: من إعداد الطالبة.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 88.

### المطلب الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية

نحاول من خلال هذا المطلب توضيح كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية كأحد أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية مع تبيان أوجه الاختلاف والتشابه بينهما.

#### الفرع الأول: العقود الآجلة

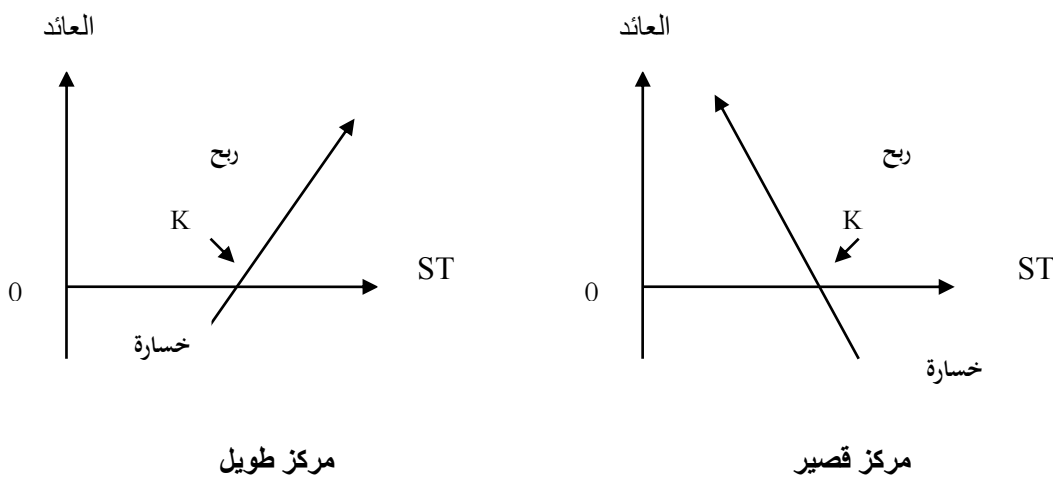
هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركز طويل ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركز قصير ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه.<sup>1</sup> وفي الغالب فإن هذه العقود هي غير قابلة للتداول في البورصات.

إذا كانت التغيرات السعرية السائدة في السوق في صالح المشتري - صاحب المركز الطويل - وارتفع السعر في السوق عن سعر التنفيذ فإن هذا الأخير يحقق مكسب وهي القيمة التي يخسرها البائع - صاحب المركز القصير - أما إذا انخفض سعر الأصل في السوق عن سعر التنفيذ فإن المشتري يخسر قيمة الفرق بين السعيرين وهي تمثل مكسب بالنسبة للبائع.

وتجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة تفنقر إلى النمطية وإلى شروط محددة، حيث يضع كل عقد في شروطه للاتفاق بين الطرفين.<sup>2</sup>

ويمكن توضيح طبيعة التعامل بهذا النوع من العقود بيانياً من خلال الشكل التالي:

#### شكل رقم (10): عوائد العقود الآجلة لطرفي العقد



المصدر: من إعداد الطالبة: اعتمادا على: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 134.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 133.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال صطفي، جلال العبد، مرجع سابق، ص: 350.

حيث أن: K سعر التسليم " التنفيذ "

ST سعر الأصل السائد عند الاستحقاق

### الفرع الثاني: العقود المستقبلية

هي التزام تعاقدى نمطي إما لبيع أو شراء موجود مالي معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل وتتضمن هذه العقود القانونية نوع السلعة، تاريخ التسليم، الأسعار والخصائص النوعية.<sup>1</sup>

فالعقد المستقبلي كذلك هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد ويحدد هذا العقد: نوع الأصل، كمية الأصل، تاريخ التبادل، السعر الواجب دفعه للأصل.<sup>2</sup>

لكي لا يتعرض أي طرف في العقد المستقبلي إلى ضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف المقابل لالتزاماته فقد فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وهناك متغيرين يحكمان القيمة الكلية للهامش هما " حجم العقد، ودرجة تقلب قيمته في السوق " وتتراوح نسبة الهامش المبدئي ما بين 5% - 15% من قيمة العقد، وتقوم بإدارته غرفة المقاصة التي يتم التعاقد من خلالها، وأن الغرض من دفع الهامش المبدئي هو إجراء المقاصة، إذ يتم الإضافة أو الخصم من الهامش لكل طرف حسب موقعه - بائع أو مشتري - مركز طويل أو قصير، وطبيعة السعر في السوق، وبذلك يتم ضمان تنفيذ الطرفين للعقد، فضلا عن تحديد هامش إضافي آخر يسمى "هامش الصيانة " تتراوح نسبته بين 75%- 80% من قيمة الهامش المبدئي الذي يعني أن رصيد الحساب الموجود في غرفة المقاصة يجب أن لا يقل عن الهامش الصيانة وإلا يتم مطالبة الطرف الذي انخفض الهامش لديه بدفع مبالغ إضافية إلى حسابه بحيث تصل مجموعها إلى الهامش المطلوب، كما يمكن أن يسترد الهامش المبدئي بالكامل عند تنفيذ العقد المستقبلي على وفق تاريخ استحقاقه.<sup>3</sup>

وتتلخص مهمة غرفة أو بيت المقاصة والتسوية في تسهيل التعامل في العقود المستقبلية، وكذلك المهام التي تتعلق بنظام الهامش وما يصاحبه من تسوية يومية، ويقف بيت السمسرة بين طرفي العقد لبيدوا كأنه البائع بالنسبة للمشتري وكأنه مشتري بالنسبة للبائع، ومن ثم تصبح العلاقة بين طرفي العقد علاقة غير شخصية، ومركز غرفة التسوية يجعلها ضامنا للمشتري في مواجهة البائع، وضامنا للبائع في مواجهة المشتري، وعكس العقود الآجلة يكون ضرورة توفر الثقة لكل طرف اتجاه الطرف الآخر هي الطريقة لمواجهة مخاطر عدم الوفاء، فإن العقود المستقبلية تنقل مخاطر عدم الوفاء إلى غرفة المقاصة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 69.

<sup>2</sup> خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 1999، ص: 298.

<sup>3</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 75.

<sup>4</sup> منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص: 531.

**مثال<sup>1</sup>:** تم إبرام عقد في مارس بين مستثمر ( A ) ومستثمر ( B ) على 10000 سهم من أسهم إحدى الشركات على أن يقوم المستثمر ( A ) في أول أكتوبر بشراء الأسهم مقابل 100 ون للسهم، ويقوم المستثمر ( B ) ببيع الأسهم مقابل 100 ون للسهم. كما أن الهامش المبدئي يمثل 10% من قيمة العقد، فعلى المستثمرين إيداع مبلغ 100000 ون لدى غرفة المقاصة - السمسرة - أو ما يقابلها من أوراق نقدية. أما هامش الصيانة " الوقاية " فتم تحديده من طرف غرفة المقاصة بـ 75% من الهامش المبدئي ويجب أن لا ينخفض رصيد حساب كل من المستثمرين عن هذا الهامش وهو:  $100000 \times 0.75 = 75000$  ون

إذا افترضنا أنه في اليوم التالي لإبرام العقد انخفض السعر بحيث أصبح سعر التسليم 98 ون، يترتب على ذلك أن تحقق المستثمر ( A ) خسارة إجمالية قدرها  $( 98 - 100 ) \times 10000 = 20000$  ون مما يؤدي إلى انخفاض الهامش المبدئي لمستثمر ( A ) ليعكس الخسارة وحساب المستثمر ( B ) ليعكس أرباحه.

إن الهامش المبدئي للمستثمر انخفض إلى 80000 ون فهو أعلى من مبلغ هامش الصيانة، ومنه لن تقوم غرفة المقاصة بإضافة مبلغ إلى رصيده، فإذا انخفض سعر هذه العقود في اليوم الثالث إلى 96 ون للسهم في هذه الحالة يصبح رصيد المستثمر ( A ) كالتالي: مقدار الخسارة ( 98 - 96 )  $\times 10000 = 20000$  ون إذن أصبح رصيد المستثمر ( A )

$80000 - 20000 = 60000$  ون، ومنه أصبح رصيد أقل من هامش الوقاية في هذه الحالة يطلب بيت السمسرة منه إيداع مبلغ نقدي قدره 40000 ون حتى يصل رصيده إلى الهامش المبدئي ويطلق على الأموال الإضافية هذه "بالهامش الإضافي أو المتغير".

إذا فشل المستثمر ( A ) في تغطية حسابه فإن بيت السمسرة يقوم بإقفال حسابه عن طريق إبرام " الصفقة العكسية"، فتقوم بالشراء بإسم المستثمر ( A ) عقد بنفس الكمية وقدرها 10000 سهم من نفس الشركة في مقابل 960000 ون ( 10000 سهم  $\times 96$  ون)، إذا قام هذا المستثمر بتسليم كمية الأوراق المالية محل الصفقة كان سيحصل على 1000000 ون. إذن خسائره تقدر بـ:  $1000000 - 960000 = 40000$  ون.

ورصيده الصافي:  $60000 - 40000 = 20000$  ون.

وللمقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية يوجد العديد من أوجه الاختلاف والتشابه في طبيعة التعامل بهما، حيث يتم إبراز أهمها في الجدول التالي:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص: 360، 362.

جدول رقم (08): اختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	نمطية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابت خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، مما يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب التغيرات المستقبلية للسعر لأصل محل العقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد بالتسليم في الغالب.	لا يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل محل العقد، وفي حقيقة الأمر فإن 2 % من العقود المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم.
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا يتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية وذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات هامش مبدئي	يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ويتطلب الأمر إلى إيداع هامش للطرفين، ومع تغير السعر يحقق احد الأطراف مكسب يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الأخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.
ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد	نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. عادة ما تبرم هذه العقود ما بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية. وأحد عملاتها ( شركة، جهة...). لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتها.	غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد تكون غرفة المقاصة هي البائع له وأيضا كل بائع تكون هي المشتري منه.
المزايا	مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد، وسهولة الاستخدام.	تنطوي على المخاطرة ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة. تكون أكثر سيولة من العقود الآجلة، فأى طرف إذا رغب في تصفية موقعه في أي يوم يستطيع إن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي.
العيوب	يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة احد طرفي على الوفاء بالتزاماته. اقل سيولة حيث لا يمكن أي من طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.	بواسطة البورصة، لذلك لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد.

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية"، مرجع سابق، ص ص:



**المطلب الثالث: مشتقات المشتقات**

توجد أنواع أخرى من المشتقات تحتوي على عقدين أو أكثر من عقود الأنواع السابقة، فهي عقود مركبة من المشتقات لذا تسمى بـ " مشتقات المشتقات " والهدف الأساسي منها حماية المستثمرين من المخاطر وتعظيم أرباحهم، وفيما يلي أهم هذه الأنواع:<sup>1</sup>

**الفرع الأول: الخيار المستقبلي**

وهو عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وعليه سوف يتضمن هذا العقد توكيلات مختلفة مثل شراء خيار عقد مستقبلي أو بيع خيار بيع عقد مستقبلي، ويحق لمشتري هذا العقد تنفيذ العقد من عدمه مقابل دفع علاوة لمحرره.

**الفرع الثاني: خيار العقد الآجل**

هو خيار شراء أو بيع عقد آجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، ويتم تداوله في الأسواق الموازية.

**الفرع الثالث: المبادلة الاختيارية**

وهي عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل.

**الفرع الرابع: مشتقات رأس المال المخاطر**

يرتبط هذا النوع بشراء المنشآت فيتم من خلاله الدخول في شراء منشآت تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، فبموجبه يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء المنشآت الأصلي الذي يقوم بمعالجتها، حيث يكون الارتباط التعاقدية ما بين مشتري المشتقات ومشتري المنشأة المخاطر يحقق نوعاً من الحوافز على تحسين الأداء العملي والتسويقي للمنشأة المتعثرة.

**الفرع الخامس: القواعد أو الأرضيات**

إذ أن بائع القاعدة يتسلم علاوة محددة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروقات بين أسعار الفائدة الفعلية وتلك المتفق عليها إذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوى معين، وتؤمن هذه العقود الحماية من مخاطر انخفاض العوائد نتيجة انخفاض أسعار الفائدة المستقبلية.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص: 100، 103.

**المطلب الرابع: تقييم التعامل بأدوات الهندسة المالية - فوائدها ومخاطرها -**

إن التعامل بأدوات الهندسة المالية - المشتقات المالية - في سوق الأوراق المالية سوف يساعد على تنشيطها كونها أدوات تستخدم لتغطية وتقليل المخاطر وتحقيق مكاسب بالنسبة للمتعاملين بها، كما أنها لا تخلو من مجموعة من المخاطر التي تنشأ نتيجة التعامل الخاطئ بها.

**الفرع الأول: فوائد التعامل بأدوات الهندسة المالية**

إن هذه الأدوات أصبحت تعد نشاطا ماليا أساسيا في أسواق الأوراق المالية وأنها أصبحت تكتسب أهمية كونها تبتدع طرقا جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر، كما أنها تحقق العديد من المزايا مثل تقليل التكلفة بالنسبة لمصدرها وحاملها، وتوسيع بدائل الاستثمار والتمويل كما أن الاستعمال الجيد لهذه الأدوات سوف يبرز العديد من الفوائد أهمها:<sup>1</sup>

- **إدارة المخاطر:** يمكن من خلال التعامل بعقود أدوات الهندسة المالية ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر، إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المجمع في الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، إدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدى من خلال التحوط، إذ يمكن استعمال العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار للتحوط من مخاطر تقلب الأسعار وأسعار الفائدة والصرف واستعمال المبادلات للتحوط لإدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

- **الاستثمار:** يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرص الاستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في صناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية، فضلا عن تنويع الخدمات التي تقدم للمتعاملين.

- **التكلفة:** يمكن من خلال التعامل بهذه الأدوات تقليل تكاليف المعاملات التقليدية إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع المبلغ كاملا منذ البداية، كما يمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الإقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض، كما يمكن استعمالها في عمليات المراجعة للحصول على هيكل تكاليف مناسب للمتعاملين وتنويع مصادر التمويل والدخول في أسواق جديدة.

- **السيولة:** تتمتع أغلب الأدوات بسيولة عالية مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول في مراكز مضادة في نفس السوق أو أسواق أخرى.

- **الاقتصاد العام:** لقد أدى تعدد هذه الأدوات إلى إيجاد الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بها، مما أدى إلى التوسع الكبير لهذا التعامل، حيث وصل ثلثي تجارة العالم بالسلع وأوراق

<sup>1</sup> المرجع سابق، ص ص: 109، 112.

المالية التي تشكل مبالغ ضخمة وهو ما يحقق فرص عمل واسعة، وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة في الرسوم والعمولات وغيرها.

كما يمكن اعتبار الأدوات المالية المشتقة وسيلة للقيام بثلاث عمليات نسبية تتمثل في<sup>1</sup>:

▪ **عمليات التغطية:** بمعنى التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية أو غيرها، دون أو يكون لهذه الإستراتيجية أثر كبير على العوائد المتوقعة.

▪ **عمليات المضاربة:** وهذا من خلال المراهنة على تقلبات الأسعار بين الأسواق الحاضرة والأسواق الآجلة، وبناء أيضا على توقعات المستثمرين بخصوص هذه الأسعار، بحيث يدخلون كبائعين أو مشتريين لجني الأرباح.

▪ **عمليات التحكيم:** وتتضمن اقتناء أرباح فوارق الأسعار الموجودة في سوقين أو أكثر، هذه العملية الأخيرة أصبح احتمال إجرائها ضئيلا نظرا للتطور الهائل في نظم الاتصال والمعلومات التي تربط تعاملات مختلف أسواق المالية العالمية.

#### الفرع الثاني: مخاطر التعامل أدوات الهندسة المالية

إن التعامل بأدوات المشتقات المالية يمكن أن يحدث العديد من المخاطر ذلك لكون أسعار التعامل تكون مبنية على أساس مستقبلي، كما أن الإفراط في استعمالها وبالشكل غير الصحيح واتساع عمليات المضاربة في هذه العقود يجعلها مصدر الكثير من التقلبات، ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في هذه الأدوات إلى<sup>2</sup>:

- **المخاطر الائتمانية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي تتحقق إذا اخفق الطرف الآخر في العقد " الطرف المقابل" في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، وتخفف عمليات تسوية التغيرات في قيمة المراكز المالية اليومية من هذه المخاطر كما هو الحال في " العقود المستقبلية" وتتم التسوية وفقا لقواعد محددة ومن خلال بورصة منظمة.

- **مخاطر السوق:** ترتبط هذه المخاطر التي تحدث نتيجة تغيرات غير مواتية في القيمة السوقية للأدوات المشتقة وتشمل هذه المخاطر " مخاطر السعر التي تصل بالتغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات أو عوامل أخرى متصلة بالتقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي ترتكز عليه الأداة المشتقة، أما مخاطر الأساس فتتعلق بالتأثير لقوى السوق على الأداة أو قيمة الأداة، أما مخاطر السيولة فترتبط بالتغيرات في القدرة على بيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز ومن ثم التأثير على قيمتها، كما يعود إلى عدم وجود عقود كافية أو أطراف مقابلة راغبة في الدخول في العقد محل التعاقد وأخيرا نجد مخاطر التقييم أو النموذج فترتبط بعدم اكتمال وذاتية النماذج والافتراضات ذات الصلة المستخدمة في تقدير قيمة الأدوات المشتقة ".

<sup>1</sup> طارق خاطر، مرجع سابق، ص: 103.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية"، مرجع سابق، ص ص: 265، 267.

- **المخاطر القانونية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر المتحققة نتيجة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل وفقاً لشروط العقد وحصوله على حقوقه عند ترتيبات التصفية، كما تنشأ عند إدخال تغييرات عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحضر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية.

- **المخاطر الرقابية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات مثل الخطأ أو التزوير، الغش وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية والالتزام بها، كما أن انعدام الرقابة الكافية يمكن أن تؤثر على صحة المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات.

قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية لحالات الخسائر والإفلاس كخسارة مصرف بارنجز فرع سنغافورة عام 1995 بما يقارب 1.5 مليار دولار وذلك بسبب الإفراط الكبير في التعامل بالمشتقات حيث حقق أرباح طائلة في العقود الآجلة بسنغافورة وصلت إلى 30 مليون دولار في 7 أشهر بالإضافة إلى التعامل بالخيارات والعقود المستقبلية للأوراق المالية والعملات الأجنبية.

ويمثل استعمال هذه الأدوات العامل الأكثر تأثيراً في الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة فهذه الابتكارات مكنت من تغيير سلوك الأسواق المالية في السنوات الماضية، فهي بذلك دفعت إلى تزايد القلق لدى مديري البنوك بدرجة كبيرة للمخاطر التي تصاحبها كما أن ترابط أسواق الأوراق المالية الدولية يؤثر على قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها لأن ما يحدث في أي سوق يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وتتأثر خصوصاً أسعار المشتقات، وإن أبرز الهيئات الدولية قد حذرت من التوسع في استعمال أدوات الهندسة المالية، ففي دراسة لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهيئة ضمان الودائع الفيدرالية دائرة النقود الأمريكية تم تحذير المصارف من استعمال أدوات الهندسة المالية، كما أكد تقرير لجنة بازل لعامي 1986 و1994 على الحذر الشديد من استعمال المشتقات بصورة واسعة من قبل المصارف وبينت أنه من الضروري قيام المصارف بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال بالإضافة إلى تقديم الإرشادات للمشرفين للإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص: 112، 119.

### خلاصة الفصل:

بعد دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها وأثر العولمة على نشاطها وأدواتها وهياكلها، بالإضافة إلى العوامل التي أدت إلى اندماج وترابط أسواق الأوراق المالية وسبل تحديث هذه الأسواق وزيادة نشاطاتها، إلى جانب الدور الذي تلعبه العولمة خاصة في شقها المالي وما تعرضه من تحديات ساهمت في تغيير بيئة الصناعة المالية ومن ثم أسواق الأوراق المالية، وفرضت عليها التعامل بأدوات ووسائل مبتكرة وحديثة تتماشى مع هذه التغيرات، ويمكن أن نلخص ما تم التوصل إليه في هذا الفصل في الآتي:

- تكون سوق الأوراق المالية سوقاً كفاءاً عندما تكون فيها جميع المعلومات والبيانات المالية وغير المالية الصحيحة متوفرة لجميع المتعاملين وذات جودة عالية وبأقل التكاليف على اعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية والأساسية لإتخاذ قرار الاستثمار، مما يؤول دون وجود الفاصل الزمني بين لحظة وصولها إلى المستثمر وتحليلها ومن ثم اتخاذ قرار الاستثمار المناسب بشأن بيع وشراء الأوراق المالية.

- لكي تحقق سوق الأوراق المالية أهدافها ووظائفها على وجه أمثل يجب أن تتسم بدرجة مطلوبة من الكفاءة، ولتحقيق هذه الأخيرة يجب أن تتوفر لديها المعلومات المناسبة عن الأوراق المالية والشركات المصدرة لها، في الوقت الذي يصعب تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق، إذ يقبل بكفاءة اقتصادية لها والتي تضمن كفاءة تقويم الأوراق المالية ومن ثم اتخاذ قرارات الاستثمار خلال الأجل المتوسط والبعيد.

- المؤشرات في سوق الأوراق المالية تعتبر مرجع هام يوفر المعلومات والبيانات الأساسية للمستثمرين ومتخذي القرار الاستثماري، فهي قيم تعبر عن اتجاهات حركة السوق من حيث النشاط والتداول والعوائد التي تخص الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- تعتبر مؤشرات حالة السوق مؤشرات دالة على حالة السوق، كما تعكس وضعية الاقتصاد الوطني ككل، فهي تعتبر من المتغيرات الهامة التي تساعد في عملية التنبؤ بالحالة الاقتصادية مستقبلاً وذلك من خلال التغيرات التي تطرأ على حركة المؤشر وتحليلها ومن ثم اتخاذ قرار الاستثمار في الوقت المناسب.

- تعتبر العولمة المالية أحد أهم معالم النظام المالي وأهم ملامح التغيرات التي طرأت عليه في العقد الأخير من القرن العشرين، فالعولمة المالية تمثل الناتج الأساسي لعمليات التحرير والاندماج الماليين، حيث تهدف هذه العمليات إلى زيادة الترابط بين الأسواق المالية المحلية والأسواق المالية الدولية بفعل إلغاء الحدود والحواجز الجغرافية بين دول العالم، بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال الذي يعتبر جوهر عملية عولمة الأسواق المالية، فضلا عن التراجع التدريجي لدور البنوك في التمويل وبالتالي تراجع دور الوساطة المالية.

- إن التغيرات التكنولوجية والتغير في إجراءات التعامل والتداول في أسواق الأوراق المالية خلقت العديد من الفرص للمتعاملين لتنويع محافظهم الاستثمارية وزيادة عوائدهم من خلال التحديث والتجديد في الأوراق المالية التي تعد من أهم مظاهر التجديد المالي، وما أفرزته هذه الظاهرة من أدوات مالية وأساليب تعامل جديدة أدت إلى ظهور ما يسمى "بالمشتقات المالية" ومن أبرز أشكالها عقود الخيار وعقود المبادلة والعقود الآجلة والمستقبلية، وأن الغرض الأساسي من استخدامها هو محاولة التقليل من المخاطر وحسن إدارتها وتحقيق أرباح وعوائد، إلا أن العديد من المتعاملين جعل من هذه الأدوات اتجاها إلى عمليات المضاربة مما يؤدي التوسع فيها إلى مخاطر عديدة وقد يخلق فيما بعد أزمات مالية ومصرفية.

- بفعل ظاهرة العولمة أصبحت أسواق الأوراق المالية هي أداة أكثر ترابطا واندماجا في العالم، ويظهر هذا من خلال ترابط هذه الأسواق بأساليب مختلفة، والنمو المتسارع لأسواق العالمية لرؤوس الأموال وتنوع أدواتها ومتعاملها، إضافة إلى الدور الذي تلعبه تكنولوجيا المعلومات في تحقيق هذا الترابط وتزايد اعتماد أسواق الأوراق المالية على التقنية في معاملاتها المختلفة.

## الفصل الثالث:

بور أسواق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد

---

## تمهيد:

تزايد في الآونة الأخيرة الاهتمام بإقامة المشاريع الاستثمارية التي من شأنها الرفع من معدلات التنمية الاقتصادية، والذي ارتبط ارتباطاً وثيقاً بوجود هيكل تمويل مخصص لتلبية متطلبات هذه المشاريع، لما لها من آثار إيجابية تعود بها على الاقتصاد، حيث تعمل أغلب الاقتصاديات على البحث عن مصادر للأموال ومحاولة إيجاد الأنسب منها والمفاضلة بين البدائل التمويلية المطروحة واختيار المصدر المناسب لكل مشروع وذلك حسب ظروف كل مشروع وطبيعته والأهداف التي يسعى إلى تحقيقها، فتطرح أمام الإدارة المالية للمشروع مجموعة واسعة من الأساليب والأدوات المالية التي تساهم في تكوين رأس مال المشروع، وفي هذا الإطار تقوم الإدارة باتخاذ قرار التمويل بشأن توفير الأموال اللازمة حسب عدة طرق فيمكن توفير الأموال من موارده الذاتية والداخلية، كما تتوفر فرص تمويلية خارجية أخرى للمشروع سواء من خلال فتح رأسماله إلى المساهمة الخارجية وإشراك مساهمين جدد في إدارة المشروع من خلال اصدار وطرح الأسهم العادية والممتازة في سوق الأوراق المالية أو الاستعانة بقروض من أطراف خارج المشروع والاكتفاء بالدائنين بدل المساهمين.

وأصبح الاستثمار من أهم المؤثرات التي تساعد المستثمر عن التخلي عن أمواله في لحظة زمنية معينة، قصد الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية في شكل عوائد تعوضه عن تضحيته بمنفعة حالية وكذلك النقص المتوقع في قيمة النقود بفعل التضخم، ولتنظيم أكثر لعملية الاستثمار وجعلها أكثر فاعلية برزت مؤسسات وأسواق وارتباطات وأجهزة متطورة تعمل على تحقيق أهداف العملية الاستثمارية، في الوقت الذي أصبحت تعقد أغلب الصفقات الاستثمارية عن طريق شبكات دولية للمعلومات رغبة في تسهيلها وزيادة حجمها.

كما واحتل الاستثمار المالي خصوصاً أهمية كبرى لدى المختصين في شؤون الاقتصاد والمال، حيث تتولى مجموعة من المبادئ والأسس لإدارة وتنظيم هذا النوع من الاستثمار، وذلك بإجراء دراسة معمقة في مختلف الأوراق المالية وتحليل طبيعتها وما توفره هذه الأوراق من مزايا بالنسبة للمستثمر، مما يجعل هذا الأخير مستندا على مجموعة من المبادئ العلمية في اتخاذ قراراته الاستثمارية وتبني الإستراتيجية الملائمة للاستثمار بحيث تحقق له عائد استثماري في حدود توقعاته أو يفوق ذلك ضمن مستوى مقبول من المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمار، لأنه عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على مستوى معين من العوائد، وعليه فإن عنصري العائد والمخاطرة هما عنصران لا يمكن الفصل بينهما أثناء عملية الاستثمار



ويجب أخذهما بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري الذي يسعى المستثمر من خلاله إلى تعظيم العوائد المترتبة عن الاستثمار مقابل تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطر.

وبناء على ما سبق ذكره فإن هذا الفصل جاء لتوضيح عملية الاستثمار عموماً " والاستثمار المالي خاصة " وعملية التمويل مع العلم أن كل عملية منهما مرتبطة بالعملية الأخرى، حيث لا يمكن أن نقوم بتجسيد استثمار وتحقيقه دون وجود لمصادر تمويلية متعددة تتولى تلبية احتياجاته ومتطلباته، وبالتالي تحقيق أمثل للأهداف المحددة مسبقاً من خلال تطبيق للمقومات الأساسية التي يبني عليها قرار الاستثمار وقرار التمويل، وإظهار المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار وكيفية قياسها.

حيث سيتم دراسة كل هذه المتغيرات في المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفهوم التمويل.
- المبحث الثاني: ماهية الاستثمار المالي.
- المبحث الثالث: أنواع مصادر التمويل.
- المبحث الرابع: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

### المبحث الأول: أساسيات التمويل في أسواق الأوراق المالية

تواجه المشاريع الاستثمارية في مرحلة تأسيسها وكذلك مراحل نموها وتوسع نشاطها العديد من المشاكل، ولعل أهمها يتمثل في كيفية التكيف مع المحيط المالي وإيجاد التوليفة المناسبة لتشكيلة المصادر والموارد المالية لتمويل نشاطها وتوسعها، وجاء هذا المبحث لدراسة عملية التمويل بنوعها المحلي والدولي والتعرف على العوامل المتحكمة فيها.

#### المطلب الأول: مفهوم عملية التمويل

مما لا شك فيه أن المال هو عصب الأعمال وبالتالي فإن تحديد نوع الاستثمارات " أو الإستخدامات، هو نقطة البداية في مجال الأعمال حيث يترتب على هذا التحديد تعريف طبيعة الأموال التي تحتاج إليها ومن ثم يمكن البحث عن المصدر أو المصادر الملائمة لتوفير هذه الأموال.<sup>1</sup>

#### الفرع الأول: تعريف عملية التمويل

توجد العديد من التعاريف المتعلقة بعملية للتمويل، نظرا لاختلاف الآراء حول هذه العملية. وفي هذا الإطار يعرف التمويل بأنه الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، ويشمل ذلك العناصر التالية:<sup>2</sup>

- تحديد دقيق لوقت الحاجة للتمويل.

- البحث عن مصادر التمويل.

- المخاطر التي قد يتعرض لها أي نشاط يزاوله الإنسان.

ويقصد بالتمويل " الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة"<sup>3</sup>.

التمويل هو تلك الوظيفة الإدارية في أي شركة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الإحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، بما يساعد على تحقيق أهدافها وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات في نجاح واستمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والدولة والمستهلكين.<sup>4</sup>

كما أن الموارد المالية هي مجموع الموارد الاقتصادية الغير متجانسة والمتزايدة بحيث يمكن استخدامها مباشرة بما يحقق تزايد مستمر في الدخل، سواء عن طريق زيادة الناتج أو الانتاجية في العمل خلال فترة زمنية معينة...، ويقصد بالموارد المالية الغير متجانسة أي السلع المادية،

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مرجع سابق، ص: 267 .

<sup>2</sup> على لطفي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، المنظمة العربية لتنمية الادارية بحوث ودراسات، مصر، 2009 ، ص: 39 .

<sup>3</sup> محب خلة توفيق، الهندسة المالية " الاطار النظري والتطبيقي لانشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر العربي، مصر، 2011 ، ص: 43 .

<sup>4</sup> بن امر بن حاسين، مرجع سابق، ص ص: 2،3.

التجهيزات، النقود، الأوراق المالية، السلع الانتاجية الضرورية للعمال الذين يقومون بعملية الإنتاج التي من شأنها مضاعفة حجم الإنتاج.<sup>1</sup>

ويوضح التعريف السابق للموارد المالية أنه إلى جانب توافر الموارد الطبيعية وعنصر العمل من جانب الإنسان لا بد من تفعيل عملية التمويل وذلك من خلال توفير الموارد المالية وتلبية احتياجات المشروع من رؤوس الأموال، حيث أن دمج هذه العوامل يحقق ارتفاعاً في مستويات الإنتاج وبالتالي زيادة درجات النمو الاقتصادي والاجتماعي.

كما ويعرف التمويل بأنه توفير الأموال (السيولة النقدية) من أجل إنفاقها على الاستثمارات، وتكوين رأس مال ثابت بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك.<sup>2</sup>

يقصد بالتمويل كل الموارد المالية المتاحة والتي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة لتمويل التنمية المحلية على مستوى الوحدات المحلية بالصورة التي تحقق أكبر معدلات تلك التنمية عبر الزمن.<sup>3</sup>

يركز هذا التعريف على اعتبار أن التمويل يعتبر الدعامة الرئيسية لتوفير متطلبات واحتياجات عمليات التنمية التي تتطلب تعبئة أكبر قدر ممكن من الموارد المالية، حيث يحقق هيكل التمويل الأفضل أكبر معدلات للتنمية بشكل مستمر ومنتزاد عبر الزمن والتي تعود بالمنفعة على الاقتصاد والمجتمع ككل.

جدول رقم (08): التدفقات المالية الخارجية الخاصة إلى الدول النامية خلال الفترة 2005 -

2012

مليار دولار

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
-35.6	45.7 -	16.3	67.6	38.2	68.3	19.7-	2.5	دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
14.4	311.9	409.0	206.2	68.2	197.1	50.2	90.0	الدول النامية الآسيوية

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011-2013، أبو ظبي، الإمارات العربية

المتحدة.

<sup>1</sup> أحمد فريد مصطفى، الموارد الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2006، ص: 133، 134 .  
<sup>2</sup> هيثم صاحب عجم، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 23 .  
<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، التمويل والتنمية المحلية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 22 .

يبين الجدول السابق التدفقات المالية الخارجية القادمة إلى الدول النامية العربية في صور تمويلية لاقتصاديات هذه الدول والتي تتضمن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وصافي استثمارات المحافظ المالية وصافي تدفقات استثمارية " كإئتمانات تجارية" للأجلين القصير والطويل، حيث يعد صافي التدفقات والتحويلات مقياسا خارجيا لقدرة الدولة على تمويل عجزها التجاري، ونلاحظ من خلال الجدول السابق أن التدفقات المالية بأي نوع من الأنواع المتأتية للدول العربية هي في تزايد مستمر خلال السنوات من 2005 - 2010 في أغلب الدول النامية والعربية منها وذلك يعود إلى التطورات الكبيرة في قطاع تكنولوجيا المعلومات والنمو السريع للشركات متعددة الجنسيات فضلا عن عمليات تحرير رؤوس الأموال وإزالة القيود على انتقال الاستثمارات عبر الدول، إلا أنه ابتداء من عام 2011 أخذت هذه التدفقات منحى سالب وهذا راجع للأوضاع السياسية التي تعيشها المنطقة والتي أثرت بالضرورة على الأوضاع والمؤشرات الاقتصادية وتراجع مستويات التدفقات القادمة لهذه الدول نظرا لتردي الأوضاع وتخوف المستثمرين الأجانب.

كما أن الغرض من الحصول على الأموال والموارد المالية اللازمة والمطلوبة وكذا اختيار الأسلوب المناسب لتمويل الاستثمارات هو أساسا لسد الاحتياجات المالية للمشروع عند إنشائه لأول مرة أو لعمليات النمو والتوسع الجديدة، حيث أن وظيفة التمويل هي الدعامة الرئيسية التي يعتمد عليها في القيام وتنفيذ الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية.

ترتبط تدفقات رؤوس الأموال لأجل الطويل بالتحويلات والأدوات المستخدمة في تمويل مراحل الإنتاج والتي تظهر في الاستثمارات المباشرة والاستثمار مثلا في مصنع في الخارج، أو في الاستثمار في محفظة الأوراق المالية كإقتناء أسهم وسندات دولية أو القروض الدولية التي تتجاوز السنة الواحدة.<sup>1</sup>

ويحتاج المشروع إلى مصادر التمويل المختلفة في جميع المراحل الإنتاجية والتسويقية، ويوضح ذلك في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- **مرحلة إعداد المشروع:** والمقصود بهذه المرحلة هو إعداد دراسة الجدوى الاقتصادية والتصاميم واختيار الموقع وغيرها، وفي هذه المرحلة يكون المشروع "الانتاجي أو الخدمي" بحاجة إلى الأموال، والبحث عن مصادر التمويل المختلفة ويمكن الحصول عليها وتوفيرها عن طريق رأس المال الخاص " التمويل الذاتي = المدخرات الخاصة"، أو من خارج المؤسسة عن طريق البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى.

<sup>1</sup> DOMINICK SALVATORE, ÉCONOMIE INTERNATIONALE, cours et problemes, serie schaum, McGraw – hill, France, 1982, p : 102.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص : 23 ، 25 .

- **مرحلة تمويل عملية الاستثمار:** بعد الحصول على رأس المال النقدي يمكن إنفاقه من أجل تنفيذ الاستثمارات المطلوبة " المباني، السلع "، إضافة إلى تكوين رأس المال الجاري " العامل" مثل قطع الغيار والمواد الخام وغيرها، في هذه المرحلة يتقلص رأس المال النقدي لدى المؤسسة وفي نفس الوقت يزداد لديها رأس المال الثابت، هذا إذا كان التمويل من مصادر ذاتية، أما في حالة ما إذا كان التمويل من خارج المؤسسة فإن حجم رأس المال الخاص لن يتغير.

- **مرحلة الإنتاج:** وهنا تبدأ عملية التجميع والخلط لعناصر الإنتاج المختلفة، فهي تستهلك كميات من المواد الخام وتدفع الأجور والمرتبات إضافة إلى تسديد جميع النفقات الجارية الأخرى كالنفقات المتغيرة والنفقات العمومية، وهذه النفقات يجب تغطيتها عن طريق توفير المال اللازم.

- **مرحلة التسويق:** تبدأ هذه المرحلة عادة بعد عملية الإنتاج مباشرة وإعداد السلعة المنتجة للتسويق، وهذه المراحل المتعددة من مرحلة التسويق لا تتم إلا بعد تحمل المشروع لنفقات يجب عليه تسديدها بما لديه من أموال.

ومن هنا فإن التمويل هو الحصول على رأس المال النقدي بغض النظر عن مصدره " ذاتي أو خارجي أو أجنبي"، من أجل إنفاقه على أغراض استثمارية إنتاجية أو أغراض إستهلاكية.

مما سبق يمكن التوصل إلى تعريف عملية التمويل على أنها عملية انتقال رؤوس الأموال التي تشكل فوائض مالية لدى أصحابها وهم أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي وهم الطرف الذي يعاني نقصاً وعجزاً في مجموع موارده المالية، ويكون هذا الانتقال بغرض إقامة مشاريع استثمارية أو تطويرها أو بغرض الاستثمار في الأوراق المالية وتحقيق عوائد مالية.

وتؤدي عملية التمويل أدوار متعددة بالنسبة للوحدات الاقتصادية والتي زادت من أهميتها، حيث تتمثل هذه الأخيرة في الآتي:<sup>1</sup>

- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.
- زيادة وتعظيم العائد الذي يحصل عليه المساهمين أصحاب الفوائض وذلك من خلال العمل على توجيه الموارد المالية نحو مجالات الاستخدام التي تزيد من الأرباح.
- يعمل التمويل على توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي.
- ويمكن تحديد مصادر التمويل الأساسية بالنسبة للمؤسسات والاستثمارات في العناصر التالية:<sup>2</sup>
- التمويل الذاتي: والذي يمثل القاعدة الأساسية لتمويل النمو.
- رفع رأس المال: والذي يعتبر أهم وسائل التمويل ويتوقف على علاقة المؤسسة بسوق رأس المال والبيئة المالية.

<sup>1</sup> بن امر بن حاسين، مرجع سابق، ص: 4.

<sup>2</sup> الياس الساسي، يوسف القريشي، التسيير المالي ( الإدارة المالية، دروس وتطبيقات)، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص: 242.

- اللجوء إلى الإئتمانية: وهو المصدر الأكثر استخداما في تمويل الاحتياجات المالية قصيرة الأجل وتوفير السيولة الآتية، وتتوقف درجة الإقبال على الإئتمانية حسب تكلفة الديون وهدف التخفيض من الإئتمانية.

ويقسم التمويل إلى تمويل قصير الأجل ومتوسط وطويل الأجل، فالتمويل قصير الأجل هو التمويل الذي لا يزيد عن سنة وتلجأ له المؤسسة لعدة أسباب منها " الاحتياجات الموسمية أو لإنخفاض كلفة التمويل، أو لسهولة الحصول عليه"، أما التمويل المتوسط وطويل الأجل هو التمويل الذي يتراوح ما بين 5 إلى 10 سنوات.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: القيود المتحركة في عملية التمويل

يخضع متخذ القرار التمويلي إلى مجموعة من القيود التي لا يمكن تجاهلها عند اتخاذ مورد مالي معين، لأن ذلك يحدث آثارا سلبية على تحقيق أهداف أخرى للمشروع، وفي هذا الإطار وجب على الإدارة المالية للمشروع حصر هذه القيود ومواجهتها للوصول إلى سياسة تمويلية مثلى، ومن أهم هذه القيود نذكر:<sup>2</sup>

**1. القيود الكلاسيكية:** هي من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، ورغم أن هذا التحليل تم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة وتمثل أساسا للكثير من القرارات المالية.

**1.1 قاعدة التوازن المالي الأدنى:** محتوى هذه القاعدة هو أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمول الاستثمارات بديون متوسطة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يجب أن تمول استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال أي يجب أن تغطي حقوق العملاء والمخزون وما يماثلها عن طريق ديون المورد وما يماثلها، والإخلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل، ويحدث ذلك مثلا عن طريق تمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل.

**2.1 قاعدة الإئتمانية العظمى " الاستقلالية المالية":** مفادها أن مجموع الديون المالية " باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية" يجب ألا يفوق الأموال الخاصة...، والهدف من هذه القاعدة هو جعل المشروع يتمتع بالاستقلالية المالية بمعنى أن يظل ملاك المشروع مساهمين في احتياجاتها أكبر من مقرضيه، وهذا الأمر مهم خصوصا فيما يتعلق بحالات التوقف عن الدفع والعسر المالي ومخاطر الإفلاس، ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال كالتالي:

<sup>1</sup>المقدمة، متاح على الموقع الإلكتروني:

sis.univ-biskra.dz/1071/3/. 18/4/2017.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص: 301 ، 304 .

الاستقلالية المالية = الاموال الخاصة / الديون المالية

الإلتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد.

الاستقلالية المالية = الديون المالية / الاموال الخاصة

الإلتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد.

الاستقلالية المالية = الديون المالية / الموارد الدائمة

**3.1 قاعدة القدرة على السداد:** تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة القدرة...، ويعني عدم الإلتزام بهذه القاعدة الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن القدرة التمويلية الذاتية، وذلك مؤشر عن زيادة احتمال عدم القدرة على السداد والتوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس، وتستخدم النسبة التالية لمساعدة متخذ القرار المالي على مراقبة والتقييد بهذه القاعدة :

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

مراقبة القدرة على السداد يعني أن تكون النسبة أعلاه أقل من ثلاثة.

**4.1 قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:** يعني أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا " في حدود الثلث"، وأن يمول الباقي عن طريق الاستدانة، وتهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر التمويل للمشاريع الاستثمارية حيث يتم التمويل من خلال التمويل الذاتي في حدود الثلث والاستدانة في حدود الثلثين.

## 2. قيود أخرى

إضافة إلى القيود المالية السابقة توجد مجموعة أخرى من القيود التي تفرض على المدير المالي للمشروع اتباع أسلوب تمويلي معين دون غيره ونذكر منها:

**1.2 الشكل القانوني للمؤسسة:** تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات فقد تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية، كما قد تكون ضمن شركات الأموال " شركة مساهمة، شركة التوصية بالأسهم مثلا"، أو ضمن شركات الأشخاص " شركة التضامن، شركة المسؤولية المحدودة"، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر تمويلي يتوافق مع الأسس القانونية له، فمثلا يمكن للشركة العمومية اصدار أوراق

الاكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأس مالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين...الخ.

2.2 **حجم المؤسسة:** تتخذ المؤسسات عدة أحجام فقد تكون مؤسسة صغيرة أو متوسطة أو كبيرة أو مجمع أو متعددة الجنسيات...الخ. وللحجم أثر كبير في اختيار مصادر التمويل فكلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من امكانية تنويع مصادر التمويل، وكلما يقل حجمها كلما قلص من امكانية ذلك، فالمؤسسات الصغيرة لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام لأن حجمها لا يتطلب رأس مال كبير وبالتالي فهي تميل الى الإقتراض من البنوك، أما المؤسسات الكبيرة التي تنمو بتسارع كبير فهي بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا من فتح رأس المال والإقتراض والتمويل الذاتي...الخ.

3.2 **حالة سوق المال:** تؤثر حالة السوق المالي على امكانية تنويع مصادر تمويل المؤسسة، فإذا كانت السوق غير مشجعة للاصدار " تشهد ازمات مالية" ، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام المدير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل السوق أو خارجها.

### المطلب الثاني: القرارات التمويلية

يتمشى قرار الاستثمار في مشروع معين مع قرار تمويله، إذ يجب الأخذ في الاعتبار تعدد مصادر التمويل واختلاف كل مصدر منها باختلاف طبيعة هذا الاستثمار سواء من حيث الحاجة والحجم أو الهدف منه.

تتعلق قرارات التمويل بتحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل الذي يتحقق من خلال المزيج الأمثل لمصادر تمويل الاستثمارات شركة الأعمال، وهدف الإدارة المالية للمشروع من تحقيق هيكل التمويل الأمثل هو الرغبة في الوصول إلى تخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، لأن ذلك يضمن زيادة في القيمة السوقية للسهم في السوق الذي تروج له الإدارة المالية فكلما انخفضت تكلفة التمويل كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم ضمن فرضية نظرية متفق عليها.<sup>1</sup>

وعليه يعرف قرار التمويل بأنه الحصول على الأموال بالشكل الأمثل، أي تحديد مزيج مناسب للتمويل يتكون من تمويل قصير الأجل وتمويل طويل الأجل وتمويل بالملكية وتمويل بالدين، بما يجعل تكلفة التمويل في حدها الأدنى ويعظم ثروة المساهمين.<sup>2</sup>

تعمل الإدارة المالية للمشروع على تحقيق التوليفة المثلى من مصادر التمويل، حيث تقوم بتحديد حجم الأموال الضروري لطلب التمويل والأغراض التي تتوجه إليها هذه الأموال، وكذا نوع ومصدر

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص: 32.

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع السابق، ص: 15.



هذه الأموال ما إذا كانت الإدارة ترغب في فتح رأسمالها إلى المساهمة ودخول مساهمين جدد أو الاكتفاء بالإقتراض من مصادر أخرى وتحديد النسبة أو المقدار بالنسبة لباقي المكونات، كما تحظى المدة الزمنية التي يكون فيها المشروع الاستثماري بحاجة إلى تمويل خارجي اهتماما كبيرا بحيث يختلف التمويل القصير الأجل عن التمويل طويل الأجل حسب طبيعة الاحتياج المالي المطلوب، إضافة إلى عامل مهم وهو درجة المخاطرة التمويلية المترتبة عن المصدر المختار، وفي هذا الإطار يتعين على المدير المالي للمشروع تحقيق التجانس بين كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة والمحصل عليها في ظل البدائل التمويلية المطروحة وإيجاد التوليفة المثلى من حجم الأموال لإضافتها في هيكل رأس المال، بالطريقة التي تحقق أهداف المشروع وتلبي احتياجاته التمويلية وبأقل تكلفة تمويلية ممكنة.

تضع المشاريع الاستثمارية سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي أي نسبة كل عنصر فيه، فقد يقرر مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط في تمويل استثماراته، لذا فهو يستبعد الأسهم الممتازة، كما تقرر نسبة كل عنصر داخل الخليط الذي قرر الاعتماد عليه في تمويل استثماراته، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المشروع الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية

يعد توافر عنصر رأس المال عند إقامة المشاريع الاستثمارية أهم خطوة في نجاح المشروع وضمان استمراره في تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي، وأن أي انخفاض في هذا العنصر يعود بالدرجة الأولى إلى نقص المدخرات ويرجع الكثير من الاقتصاديين أن النقص في المدخرات يعود سببه إلى الإنخفاض في الدخل الحقيقي ونقص الاستهلاك والادخار، مما يؤدي إلى انخفاض في المشاريع الاستثمارية والتي تحصل على جزء كبير من رأسمالها من خلال سوق الأوراق المالية، ولتعزيز دور هذه الأخيرة لابد من العمل على زيادة متوسط دخل الأفراد للرفع من إمكانياتهم المالية من أجل زيادة الادخار وبالتالي الاستثمار.

### الفرع الأول: العلاقة بين سوق الأوراق المالية وتمويل الاستثمارات

يعتبر العجز أو الحاجة التمويلية لأي نشاط اقتصادي يرتبط ارتباطا وثيقا ومباشرا بوجود سوق مالية تعمل بها مؤسسات مالية من شأنها تحويل القدرات المالية الفائضة وتوجيهها بما يتناسب مع حاجات المشاريع والأنشطة الاستثمارية من جهة، والأرباح والعوائد المحققة من هذا التحويل من

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 334.

جهة أخرى، حيث تعمل هذه الأسواق على تداول أدوات الاستثمار المالي وبهذا فهي تساهم في توجيه الادخارات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية المربحة.

كما أن لجوء أصحاب العجز المالي إلى الأسواق المالية عند الحاجة إلى التمويل، والابتعاد عن التمويل البنكي، سوف يزيد من درجة استقلالية المؤسسات ذات العجز المالي ومن ثم إمكانية الاستثمار في مختلف المجالات بعيدا عن شروط منح الائتمان المصرفي.<sup>1</sup>

تلعب سوق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي تقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، فضلا عن ذلك تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات...، إلى جانب ذلك فإن سوق الأوراق المالية تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى الوطني، وتعمل أسواق الأوراق المالية بالموازاة على تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.<sup>2</sup>

كما توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها " منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.<sup>3</sup>

وتكون سوق الأوراق المالية مصدرا لتمويل المشاريع الاستثمارية عندما تكون شركة ما بحاجة إلى أموال عند تأسيسها وستقوم بتقسيم رأسمالها إلى أسهم تطرحها في سوق الأوراق المالية للحصول على الأموال المطلوبة، ونفس الأمر إذا احتاجت الشركة إلى توسيع نشاطها فهي إما أن تطرح هذا المبلغ المطلوب في صورة أسهم أو السندات، ونفس الأمر يمكن أن تتجه إحدى الحكومات لتمويل مشروعا معينا فإنها يمكن أن تطرح المبلغ المطلوب في صورة سندات، وهكذا يصبح سوق الأوراق

<sup>1</sup> قدي عبد المجيد، دادن عبد الغني، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص: 3.

<sup>2</sup> عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004، العدد 27، ص: 11-12.

<sup>3</sup> دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الراقدين، العراق، 2009، المجلد 96، العدد 31، ص: 60.

المالية مصدرا لتمويل المشروعات، إذ يأتي التمويل من سوق الاصدار أما سوق التداول فهو ييسر عملية التخلص من الأوراق عند الرغبة أو تسيلها وتحويلها إلى سيولة، وهذا الأمر من شأنه طمأنة المستثمرين بالسوق إلى سهولة خروجهم ودخولهم إليها والدخول يكون بالشراء والخروج يكون بالبيع، ويكثر بها جانب الطلب ليجد أطراف كل جانب ما يحتاجونه دائما، ويؤثر نشاط سوق التداول بالبورصة في تنشيط سوق الاصدار، فعندما يريد السيولة فعليه أن يتخلص مما لديه من أوراق فإن ذلك سوف يشجعه على الجوء لسوق الاصدار وشراء الأوراق، ونفس التأثير متبادل إذا كانت سوق الاصدار نشطة ومتنوعة الأوراق وضخمة الحجم فإن هذا يساهم في تنشيط سوق التداول في البورصة، من خلال توفير المعروض المعقول من الأوراق المالية الذي يسمح بتحقيق التوازن مع الطلب عليها وهو ما يؤثر على أسعار هذه الأخيرة.<sup>1</sup>

ومن هنا تظهر المنافسة بين سوق الأوراق المالية والبنوك التجارية في تمويل المشروعات، من خلال لجوء أغلب المشروعات إلى سوق الأوراق المالية للتمويل، وهذا يعني تركها للبنوك التجارية، إلا أنه وفي الواقع توجد علاقة تكامل بين سوق الأوراق المالية والبنوك التجارية، حيث تقوم هذه الأخيرة بتوفير التمويل قصير الأجل، وتعمل سوق الأوراق المالية على تقديم تمويل متوسط وطويل الأجل عادة، ومن هنا فإن لكل سوق مجاله التمويلي مختلف عن السوق الآخر.<sup>2</sup>

وتكمن أهمية السوق المالية في أنها تؤدي دور كبير في تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المجالات الاستثمارية من خلال الأدوات المالية، كما أنها تساعد في الإرتقاء بالكفاءة التشغيلية للشركات وتوفر السيولة وتقلل تكلفة رأس المال، كما تحقق الإستقرار النسبي في أسعار الفوائد، ولهذا فإن للأسواق المالية ثلاث وظائف للإدارة المالية في الشركات وهي:<sup>3</sup>

- **تمويل النمو:** تلجأ الشركات إلى سوق الأوراق المالية للحصول على الأموال اللازمة للاستثمار بمختلف الموجودات، حيث تبادل النقد بالاستثمارات التي تصدرها واستخدام حصيلة النقد في شراء الموجودات الرأسمالية، وإن غياب سوق الأوراق المالية يفوت الفرص الاستثمارية لكثير من الشركات.
- **إعادة بيع الاستثمارات:** تمكن سوق الأوراق المالية من شراء الموجودات وإعادة بيعها أو تبادلها بأي وقت من الأوقات، فلولا امكانية إعادة بيع الموجودات كالأسهام التي ليس لها تاريخ استحقاق والسندات التي يكون تاريخ استحقاقها طويل الأجل لأدى ذلك بالمستثمرين إلى التقليل من شراء هذه الاستثمارات، وهذا التقليل لشراء الاستثمارات يفوت على الشركات الكثير من الفرص الاستثمارية ويزيد من مخاطرة الاستثمارات طويلة الأجل.

<sup>1</sup> نخبة من العلماء والباحثين، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، توثيق: السيد عليوة، دار الأمين، مصر، 2006، ص 51، 52.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 52.

<sup>3</sup> محمد على ابراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص ص: 65، 66.

- اختبار قيمة الموجودات المالية: وجود سوق الأوراق المالية يساعد الشركات في تحديد أسعار بيع موجوداتها المالية من خلال الاستثمارات المماثلة. وعليه فإن العملية المالية تؤدي إلى خلق موجودات مالية والتزامات مالية بشكل فوري وأن الأسواق المالية تسهم في خلق وتحويل هذه الموجودات والإلتزامات، وفي هذه السوق تجري جميع العمليات التجارية والمالية التي تؤدي إلى خلق ونقل الموجودات المالية والإلتزامات المالية، وتتم بعض هذه العمليات من خلال مؤسسات منظمة في السوق الرسمي كأسواق الأوراق المالية المنظمة " البورصات" بينما تتم الغالبية منها عن طريق السماسرة والتجار الذين يتداولون الأوراق المالية في الأسواق الموازية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: اتجاه العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

تعمل سوق الأوراق المالية على توفير موارد مالية لتمويل متطلبات المشاريع الاقتصادية، وبالتالي فهي تساهم في تطوير وإنعاش الاستثمار والمساهمة في خلق اقتصاديات قوية وعصرية إضافة إلى تحقيق معدلات كبيرة في النمو الاقتصادي " مع العلم أن النمو الاقتصادي في جوهره هو كل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي التي من شأنها تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد الذي يحصل عليه من الدخل الحقيقي "، وذلك من خلال التنوع في الموارد المتاحة لتمويل متطلبات واحتياجات المشاريع التي تحقق هذا النمو، والجدير بالذكر أن انعكاسات أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي لا تظهر على المدى القصير وإنما تتعدى وظائفها وأدوارها لتساهم في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي والمساهمة في تلبية متطلبات النشاط الاقتصادي على المدى البعيد نظرا لطبيعة العملية التمويلية التي تتم من خلالها والتي تتميز بطول الآجال وكبر حجم الاستثمارات. وما من شك في أن النمو الاقتصادي على المدى الطويل يعتمد بشكل كبير على تطور النظام المالي ككل سواء تعلق الأمر بالقطاع المصرفي أو أسواق رأس المال لما يوفرانه من تمويل ضروري لقطاعات الاقتصاد المختلفة، وإذا كانت البنوك قد شكلت - ولا زالت - أساس التمويل في العديد من اقتصاديات العالم، فإن أسواق رأس المال أصبحت تضطلع بنفس المهمة بل فاقت قدراتها التمويلية في العديد من الدول ما تقدمه البنوك من أموال، إلا أنه يبقى من الضروري أن يحدث تكامل بين القطاع المصرفي وأسواق رأس المال لأن توسيع القطاع المالي ليشمل بالإضافة للبنوك أسواق رأس المال يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار، ومن البديهي بسبب الوظيفتين التي يقوم بها السوق المالي أن يكون له تأثير مباشر على النمو الاقتصادي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 67 .

<sup>2</sup> سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد " دراسة تجريبية الأسواق المالية العربية"، مداخلة مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص: 2.

وفي هذا الإطار توجد علاقة قوية بين التطورات المالية خاصة التطور الحاصل على مستوى سوق الأوراق المالية وبين النمو الاقتصادي المحقق في دولة معينة، حيث تزداد معدلات هذا الأخير وتتعاظم نسب الاستثمارات إذا ما توفرت مصادر التمويل ورؤوس الأموال التي من شأنها التحفيز على النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية<sup>1</sup> بما يخدم المنفعة الاقتصادية والاجتماعية للدولة. فجاءت العديد من الدراسات والأبحاث التي تبرز الدور التي تؤديه أسواق الأوراق المالية في تعزيز الطاقة التمويلية للاقتصاد وتسهيل عملية انسياب الأموال بين مختلف القطاعات الاقتصادية لتحقيق الأهداف المسطرة.

وتعد دراستي " رولاند مكينون Ronald Mckinon وشاو show " سنة 1973 من أولى الدراسات الرائدة التي أبرزت أهمية التطورات المالية في تحفيز النمو الاقتصادي. فقد أكد هذان الباحثان أن القيود الكمية التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المالي تؤدي إلى تقييد كمية وإنتاجية الاستثمارات، وبالتالي فهي تعمل كعوائق معرقة للنمو الاقتصادي، وفي المقابل تؤدي السياسات التحريرية لأنشطة القطاع المالي إلى تحفيز النمو الاقتصادي من خلال تحسين نوعية وكمية الاستثمارات المالية في القطاعات الاقتصادية<sup>2</sup>.

وفي نفس السياق أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي، ومن بين هذه الدراسات التي قامت بها كل من " روس ليفين و سارة زيرفوس " سنة 1993 حيث استخدمت الدراسة عدة مؤشرات للدلالة على نمو سوق رأس المال ( معدل القيمة السوقية كمؤشر لحجم السوق وقدرته على تحريك رؤوس الأموال معدل القيمة الكلية ومعدل الدوران لقياس درجة سيولة السوق)، واستخدام مؤشر درجة اندماج سوق رأس المال للدلالة على قدرتها على تنويع المخاطر. أما عن المتغيرات المحددة للنمو الاقتصادي فتمثلت في متوسط الدخل الحقيقي ومعدل الاستقرار السياسي، معدل التضخم وحجم التداول في السوق السوداء، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين مؤشرات نمو المال ومتوسط دخل الفرد سواء تم تثبيت المتغيرات الأخرى أو لم يتم تثبيتها.<sup>3</sup>

وأشارت بعض الدراسات على غرار دراسة Levine سنة 2004، أن تنمية وتطوير النظم المالية يقود إلى التنمية الاقتصادية من خلال خمس وظائف وهي: **أولاً:** الوساطة المالية تعبي المدخرات وتجمعها وتعزز تحسين تخصيص الموارد حيث أنها تتيح استغلال وفرات الحجم والتغلب على العناصر غير القابلة للتقسيم في مجال الاستثمار، **ثانياً:** تيسر الأسواق المالية الاتجار وتنويع وإدارة

<sup>1</sup> التنمية الاقتصادية: هي العملية التي يتحقق من خلالها ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي بشكل متواصل وشامل بما يحقق ارتفاع في المستوى المعيشي للأفراد وزيادة الرفاهية الاجتماعية، والوصول إلى الاستخدام الأمثل للطاقات والإمكانيات المتوفرة.

<sup>2</sup> رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودرها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودي- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2006 / 2007، ص: 146

<sup>3</sup> شذا جمال الخطيب، صغفك الركيبي، مرجع سابق، ص ص: 56، 57 .

المخاطر وهذا ما يدفع إلى التحول نحو مجموعة من المشاريع الأعلى عائداً ومن ثم تعزيز النمو الاقتصادي، **ثالثاً:** تقليل تكاليف الحصول على المعلومات المتعلقة بفرص الاستثمار ما يفضي إلى تحسين توزيع رؤوس الأموال، **رابعاً:** كفاءة الوساطة المالية تساهم في عملية رصد الأنشطة الاستثمارية وتعزيز إدارة الشركات، **وأخيراً** تيسر النظم المالية تبادل السلع والخدمات بتخفيض تكاليف المعلومات.<sup>1</sup>

ويعتقد Spellman سنة 1982 أن وجود نظام مالي متقدم ومصاحب لأدوات مالية وسيطية متطورة يؤدي إلى آثار مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد تنعكس في انتقال منحنى إمكانات الإنتاج إلى اليمين بسبب التغيير في حجم الموارد الكلية أو التحسن في استغلال تلك الموارد...، ومن جهة أخرى يرى بعض الاقتصاديين ومنهم Robinson سنة 1952 أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطور المالي، كما يرى Gurley and Shaw 1955، 1956، 1960، 1970 أن التطور المالي دالة موجبة في الثروة الحقيقية، فخلال عملية التنمية يؤدي النمو في متوسط دخل الفرد إلى نمو أسرع في الأصول المالية وهذا يعني أن اتجاه السببية يأتي من الناتج الوطني إلى الأصول المالية...، لذلك يرى Patrick أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين تتجه من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي خلال المراحل الأولى من التنمية، في حين أن السببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى القطاع المالي خلال المراحل المتأخرة من التنمية الاقتصادية.<sup>2</sup>

إن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تقوم على وجود نظام مالي متطور يكون قادر على تأدية وظائفه بفعالية وكفاءة، تعزز من كفاءة الوسطاء الماليين في الاقتصاد وتنعكس بالتالي على تقليل تكلفة الحصول على المعلومات، وعلى تكاليف المضاربات، وتكاليف الرقابة أيضاً. كما يعمل هذا المناخ على تشجيع الاستثمار كونه يساهم في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسات ويعمل على تلبية احتياجاتها التمويلية، كما يؤثر على حركة الادخار في الاقتصاد، ويحسن من الرقابة على الإدارة المالية في المؤسسات ويرفع من درجة التحوط، ومن تنوع المخاطرة ويسهل تبادل السلع والخدمات.<sup>3</sup>

وترتبط تلك الوظائف أيضاً بوجود توزيع أكثر كفاءة للموارد الاقتصادية، وتراكم رأس المال البشري والمادي بشكل أسرع ويسرع من النمو التكنولوجي، وهذه العناصر في مجملها تؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي. كما نضيف أن استقرار الاقتصاد الكلي عامل مهم في نمو الخدمات المالية، والذي يتطلب تعديل سياسات الاقتصاد الكلي الموجهة نحو تشجيع المنافسة في القطاع المالي ومحاولة

<sup>1</sup> أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية " تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص نفود ومالية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2013، ص: 102.

<sup>2</sup> خالد بن حمد عبد الله القدير، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد والإدارة، السعودية، 2004، مجلد 18، العدد 1، ص ص: 4، 6.

<sup>3</sup> شيرين الحمداني، عبد الكريم البطاينة، العلاقة بين التبعية المالية والمنافسة ومعدل النمو الاقتصادي في الأردن، مجلة جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 30، 2012، ص: 9.

تطوير الإطار القانوني والمؤسسي الذي يحكم القطاع المالي بشكل شفاف وقوي، وذلك من خلال توفير حزمة من القوانين والتعليمات المالية التي تحسن وظيفة الإشراف المالي، وتضمن حقوق الدائنين، وتعطي العمليات المالية والمصرفية درجة أعلى من المصداقية<sup>1</sup>.

في حين يرى كل من Calamanti و Lloyd أن لأسواق الأوراق المالية دورا هزيلا ومحدودا فيما يتعلق بنشاط السوق الأولي وخاصة زيادة رؤوس أموال الشركات في دراسة أجريت على بعض الدول النامية وهي: المغرب، تونس وأبيدجان، وذهبت دراسة Singh سنة 1991 إلى أن تطور أسواق الأوراق المالية قد لا يساهم في دعم النمو الاقتصادي، ويعلل ذلك بالتقلب غير المتوقع لأسعار الأوراق المالية ما يحدث صعوبة في اتخاذ القرار، وأن التفاعل بين أسواق الأوراق المالية وأسواق الصرف في حال وقوع اضطرابات قد تجلب عدم الاستقرار الاقتصادي وتتنقص من معدلات النمو الاقتصادي. وأبرزت مجموعة أخرى من الدراسات كذلك التي قام بها الباحثان Valer و Roja سنة 2004 إلى نتائج متضاربة بين الدول الأكثر نموا وتلك الأقل نموا، حيث كان لسوق الأوراق تأثير سلبي بشكل عام في الدول ذات الدخل المنخفض بخلاف الدول ذات الدخل المرتفع<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني: مفاهيم حول الاستثمار المالي

شهدت البيئة المالية العالمية تحولات عديدة في جميع مجالاتها، إضافة إلى التوسع والنمو الكبيرين في مجال المال، الأعمال والاستثمارات، على اعتبار أن هذه الأخيرة تعد عنصر رئيسي متحكم في معدلات النمو الاقتصادي، ويتوقف تحقيق معدل النمو المطلوب على توفير حجم الاستثمارات من جهة وتوفير الموارد التمويلية لذلك من جهة أخرى، إذ يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية الذي ينحصر في شراء وبيع الأوراق المالية من أهم البدائل التمويلية للاستثمارات، وقد خصص هذا المبحث لدراسة هذه الآلية وبالتركيز على بعدها الاقتصادي وتحديد شقها المالي.

### المطلب الأول: نظرة عامة حول عملية الاستثمار

يعتبر الاستثمار أساس العملية الاقتصادية، إذ يؤدي هذا الأخير دور بالغ الأهمية في ضمان واستمرار التنمية الاقتصادية، إذ لا يمكن تحقيق معدلات مقبولة من التنمية والنمو في المجتمع دون وجود عملية الاستثمار، وفي هذا الإطار سعت أغلب اقتصاديات دول العالم خاصة المتقدمة منها إلى وضع مجموعة من السياسات والاستراتيجيات التي من شأنها تفعيل وظيفة الاستثمار ومحاولة طرح العديد من الآليات والأدوات المستخدمة لتحقيق أهداف الوظيفة الاستثمارية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 9.

<sup>2</sup> أحمد رجراج، مرجع سابق، ص: 106.

حيث أصبح المستثمر في الوقت الحالي قادرا على المفاضلة بين مجموعة متنوعة من الاستثمارات بشتى أنواعها، وكذا المفاضلة بين الأدوات والبدائل سواء الاستثمارية أو التمويلية لتحقيق هذه الاستثمارات وتمويلها بناء على جملة من المبادئ والاستراتيجيات، وذلك نتيجة التطورات التكنولوجية السريعة في مجال البيئة الاقتصادية والمالية العالمية.

### الفرع الأول: تعريف عملية الاستثمار

وبناء على ما سبق عرفت عملية الاستثمار بعدة تعاريف والتي نذكر من أهمها ما يلي:  
... الاستثمار هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، ويكون الاستثمار مقبولا إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق أرباحا، وعليه فأساس تقييم واختيار الاستثمار يركز على:<sup>1</sup>

- العوائد المنتظرة من المشروع.

- تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع.

يتبين من هذا التعريف أن عملية اختيار مشروع لإستثمار الأموال فيه يعتمد بالدرجة الأولى على عاملين أساسيين وهما: عامل الربحية وما سوف يحققه هذا الاستثمار من عوائد، أما العامل الثاني هو عامل تكلفة الأموال المستثمرة، فكلما كانت الأرباح المحققة أو المستقبلية المنتظرة أكبر من تكاليف الأموال المستثمرة في فترة زمنية معينة وهي فترة الاستثمار في المشروع كان هذا الاستثمار مقبولا.

ويقصد بالاستثمار في معناه الاقتصادي توظيف الأموال في مشاريع اقتصادية واجتماعية وثقافية، بهدف تحقيق تراكم رأس المال جديد، ورفع القدرة الانتاجية أو تجديد وتعويض رأس المال القديم.<sup>2</sup>

وعليه فالاستثمار هو التخلي عن الموارد المالية المتاحة وتوجيهها لتمويل العملية الانتاجية واستخدامها في عملية الإنتاج، إما بطريقة مباشرة عن طريق شراء الآلات والمعدات وتوفير كامل المتطلبات الأخرى لعملية الإنتاج، أو بطريقة غير مباشرة كسواء وتبادل الأوراق المالية والاستثمار فيها والتي من شأنها تمويل العملية الانتاجية إذا ما كانت الشركات المصدرة لها صاحبة مشاريع استثمارية وإنتاجية.

<sup>1</sup> الياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص: 313 .

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، ط 2 ، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012 ، ص: 29 .



جدول رقم ( 09 ) : تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد عالميا خلال الفترة 1995 – 2005

مليار دولار

السنوات	دول العالم	الدول المتقدمة	الدول النامية	الدول العربية
1995	331.1	203.5	113.3	2.6
1996	386.1	219.9	152.7	3.6
1997	481.9	269.7	193.2	7.3
1998	690.9	472.6	194.1	8.7
1999	1086.8	828.4	231.9	2.5
2000	1387.9	1108.0	252.5	2.6
2001	817.6	571.5	219.7	7.7
2002	716.1	547.8	155.5	8.1
2003	557.9	358.5	175.1	15.7
2004	710.8	396.2	275.1	21.6
2005	916.3	542.3	334.3	37.7

المصدر: ابراهيم موسى، قياس تحليل أثر التدفقات المالية الدولية في التنمية الاقتصادية في بلدان نامية مختارة خلال المدة 1990، متاح على الموقع الإلكتروني،

[www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=52987/](http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=52987/). le 01/05/2017.

إن عملية انتقال رؤوس الأموال الدولية بين الدول يكون بأشكال مختلفة ومتعددة وذلك حسب طبيعة هذا الاستثمار والهدف منه، حيث نجد المساعدات والهبات والقروض كما يعتبر الاستثمار المباشر من أشهر أنواع الاستثمارات انسيابا بين دول العالم، وتظهر بيانات الجدول السابق أن التدفقات الدولية في شكل الاستثمار الأجنبي المباشر قد حققت زيادة كبيرة في مستوياتها حيث ازدادت من 331.1 مليار دولار عام 1995 إلى حوالي 916.3 مليار دولار عام 2005 في جميع دول العالم، وكان نصيب الدول النامية من تدفقات الاستثمارات المباشرة الواردة لها ما قيمته 113.3 مليار دولار وكان منها 2.6 مليار دولار مقدار ما دخل للدول العربية في شكل استثمارات مباشرة خلال نفس العام، وحققت هذه التدفقات اتجاه الدول النامية والعربية معدلات زيادة هائلة وقد وصلت عام 2005 275.1 مليار دولار وما قيمته 37.7 بالنسبة للدول العربية، وبهذا فإن نصيب الدول العربية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال الفترة 2005 – 2012 أخذ اتجاه متزايد حسب القيم المدونة أعلاه.

الفرع الثاني: أنواع الاستثمار

تتنوع الاستثمارات إلى أنواع مختلفة وحسب العديد من المعايير المستخدمة في تقسيمها ومن أهم أنواعه حسب الأداة المستخدمة في عملية الاستثمار نذكر:<sup>1</sup>

1. الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي: الاستثمار الحقيقي هو الاستثمار في الأصول الحقيقية،
2. أما الاستثمار المالي فهو يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الایداع وغيرها.

جدول رقم (10): مقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المالي

الاستثمار المالي " غير المباشر "	الاستثمار الأجنبي المباشر
- تتضمن تحويلًا دوليًا لرأس المال.	- يتضمن تحويلًا دوليًا لرأس المال.
- استثمار قصير الأجل.	- استثمار طويل الأجل.
- يهدف لتحقيق الربح من خلال المضاربة.	- يهدف إلى تحقيق الربح من خلال الإنتاج.
- لا ينطوي على اكتساب الرقابة والإدارة.	- ينطوي على اكتساب حق الرقابة والإدارة.
- ملكية جزئية عن طريق شراء الأسهم والسندات.	- ملكية كلية أو جزئية للمشروع.
- لا يتضمن نقل المعرفة والتكنولوجيا.	- يتضمن نقل المعرفة والتكنولوجيا.
- لا تنتج عنه زيادة حقيقية في إنتاج السلع والخدمات.	- له تأثيرات اقتصادية إيجابية مثل زيادة الناتج المحلي الإجمالي.

المصدر: إيمان مودع، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الجزائر " باستخدام نموذج النمو الداخلي خلال الفترة 1991 - 2007 "، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، 2010، ص: 17.

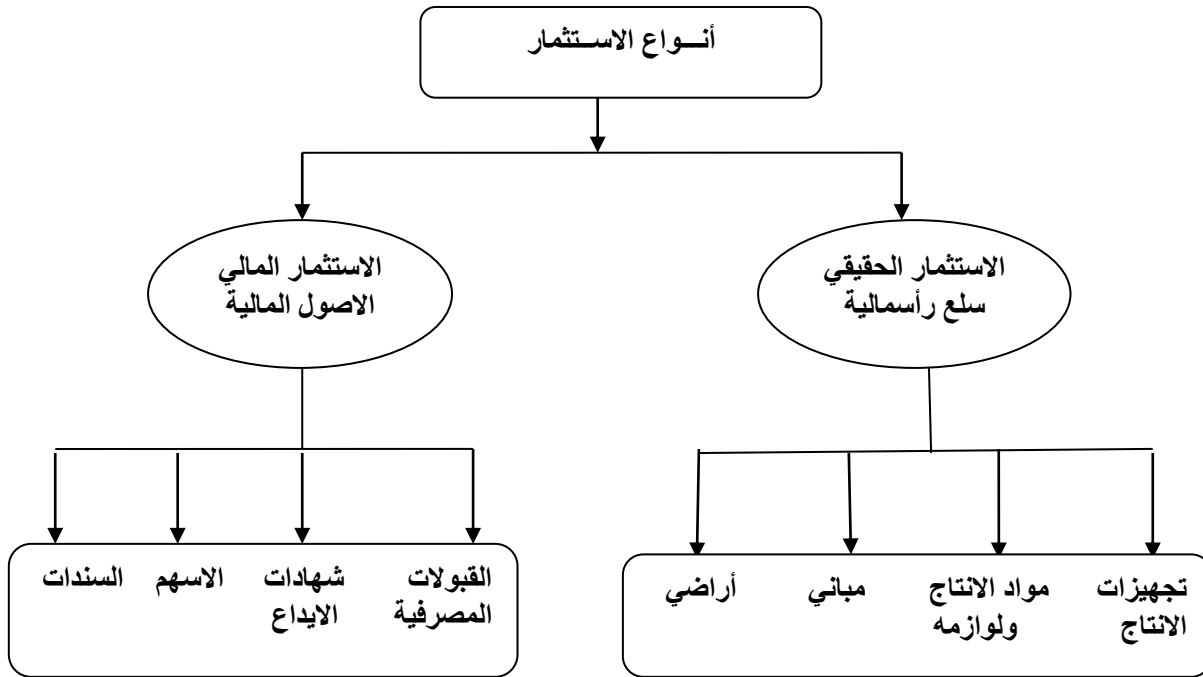
إن الاستثمار الأجنبي المباشر يعتبر أحد أهم أشكال التدفقات الدولية لرؤوس الأموال ويشترك في ذلك مع مجموعة أخرى من أنواع، إلا أنه توجد مجموعة من الخصائص المميزة لهذا النوع من الاستثمار عن غيره من الاستثمارات ويمكن حصرها في الاستثمار الأجنبي غير المباشر أ الاستثمار المالي، وتعتمد هذه الخصائص في تمييزها لكل نوع من التدفقات الرأسمالية على عدة اعتبارات أهمها " مدة الاستثمار، الهدف منه، طبيعة الآثار والمنافع التي يحققها هذا الاستثمار للاقتصاد الوطني"، وهو ما يوضحه الجدول السابق.

3. الاستثمار طويل الأجل والاستثمار قصير الأجل: الاستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ شكل الأسهم والسندات ويطلق عليه الاستثمار الرأسمالي، أما الاستثمار قصير الأجل فيتمثل في الاستثمار

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 36 ، 37 .

- في الأوراق المالية التي تأخذ شكل أدونات الخزانة والقبولات المصرفية ويطلق عليه الاستثمار النقدي...، وعموما تم تقسيم الاستثمار إلى ثلاثة أنواع رئيسية وهي :
- **الاستثمار في رأس المال الثابت:** ويقصد به الاستثمار في تأسيس المشاريع وتزويدها بالسلع الرأسمالية كالألات والمعدات بهدف إنتاج السلع وتقديم خدمات متنوعة.
  - **الاستثمار في المخزون:** ويمثل الاستثمار في أنواع المخزون المختلفة " المواد الأولية، المواد نصف مصنعة والمواد تامة الصنع" بقصد إنتاج السلع المختلفة من الشركات الصناعية والخدمية.
  - **الاستثمار العقاري:** وهو يمثل الاستثمار في المباني، أما الاستثمار البشري فيتمثل بالإهتمام بالعنصر البشري من خلال التعليم والتدريب.

الشكل رقم (11): أنواع الاستثمارات



المصدر: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008 ، ص: 17.

ويوضح الشكل السابق أنواع الاستثمار الرئيسية التي تتفرع منها أنواع الأخرى للاستثمار، حيث تندرج تحت نوع الاستثمار الحقيقي كل الاستثمارات العينية والملموسة أو الحقيقية كالاستثمار في مجال العقارات والمباني أو الاستثمار في إنتاج السلع الاستهلاكية أو المواد الأولية التي تستخدم في عملية الإنتاج والاستثمار في مجال توفير الخدمات الضرورية للمجتمع وكذلك الاستثمار في المشاريع التي تعمل على توفير تجهيزات العمليات الانتاجية مثل الآلات والمعدات ولوازم الإنتاج، أما النوع الرئيسي الثاني هو الاستثمار في الأوراق المالية أو ما يصطلح عليه بالاستثمار المالي الذي يتولى عملية تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وأوراق تجارية قصيرة الأجل وغيرها من الأوراق المالية

الحديثة، حيث يؤدي هذا التداول إلى توفير متطلبات التمويل للمشاريع الاستثمارية مصدره هذه الأوراق والتي في الأغلب تكون في نفسها صاحبة المشاريع الاستثمارية الحقيقية.

### الفرع الثالث: أهمية عملية الاستثمار في النشاط الاقتصادي

إن تعريف عملية الاستثمار يبين مدى أهمية هذه العملية في الحياة الاقتصادية نظرا للدور الأساسي الذي تلعبه في تفعيل وتنشيط الدورة الاقتصادية، ويمكن تناول ذلك فيما يلي<sup>1</sup>:

- مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل الوطني وزيادة الثروة الوطنية، وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعا من الاضافة إلى الموارد المتاحة وتعظيم هذه الموارد أو تعظيم درجة المنفعة التي تتجم عن الموارد المتاحة.

- مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجيا الحديثة المتطورة وتكيفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.

- مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والجهل وبعض أشكال التخلف.

- مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية للمجتمع لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أو يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة جسر... الخ، مثل إقامة جامعة في منطقة ما يرافقه انتشار لمشاريع متممة للجامعة كالمكتبة، ووسائل النقل.

- مساهمة الاستثمار في توفير وإدراج القطاع الأجنبي داخل البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع محليا، وهذا يساهم في دعم ميزان المدفوعات خاصة إذا كانت السلع المنتجة ذات نوعية جيدة وتم تصديرها للخارج.

- مساهمة الاستثمار في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم هذه الأخيرة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضيات المصلحة العامة.

- مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدولة من خلال التوجه إلى إنشاء المشروعات التي تحقق هذه السياسة.

- مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين، فهناك مدخرين للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تشغيلها، وهنا يكمن دور الاستثمار في توظيف هذه المدخرات وتقديم العوائد للمدخرين.

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 10، 11.

## المطلب الثاني: الاستثمار المالي

لقد تطرقنا في المطلب السابق إلى مفهوم عملية الاستثمار وكذا الأنواع المختلفة لها والأهمية الاقتصادية التي توفرها هذه العملية، متدرجين في ذلك للوصول إلى تحديد مفهوم الاستثمار المالي أو الاستثمار في الأوراق المالية بوصفه أهم أنواع الاستثمار والذي يرتبط ارتباطا وثيقا بعمل وفاعلية أسواق الأوراق المالية.

فالاستثمار الذي نعنيه هنا هو النشاط الاقتصادي الذي ينحصر في شراء وبيع الأسهم والسندات، حيث شهدت المجتمعات في الآونة الأخيرة تحولات جذرية في نموها الاقتصادي نتج عنها زيادة في الدخل وبالتالي في المدخرات، ونظرا لأن الأسواق المالية لم تكن مهيئة لإستعاب هذه المدخرات فقد اتجهت إلى البنوك التجارية لإستثمارها في شكل ودائع، وقد لاحظنا إعطاء الدولة دور أكبر للقطاع الخاص في مجالات اقتصادية متعددة، ومع نمو هذا القطاع والتوسع في عمليات تمليك مؤسسات القطاع العام للقطاع الخاص كان لابد من تنشيط سوق الأوراق المالية لتنظيم عمليات الاستثمار في الأوراق المالية.<sup>1</sup>

تعد الاستثمارات المالية من أنواع الاستثمار المتعلقة خاصة بالأسهم والسندات والمشتقات المالية، إضافة إلى الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أدوات الخزنة والقبولات المصرفية وغيرها. كما يسمى أيضا بالتوظيف المنقول أو الاستثمار في المحفظة، ويتضمن التوظيفات المحفظة عن طريق السندات والأسهم والتي تتم في مؤسسات قائمة خارج البلد الذي يقيم فيه المستثمرون، وهذا النوع من التوظيف لا يتطلب المشاركة في تسيير الشركات الأجنبية، وهو يمثل كل استثمار في الأصول أو الأوراق وأسواق المال إذ تعتبر العملات والأوراق المالية وحصص رأس المال مصادر التمويل التي تجذب رؤوس الأموال الدولية.<sup>2</sup>

إن الاستثمار في الأوراق المالية خاصة " الأسهم والسندات " والأصول المالية بصفة عامة بما فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل يعتبر صورة من الصور الرئيسية للاستثمار التي تقوم به كل القطاعات الاقتصادية من مؤسسات مالية أو شركات ومشاريع استثمارية أو الأفراد والقطاع الخاص، حيث يسعى كل طرف إلى تعظيم منفعته من خلال تحريك وتوجيه الموارد المالية التي تشكل قدرة مالية فائضة عن حاجاته قصد الحصول على تدفقات نقدية من هذا الاستثمار تشكل العوائد الرأسمالية أو الأرباح.

الاستثمارات المالية هي التي يترتب عليها حياة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة ايداع ...، والأصل المالي يمثل حقا ماليا يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي

<sup>1</sup> محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية " الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية"، دار الحامد، الأردن، 2008، ص: 217.

<sup>2</sup> فلاق علي، باصور محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، أفريل 2015، العدد 3، ص: 70.

أو الحق في الحصول على جزء من عائد هذه الأصول الحقيقية أي العائد المتولد من استخدامها أو على كلاهما معا.<sup>1</sup>

إن الاستثمارات المالية لا تؤدي إلى خلق القيم وإنما انتقالها من شخص إلى آخر لتمويل الاستثمارات العينية، وهي تشتمل على تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وهي تمثل أيضا حقوق تنشأ عن المعاملات المالية بين الأشخاص وتتميز بما يلي<sup>2</sup>:

- وجود أسواق منظمة بدرجة عالية من التنظيم تسهل التعامل بالأصول المالية.
- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية.
- وجود وسطاء ماليين متخصصين.
- الانتشار الواسع للأدوات المالية الاستثمارية.

وعليه يعرف الاستثمار في الأوراق المالية " بأنه تخصيص جزء من رأس المال لتوظيفه في الأصول المالية لفترة زمنية بهدف الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل لمواجهة الزيادة في معدلات التضخم وتغطية المخاطر المصاحبة لتدفقات الأموال".<sup>3</sup>

إن يعتبر الاستثمار المالي تخلي المستثمر المالي عن جزء من موارده المالية ومبادلتها بمجموعة من الأوراق المالية سواء من نفس النوع ويكون هنا الاستثمار فردي أما إذا تم الاستثمار بنوعين مختلفين من الأوراق المالية أو أكثر يطلق عليه بالاستثمار المتعدد " ك شراء مجموعة من الأوراق المالية في شكل أسهم فقط، أو أن يقوم بالتنوع في الأوراق المالية المشتراة مثل الأسهم والسندات والأوراق التجارية كالقبولات المصرفية"، مقابل الحصول على عوائد نقدية مستقبلية زيادة على مبلغ الاستثمار الأصلي تعويضا له عن التغيرات التي قد تحدث في قيمة النقود ذاتها أو المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها هذا الاستثمار في الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة.

ولقد بلغ الاهتمام بالاستثمارات المالية إلى حد أن الاقتصاديين يرون بأن الاستثمار عبارة عن تحول النقود إلى أوراق مالية وهذا ما يقابله ترك الاستثمار والذي هو التخلي عن الأوراق المالية مقابل النقود السائلة، وهنا من الضروري الإنتباه إلى أمرين<sup>4</sup>:

- إن وجود الأوراق المالية مقابل النقود "السائلة" أمر ضروري في النشاط الاستثماري المالي إلا أن المبالغة في سيادة هذه الأوراق على الأسواق المالية تؤدي إلى سيطرة المضاربة على الاستثمار وتجرد الاستثمار المالي من محتواه الحقيقي.
- إن النقود المحلية " غير القابلة للتحويل الدولي" تساهم في تسير تبادل الأوراق المالية في الأسواق المحلية فإنها لا تكون جزءا من رأس المال المستثمر بل تعد جزءا من الثروة الخاصة.

<sup>1</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص: 46 .

<sup>2</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 21 .

<sup>3</sup> محمد سعيد الهادي، مرجع سابق، ص: 217 .

<sup>4</sup> هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص: 33 .

حيث تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر " الاستثمار المالي " من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدولة المضيفة والتي تترتب على حركة رؤوس الأموال على شكل استثمار أجنبي غير مباشر خاصة نحو الدول النامية ومنها العربية، وهي كالتالي:<sup>1</sup>

- إن الاستثمار المالي يزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن أن يساعد على تطوير كفاءة السوق أيضا، إذ يجعل الأسواق أكثر سيولة كما يجعلها أوسع وأكثر عمقا.
- يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمار المالي يمكن أن يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن تدفق الاستثمار الأجنبي " المحفظي " المالي توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولاسيما إلى البلدان النامية ذات الحاجة إلى رؤوس الأموال.
- يمكن الاستثمار المالي أيضا من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية، إذ في سوق أعمق وأوسع فإن المستثمرين لديهم حوافز أكبر لتخصيص وإنفاق الموارد في البحث عن فرص الاستثمار الجديدة، كما تتنافس الشركات للحصول على التمويل، وسوف يواجهون مطالب من أجل تحسين المعلومات سواء من حيث الكمية والنوعية.
- عن توجيه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعني حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد، وهذا ما يزيد من الطلب على العملة التي تتجه إليها العملات ويرفع سعرها في الأسواق ويؤدي إلى زيادة العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال وبالتالي هبوط أسعارها.

### المطلب الثالث: القرارات الاستثمارية

يقوم المستثمر المالي بالمفاضلة بين مجموعة من البدائل المالية بغرض الاستثمار والمتمثلة أساسا في الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها الأصول المالية الأخرى، حيث يقوم هذا الأخير بإتخاذ قرار الاستثمار بشراء نوع معين من الأوراق المالية دون الآخر أو مجموعة مختلفة من الأوراق أو اتخاذ قرار بعدم الشراء، ويتحقق هذا القرار استنادا إلى درجة المخاطرة المتوقعة من عملية الشراء والتي تحدد موقف المستثمر من خلال القرار المتخذ من طرفه.

### الفرع الأول: تعريف القرار الاستثماري وأنواعه

#### أولا: تعريف القرار الاستثماري

إن أهداف الاستثمار متعددة وبالتالي فإن القرار المتعلق بالبديل الأفضل يمثل الأساس الذي تبنى عليه استراتيجية العملية الاستثمارية بشأن النشاط المعني بالإختيار، أي أن هذا القرار يحدد الجزء الأهم في تحقيق الربحية المستهدفة وما يمكن للاستراتيجية المعتمدة من تعظيم هذه الربحية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> فلاق علي، باصور محمد، مرجع سابق، ص ص: 72، 71.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 48.

تعتبر قرارات الاستثمار من أهم قرارات الإدارة المالية وأعقدها بسبب طبيعتها الاستثمارية والغالب في هذه القرارات أن الإدارة المالية تلجأ لها أملاً في زيادة العائد على الاستثمار والقوة الإيرادية من أجل تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، ولهذا فهي تسعى إلى توجيه أموالها الاستثمارية في خلق موجودات مالية مثل الاستثمار في النقد والحسابات المدينة والاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يعني أن قرارات الاستثمار سوف تنحصر في اختيار نوع الموجودات التي يجب أن تستخدم من قبل إدارة المشروع لتحقيق عوائد مستقبلية مصاحبة للاستثمار وكذلك تتضمن هذه القرارات إعادة تخصيص الاستثمار المتاح عندما يتم التأكد من أن أحد أنواع الموجودات المتاحة لم يعد هناك مبرر اقتصادياً لإستخدامه داخل المشروع أو الإحتفاظ به لفترة قادمة.<sup>1</sup>

وعليه يمكن تعريف القرار الاستثماري بأنه "إختيار بين مجموعة من البدائل".<sup>2</sup>

وقد تكون عملية الاختيار والمفاضلة بين مجموعة من البدائل التي قد تكون نقود أو أصول مادية ومالية، كما يمكن أن تكون هذه الأصول من نفس الصنف أو من صنف آخر ومن أصل آخر، وكذلك تكون المفاضلة بين الإحتفاظ بالنقود بشكلها السائل أو منحها في شكل قروض والإستفادة من العوائدها الممنوحة نظير إقراضها.

عند اتخاذ القرار الاستثماري لا بد أخذ عاملين بعين الاعتبار وهما:<sup>3</sup>

■ **العامل الأول:** أن يعتمد القرار الاستثماري على أسس علمية، ولتحقيق ذلك لا بد من اتخاذ الخطوات التالية:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة.
- اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسبة للأهداف المحددة.
- **العامل الثاني:** يجب على متخذ القرارات أن يراعي بعض المبادئ عند اتخاذ القرار منها:
- مبدأ تعدد الخيارات أو الفرص الاستثمارية.
- مبدأ الخبرة والتأهيل.
- مبدأ الملائمة " اختيار المجال الاستثماري المناسب".
- مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية.

ومن الطبيعي أن يسعى كل متخذ قرار أن تتوفر لديه اعتبارات معينة تمكنه من اتخاذ قرار أمثل، وتتضمن هذه اعتبارات ما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 69 .

<sup>2</sup> اسماعيل ابراهيم جمعة وآخرون، المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2000 ، ص: 28 .

<sup>3</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009 ، ص: ص: 16 ، 17 .

<sup>4</sup> اسماعيل ابراهيم جمعة و آخرون، مرجع سابق، ص: 37 .



- تفهم واضح ودقيق للأهداف المتعددة التي تلائم المشكلة موضع القرار.
- تعريف محدد وشامل ودقيق للمشكلة موضع القرار وجوانبها المختلفة.
- معرفة كاملة بالبدائل الممكنة وبطريقة يمكن الاعتماد عليها في تقدر ما يترتب على اختيار كل بديل.
- طريقة سليمة لتحديد العلاقة بين نتائج كل بديل والأهداف المرغوب تحقيقها.
- حرية كاملة للاختيار بين البدائل التي تحقق الحل الأمثل للمشكلة.

### ثانيا: أنواع القرار الاستثماري

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من جهة أخرى، ويمكن توضيح هذه الأنواع من القرارات في التالي:<sup>1</sup>

- **قرار الشراء:** يتخذ المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثماري، مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا، كما يتولد على هذه الحالة ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الإتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

- **قرار عدم التداول:** يترتب على الحالة السابقة والناجئة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة من وجهة نظر المستثمر، ومن هنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز الشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز البيع التوقف عن البيع فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول، لأن المستثمر في هذه الحالة تنتفي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية كما تنتفي لديه ولو مؤقتا المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة ولذا يقرر الاحتفاظ بالأداة الاستثمارية.

- **قرار البيع:** بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات اضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن السعر في تلك اللحظة مازال أقل من القيمة مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن القيمة، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة مولدا حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر وقتها هو قرار البيع، وهذا يخلق طرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات " الإطار النظري والتطبيقات العملية"، ط 4، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص ص: 37، 38.

إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تكون الدورة.

### الفرع الثاني استراتيجيات اتخاذ القرار الاستثماري

اتضح أن اتخاذ القرار الاستثماري يتطلب أسسا مختلفة يركز عليها مستقبل القرار المتخذ، ومن هنا يظهر دور الاستراتيجية المعتمدة في الاستثمار والتي يقصد بها تحديد المجال العام للنشاط المقرر مع بيان التأثيرات المتداخلة لهذا النشاط مع مجاله العام وكل ذلك اعتمادا على أسس تسهم في تحسين العملية الاستثمارية في ظروف عدم التأكد وتضمن المستثمر أفضل عائد ممكن.<sup>1</sup>

تعتمد استراتيجيات الاستثمار على القرارات الاستثمارية على اختلاف أنواعها قصد الموازنة بين تكلفة الأموال المستثمرة وعوائدها المتوقع تحقيقها خلال الفترة الزمنية المستقبلية، وتمثل الإستراتيجية الاستثمارية سلسلة من القرارات التي تترجم إلى خطط يتم تنفيذها من قبل المستثمر لتحقيق أهداف استثمارية منها " تخفيف المخاطر التي تتعرض لها استثماراته لأجل الطويلة وزيادة احتمالية تحقيق زيادة في العائد على الاستثمار خلال الفترة الاستثمارية الطويلة"، ويوجد أمام المستثمر عدد من الإستراتيجيات الاستثمارية والتي يمكن من خلالها تشكيل محفظة استثمارية معينة تتضمن أدوات استثمارية مختلفة، ومن هذه الإستراتيجيات نذكر الآتي:<sup>2</sup>

■ **الإستراتيجية المتحفظة:** تمتاز هذه الاستراتيجية بأنها منخفضة المخاطر والعوائد وهي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية المختلفة الحجم، حيث تشكل الاستثمارات الآمنة ما نسبته 80 % من مجموع الأموال المستثمرة التي تم توظيفها في المحفظة، وتهدف هذه الإستراتيجية بالدرجة الأولى إلى حماية الاستثمارات من المخاطر المتوقعة مع قليل من الدخل الثابت المنخفض والمتمثل بعوائد هذه الأوراق.

■ **الإستراتيجية المعتدلة:** تمتاز هذه الإستراتيجية باعتدالها المتحفظ في الاستثمارات الآمنة ذات الدخل الثابت والمخاطر المنخفضة، لكنها " أي العوائد والمخاطر " أعلى قياسا إلى ما تحققه الإستراتيجية المتحفظة وتتكون هذه الإستراتيجية من التشكيلة التالية:

- **سندات دخل ثابت:** تشكل نسبة 70 % من محفظة الاستثمار.
- **أسهم عادية:** تشكل نسبة 20 % من حجم الاستثمارات.
- **أوراق نقدية " أدونات خزينة، ودائع مصرفية..."** تشكل نسبة 10% من حجم الاستثمارات في المحفظة.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 52 .

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص: 166 ، 170 .

وتهدف هذه الإستراتيجية إلى حماية الأموال المستثمرة من عوامل التضخم التي يتوقع لها أن تؤثر على الاقتصاد الوطني ككل.

▪ **إستراتيجية التوازن:** تختلف هذه الإستراتيجية عن الإستراتيجيتين السابقتين، بأنها تحقق عوائد على الاستثمار أعلى مقابل المخاطر، وقد سميت بذلك لأن استثماراتها موزعة بشكل متساوي ما بين الاستثمارات الآمنة والاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة بالشكل التالي:

- سندات دخل ثابت : تشكل نسبة 55 % من محفظة الاستثمار.
- أسهم عادية: تشكل نسبة 35% من حجم الاستثمارات.
- أوراق نقدية " أدونات خزينة، ودائع مصرفية..." تشكل نسبة 5% من حجم الاستثمارات في المحفظة.

وتهدف إستراتيجية التوازن إلى الموازنة ما بين الدخل الثابت التي تحققه السندات والأوراق النقدية، وبين العائد المتغير الذي يمكن تحقيقه من الاستثمار في الأسهم العادية.

▪ **إستراتيجية النمو المحدود:** تمتاز هذه الإستراتيجية بارتفاع مخاطرها وعوائدها مقارنة بالإستراتيجيات السابقة نتيجة التشكيلة المكونة لها، حيث تشكل الأسهم العادية النسبة الكبيرة في المحفظة، وكما هو مبين في الآتي:

- سندات دخل ثابت : تشكل نسبة 25 % من محفظة الاستثمار.
- أسهم عادية: تشكل نسبة 70 % من حجم الاستثمارات.
- أوراق نقدية " أدونات خزينة، ودائع مصرفية..." تشكل نسبة 5% من حجم الاستثمارات في المحفظة.

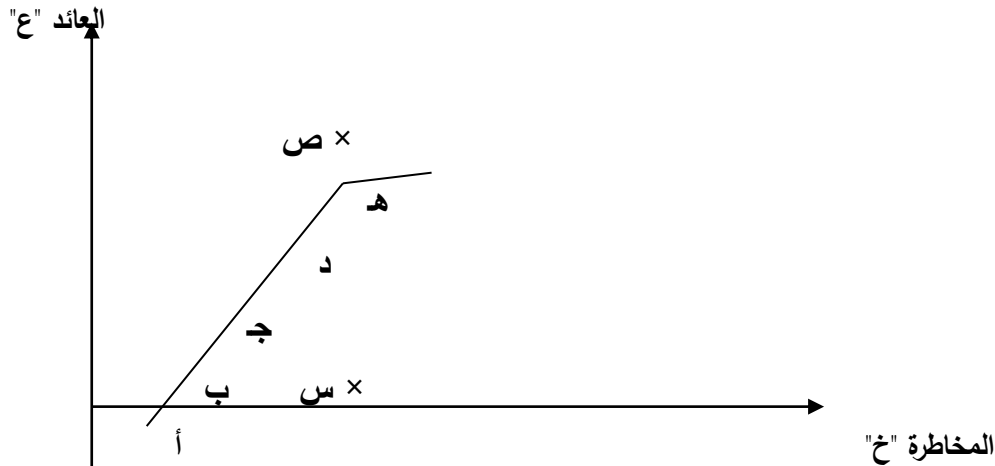
وتهدف هذه الإستراتيجية إلى تحقيق نمو في العوائد الإيرادية للاستثمارات من خلال توجيه معظم الاستثمارات إلى الأسهم العادية، ويمكن تطبيق هذه الإستراتيجية عندما تكون الظروف الاقتصادية للوطن تتجه نحو الاستقرار والتطور.

▪ **إستراتيجية النمو الواسع:** تمتاز هذه الإستراتيجية بارتفاع عوائدها ومخاطرها، نتيجة ميلها إلى الاستثمار الواسع في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم العادية، حيث تشكل فيها الاستثمارات ذات المخاطر العالية أغلب استثماراتها وتشكل ما نسبته 90 % ، وكما هو مبين في الآتي:

- سندات دخل ثابت : تشكل نسبة 5 % من محفظة الاستثمار.
- أسهم عادية: تشكل نسبة 90 % من حجم الاستثمارات.
- أوراق نقدية " أدونات خزينة، ودائع مصرفية..." تشكل نسبة 5% من حجم الاستثمارات في المحفظة.

وتهدف هذه الإستراتيجية إلى تحقيق نمو عال في رأس المال المستثمر، مع دخل محدود جدا يأتي من الاستثمارات الآمنة والتي تشكل نسبة بسيطة من حجم الاستثمارات الكلية بما نسبته 10 % . هذا ويعبر عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين " السيولة والأمان" بالمخاطرة التي يكون مستعدا لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه، وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط المتمثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى، وهو كما يوضحه الشكل الموالي.<sup>1</sup>

الشكل رقم (12): منحنى التفضيل الاستثماري



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات " الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006 ، ص:40 .

يوضح الشكل المقدم أعلاه أن الأدوات الاستثمارية " أ، ب، ج، د، هـ" مقبولة من قبل المستثمر لأنها تشكل منحناه التفضيلي، إلا أن النقاط " س، ص" تقع خارج حدود المنحنى، فالنقطة س غير مقبولة بالنسبة له لأنها تحقق له عائد أقل من النقطة د حتى وإن كانت ستحملة نفس درجة المخاطرة، أما النقطة ص فهي غير متاحة للمستثمر في الوقت الذي ستحقق عائد أعلى من العائد المحقق من النقطة د وب نفس درجة المخاطرة.

<sup>1</sup> محمد مطر، مرجع سابق، ص: 40 .

- ومن خلال تحليل المنحيات التفضيلية للمستثمرين يلاحظ إنقسامهم إلى ثلاثة أنواع حسب درجات تفضيل الاستثمار لديهم وهذه الأنواع هي:
- 1- المستثمر المتحفظ:** وهو المستثمر الذي يراعي عنصر الأمان أكثر من عنصر الربحية، بالتالي نجده يتجنب الاستثمارات التي ترتفع فيها درجات المخاطرة وهذا يظهر في قراراته الاستثمارية المتحفظة، وتكون هذه الفئة غالبا أصحاب الدخل المحدود وكبار السن.
- 2- المستثمر المضارب:** هذا النوع من المستثمرين يعطي أولوية إلى عنصر العائد على حساب عنصر الأمان، حيث تكون قراراته الاستثمارية أكثر استعدادا للاستثمار في مجالات خطرة رغبة في تعظيم العوائد من الاستثمار دون مراعاة لعنصر المخاطرة، وعادة يكون صغار المستثمرين وأصحاب المحافظ الاستثمارية الكبيرة.
- 3- المستثمر المتوازن:** وهو المستثمر الذي توازن فيه أولوياته بين عنصري العائد والمخاطرة، حيث تتجه قراراته الاستثمارية إلى المشاريع التي تتحمل درجة مخاطرة معقولة مقابل الحصول على عوائد مقبولة، حيث يراعي التنوع في استثماراته بالشكل الذي يعظم له العوائد يخفض له المخاطرة، ويمثل هذه الفئة أغلب المستثمرين المتدخلين في السوق.

### المبحث الثالث: مصادر التمويل في أسواق الأوراق المالية " أدوات الاستثمار المالي "

يعتبر اتخاذ قرار تمويلي معين تبني لأسلوب تمويل مناسب للمشروع الاستثماري وهو من أهم وأصعب القرارات التي يتخذها المستثمر أو المدير المالي لهذا المشروع، حيث أن أسلوب التمويل يعتمد بدرجة كبيرة على مصادر التمويل المتاحة في البيئة المالية والأسواق التي يتواجد فيها المشروع، فتتعدد هذه المصادر وكثرتها يضع المستثمر في وضعية المفاضلة بين مجموعة من البدائل الاستثمارية المطروحة للاستثمار ومقارنتها ببعضها ومراعاة أي مصدر تمويلي أنسب لهذا الاستثمار، فيراعي في ذلك المصادر الذاتية أو الداخلية، كما يتم اللجوء إلى المصادر الخارجية في حالة عجز المصادر الذاتية عن تلبية الإحتياجات التمويلية للاستثمار.

#### المطلب الأول: مفهوم مصادر التمويل

أخذت مصادر التمويل حيزا كبيرا من الدراسة نظرا للأهمية التي تقدمها هذه الأخيرة للمستثمر في مجال تنوع ووفرة الأدوات المالية، باعتبارها الوسائل وأدوات التي تمكنه من توظيف أمواله في أسواق الاستثمار، والحصول على عائد مناسب لقاء عملية توظيف الأموال المستثمرة فضلا عن تنمية قيمتها.

## الفرع الأول: تعريف مصادر التمويل

تعد الأدوات الاستثمارية ذات أهمية بالغة للمستثمر لأنها تمكنه من الحصول على العوائد المرغوب فيها وتمكنه أيضا من زيادة ثروته اضافة إلى كل هذه المزايا فإن أدوات الاستثمار ذات السيولة السريعة تضمن تحقيق السيولة للمستثمرين.<sup>1</sup>

وعليه يمكن تعريف مصادر التمويل على أنها مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والجارية.<sup>2</sup>

تعتبر الأوراق المالية من أهم وسائل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ومصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمشاريع الاستثمارية الطالبة للتمويل، فهي تمثل السلعة الرئيسية التي يتم بيعها وتداولها في أسواق الأوراق المالية والآلية المستخدمة لسد الإحتياجات التمويلية لهذه المشاريع، وتنقسم عادة إلى ثلاثة أقسام الأكثر والأوسع استخداما وهي الأسهم العادية والسندات والأسهم الممتازة، بالإضافة إلى ما تم استحدثه في مجال الأوراق المالية " المشتقات المالية " .

وتسعى المشاريع الاستثمارية للحصول على مصادر التمويل اللازمة لمزاولة أنشطتها وتغطية احتياجاتها التمويلية لتغطية التكاليف المتعلقة بالمشروع.

حيث تعرف الأوراق المالية على أنها صكوك طويلة الأجل تصدر عن شركات ومنشآت الأعمال، حيث تعطي لحاملها الحق في الحصول على أرباح إذا تحققت أو فوائد سنوية.

كما تعتبر الأوراق المالية صكوك تثبت دينا لشخص معين " أو جهة معينة" لدى جهة أخرى، أو أنها تثبت أن لشخص معين أو جهة معينة حصة في رأسمال شركة أخرى.<sup>3</sup>

وتعتبر أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية للظروف الطارئة ويتضح ذلك من خلال تأثير الأوراق المالية بهذه الظروف مما يعرض أسعارها للتقلبات، وهذا ما يدفع المتعاملون إلى بيع الأوراق المالية التي يتوقعون انخفاض أسعارها لتفادي الخسائر، وفي نفس الوقت يقبلون على شراء الأوراق التي يتوقعون ارتفاع أسعارها، وقد تحدث التقلبات السعيرية للأوراق المالية في حالة زيادة حدة المضاربة، ويمكن حصر العوامل التي تؤثر على الأوراق المالية فيما يلي:<sup>4</sup>

▪ عوامل تتعلق بالشركة متى تعرض مركزها المالي لهزة جراء تراجع الطلب على منتجاتها أو ظهور ابتكارات في منتجات جديدة في شركات منافسة لها.

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجون مرجع سابق ، ص: 135 .

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 197 .

<sup>3</sup> محروس حسن، الأسواق والاستثمارات المالية، ص: 8 ، كتاب متاح على الموقع الإلكتروني:

[www.mediafire.com/?9tcl9i4b0sma1no](http://www.mediafire.com/?9tcl9i4b0sma1no) .2017 / 04/18 .

<sup>4</sup> صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار،

<https://9alam.com/community/threads/burs-algzar-bin-almuqat-alaqtsadi-ualqanuni-umkani-ttuirxa-ltfvil-alasthmar.22718> .le 18/04/2017,

- عوامل تتعلق بالسوق وذلك عندما تتجاوز المدخرات الطلب عليها، أو عندما يكون الطلب عليها أكثر مما هو معروض من المدخرات.
  - الشائعات التي تنتشر بواسطة المضاربين.
  - الكساد والرواج والاضطرابات الداخلية أو الإقليمية أو الدولية.
- ويتم اللجوء إلى أسواق الاستثمار المالي للحصول على التمويل اللازم لتغطية الإحتياجات التمويلية للمشروعات أو الخواص من خلال سوق رأس المال الذي يغطي الإحتياجات التمويلية الطويلة والمتوسطة الأجل، وذلك عن طريق اصدار مجموعة من الأوراق المالية المخول لها التداول في هذا السوق مثل السندات والأسهم وغيرها، أو من خلال سوق النقد الذي يتولى بدوره تغطية الإحتياجات التمويلية قصيرة الأجل من خلال تداول الأوراق التجارية قصيرة الأجل مثل أدونات الخزنة وغيرها، كما تجدر الإشارة إلى وجود علاقة تكاملية بين السوقيين في مجال التمويل وتوفير الخدمات المالية التي تتسم بنوع من المرونة في التعامل، حيث أصبحت البنوك التجارية من المتدخلين الرئيسيين في سوق رأس المال في حين تقدم بنوك الاستثمار العديد من التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل.

وتتميز مصادر التمويل بمجموعة من الخصائص الرئيسية التي تجعل من قرار الاستثمار فيها من أنسب القرارات، وتتمثل هذه الخصائص في<sup>1</sup>:

- **الاستحقاق:** تتميز مصادر التمويل المملوكة بعدم وجود تاريخ معين لإستردادها من قبل الشركة، فهي استثمار دائم في الشركة خلال فترة حياتها ولكن هذا لا يعني بأن الاستثمار يأخذ صفة الدائمة المجردة، إذ يتمكن المالك من إسترجاع أمواله عن طريق تصفية الشركة أو بيع حصته فيها. أما مصادر التمويل المقترضة فلها تاريخ سداد معين متفق عليه مع المقرضين ويختلف باختلاف نوعية القرض، وفي حالة عدم التسديد في التاريخ المحدد فقد يستولى المقرضون على الشركة أو يجبرونها على التصفية.

- **العائد:** هناك ثلاث مظاهر تميز الافراض عن الملكية وهي " الأولوية والتأكد والمقدار"، فالأولوية تعني بأن الدائنين يتمتعون بأسببية الحصول على العائد قياسا بالمالك فيما تحققه الشركة من ربح، كما أن الملاك يتمتعون بأسببية فيما بينهم فيما يخص أرباح الشركة إذ يتوقف ذلك على نوعية الإمتياز الذي يتميز به كل مالك، أما التأكد فإنه يعني أن تلتزم الشركة بدفع فائدة على القروض والإلتزامات الثابتة بغض النظر عن مستوى الأرباح المحقق، وفيما يخص المقدار يعني بأن أصحاب القروض يحصلون على الربح المتفق عليه بغض النظر عن تحقق الشركة للأرباح أو تحملها للخسائر فهم يختلفون بمقدار ما يحصلون عليه من أرباح.

<sup>1</sup> محمود حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص: 846، 848.

- **الموجودات:** إن الهدف من الاستثمار من قبل المقرضين هو الحصول على العوائد بأشكالها المختلفة وليس الغرض الحصول على الموجودات ثابتة، أما الملاك فإن موجودات الشركة تعتبر حقوقهم الخاصة يتقاسمونها كل حسب طبيعة الإمتياز الذي يمتلكه.
- **الإدارة:** ليس للمقرضين أي صوت مباشر في إدارة الشركة بالرغم من امتلاكهم شروط معينة في عقد الإقراض فمثلا قد يشترط البنك الدائن أن تحتفظ الشركة بنسبة تداول بحدود معينة أو تحتفظ برصيد نقدي لا يقل عن مقدار معين، كما أن الملاك أصحاب الإمتيازات لا يشتركون في إدارة الشركة ومن ثم تصبح الشركة من مسؤولية الملاك الباقين.

### الفرع الثاني: أقسام مصادر تمويل

إن عملية الاختيار والمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة والمناسبة تعكس سياسة الخطة المالية المتبعة لتمويل المشروع خلال فترة زمنية معينة، فقد تكون مصادر التمويل داخلية أو خارجية أو مصدر تمويلي طويل الأجل أو قصير الأجل أو كان يمثل حق ملكية أم إقتراض، ويتحكم في عملية اختيار المصدر التمويلي المناسب عنصري العائد والتكلفة لهذا المصدر مع المصادر الأخرى إضافة إلى مدى ملائمة هذا المصدر لنوع الاستثمار، وهذا من خلال التعرف على مصادر التمويل بأفضل الشروط وتحديد التوليفة المثلى التي تحقق أكبر عائد ممكن مقابل تحمل أقل تكلفة ممكنة.

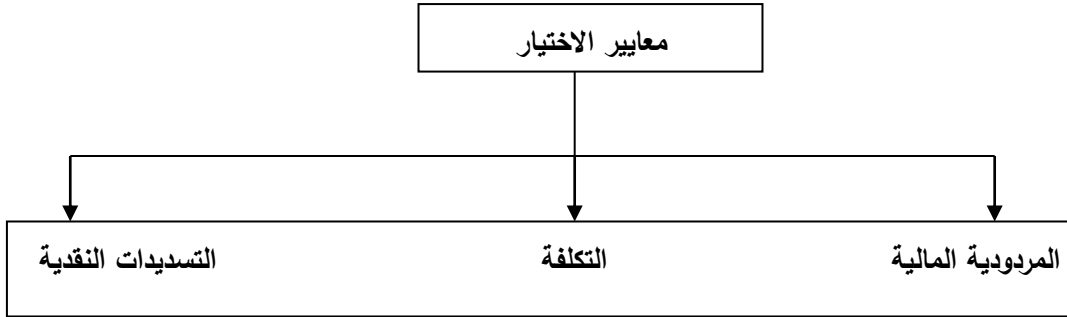
وعليه تنقسم مصادر تمويل الاستثمارات إلى ثلاثة أقسام رئيسية تنفرع عن كل قسم أنواع فرعية، القسم الأول يتمثل في المصادر الذاتية أو الداخلية، أما القسم الثاني فهو المصادر الخارجية وتكون من خارج المؤسسة صاحبة المشروع، والقسم الأخير هو المصادر الأجنبية والتي يتم اللجوء إليها في حالة عدم كفاية المصادر الداخلية ولا الخارجية لسد الاحتياجات التمويلية للمشروع وتكون من خارج الاقتصاد الوطني، وسوف يتم مناقشة كل نوع بالتفصيل في المطالب التالية.

### الفرع الثالث: معايير اختيار مصادر التمويل

يواجه المدير المالي للمشروع الاستثماري باعتباره صاحب القرار التمويلي جملة من العوامل المالية التي تتحكم في عملية اختيار والمفاضلة بين مصدر تمويلي على حساب مصدر آخر، والتي توضح في الشكل التالي:



## شكل رقم (13): معايير المفاضلة بين البدائل التمويلية



المصدر: الياس الساسي، يوسف القريشي، التسيير المالي ( الإدارة المالية، دروس وتطبيقات)، مرجع سابق، ص: 305 .

ومن أهم هذه العوامل نذكر عامل المردودية" العائد" وعامل تكلفة الحصول على الأموال:<sup>1</sup>

1. **معيير المردودية المالية:** في اقتصاديات سوق المال المنتشرة بتسارع كبير مؤخراً، فإن معظمها تسعى إلى تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم والذي يتم من خلال تعظيم المردودية المالية، والتي تحسب اعتماداً على العلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

تسعى هذه العلاقة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن أي موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة ممكن، وبالتالي يتعاضد الربح على أن تتعاضد القدرة على التمويل الذاتي.

2. **معيير التكلفة:** يتحمل المشروع عند طلب تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الإحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، ومنه استوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون وتكلفة التمويل الذاتي.

<sup>1</sup> الياس بن الساسي، يوسف القريشي، مرجع سابق، ص ص: 305 ، 306 .

### المطلب الثاني: مصادر التمويل الذاتية ومصادر التمويل الأجنبية

يمكن للمشاريع الاستثمارية توفير مواردها التمويلية بناء على قدرتها الذاتية ومواردها الداخلية، ويكون ذلك في شكل تدفقات نقدية وفوائض مالية محققة من قبل المشروع نفسه، على أن يعيد استخدام أمواله الخاصة في توسيع نشاطاته الاستثمارية أو تسديد نفقاته، أما في حالة عجز المشروع عن توفير احتياجاته التمويلية من خلال هذا المصدر فيمكن له اللجوء إلى أشكال أخرى من التمويل منها مصدر التمويل الأجنبي.

#### الفرع الأول: مصادر التمويل الداخلية الذاتية

يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصاً في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، وبالمقابل يلعب دوراً في جذب وتحفيز وسائل التمويل الخارجية عند الجوء إلى الاستدانة و/ أو فتح رأس المال للمساهمة.

وعليه يمكن تعريف التمويل الذاتي بأنه " تلك الموارد الجديدة المتكونة نتيجة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، أي تلك النتائج الإجمالية التي يعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافأة رأس المال، لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط والمخصص لتمويل النمو المستقبلي.<sup>1</sup>

وتعني مصادر التمويل الذاتية أن المشروع يقوم بتوفير السيولة النقدية اللازمة من داخل المشروع دون الإعتماد على الآخرين، وهذه المصادر يمكن تحصيلها بالطرق التالية:<sup>2</sup>

- **استقطاع جزء من الأرباح:** يمكن لإدارة المشروع تكوين احتياطي عن طريق استقطاع جزء من الأرباح قبل توزيعها، وذلك من خلال حساب نسبة مئوية عالية لنفقة الإستهلاك الخاصة بالأصول الثابتة في المشروع " أي تخفيض قيمتها الحقيقية دفترياً"...، وتستخدم هذه الاستهلاكات في تكوين الاحتياطي لتمويل الاستثمارات الجديدة من خلال:

▪ **تراكم أقساط الإستهلاك للأصول الثابتة:** يحصل المشروع على تراكمات من الأقساط اهتلاك الأصول الثابتة في شكل سيولة نقدية يمكن استثمارها في توسيع الطاقة الإنتاجية للمشروع وتمويل الاستثمارات بنفسه بعد أن تكونت لديه أقساط تسمح له بذلك.

▪ **تعجيل دورة رأس مال المشروع:** دورة رأس المال هي عدد المرات التي يسترجع " يسترد" فيها المشروع ما تحمله من نفقات ثابتة ومتغيرة أثناء عملياته الإنتاجية أو الخدمية في السنة الواحدة، وتقاس دورة رأس المال بتقسيم المبيعات خلال فترة محددة " سنة" على قيمة رأس المال المشروع " رأس المال الثابت أو الجاري أو كليهما".

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، يوسف القرشي، مرجع سابق، ص: 240.

<sup>2</sup> هيثم صاحب عجام، مرجع سابق، ص: 34 ، 39 .

- **تخفيض نفقات الإنتاج:** يتم تخفيض نفقات المشروع بإتباع الطرق الحديثة في إدارة الإنتاج، وتخفيض نفقات الإنتاج يؤدي بالتالي إلى توفير سيولة نقدية للمشروع، بحيث يمكن استثمارها في إقامة الأصول الثابتة.
  - **المشاركة في التمويل:** تكون المشاركة في التمويل في الحالات التي يكون فيها المشروع فردياً أو جماعياً، يقوم على أسس تعاونية أو تشاركية، فيمكن زيادة رأس المال مشروع حسب الطرق التالية:
    - أ- زيادة رأس المال ذاتياً: وذلك بزيادة حصة كل شريك.
    - ب- الاتفاق مع شركاء جدد للدخول والمشاركة في تمويل المشروع، وذلك إما بإصدار أسهم ذات نوعية خاصة " أسهم من الدرجة الأولى أو الثانية ".
- إن تحقيق مستوى تمويل ذاتي مرتفع يمكن المؤسسة من اكتساب عدة إيجابيات، أهمها تحقيق هدف الاستقلالية المالية والاستقلالية في التمويل، وذلك بالرغم من توافر عدة مصادر للتمويل للمؤسسة استقرار تمويلها كالرفع المالي والإستدانة المتوسطة والطويلة الأجل، حيث يلعب التمويل الذاتي دور مزدوج " فهو يساهم في استبعاد المخاطر المتعلقة بالبيئة المالية كالتوقف عن الدفع ومخاطر العسر المالي، كما ويعتبر الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل، وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفاعلية الاقتصادية للنشاط، أما في حالة ضعف التمويل الذاتي تلجأ المؤسسة إلى فتح رأسمالها للمساهمة وهذا يفقدها هامش المراقبة بشكل كلي أو جزئي، حيث تخضع لقيود المساهمين وبالتالي ظهور صعوبات في استعادتها لقدرتها على التمويل الذاتي.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: مصادر التمويل الأجنبية

ترتبط المشاريع الاستثمارية وعمليات التنمية الاقتصادية بالزيادة في رأس المال ومجموع الموارد المالية المتاحة والمخصصة للنشاط الاقتصادي وذلك لتلبية متطلبات واحتياجات هذه العمليات، وفي حالة قصور الموارد الداخلية والمدخرات المحلية عن توفير هذا التراكم في رأس المال والموجه إلى الاستثمار وإقامة المشاريع، نظراً للضعف في معدل الادخار الفردي وزيادة معدلات الاستهلاك، الأمر الذي يؤدي إلى اللجوء للحصول على مساعدات وتسهيلات أجنبية من خارج الاقتصاد الوطني.

إذ تعتبر مصادر التمويل الأجنبية إحدى أشكال التدفقات الدولية لرؤوس الأموال سواء كانت المالية أو العينية بين دولتين أو أكثر أو إحدى الهيئات التابعة لها والمنظمات الدولية والإقليمية، وتكون حركة التحويلات الدولية لرؤوس الأموال من الجهة المانحة وصاحبة الفوائض المالية متجهة إلى الجهة صاحبة العجز وذلك لتمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى والتي تتجاوز نفقاتها الموارد

<sup>1</sup> الياس بن الساسي، يوسف القريني، مرجع سابق، ص: 242 .

المتاحة في الاقتصاد الوطني، على أن يتم تسديد مبالغ القروض والفوائد المترتبة عليها في فترة الاستحقاق المتفق عليها في العقد.

إن التمويل الأجنبي أو التمويل الدولي يكون من مصادر خارج الاقتصاد الوطني، ولهذا فإن هذه الأموال لا تشكل جزءاً من الناتج المحلي الصافي، ويعتمد أساساً على هذا النوع من المصادر ويرغب في الحصول عليها في الحالات التالية<sup>1</sup>:

أ- في حالة وجود أزمة " عجز في النقد الأجنبي " : يحصل الاقتصاد الوطني على النقد الأجنبي نتيجة لصادراته من السلع والخدمات، وما يحصل عليه من الخارج في صورة قروض ومساعدات وهبات واستثمارات محلية يقوم بها الأجانب، هذا هو جانب العرض بالنسبة للنقد الأجنبي، أما جانب الطلب على النقد الأجنبي فإنه يتحدد بحجم الواردات من السلع والخدمات التي يقوم بطلبها القطاع الخاص والعام من الخارج إضافة إلى تلك القروض والهبات والمنح والدعم التي يمنحها الاقتصاد الوطني للدول والمنظمات الرسمية وغير الرسمية، وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي في الحالة التي يكون الطلب عليه أكبر من مقدار عرضه " عجز في ميزان المدفوعات".

ب- في حالة نقص الإيرادات العامة في الموازنة العامة عن النفقات العامة " عجز في الميزانية العامة للدولة "، وعدم الرغبة في طلب القروض المحلية من البنك المركزي ما دامت هذه القروض تمنح بالعملة الوطنية.

ج- في حالة نقص الإنتاج الوطني من المحاصيل الزراعية " عجز في الأمن الغذائي " وضرورة استيراد الغذاء لتغطية العجز وتجنب حدوث مجاعة في البلاد.

د- في حالة عدم كفاية المدخرات المحلية لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية تطلب القروض من الخارج " المدخرات الأجنبية" لسد هذا العجز في مخصصات ميزانية التنمية.

وعلى هذا الأساس يمكن تصنيف مصادر التمويل الأجنبية إلى<sup>2</sup>:

- **اعتمادات المصدرين والمستوردين**: نتيجة للعلاقات التجارية الدولية والمصالح المتبادلة تحصل المشاريع الوطنية التابعة للقطاع العام أو الخاص على القروض قصيرة الأجل من المستوردين أو المصدرين الأجانب ويمكن شرح ذلك في النقاط التالية:

■ **اعتمادات المستوردين**: وتوجد هذه على ثلاثة أنواع وهي:

1. **الدفع مقدماً قبل التوريد**: يستطيع المشروع الوطني المورد " المصدر" أن يطلب من المستورد الأجنبي أن يدفع قيمة المبيعات له مقدماً قبل التوريد، وكمثال على ذلك هو القروض التي تطلبها الدول المصدرة للنفط من الشركات الأجنبية العاملة في قطاع النفط.

<sup>1</sup> هيثم صاحب عجم ، مرجع سابق، ص ص ، 46 ، 48 .

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص: 49 ، 53 .

2. رسالة فتح الاعتماد: ويمكن توضيح هذه العملية بالمثل التالي " مشروع وطني إنتاجي أو خدمي عام أو خاص غير معروف دوليا يستورد من الخارج سلعة معينة وإن عملية دفع المبالغ المتفق عليها تتم بين البنوك، حيث يقوم البنك الخاص المستورد بإصدار خطاب للبنك الخاص بالمورد يلتزم فيه البنك الأول عن الدفع نيابة عن المستورد لصالح المورد المبلغ المحدد، وهذا ما يسمى تجاريا برسالة فتح الاعتماد " **خطاب الضمان**"، وبعد الموافقة من الطرفين يقوم المورد بإيداع جميع مستندات الشحن الخاصة بالبضاعة المتفق عليها إلى البنك الخاص بالمورد على أن يرسلها إلى البنك الخاص بالمستورد وبعدها يتم تسليم البنك الخاص بالمورد المبلغ المتفق عليه، وفي حالة وصول رسالة الاعتماد من بنك المستورد إلى بنك المورد يستطيع المورد أن يخضم كميالة لدى بنكه ويقبلها البنك، لأنه على علم بأن للمورد مبلغ في بنك آخر، أو أن المورد يحصل على موافقة من البنك الخاص بالمستورد بأن بإمكانه خصم كميالة في بنكه وهو الضامن أمام البنك الخاص بالمورد.

3. القروض التفاوضية: في هذه الحالة يوافق البنك الخاص بالمورد على خصم كميالة مسحوبة على المستورد أي أنه يشتري الورقة التجارية " الكميالة" وذلك قبل موافقة المستورد أو بنكه على ذلك، في هذه الحالة يحصل المورد على قيمة مبيعاته بسرعة، ولكنه يبقى مسؤولاً أمام البنك، في حالة عدم قبول الكميالة من الأطراف الأخرى " بنك المستورد".

■ **اعتمادات المصدرين:** إن بمقدور المشاريع الوطنية " العامة أو الخاصة" طلب القروض من الشركات الأجنبية المنفذة للمشاريع أو للشركات الموردة للسلع والخدمات، حيث تقوم الشركات الأجنبية بتمويل المشروع نظير الحصول على جزء متفق عليه من إنتاج المشروع لتسديد قيمة القرض الذي أنفق على المشروع، كما أن الشركات الأجنبية قد تلجأ إلى تقديم القروض بشروط ميسرة لتمويل المشروع في الدولة المستفيدة، نظير الحصول على عقد تنفيذ المشروع.

- **قروض من الشركة القابضة:** تقوم الشركات الأم أو الشركات القابضة بتقديم قروض لفروعها في مختلف أنحاء العالم وذلك حسب شروط خاصة، وفي حالة عدم وجود شروط وقيود خاصة على التحويل الخارجي " مراقبة النقد الأجنبي" ، فإن العملية تكون مجرد نقل الأموال من بلد إلى آخر عن طريق البنوك التجارية. وفي حالة وجود قيود مراقبة للتحويل الخارجي وفرض ضرائب على المبالغ المحصلة من الخارج، فإن الشركة الأم تتفق مع بنك في تلك الدولة التي يوجد فيها الفرع لكي يقدم له قرضا بمبلغ محدد وبسعر فائدة محدد، وعادة ما يكون سعر الفائدة هذا أعلى من سعر الفائدة في سوق الأوراق المالية، ذلك لأن هذه العملية تجري سرا لتفادي القيود والتهرب من دفع الضرائب المفروضة على التحويلات الخارجية، وهذا ما يطلق عليه تجاريا " الإقراض بالباطن".

- تمويل مشاريع المشاركة بالمخاطرة: خوفا من المخاطرة برأس المال قامت العديد من الدول النامية " القطاع العام والخاص " على مشاركة إحدى الشركات الأجنبية ذات الخبرة العالية عند إقامة مشاريع التنمية الجديدة، وذلك بهدف الحصول على الخبرة والمعرفة في إقامة المشاريع وإدارتها حتى أصبحت هذه المشاريع مع الأجانب ضرورية للتأكد من نجاح المشروع، إضافة إلى تخفيف وتوزيع المخاطر بين الأطراف المشاركة. وهذا النوع من المشاركة " الاستثمارات المباشرة " يطلق عليه مصطلح المخاطرة المشتركة العربية في الخارج، وهي تختلف عن استثمار الفائض والوفورات من الأموال وشراء أسهم الشركات العالمية، بالرغم من أنها استثمارات مباشرة أيضا، ومشاركة في التمويل وتحمل المخاطر والاختلاف بينهما يكمن في أن الهدف من المشاركة في الحالة الثانية ليس هدفه الحصول على الخبرة والمعرفة كما هو في الحالة الأولى بل هدفه هو الحصول على الأرباح فقط.

- القروض من البنوك التجارية والدولية: البنوك التجارية على اختلاف أنواعها وأحجامها تعتبر المصدر الأول والمهم في لمصادر التمويل الدولي، فهي تقدم القروض بأنواعها وأحجامها، ولكن على أسس تجارية وهي الربحية.

- القروض الحكومية الرسمية: تقوم الحكومات الأجنبية وما يتبعها من إدارات ومصالح بتوقيع اتفاقيات رسمية واتفاقيات ثنائية يتم على أساسها تقديم القروض أو المساعدات أو الهبات أو الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة، وتختلف شروط هذه القروض من دولة إلى أخرى حسب العلاقات السياسية والاقتصادية، وتجدر الإشارة إلى أسعار الفائدة الممنوحة على هذه القروض تكون أقل منها في سوق الأوراق المالية وفترة استحقاقها تكون أطول.

- قروض من المنظمات الدولية: وهي القروض الخارجية التي تحصل عليها الدولة المقترضة من المنظمات والهيئات الدولية، وذلك حسب اتفاقيات تعرف بالاتفاقيات المتعددة الأطراف، حيث أن الدولة المقترضة تواجه العديد من الدائنين المشاركين في تقديم القرض. وتختلف القروض الأجنبية المتحصل عليها من الحكومات عن تلك القروض من المنظمات والهيئات الدولية، ذلك لأن لكل منهما مزياء وعيوبه، تتعلق بمدى تأثير هذه المنظمات الدولية على الحياة الاقتصادية والسياسية في الدولة المقترضة، إذ أصبحت قرارات هذه المنظمات هي السبب الرئيسي في حدوث الأزمات الاقتصادية الدولية.

على الرغم من الأهمية التي يقدمها التمويل الأجنبي لعملية التنمية وخاصة في الدول النامية، إلا أن هناك خلافات كبيرة بين الاقتصاديين والماليين حول هذه الأهمية، ونلاحظ هذه الخلافات في التقسيم التالي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> فتوح هيكمل، حسن الحفني، الدور التنموي لصناديق التنمية والتمويل العربية، سلسلة دراسات اقتصادية، مركز الخليج للدراسات الإستراتيجية، 2001، العدد 5، ص ص: 5، 6.

- **الفريق الأول:** يرى في التمويل الخارجي الذي لا بد للبلاد النامية من اللجوء إليه، لتمكينها من توفير الدفعة القوية من الأموال، كما أنه الحل الوحيد الممكن لتعذر الاعتماد على مصادر الإدخار المحلي.

- **الفريق الثاني:** ويضم معظم الاقتصاديين في دول العالم الثالث وخبراء الأمم المتحدة، ويرى أن أزمة التمويل المحلي القائمة في البلاد النامية والمتمثلة في انخفاض معدل الإدخار المتاح عن معدل الاستثمارات المطلوب تحقيقها تفرض عليها اللجوء إلى رأس المال الأجنبي لسد هذه الفجوة، وخاصة في بداية عملية التنمية لتمكينها من الانطلاق من خلال تعزيز المدخرات الوطنية ورفع معدلات الاستثمار والمساعدة على تجنب مخاطر الضغط الشديد على الإستهلاك أو لإمعان في التمويل التضخمي. تلعب مجرد دور مكمل فقط للمدخرات المحلية في مرحلة معينة، تجنباً لمخاطر رأس المال الأجنبي السياسية والاقتصادية التي من بينها عبء الديون وأعباء السداد.

- **الفريق الثالث:** ويرى في التراكم المحلي الأساس الوحيد الذي يمكن أن تقام سياسية تنموية حقيقية، وأن التنمية التي تقوم على المساعدات الخارجية بالأساس هي مجرد خدعة لأنها لا تزيد عن مجرد شكل من أشكال التبعية حتى لو كان الاعتماد عليها بحجة الحاجة إليها في المراحل الأولى للتنمية، والبديل هنا هو المعالجة الجذرية لجوانب القصور المختلفة في الاقتصاد الوطني.

### المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجية

يتكون هيكل رأس المال من مصادر تمويل قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل، حيث تلجأ المشاريع الاستثمارية إلى فتح هيكل رأسمالها إلى أطراف خارجية للمساهمة فيه وتدعيمه من خلال مجموعة من الأساليب، فتنوع المصادر المتاحة أمامها للحصول على الأموال اللازمة ويتم المفاضلة بين البدائل التمويلية حسب الخطة المالية التي تتبعها وكذلك طبيعة الإحتياجات والإلتزامات المالية التي ترغب في تمويلها وتغطية العجز فيها.

### الفرع الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

هو أحد أنواع مصادر التمويل الخارجي، ويتولى تمويل العمليات الجارية في المشروع الاستثماري والإحتياجات الموسمية المؤقتة وكذا تدعيم رأس المال العامل فيه، وهو مرتبط أساساً بتحقيق أهداف المشروع في الربحية والسيولة.

### أولاً: تعريف التمويل قصير الأجل

التمويل أو الإئتمان قصير الأجل هو الدين الواجب السداد خلال فترة سنة واحدة، وتحتاج الشركة " المشروع " إلى التمويل قصير الأجل لتمويل استثماراتها في رأس المال العامل، وبما يؤمنه

بالمستويات المناسبة التي تضمن استمرارية مبيعات الشركة، وتعتمد بعض الشركات على التمويل قصير الأجل لتمويل بعض استثماراتها طويلة الأجل على أمل تجديد هذا التمويل عند استحقاقه.<sup>1</sup> يعتبر هذا النوع من التمويل بطبيعته مشكلة مستمرة تواجه المشروعات التي تحتاج إليه، ولا شك أن مسألة استخدام التمويل المؤقت أو عدم استخدامه تتوقف إلى حد كبير على طبيعة عمل كل مشروع، ونظراً لأن هذا النوع من التمويل لا يستخدم عادة في تمويل الأصول الثابتة، فإن المشروعات التي تمتاز بضخامة أصولها الثابتة لا تقابل مشكلة التمويل قصير الأجل بالشكل الذي تواجهه الأنواع الأخرى من المشروعات وخاصة التجارية والصناعية.<sup>2</sup>

وتلجأ المشروعات إلى هذا النوع من التمويل للأسباب التالية:<sup>3</sup>

- ضعف نسبة المخاطرة وهو مهم لدى المستثمرين إضافة إلى قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقدراتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع الشركة وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها.
- إن تكلفة الحصول على تمويل قصير الأجل أقل من تكلفة الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة.
- تكون الحاجة إلى الأموال في بعض الشركات موسمية، الأمر الذي يؤدي إلى وجود سيولة لدى الشركة في وقت ليس لها حاجة بها في حالة التمويل طويل الأجل، لذا تلجأ الشركة إلى البحث عن مصادر تمويل قصير الأجل لسد النقص الحاصل في سيولتها وتمويل احتياجاتها الموسمية.
- بعض حالات التمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد أي لا تتحمل الشركة أي تكلفة، وذلك في حالة الشراء بالأجل، على أن يتم التسديد خلال مدة زمنية معينة.

### ثانياً: أنواع مصادر التمويل قصير الأجل

تنقسم مصادر التمويل قصير الأجل إلى نوعين رئيسيين وهما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، حيث تعمل البنوك التجارية على توفير الاحتياجات المالية للمقترضين لتمويل مشاريعهم الاستثمارية، ويكون ذلك من خلال الأساليب التي تتدرج تحت النوعين السابقين، وسوف نتعرف على أهم الأنواع الأساسية لها فيما يلي:

#### - الائتمان التجاري:

الائتمان التجاري هو نوع من أنواع التمويل قصير الأجل يحصل عليه المقترضين أصحاب المشاريع من الموردين في صورة الشراء بالأجل أو بالدين، ويمكن تعريفه على أنه " الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها

<sup>1</sup> محمد علي العامري، مرجع سابق، ص: 301 .

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في الأعمال والمال، الدار الجامعية، مصر، 2013، ص: 293 .

<sup>3</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 206 .



ويحتاج المشتري إلى الائتمان في حالة عدم كفاية رأسماله العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرته على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض قصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة " <sup>1</sup>.

وتحدد شروط التعامل بالائتمان التجاري مجموعة من الشروط التي تنظم طبيعة التعامل به بين الأطراف المشتركة، ونذكر هذه الشروط فيما يلي: <sup>2</sup>

1. مقدار الخصم المسموح به إذا حدث السداد في تاريخ الاستحقاق ويطلق عليه الخصم النقدي.
  2. مقدار التخفيض الذي يقدمه البائع " الدائن " على قيمة فاتورة المبيعات، أي على الكمية التي يتم شراؤها منه في كل مرة، ويطلق على هذا الخصم بالخصم التجاري.
  3. فترة السماح التي يقدمها البائع للمشتري إذا لم يتمكن من السداد في تاريخ الاستحقاق.
  4. الدفع عند الإستلام: أي أن يتفق البائع مع المشتري على أن يتم تسليم البضاعة ودفع قيمتها في آن واحد، إما مباشرة أو بواسطة المصارف التجارية.
  5. الدفع قبل الإستلام: ويحدث أحيانا أن يكون البائع والمشتري لا يعرفان بعضهما، أو في حالة توفر معلومات سيئة على المشتري.
  6. الدفع نقدا بعد فترة قصيرة: وهو أن يمنح البائع للمشتري فترة قصيرة لسداد قيمة البضاعة، والغرض من ذلك هو تمكين المشتري من فحص البضاعة والتأكد من سلامتها ومواصفاتها وجودتها.
- كما أن الائتمان التجاري ليس عديم التكلفة، فالمورد يتحمل تكلفة الأموال المستثمرة في حساباته المدينة، وتكلفة الخصم النقدي إذا استفاد منها المشتري، ويعكس المورد هذه التكاليف عادة في سعر بيع المواد حسبما تسمح به أوضاع الطلب والمنافسة في السوق، لذلك فإن الشركة قد تستطيع الحصول على أسعار أدنى إذا توفرت لديها السيولة وأرادت شراء المواد نقدا.

أما من وجهة نظر الشركة المشترية فإنه يمكن تقسيم الائتمان التجاري إلى: **ائتمان تجاري مجاني وائتمان تجاري ذو تكلفة**، فإذا استفادت الشركة من خصم الدفع النقدي وسددت قيمة البضاعة ناقص الخصم في نهاية فترة الخصم النقدي، إن التمويل المقدم للشركة خلال فترة الائتمان التجاري ويعتبر الائتمان التجاري بدون تكلفة، أما إذا أرادت الشركة أن تستفيد من الائتمان التجاري الذي يقدمه المورد بالكامل وقامت بدفع قيمة المشتريات في نهاية فترة الائتمان فإنها تكون قد حصلت على تسهيلات ائتمانية من المورد بتكلفة مرتفعة نسبيا، لذلك يتوجب على الإدارة المالية للشركة حساب التكلفة قبل اتخاذ قرار التمويل وتحديد ما مدى ملائمة هذا المصدر للتمويل أو الاتجاه نحو البدائل الأخرى الأقل تكلفة، ويتم استخدام القوانين التالية في حساب تكلفة الائتمان التجاري: <sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص: 474.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 298، 299.

<sup>3</sup> محمد على إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص: 304.

$$\text{كلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{100 - \text{نسبة الخصم}} \times \frac{360 \text{ يوم}}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}} \text{ للمرة الواحدة}$$

$$\text{التكلفة السنوية الائتمان التجاري} = (1 + \frac{\text{كلفة المرة الواحدة}}{\text{عدد المرات}}) \times \text{عدد المرات} - 1$$

$$\text{عدد المرات} = \frac{360 \text{ يوم}}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

- **الائتمان المصرفي:** يعتبر الائتمان المصرفي شكلا من أشكال التمويل قصير الأجل ويعتمد في توفيره على البنوك التجارية وشركات الأموال، والبنوك التجارية من أقدم المؤسسات المالية المتخصصة في توفير الأموال على شكل قصير الأجل للشركات المختلفة لسد حاجياتها من الأموال، ويأتي الائتمان المصرفي في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد الشركة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، والائتمان المصرفي أقل تكلفة من الائتمان التجاري وأقل مرونة منه، إلا أنه في جانب آخر أكثر مرونة منه، وذلك لأن الشركة تحصل عليه بشكل نقدي وبذلك تستطيع استخدامه في مجالات الحاجة.<sup>1</sup>

ويدخل هذا النوع من الإقتراض في الميزانية العمومية للشركة المقترضة في بند القروض المصرفية قصيرة الأجل، وتشغل البنوك التجارية مركزا مهما في السوق النقدية لأنها توفر الأموال الضرورية لتسيير الأنشطة التجارية والصناعية بشكل مستمر كما تسعى المشاريع التي تبدأ النمو والتوسع إلى تحقيق حاجاتها الاضافية من التمويل عن طريق الإقتراض من البنوك التجارية، ويكون هذا الإقتراض إما في شكل قرض مباشر على أن يتعهد البنك والجهة طالبة القرض بالتوقيع على سند متعارف عليه ويسدد إما دفعة واحدة وعند فترة الاستحقاق أو يدفعه على أقساط خلال فترة القرض،

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص: 300 ، 301 .

وإما يكون في شكل تسهيلات الائتمانية المحددة وهي اتفاق أو تفاهم رسمي أو غير رسمي بين البنك والشركة المقترضة على الذي سيمنحه البنك لها.<sup>1</sup>

وكغيره من القروض يعتمد هذا النوع على الضمان من الجهات المقترضة غير المعروفة بالنسبة له أو المشكوك في قدرتها الائتمانية على تسديد قيمة القرض وفي الأجل المحدد، أو تلك القروض الكبيرة التي تزيد قيمتها حدا معيناً محدداً مسبقاً، كما أن هذا النوع من التمويل تغلب عليه القروض قصيرة الأجل والتي تبلغ أحياناً نصف مجموع المقدمة من قبل البنوك التجارية، كما تفرض على هذه القروض تكلفة تكون في شكل معدلات فائدة تدفعها الجهة المقترضة إلى البنك المقرض، ويتوقف معدل الفائدة المطبق على الطريقة المعتمدة من قبل البنك في حساب معدلات الفائدة على القروض قصيرة الأجل سواء على أساس سمعة المقرض أو قيمة القرض أو بناء على معدلات الفائدة السائدة على العرض والطلب على القروض.

وبالنسبة لأهم أنواع القروض قصيرة الأجل التي تقدمها البنوك التجارية نجد:

1. **الائتمان المصرفي بدون ضمان:** وهي القروض التي تقدمها البنوك التجارية بدون ضمان وتكون خلال مدة زمنية معين عادة لا تتجاوز السنة الواحدة، ويتم فيها تحديد قيمة المبالغ القصوى المسموح بها، إلا أن هذا القرض لا يقدم إلى للعملاء دائمي التعامل مع هذا البنك وأصحاب السمعة الجيدة، وهذا ما يصطلح عليه " بفتح الاعتماد "، وعادة ما يضع البنك شرطين أساسيين للمقترضين لإتمام هذه العملية وهما: أن يحتفظ المقرض في حسابه الجاري بنسبة مئوية قيمة الاعتماد المفتوح بما لا يقل عن 10 % إلى 20 % ويعرف هذا الشرط " بالرصيد المعوض " والغرض منه هو تقوية المركز النقدي للعميل المقترض، كما أن هذا الشرط يزيد من تكلفة القرض إضافة إلى قيمته الأصلية. أما الشرط الثاني فهو وجوب سداد القروض المقدمة مرة واحدة على الأقل كل سنة وذلك لإظهار خاصية القروض قصير الأجل في القرض والتي لا تستخدم في تمويل المشاريع طويلة الأجل.

2. **الائتمان المصرفي بضمان:** وهي القروض التي تمنح بشرط تقديم مجموعة من الضمانات التي تكفلها لضمان المبلغ الممنوح على أن لا تمنح البنوك القرض بكامل قيمة الضمان بل تحتفظ بنسبة معينة لمواجهة مخاطر عدم السداد، سواء كان هذا الضمان شخص آخر أو بنك أو مؤسسة أخرى ضامنة أو أصل مالي أو أصل عيني، ويطلب الضمان من العملاء الجدد والحديثين في التعامل أو العملاء ضعفي المركز النقدي والائتماني.

ويجب أن نفرق بين الائتمان الذي يقدمه الدائنون التجاريون " الائتمان التجاري " والائتمان

المصرفي الذي تقدمه البنوك التجارية للأسباب التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد على إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص: 306.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 297.

- إن علاقة البنوك التجارية بعملائها المدينين تكون موثقة تماما وبصفة رسمية، مما يمكنها من الحصول على معلومات حول مركزهم المالي، في حين يمتاز الدائنون التجاريون عن البنوك في أن تعاملهم عموما تكون مع نوع واحد من العملاء وفي نشاط واحد.
- إن مهمة البنوك التجارية أساسا هي عرض النقود للإقراض وتشكل الفائدة المصدر الأساسي لدخل البنك، أما الدائن التجاري فنشاطه الرئيسي هو بيع السلع والخدمات ومنح التسهيلات الائتمانية للعملاء وما هو إلا وسيلة لتشجيعهم على شراء كميات أكبر من البضاعة.
- يستخدم التجار الائتمان التجاري بالإضافة إلى ما سبق ذكره ليس بهدف تحقيق الأرباح وحسب، بل لتشكيل سمعة طيبة عنهم وشهرة لهم لجذب عملاء جدد لفترة طويلة والإستفادة من تكرار البيع في المستقبل.
- تميل البنوك بشدة إلى الإقراض قصير الأجل الخالي من المخاطر بالنظر إلى أن هذا النوع من الأموال ما هو إلا ودائع منها ما هو مودع لفترة قصيرة ومنها ما هو مودع لفترات أطول، وأمام هذا الموقف فإن معظم البنوك تفضل عرض القروض التي يمكن استعادتها وتحويلها بسرعة إلى نقدية لمقابلة عمليات السحب الفوري من قبل العملاء.

#### الفرع الثاني: مصادر التمويل طويلة الأجل

تعتبر مصادر التمويل طويلة الأجل القسم أو المكون المكمل لهيكل المالي في المشاريع الاستثمارية وفي نفس الوقت تعتبر من المكونات الأساسية لهيكل رأس مال المشروع، والتي تتجاوز مدتها السنة الواحدة، حيث تستخدم لتلبية أغراض تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل والكبرى كما تستخدم لتلبية الاحتياجات المالية الدائمة في رأس المال المتداول، وتلجأ هذه المشاريع للحصول على هذا النوع من المصادر إلى سوق رأس المال وهو السوق المخصص لمثل هذه المصادر والتي تتباين مدتها وتكلفة الحصول عليها باختلاف نوع المصدر.

وتنقسم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى قسمين أساسيين وهما:

- **أموال الملكية:** وتتمثل في " الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة ".
- **أموال المقترضة:** وتتمثل في : السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل".

وتتنوع مصادر التمويل طويلة الأجل إلى عدة أنواع تشترك في كونها موردا هاما للاستثمارات الكبرى وطويلة الأجل التي تحتاج إلى مبالغ مالية ضخمة، وتكون في شكل تداول للأوراق المالية بيعا وشراء من طرف المتعاملين والوسطاء في سوق الأوراق المالية، حيث تشمل الأوراق المالية المتداولة فيه على استثمارات الملكية واستثمارات المديونية " المقترضة".

## أولاً: أموال الملكية " استثمارات الملكية "

وهي تعبر عن حصص ملكية في الشركات والمشاريع التي استلمت الأموال وهي بحاجة إليها لمواجهة نفقاتها واحتياجاتها، ويوجد نوعين من استثمارات الملكية وهما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

كما تعد المساهمة في رأس مال هيئة اقتصادية والمؤسسات العمومية والخاصة، فهي تستطيع أن تصدر أوراق مالية وتطرحها في البورصة، والسهم هو مرادف لنسبة ملكية في الشركة فمالك السهم له الحق في الحصول على عائدات مالية وكذلك يحق له شراء الاصدارات الجديدة في الشركة عند الرغبة في ذلك، كما أن الخطر يكون في الأسهم أكثر من الاصدارات الأخرى " السندات " كون حامل السهم هو مساهم في رأس المال وليس مقرض.<sup>1</sup>

## 1- أسهم عادية

**1-1 تعريف السهم العادي:** يعرف السهم العادي على أنه " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً واجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.<sup>2</sup>

ويمثل السهم مستند ملكية له قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على السهم، أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الإسمية مضافاً إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة " ولا تتضمن الأسهم الممتازة " مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق.<sup>3</sup>

كما أن للسهم قيمة تصفوية يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال المشروعات أي هي نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق كافة الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة.<sup>4</sup>

وحملة الأسهم العادية هم آخر طرف مقرض يحصل على حقه بعد الدائنين ثم حملة الأسهم الممتازة.<sup>5</sup>

1-2 خصائص الأسهم العادية: لهذه الأسهم عدة خصائص منها:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Abdelkader BELTAS, op cit, p : 91.

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية - دار حامد، الأردن، 2006، ص: 88.

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص: 13.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 204.

<sup>5</sup> Abdelkader BELTAS, op cit, p : 91.

<sup>6</sup> جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، جزء 2، ص: 9.

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة أي أكبر عدد ممكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون، وذلك لترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور ومقابلة بعض الاختيارات، كما تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر والأرباح.
- لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من الحملة، كما يحق لأي مستمر بقدرات مالية عالية أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء ومراسلة حملة الأسهم من أجل تنازلهم عن أسهمهم وهذا ما يعرف بـ " tender offer " .
- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد السندات والأسهم الممتازة.
- كما يتمتع حملة الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها:<sup>1</sup>
  - الحق في انتخاب مجلس إدارة وفقاً للنظام الأساسي للشركة.
  - حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة.
  - حق الحصول على صافي أصول الشركة عند التصفية وبعد استثناء الحقوق الأخرى.
  - " حق الحصول على المعلومة، إضافة إلى ذلك الحق المالي والنقدي والمتمثل في الحصول على جزء من الأرباح والحصول على جزء من رأس المال."<sup>2</sup>

ولقد ظهرت في السنوات الأخيرة عدة مشاكل تخص العلاقة بين الملاك " حملة الأسهم " والمسيرين "، منها مشكلة الوكالة *problème d'agence*، حيث تفضي نظرية الوكالة أن يكون المسيرين وكلاء لحملة الأسهم ويسعون لتعظيم منفعة هؤلاء الآخرين، لكن يحدث في مرات عديدة تضارب للمصالح بين الفئتين وهذه المسألة وغيرها روجت لقضية من يتحكم في المؤسسة؟ أهم المسيرين أم الملاك؟ وهذه القضية اصطلاح عليها بـ " *Gouvernement d'entreprise* " والتي تعني مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد من التأثير على قرارات المسيرين لحماية مصالح حملة الأسهم، ولقد وضعت عدة حلول لهذا المشكل مثل إيجاد مجلس إدارة فعال، التصويت بالتفويض، حق شراء الأسهم من طرف المسيرين، حيث يعطي لهم الحق بشراء الأسهم مستقبلاً بسعر محدد مسبقاً مما يحفزهم على تعظيم قيمة رؤوس الأموال الخاصة.<sup>3</sup>

**2- الأسهم الممتازة:** هي شهادات تصدرها الشركات للتزويدها برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذن تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من رأس مال الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية، وليس له تاريخ استحقاق.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 22 .

<sup>2</sup> Pascal ALPHONSE, Gérard Desmulliers, Michel Lévassieur, op cit, p : 28.

<sup>3</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 7 .

<sup>4</sup> محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 24.

فالقائمة الإسمية للسهم الممتاز هي قيمته المسجلة في شهادة الاصدار، أما القيمة السوقية هي القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية على هذا السهم، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة المسجلة في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وتجدر الإشارة إلى أنه من حق الجهة المصدرة للسهم الممتاز استدعاء حامله للتصفية في تاريخ لاحق.

ويتميز السهم الممتاز بجملة من الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

- للأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على العائد والقيمة في حالة التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

- مخاطر حملة الأسهم الممتازة أقل مقارنة بحملة الأسهم العادية.

- في الظروف العادية يتمتع حامل السهم الممتاز مثل حملة السندات بالأسبقية أو الأولوية في الحصول على العائد قبل إجراء أي توزيع على حملة الأسهم العادية.

- توضع قيود على التوزيعات على حملة الأسهم العادية إذا كانت نسبة التداول أو نسبة المديونية أو الفائض الرأسمالي أقل من المسار المطلوب.

وتلجأ المشاريع الاستثمارية للتمويل عن طريق اصدار الأسهم الممتازة وطرحها للاكتتاب لتعزيز عملية التمويل، ذاك أن السهم الممتاز مصدرا ملائما للتمويل لأنه يحمل معدل عائد ثابت ويؤدي إلى زيادة معدلات الرفع المالي.

هذا النوع من الاستثمارات يعطي عائد ثابت مثل السندات ولا يعطي لحامله الحق في التصويت، كما يحصل حامله على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم العادية وكذلك عند تصفية المشروع وحله يحصل على حقه، وهو ما يطلق عليه بأنه صك ملكية مزدوج الحقوق بطبيعته بين أدوات الملكية وأدوات المديونية.

**3- الأرباح المحتجزة:** إلى جانب المصادر السابقة والتي تعتبر مصادر خارجية، توجد مصادر أخرى من داخل المشروع نفسه وتسمى بالأرباح المحتجزة حيث تقوم المشاريع بتمويل جزء كبير من احتياجاتها بواسطة الأرباح المحجوزة أي غير الموزعة على المساهمين والمخصصات والاحتياطات والتي تشكل هي الأخرى جزءا من مصادر التمويل طويل الأجل.

يعتبر الربح أحد الاهداف الرئيسية للشركات، والأرباح يمكن توزيعها على المساهمين أو الاحتفاظ بها لغرض استثمارها، وعلى الرغم من أن ذلك يبدو للوهلة الأولى متناقضا، فالمساهمون ينتظرون الربح من أموالهم التي استثمروها في المشروع والحصول على نصيبهم من الأرباح، والإدارة المالية للمشروع تحاول الحفاظ على وضع مالي مستقر لتقوية المركز المالي للمشروع هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى يساعدها هذا الاستثمار على توسيع نشاطاتها لذا فإن نسبة الأرباح الموزعة تعني

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 313.

تقليل مقدار الأرباح المحتجزة وبالتالي هذا يقلل نسب النمو التي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقها، كما أن تقليل نسبة الأرباح الموزعة وزيادة رأس المال الموازنة ودفع التبريرات العقلانية والمقنعة لهذه الموازنة أمر ضروري ويجب اقناع الجمعية التأسيسية " العمومية" صاحبة القرار في مجال توزيع الأرباح بمبررات وتحديد نسبة معينة للتوزيع وأخرى للاحتفاظ بها وذلك لضمان مصالح المشروع ومصالح المساهمين فيه أيضا.<sup>1</sup>

وتحقق الأرباح المحتجزة جملة من المزايا أثناء استخدامها في عملية التمويل وهي:<sup>2</sup>

- لا يؤثر استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل الشركة على إدارة الشركة من حيث التصويت والترشيح.
- لا تحتاج الشركة إلى جهد للوصول إلى هذا المصدر التمويلي، لأنه ملك لها.
- تستطيع الشركة استخدامه في أي وقت إذا تحقق الربح.
- غير مكلف كالإقتراض الخارجي.

وغالبا ما يتم تمويل المشاريع الاستثمارية من الأرباح المحتجزة في ظل ظروف معينة منها<sup>3</sup>:

- عند صعوبة بيع الأوراق المالية، أو إذا كان هذا البيع يسبب أضرارا كبيرة للملاك الباقين " حملة الاسهم العادية".
- إذا كانت الأرباح المحققة مرتفعة وكافية لمقابلة النمو.
- إذا أراد الملاك تجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة والسيطرة.
- إذا كان من مصلحة الملاك الاحتفاظ بالأرباح بدلا من توزيعها عليهم.

### ثانيا: الأموال المقترضة " المديونية"

هي تعهدات مالية يتعهد بموجبها المقترض للأموال من إعادة هذه الأموال في تاريخ محدد، ودفع الفوائد المترتبة عليها للدائنين وهناك أنواع عديدة من أدوات أو استثمارات المديونية كالسندات والقروض الطويلة.<sup>4</sup>

#### أ- السندات

يعتبر السند بمثابة اتفاق بين طرفين، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم أحد الأطراف بإقراض الطرف الآخر وهو طالب القرض على أن ترد المبالغ المقترضة والفوائد المترتبة عنها في تواريخ محددة.

#### 1-1 تعريف السندات

تعرف الأوراق المالية المتمثلة في السندات " بأنها ورقة مالية تمثل علاقة الدائنين مع المشروع، وتشتمل هذه الأوراق الديون على الشركات المساهمة والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وأذونات الخزينة والديون على البلديات والأسهم الممتازة تحت الطلب للتسديد وغيرها من أدوات الدين

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 315 .

<sup>2</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 144 .

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مرجع سابق، ص: 350 .

<sup>4</sup> محمد على العامري، مرجع سابق، ص: 74 .



المضمونة، ويستبعد من هذه الأوراق تلك الديون التجارية غير المضمونة والقروض على العملاء لأنه لا يتم تبادلها بعمليات منتظمة".<sup>1</sup>

إذن فالسند هو عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، ويلتزم المشروع بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية ويجب على المشروع رفع القيمة الإسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض الأخرى بأنه يباع إلى فئات مختلفة سواء الجمهور العادي أو المؤسسات أيضا ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة أخرى قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الإستحقاق.<sup>2</sup>

ونلاحظ أن قيمة السند تتغير وفقا لعاملين أساسيين وهما:<sup>3</sup>

- طول المدة التي في نهايتها تسترد القيمة الاستهلاكية للسند.
- معدل الفائدة السائد في السوق وقت تقدير قيمة السند.

### 1-2 خصائص السند:

- يعتبر السند ورقة مالية طويلة الأجل.
- يحق لحامل السند الحصول على عوائد سنوية ثابتة وفي تواريخ محددة.
- يعتبر حاملوا السندات دائنين بالنسبة للشركة فلهم الأولوية في الحصول على أموالهم أو جزء منها في حالة التصفية، كذلك في الحصول على عوائدهم قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية.
- إن تحديد سعر السندات التي تصدرها الشركة ملء حريتها، إذ أن الأمر يتعلق بين المدين والدائن، خلافا للأسهم التي تصدرها بقيمتها الإسمية.<sup>4</sup>

وترتكز عملية اصدار السندات على نوعين مهمين من الإجراءات وهما:<sup>5</sup>

- إجراء مناقصة لإصدار هذه الأوراق ثم عرضها للبيع بأكبر ثمن، وعادة هذا الإجراء يستعمل من قبل الخزينة.
- الإجراء التنظيمي أو القانوني وهو الذي يمكن من تبادل وتداول هذه الأوراق بصيغة وطريقة قانونية.

### 2 - القروض المصرفية طويلة الأجل

تلجأ الإدارة المالية إلى مصدر التمويل المقترض طويل الأجل لغرض تمويل الاحتياجات الاستثمارية الطويلة سواء للموجودات الثابتة أو الاستثمارات الدائمة أو بعض مكونات رأس المال وتعتبر عملية الحصول على قروض طويلة الأجل من المؤسسات المصرفية المتخصصة والبنوك

<sup>1</sup> طلال عبد الحسن حمزة الكسار، المحاسبة المتقدمة للاستثمار في الأسهم والسندات، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 15.

<sup>2</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 85، 86،

<sup>3</sup> عيد أحمد أبوبكر، رياضيات التمويل والاستثمار، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 471.

<sup>4</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 27.

<sup>5</sup> DIDIER MARTEAU, op cit, p : 80.

التجارية العاملة في الاقتصاد من أهم الأشكال المنظمة لعمليات الإقتراض طويل الأجل في الحياة الاقتصادية.<sup>1</sup>

تعد القروض المصرفية طويلة الأجل إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي وتكون مدتها أكثر من سنة، وتمنح مثل هذه القرض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو من خارجه، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالإتفاق مع المقرض وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقرض في المواعيد المتفق عليها وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الإتفاق بين الطرفين، وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين، ويكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة أو عائمة وتحدد مقدار العمولة ومواعيد وطريقة التسديد عند ابرام عقد منح القرض، بالإضافة إلى بعض الضمانات التي قد تطلبها البنوك مثل " الحفاظ على درجة سيولة الأصول ونسبة المديونية ومكونات هيكل رأس المال ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها والحد الأدنى من الرصيد الذي يجب الإحتفاظ به.<sup>2</sup>

إلى جانب المؤسسات المصرفية والبنوك التجارية المعتمدة في منح مثل هذه القروض تتوافر مجموعة من الأسواق المالية الدولية أو الإقليمية التي تتولى عملية توفير التمويل اللازم لمواجهة متطلبات المشاريع الاستثمارية الكبرى، والتي تجد صعوبة في الحصول على مثل هذا النوع من التمويل في المصادر الأخرى كإصدار الأسهم والسندات، وتتمثل تكلفة هذا النوع في مبلغ القرض والفوائد المترتبة عنه إضافة إلى مصاريف أخرى إن وجدت ويتم الدفع على فترات زمنية محددة أو حسب تاريخ الإستحقاق ويكون ذلك حسب الإتفاق في نص العقد.

#### المطلب الرابع: جوانب التجديد المالي في أدوات التمويل

ظهرت في السنوات الأخيرة اتجاهات حديثة في الأوراق المالية التقليدية في الأسهم العادية والممتازة والسندات، المتداولة في أسواق الأوراق المالية، ونحاول في هذا المطلب التعرض إلى الاتجاهات الجديدة لهذه الأوراق.

#### الفرع الأول: الإتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية

بالإضافة إلى الأسهم العادية التقليدية التي تصدرها المؤسسات والمتداولة في أسواق الأوراق المالية والتي تم التعرض لها في الأجزاء السابقة من البحث، توجد عدة أنواع جديدة ظهرت في السنوات الأخيرة نذكر من أهمها:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 966 .

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق ، ص: 218 .

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزت سلام، مرجع سابق، ص: 43، 44.

أولاً: الأسهم العادية لأقسام إنتاجية: حامل هذا السهم مالك لقسم معين من أقسام الشركة حيث أن لهذا القسم أسهما خاصة بأشخاص معينين، ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، بغض النظر عن المركز المالي لبقية الأقسام في الشركة. وإن نجاح هذا القسم في أداءه يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة ومن مخاطر هذا السهم أنه قد يحدث نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين، وقد ظهر في الثمانينات حيث أصدرت شركة جنرال موتورز مجموعتين من الأسهم، الفئة الأولى أطلق عليها فئة E وربطت بقسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، والفئة الثانية هي فئة H وربطت هذه الفئة بقسم إنتاج أجزاء الطائرات.

ثانياً: الأسهم العادية بوفرات ضريبية: الأرباح الموزعة على هذه الأسهم تستقطع من الربح قبل الضريبة، أي أنها جزء من إيرادات الشركة وتتنخفض الأرباح الخاضعة للضريبة، هذه الأسهم تخصص للعاملين في المنشأة مما يجعل أرباح هذه الأسهم تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون ومن آثار منح العاملين أسهم في الشركة هو تحفيزهم على زيادة الإنتاج، وكان أول إصدار لهذا النوع من الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية.

ثالثاً: الأسهم العادية المضمونة: إصدار هذه الأسهم يكون مضمون بقيمة معينة " أي يحق لحامله الرجوع للشركة المصدرة عند انخفاض قيمته السوقية وذلك خلال فترة محددة ". فعند شراء سهم ما بـ 10 ون، تضمن المنشأة المصدرة لهذا السهم ألا تقل قيمته السوقية عن 8 ون ولو انخفض إلى 9 ون فلا تتحمل الشركة أي تعويض، أما لو انخفض إلى 6 ون فتعوض الشركة حامل السهم بالفرق وهو 2 ون لتصل للقيمة المضمونة، ( ويتم تعويض المستثمر عن الانخفاض في القيمة السوقية للسهم من خلال إصدار أسهم عادية إضافية بقيمة الانخفاض وتوزيعها على المستثمرين إلا أن هذا قد يؤدي إلى انخفاض كبير من القيمة السوقية للأسهم وزيادة حصة المستثمر في ملكية الشركة، فاستخدمت بعض المنشآت آليات أخرى للتعويض في صورة نقدية أو أسهم ممتازة... الخ<sup>1</sup>. وفي الغالب يباع هذا النوع من الأسهم بعلاوة كتأمين، وللمستثمر الحق في الشراء بعلاوة إذا رغب بالضمان بأن لا يقل السهم عن قيمة معينة أو بدون علاوة إذا لم يرغب في الضمان.

### الفرع الثاني: الإتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة

إضافة إلى الأسهم الممتازة ظهرت أنواع أخرى من الأسهم الممتازة من بينها الأسهم ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.<sup>2</sup>

أولاً: الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة ومحددة بنسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم، وفي عام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص ص: 48، 49.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص: 50، 55.

ولأول مرة نوع من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزنة على أن يجري تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم للطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل التوزيعات على نسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم.

**ثانياً: الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** وهي الأسهم التي تصدر للتعبويض عن الانخفاض في القيمة الاسمية للأسهم العادية المضمونة، فضلاً عن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس وأن القيمة الاسمية لا بد أن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي، فإن لحامل تلك الأسهم الحق في توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادي، كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العامة.

### الفرع الثالث: الإتجاهات الحديثة بشأن السندات

استحدثت العديد من أنواع السندات التي تختلف عن السندات التقليدية، ونحاول استعراض أهمها في ما يلي:<sup>1</sup>

**أولاً: سندات لا تحمل معدل كوبون:** ويطلق عليها بالسندات صفرية الكوبون، فالمؤسسة لا تدفع عليها فوائد، حيث تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الإستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق. " أما سمة الصفرية فتظهر في كون أن تلك السندات تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية بينما يحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق مقدار الفوائد التي يحصل عليها حامل السند"<sup>2</sup>.

**ثانياً: سندات ذات معدل فائدة متحرك - متغير -:** وهو نوع من السندات استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات. وعادة يحدد سعر الفائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

**ثالثاً: السندات ذات الدخل:** لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

**رابعاً: السندات الرديئة:** استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالشركة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصتها لشراء جانبا كبيرا

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: 285، 286.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، مرجع سابق، ص: 387.

من أسهمها المتداولة في السوق وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.

وقد ظهرت سندات بأنواع أخرى من أهمها:<sup>1</sup>

- **السندات القابلة للإستبدال:** استحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1986 فهي لا تختلف عن النوع السابق، إلا أن السهم محل الاستبدال بالسند هو لشركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند، عادة ما يكون معدل الكوبون على هذه السندات منخفض بالمقارنة بالسند غير قابل للاستبدال وذلك نظراً لاختيار ميزة الاستبدال لحامله وميزة التوزيع للشركة التي تتمتع بالمركز المالي القوي.

- **السندات التي تعطي حق شراء أسهم الشركة:** وتدعى صكوك الشراء اللاحقة، فهي السندات التي يصاحبها صكوك تعطي لحاملها الحق في شراء عدد من أسهم الشركة مستقبلاً بسعر محدد عند إصدار السند، وقد تمتد فترة تنفيذ الصك لبضع سنوات.

### الفرع الرابع: الأوراق المالية القابلة للتحويل<sup>2</sup>

يقصد بها تلك السندات والأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون تلك الأوراق " قابلة للاستدعاء " \* وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، عندما يكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء، وقيمة التحويل هي القيمة السوقية للسهم مضمونة في معدل الكوبون أي مضمونة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل، وقيمة التحويل تختلف عن سعر التحويل، إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل، حيث أن معدل التحويل هو ناتج قسمة القيمة الاسمية للسند على سعر التحويل وأن حق التحويل يشجع على الاكتتاب فيها وخاصة بالنسبة للمستثمرين الذين يتجنبون المخاطر.

### الفرع الخامس: التوريق<sup>3</sup>

يعتبر نشاط التوريق من الأنشطة التي ارتبطت بنشاط سوق الأوراق المالية والتي يتوقع أن تنتشط مع الانتشار في الأنشطة المرتبطة بها وخصوصاً لكل من نشاط التمويل وتداول السندات. والتوريق هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، مصر، لم تذكر سنة النشر، ص: 356، 362.

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص: 121، 122. \***الأوراق قابلة للاستدعاء:** وهي سندات يجوز للجهة المصدرة استدعاءها، وذلك في أي وقت بعد مرور فترة زمنية معينة على إصدار السند وذلك عند انخفاض أسعار الفائدة على السندات في السوق، حيث تحل السندات الجديدة بسعر فائدة منخفض محل السندات القائمة التي تحمل سعر فائدة مرتفع.

<sup>3</sup> محمد أحمد غانم، التوريق " الماهية، المزايا، الإجراءات والعناصر " ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009 ، ص: 29، 97.

والمضمونة كأصول ووضعتها في صورة دين واحد معد ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للإكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، ويتمثل مصطلح التوريق (التسديد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين وانتقال القروض من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة القروض عن طريق الأوراق المالية.

### المبحث الرابع: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إن عملية الاستثمار هي تضحية بمنفعة حالية في سبيل الحصول على أعلى العوائد في المستقبل، مقابل تحمل مستويات معينة من المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار، وعليه فإن العائد والمخاطرة عنصران متلازمان أثناء عملية الاستثمار، كما هو الحال عند الاستثمار بالأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الذي يحمل معه العديد من المخاطر الأمر الذي يتطلب من المستثمر المالي أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري، في الوقت الذي يتولد عن هذا الاستثمار معدلات عائد يسعى المستثمر لتحقيقها، ومن خلال هذا المبحث سوف يتم التعرف على مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وأنواعها وطرق قياسها.

#### المطلب الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار

تواجه المشاريع الاستثمارية العديد من المخاطر المرتبطة بطبيعة نشاط الاستثمار أو تغيرات حالة السوق وغيرها، كما أن عنصر المخاطرة متعلق بأي استثمار فهي تتمثل في اختلاف بين معدلات العائد المحققة فعلا ومعدلات العائد المتوقع تحقيقها عند اتخاذ قرار الاستثمار، وعلى هذا الأساس اختلف الكثير في إعطاء تعريف موحد لعنصر المخاطرة بناء على اختلاف بينهم واختلاف أهدافهم من الدراسة والزوايا التي ينظرون منها إلى هذا العنصر.

فالمخاطر بالنسبة لاستثمار معين تشير إلى التقلبات المحتملة في العائد من ذلك الاستثمار، وبنفس المنطق فإن المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية تعني التقلبات المحتملة في العائد من الاستثمار في تلك الأوراق.<sup>1</sup>

وعليه يمكن ذكر أهم التعاريف التي جاءت في هذا الإطار ولتوضيح المخاطرة.

تعرف المخاطرة بأنها " فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار".<sup>2</sup> المخاطرة هي " احتمال تحقق الخسارة المتوقعة، أو حدوثها عندما يكون العائد الفعلي والمتحقق على الاستثمار أقل من العائد المتوقع من ذلك الاستثمار".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محروس حسن، الأسواق والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 126.

<sup>2</sup> محمد مطر، مرجع سابق، ص: 52.

يتضح من التعريفين السابقين أن المخاطرة في الاستثمار مرتبطة بإحتمال تحقيق خسائر وعدم بلوغ مستويات العائد المتوقعة، فكلما تعثر الاستثمار في تحقيق العائد المطلوب وبالتالي إحتمال تحقيق خسائر مالية أو مادية كلما زادت درجات المخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار، بمعنى آخر أنه إذا تحقق معدل مرتفع للتغير بين العائد المتوقع والعائد المحقق فعلا فإنه ينتج عنه درجة مخاطرة مرتفعة.

كما تعرف المخاطرة أيضا " بأنها عدم التأكد في التوزيعات المحتملة من العوائد المستقبلية"<sup>2</sup>. ويربط التعريف السابق عنصر المخاطرة بعدم امكانية المستثمر المالي التنبؤ بما سوف يتحقق من مستويات مقبولة من التدفقات النقدية من الاستثمار في شكل عوائد مستقبلية، على افتراض لو كانت القدرة التنبؤية للمستثمر كبيرة لعمل هذا على التخفيض من نسبة المخاطرة والعكس، لأنه لكل استثمار نسبة معينة من المخاطرة التي تعتبر مصاحبة له، ويظهر هنا دور المستثمر الرشيد الذي يهدف إلى تحقيق تدفقات نقدية " تعظيم العوائد" بنسبة عالية عند مستوى مقبول إلى أدنى حد ممكن من درجات المخاطرة.

ويعرفها البعض بأنها درجة عدم التأكد أو احتمالية حدوث أحداث غير متوقعة وغير مرغوبة.<sup>3</sup> يعطي هذا التعريف تحليلا للمخاطرة يبرز فيه العلاقة بين حالة عدم التأكد من جهة وتحقق أحداث غير مرغوبة وغير متوقعة ممثلة في تكبد خسارة وعدم تحقيق العائد المتوقع من جهة أخرى. من التعاريف السابقة يمكن تحديد مجموعة من العناصر التي تمكنها من وضع تعريف للمخاطرة، وهذه العناصر هي كما يلي:

- عنصر الخسارة: وهو الحدث غير المرغوب فيه من قبل المستثمر ويكون معاكس تماما لتوقعاته بشأن التدفقات النقدية، حيث يتحقق مردود سالب " خسارة " .
- عنصر قابلية المخاطرة للقياس: ويتم من خلاله دراسة وتحليل عنصر المخاطرة، ويكون بطرق متعددة.
- عنصر عدم التأكد: وهو حالة التردد التي تصيب المستثمر بشأن ما سوف يتم تحقيقه في المستقبل من عوائد مالية موافقة للتوقعات الموضوعية.
- وعليه وبناء على ما سبق يمكن تعريف المخاطرة بأنها " الحالة التي يتحقق فيها عائد فعلي من الاستثمار أقل من العائد المرغوب فيه والمتوقع، وبالتالي حدوث خسائر مادية أو مالية وتكون قابلة للقياس."

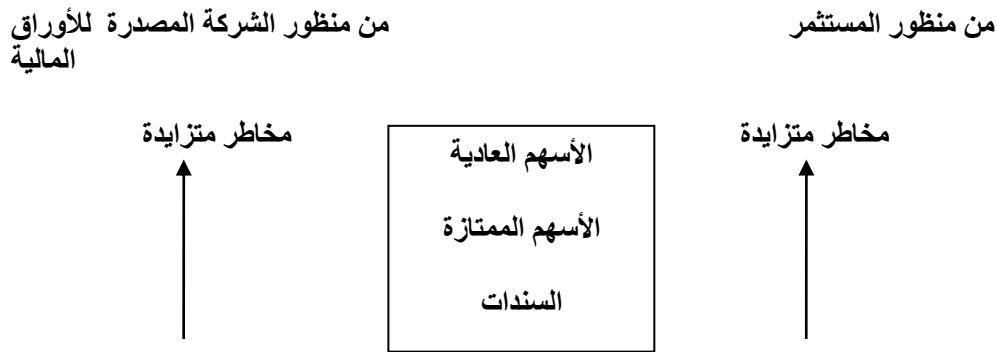
<sup>1</sup> جليل كاضم مدلول العارضي، أرشد عبد الأمير جاسم الشمري، إستراتيجيات الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012 ، ص: 186 .

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 186 .

<sup>3</sup> محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص: 100 .

بما أن المخاطر المصاحبة للاستثمار في الأوراق المالية ترتبط عموماً بنوع الأوراق المرغوب الاستثمار فيها، حيث يواجه كلا الطرفين أي الطرف المصدر للورقة وهو الشركة والطرف الثاني وهو المستثمر حامل الورقة مخاطر مختلفة عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الطرف الآخر، ويوضح الشكل الموالي ترتيب الأوراق المالية من حيث المخاطر المحتملة حسب كل طرف.

### الشكل رقم (14): ترتيب الأوراق المالية من حيث المخاطر المرتبطة بها



المصدر: محروس حسن، الأسواق والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 140.

### المطلب الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار

كما ذكرنا سابقاً أن العوائد من الاستثمار ترتبط بالمخاطرة وهي حالة من عدم التأكد بخصوص الاستثمار والتي من شأنها التأثير على العوائد المتوقع تحقيقها من الاستثمار، وعليه يتعرض المستثمر الذي يوظف جزءاً من أمواله أو كلها في اقتناء الأوراق المالية إلى مجموعة مختلفة من المخاطر يمكن إجمالها في نوعين رئيسيين وهما " المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة" وسوف نحاول التفصيل في هذان النوعان في الآتي:

#### الفرع الأول: المخاطر النظامية " المنتظمة "

وهي المخاطر الناشئة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية، إذ أن قيمة الموجودات " الأسهم" تميل إلى التحرك : ارتفاعاً وانخفاضاً " وفقاً لمسار السوق، وبعبارة أخرى فهي التي لا يمكن استبعادها لكونها تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية العامة مثل " تبدل القوانين الضريبية من قبل الدولة وتغير النشاط الاقتصادي العام والتقلبات في السوق"، لذا تسمى **بمخاطرة السوق** فهي تمثل تلك المخاطر التي يمكن أن يشمل تأثيرها عوائد جميع الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وأن وقوعها مقترن بحدث كبير تتأثر معه السوق بالكامل، وتعرف **المخاطرة السوقية** " بأنها التغير في أسعار الأسهم الناجم من



التغيرات في عموم السوق بصرف النظر عن التغيرات التي تحصل في ربحية المؤسسة نفسها التي يمكن أن تعزى إلى التقلبات السياسية والاقتصادية للمجتمع".<sup>1</sup>

وما يميز هذا النوع من المخاطر أنها تؤثر على السوق ككل وليس مختصة بصناعة معينة أو قطاع معين أو شركة ما إلا أن أكثر الشركات والمؤسسات التي تتأثر بها هي الشركات التي تنتج صناعات وسلعا أساسية في السوق أو الشركات التي يكون نشاطها موسمي مثل شركات الطيران حيث تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالضرورة أسعار أسهمها ومستوى النشاط الاقتصادي ونتيجة حتمية تتأثر بمستوى نشاط تداول أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية، كما أنه لا يمكن التخلص أو التقليل من حدتها بمجرد التنويع في محفظة الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر. وتتأثر المخاطر المنتظمة بالعديد من العوامل " مصادر هذه المخاطر " منها:<sup>2</sup>

- **انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد:** إن انخفاض القوة الشرائية للنقد هو ما يعرف بالتضخم يؤدي إلى انخفاض العائد الحقيقي للاستثمار حيث يؤدي ارتفاع معدلات التضخم إلى انخفاض العائد على الاستثمارات وبدرجات متفاوتة، حيث يلاحظ أن الأوراق المالية ذات العائد الثابت وذات أجل الإستحقاق الطويل مثل السندات هي الأكثر تأثراً بالتضخم في حين أن الأصول الثابتة مثل العقارات والمعادن النفيسة تعتبر ملاذ آمن في حالة التضخم، كما أن الأسهم تتأثر بدرجات أقل من حدة من السندات في حال حدوث التضخم.

- **العوامل السياسية:** تتأثر الأسواق المالية والبيئة الاقتصادية والاستثمارية بدرجة الاستقرار السياسي في البلد، فحدوث الاضطرابات السياسية والانقلابات العسكرية والعلاقات التجارية ودرجة الانفتاح السياسي وغيرها من العوامل السياسية تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة وبالتالي تؤثر على مقدرتها على جذب الاستثمارات وتحقيق عوائد اقتصادية وتنمية اقتصادية مستدامة وبالتالي التأثير على أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية.

- **أسعار الفائدة:** تؤثر أسعار الفائدة صعودا وهبوطا على أسعار الأوراق المالية، هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت " السندات " حيث إن ارتفاع أسعار الفائدة سوف يؤدي إلى انخفاض أسعارها والعكس صحيح، كما تختلف درجة تأثير أسعار الفائدة باختلاف الفترة الزمنية، فالأوراق المالية التي يكون موعد استحقاقها لفترات أطول سوف تتأثر بتغير أسعار الفائدة أكثر من الأوراق المالية التي يكون موعد استحقاقها لفترات أقصر، فمثلا ارتفاع أسعار الفائدة سوف يؤدي إلى انخفاض قيمة السندات حيث يستطيع المستثمر الحصول على عائد أعلى من عائد السندات من خلال ايداع أمواله في البنوك التجارية وبالتالي تنخفض قيمة السندات، كما يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة على أسعار صرف العملات في الأسواق العالمية كما يؤدي إلى

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، ارشد عبد الأمير جاسم الشمري، مرجع سابق، ص: 188 .

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص: 106 ، 107 .

ارتفاع تكلفة الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ المشاريع وبالتالي تعميق حالة الركود الاقتصادي، وفي هذه الحالة تلجأ الحكومات إلى تخفيض أسعار الفائدة بهدف تخفيض كلفة الإقتراض وبالتالي تشجيع إقامة مشاريع استثمارية جديدة وإنعاش الاقتصاد الوطني.

### الفرع الثاني: المخاطر غير النظامية " غير المنتظمة"

وهي المخاطر التي يمكن للمستثمر التخلص منها أو تقليلها من خلال التنوع في عدد الأوراق المالية التي بحوزته حيث يمكن التنوع من عدم تأثر كامل الأوراق المالية في نفس الوقت إلى مثل هذه المخاطر، ويقتصر تأثير هذه المخاطر على شركة معينة أو قطاع معين دون الزامية تأثر باقي الوحدات الناشطة في السوق، حيث تتأثر هذه الشركة بمجموعة من العوامل تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل مثل ضعف الإدارة والأخطاء الإدارية، التغير في أذواق المستهلكين، إضراب العمال، التقادم التكنولوجي في ظل ظهور العديد من الإختراعات التكنولوجية الجديدة وغيرها من العوامل التي تؤدي بشركة ما إلى تحقيق خسارة أو فشل معين.

وتتأثر هذه المخاطر هي الأخرى بمجموعة من العوامل وهي كما يلي<sup>1</sup>:

- **مخاطر الصناعة:** وهي المخاطر الناتجة عن تأثير القطاع الصناعي بظروف محددة ومختصة في هذا القطاع، فمثلا تعتبر الصناعات الإستراتيجية مثل الفوسفات والأسمدة متأثرة باتفاقيات كويتو العالمية لمكافحة التلوث أكثر من القطاعات الصناعية الأخرى لما تواجهه من اتهامات بالتسبب في ظاهرة الاحتباس الحراري وتلويث البيئة...، كما تنشأ مخاطر الصناعة بسبب العديد من العوامل مثل تغير أذواق المستهلكين وعدم توافر المواد الخام فمثلا أدى ظهور وانتشار الهواتف الخلوية إلى ضعف الإقبال على الهاتف الأرضي وانتشار الانترنت والبريد الالكتروني قد أدى إلى انخفاض الطلب على خدمات البريد العادي.

- **مخاطر الإدارة:** وهي المخاطر الناشئة عن الأخطار التي يمكن أن ترتكبها إدارة الشركة أثناء الإشراف وتنفيذ أعمال الشركة وهذه الأخطاء قد تكون أخطاء مقصودة كالغش أو الإحتيال، كما يحدث في عمليات الإحتيال المصرفي ومن الأمثلة كذلك على مخاطر الإدارة سوء الائتمان وبما يعرض هذه الشركات إلى خسائر مالية كبيرة، أو أن يكون منشأ هذه المخاطر هو الأخطاء الناشئة عن ضعف في الإدارة وضعف أنظمة الرقابة المالية والإدارية بما يحتمل الشركة أعباء مالية إضافية.

- **مخاطر الرفع التشغيلي:** يرتبط مفهوم الرفع التشغيلي بمفهوم هيكل رأس المال أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية إلى إجمالي التكاليف أو بالتكاليف الكلية للشركة، بحيث يرتفع الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف وينخفض الرفع التشغيلي بانخفاض الوزن النسبي للتكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف، فمثلا لو كان لدينا شركتين " A , B "

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 107 ، 109 .

حيث تشكل إجمالي التكاليف الثابتة للشركة A حوالي 40% من إجمالي التكاليف، في حين تشكل التكاليف الثابتة في الشركة B حوالي 20% من إجمالي التكاليف فإننا نقول أن درجة الرفع التشغيلي لدى الشركة A أعلى من الشركة B وعليه فإن مخاطر الرفع التشغيلي للشركة A أعلى من مخاطر الرفع التشغيلي للشركة B.

ويمكن قياس درجة الرفع التشغيلي بالمعادلة التالية:

$$Dol = \frac{\text{عائد المساهمة " المساهمة الحدية "}}{\text{صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب}}$$

- **مخاطر الرفع المالي:** إن هدف الشركة من استخدام أموال الغير في تمويل استثمارات الشركة هو رفع معدل العائد على الاستثمار وذلك عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في مجالات استثمارية أعلى من كلفة الحصول على هذه الأموال، وبالتالي فإن الهدف من الرفع المالي هو تعظيم العائد على حقوق المساهمين، حيث يتشكل هيكل رأس مال الشركة من قسمين وهما:

- مصدر التمويل بالملكية أو التمويل الداخلي: ويشمل هذا النوع من التمويل الأسهم العادية والأسهم الممتازة بالإضافة إلى التمويل عن طريق استخدام الإحتياطات والأرباح المحتجزة.
- مصدر التمويل الخارجي أو التمويل عن طريق القروض: ويشمل هذا النوع من التمويل القروض المصرفية من البنوك ومؤسسات الإقراض مقابل دفع فوائد على المبالغ المقترضة أو من خلال اصدار الشركة سندات تم بيعها لجمهور المستثمرين.

ويُقاس درجة الرفع المالي حسب المعادلة التالية:

$$DFL = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة}}{\text{صافي الربح قبل الضريبة والفوائد}}$$

وتتضمن المخاطر غير المنتظمة نوعين من المخاطر وهي:<sup>1</sup>

أ- **مخاطر الأعمال:** ويشير هذا النوع من المخاطر إلى إحتمال عدم إمتلاك الشركة القابلية على التنافس بنجاح في السوق نتيجة الصعوبات العملية التي تواجهها التي قد تؤدي إلى خسارة الشركة، كما تعرف مخاطرة الأعمال على أنها التغيرات في القدرة الإيرادية للشركة والتي قد تؤدي إلى مشاكل

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، ارشد عبد الامير جاسم الشمري، مرجع سابق، ص: 189 ، 190 .

في الدخل ورأس المال المستثمر مؤدية بذلك إلى عدم قدرتها على الحفاظ على مركزها التنافسي ونمو أرباحها واستقرارها بشكل دائم، وتنتج هذه المخاطرة عن العوامل التي تؤثر على ربحية الشركة ومنها الطبيعية كالفيضانات والكوارث الطبيعية وبشرية كالسرقة واقتصادية كالتقلبات في مستويات الأسعار والتكاليف والتغيرات التي تحدث في القطاع الذي تعمل فيه الشركة.

ب- **المخاطرة المالية:** وهي المخاطرة الناتجة عن استخدام الدين في تمويل بعض موجودات الشركة من خلاله تتحمل الشركة أعباء إضافية في حالة زيادة المديونية اللازمة لتمويل موجوداتها، حينها يترتب عليها دفع فوائد وأقساط الديون في أوقاتها المحددة وحين لا يقابل ذلك أرباح مؤكدة فإن الشركة تتحمل مخاطرة كبيرة تتعلق بمدى قدرتها على سداد الديون...، وذلك يعني أن المخاطرة المالية للشركة تعتمد على درجة استعمال الشركة للأموال المقترضة من الغير واستخدام السندات في تمويل عملياتها، فالشركة المثقلة بأدوات الدين تكون مخاطرتها المالية أعلى من مخاطرة للشركة التي يكون اعتمادها على أدوات الدين بدرجة أقل، وعليه يمكن وضع تعريف للمخاطرة المالية بأنها " تلك المخاطرة التي يتحملها المستثمرون بالأسهم العادية نتيجة قرار الشركة باستعمال المديونية، ولهذا تلجأ شركات الأعمال إلى الاستثمار في الأوراق المالية لتفادي هذا النوع من المخاطر لاسيما في حالة عدم قدرتها على سداد القروض وخاصة الشركات ذات رؤوس الأموال الصغيرة.

### المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الاستثمار

يعتبر عنصر المخاطرة من أهم العناصر التي يركز على تحليلها ودراستها عند اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل المستثمر، فإذا ما تم قياس وتقدير هذا العنصر بشكل صحيح أمكنه من تقييم الأصول المالية المستثمر فيها ما إذا كانت ذات مخاطر عالية أو ذات مخاطر منخفضة وبالتالي بناء القرار الاستثماري، ويكون ذلك من خلال الاعتماد على مجموعة من الطرق والأساليب المستخدمة في قياس المخاطرة.

إن عدم التأكد من النتيجة الفعلية للقرارات الاستثمارية جعل من المخاطرة عنصراً أساسياً للقرارات المالية، فبعد اتخاذ القرار المالي ترتبط موارد المشروع المادية والبشرية وتنفق الأموال وتشتري الأصول بانتظار نتيجة غير معروفة مسبقاً، ففي حالة الاستثمار إذا ما أردنا أن نتعرف على نتائجه في المستقبل نتوقع الأحداث والظروف التي ستسود ونقدر النتائج طبقاً إلى الأحداث محتملة الوقوع، أي ممكن أن تحدث أو لا تحدث.<sup>1</sup>

في الواقع لا توجد نظرية علمية صحيحة تبين توقع العائد بدقة كاملة، كذلك هو الأمر عند قياس الخطر، إذ أن طرق قياس المخاطرة تستند إلى فكرة تعدد الاحتمالات للعائد بسبب وجود حالة عدم التأكد من حدوث العائد أو احتمالات الحصول على عائد أقل مما هو مطلوب، لذلك فإن مقاييس

<sup>1</sup> سليمان أبو صبحه، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2013، ص: 57.

المخاطرة الكلية معظمها يستدل على المخاطر من خلال معرفة مدى التأكد أو احتمالات حصول العائد أو من خلال الإستناد إلى فكرة تذبذب العائد التاريخية.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: الإنحراف المعياري

يستخدم الإنحراف المعياري كمقياس أساسي لدرجات المخاطرة في السهم الواحد والتي تعكس درجات التشتت أو التباين له، إذ أن معاملات التشتت " الإنحراف المعياري ومعامل الإختلاف وغيرها" تستخدم أساسا لقياس المخاطر غير النظامية.

فالإنحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين حيث يقيس مدى تشتت عوائد الاستثمارات عن وسطها الحسابي، وعليه فإن زيادة مستوى التشتت تدل على زيادة المخاطر ولذلك عندما يكون الإنحراف المعياري لعائد استثمار معين صفرا، فإن ذلك يعني عدم وجود مخاطر على الاستثمار، كما أن الإنحراف المعياري يعتبر أحد أفضل مقاييس المخاطر الكلية في حالة تساوي متوسطات العوائد عند المفاضلة بين الخيارات ، ويساوي الإنحراف المعياري الجذر التربيعي للتباين وفقا للمعادل التالية<sup>2</sup>:

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

حيث أن:

$Q_i$  : الانحراف المعياري.

$R_i$  : العائد الفعلي أو المتوقع لكل سنة.

$R$  : الوسط الحسابي للعوائد المتحققة خلال الفترة.

$n$  : عدد المشاهدات.

ويقاس الخطر بموجب هذه الطريقة بمقدار إنحراف عائد السهم عن ما كان يتوقع له في السابق، وعلى هذا الأساس فإن الإنحراف المعياري يعتمد على إيجاد وسط حسابي لما يحققه السهم من أرباح لعدد من السنوات أو من احتمالات تحقيق العائد، فإذا ما وجد أن عوائد السهم تبتعد كثيرا عن هذا الوسط، فإن ذلك يشير إلى أن الاستثمار في هذا السهم يحمل معه خطورة واضحة، أما إذا كانت العوائد السنوية متقاربة مع هذا الوسط فإن ذلك يعني أن السهم أكثر استقرارا وهو بذلك أقل خطورة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 228.

<sup>2</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، دار الرابحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص ص: 191، 192.

<sup>3</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص: 166.

### الفرع الثاني: معامل الإختلاف

في بعض الأحيان يعتبر الإنحراف المعياري غير صحيح في قياس درجات مخاطرة الاستثمار خاصة إذا كانت الأصول الاقتصادية ثابتة، وفي هذا الإطار استخدم معامل الإختلاف والذي يطلق عليه "بالإنحراف المعياري النسبي" كمقياس أفضل لدراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة للأصل المعني، يقيس معامل الإختلاف مخاطرة التي قد تنتج عن كل سهم على حدى في ظل المقارنة بين سهمين مختلفين في مقدار العوائد المحققة.

يعطي معامل الإختلاف حجم المخاطر لكل وحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فهو يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح كأساس في تقدير حجم المخاطر التي ينطوي عليها كل منهم. ويقاس معامل الاختلاف حسب المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100$$

إذا كان نوعين من الأصول وكان أحدهما ذو عائد متوقع أعلى من الثاني ولكن الأصل الثاني له إنحراف معياري أقل، في مثل هذه الحالة يكون معامل الإختلاف هو المقياس الأنسب لاتخاذ قرار بخصوص اختيار الاستثمار الأفضل إذ أنه أساس أكثر معنى للمقارنة بين كلا الاستثمارين باعتباره مقياس نسبي للمخاطر حيث يؤشر نسبة المخاطرة لكل وحدة من وحدات العائد المتوقع.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: التباين<sup>3</sup>

يقيس التباين تشتت عوائد الاستثمار عن وسطها الحسابي وعليه فإن إن ارتفاع قيمة التباين لمعدل عائد متوقع يعني زيادة في تشتت العوائد وبالتالي زيادة في عدم التأكد أو المخاطرة، وعليه يكون قياس التباين وفقا للمعادلة التالية:

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

<sup>1</sup> سليمان أبو صحبا، مرجع سابق، ص: 64 .  
<sup>2</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، ص: 197 .  
<sup>3</sup> المرجع السابق، ص: 191 .

## الفرع الرابع: معامل بيتا

لقد طور هذا المقياس باستخدام تحليل الإنحدار أو تحليل الخطوط المستقيمة، بحيث أن سلوك الأسعار في السوق يصبح هو العامل المستقل والتغير في سعر الورقة المالية هو العامل التابع.<sup>1</sup>

تقاس بمعامل بيتا الذي يمثل المتغير الرئيسي لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والذي يقيس التغير النسبي في عوائد الورقة المالية، فهو مقياس احصائي يقيس حساسية عوائد الورقة المالية للتغيرات في عوائد السوق حيث يبين العلاقة بين التغيرات في عوائد الموجود " السهم " استجابة للتغيرات في عوائد السوق...، وإن معامل بيتا يعكس العلاقة بين عائد السهم وعائد محفظة السوق، وأن هذه الأخيرة تتألف من كل الأسهم التي تكون ممسوكة بنسب قيمتها السوقية، حيث يبلغ معامل بيتا لها ( 1 ) فإذا كان معامل بيتا للسهم أكبر من 1 فيكون سهما هجوميا حيث يعني أن عوائد السهم أكثر تقلبا من عوائد المحفظة، فمثلا إذا كان معامل بيتا لسهم معين ( 1.5 % ) فإن ذلك يدل على أنه إذا تغير عائد محفظة السوق بنسبة ( 1 % ) سيؤدي إلى تغير في عائد السهم بنسبة ( 1.5 % )، أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من 1 فإنه سهم دفاعي حيث يتقلب عائد السهم بدرجة أقل من تقلب عائد محفظة السوق، أما إذا كان معامل بيتا مساويا لـ 1 فإنه يتحرك بنفس اتجاه حركة السوق ويطلق عليه السهم الحيادي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طاهر جردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، الأردن، 2008، ص: 99 .  
<sup>2</sup> جليل كاضم مدلول العارضي، ارشد عبد الامير جاسم الشمري، مرجع سابق، ص: 191 ، 192 .

## خلاصة الفصل:

تعتبر عملية التمويل أحد أهم المتغيرات الاقتصادية في اقتصاديات دول العالم، حيث يتم الاعتماد عليها من قبل متخذي القرار في تلبية المتطلبات والإحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية التي تسعى بالدرجة الأولى إلى تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي والإرتقاء بالمستوى الاقتصادي والاجتماعي للاقتصاد الوطني والعالمي ككل، وهذا من خلال توفير الموارد المالية اللازمة والتي تعتمد أساسا على مدخرات الأفراد الموظفة في مجالات مختلفة لتجسيد تلك المشاريع الاستثمارية وإنشاء وخلق الاستثمارات الإنتاجية الجديدة أو التوسع في الاستثمارات القائمة، وفي هذا الإطار قد تم التوصل من خلال دراسة هذا الفصل وتناوله لمتغيرين مهمين وهما " عملية التمويل وعملية الاستثمار " من خلال أسواق الأوراق المالية إلى النتائج التالية:

- تحتاج المشاريع الاستثمارية عند بداية تأسيسها أو لأغراض النمو والتوسع في أعمالها إلى دعم مالي يعزز هيكل رأسمالها ويعمل على توفير كافة الإحتياجات المالية لها، حيث أن عملية التمويل تمثل الدعامه الرئيسية التي يعتمد عليها في القيام وتنفيذ الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية.

- تتميز عملية التمويل بتنوع وتعدد المصادر التي تعتمد عليها الإدارة المالية في توفير حاجة المشاريع الاستثمارية وما يلزمها من أموال، حيث نجد الموارد الذاتية للمشروع وهي تشكل مختلف الموارد الداخلية للمشروع، في الوقت الذي يمكن له اللجوء إلى أطراف خارجية للحصول على الأموال سواء كانت أطراف أجنبية أو أطراف محلية تتولى عملية التمويل عن طريق مجموعة من الأدوات والأساليب أهمها تداول الأوراق المالية بيعا وشراء بغرض المديونية أو المساهمة في رأس المال.

- تعتبر عملية الاستثمار عملية اقتصادية يقوم بها أشخاص طبيعيين أو معنويين بهدف الحصول على أكبر عائد مستقبلي يعوض المستثمر عن تضحيته بأمواله في الوقت الحالي من جهة، والمساهمة في رفع معدلات النمو الاقتصادي وتلبية الإحتياجات الاستهلاكية للاقتصاد من جهة أخرى.

- ويعتبر الاستثمار المالي والذي يتمثل في الاستثمار في الأوراق المالية ويعني امتلاك المستثمر المالي لمجموعة من الأوراق المالية التي قد تأخذ شكل أدوات الملكية من " أسهم عادية وأخرى ممتازة " أو أدوات المديونية وهي " السندات " رغبة في تحقيق عائد متولد عن هذا الاستثمار في أعلى مستوياته في ظل درجة من المخاطرة المصاحبة له، كما ويتحكم وينظم عملية الاستثمار في الأوراق



المالية جملة من السياسات المتمثلة في تحديد العائد المطلوب ومستوى المخاطر المقبول إضافة إلى تحديد الأوراق المالية المعفاة من الضريبة وتاريخ استحقاق كل منها.

- يعد قرار الاستثمار عملية اختيار والمفاضلة بين مجموعة من البدائل المطروحة أمام المستثمر حيث يمكنه من وضع إستراتيجية استثمارية وتمويلية مناسبة لهذا الاستثمار، مع العلم أن لكل قرار استثماري يتخذه المستثمر قرار تمويلي يقابله بغرض توفير التمويل اللازم له والذي تختلف مصادره باختلاف طبيعة الاستثمار ومدته وكذا الهدف منه.

- يبحث المستثمرون من قرار الاستثمار في الأوراق المالية إلى تحقيق عوائد جيدة دون التعرض إلى مخاطر والتي تعبر عن حالة من عدم التأكد التي تصاحب تحقيق نتائج غير مرغوب فيها وتؤول إلى حدوث خسائر مادية ومالية تكون قابلة للقياس، حيث تختلف توقعات المستثمر بشأن العوائد فبعضهم يميل إلى الاستثمارات ذات المخاطرة كبيرة والتي تحقق عوائد عالية بدرجة تعوضهم عن امكانية تكبد خسائر.

- توجد العديد من الطرق المستخدمة لقياس عنصر المخاطرة على اعتبار أنها من المحددات الأساسية لقراري التمويل والاستثمار، وعملية القياس الكمي لعنصر المخاطرة تساعد المستثمر على اتخاذ قرار الاستثمار في هذا النوع من الأصول أو اتخاذ قرار التمويل بهذا النوع من الأصول، وعليه توجد عدة طرق لهذا الغرض منها " الإنحراف المعياري، التباين، معامل الإختلاف ومعامل بيتا ".

## الفصل الرابع:

تحديات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2005 - 2015 وسبل تفعيل دورها في الاقتصاد

---

## تمهيد:

تحظى أسواق الأوراق المالية باهتمام كبير من قبل الأفراد المستثمرين والشركات وحتى الحكومات في جميع دول العالم، نظرا لما تقدمه هذه الأسواق في سبيل دفع عجلة التنمية الاقتصادية والرفع من معدلات النمو في الاقتصاد، وذلك من خلال تعبئة وتجميع المدخرات "الفوائض" المالية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية مناسبة، في الوقت الذي تعكس قوة ونشاط واستقرار هذه الأسواق بالضرورة قوة ونشاط واستقرار اقتصاديات الدول.

كما ازداد اهتمام الدول العربية كغيرها من دول العالم بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية بها خاصة بعد ارتفاع أسعار النفط في أوائل السبعينات وما حققته من مكاسب صادرتها من هذه السلعة من جهة، وتعاضم اهتمامها بالإسراع بتحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي والحفاظ على استقرار هذا النمو من جهة أخرى، وهو ما حفز هذه الدول على إقامة أسواق للأوراق المالية و/ أو تطوير وتنظيم الأسواق القائمة منها وذلك لتعبئة المدخرات الكامنة محليا وتعزيز الاستثمار في الأوراق المالية وفق أسس وقوانين تنظم هذا التعامل فضلا عن تنويع مصادر وأدوات التمويل، إذ تعتبر مثل هذه الأسواق حديثة العهد في المنطقة العربية على غرار بورصتي القاهرة والاسكندرية وبورصة بيروت التي مر على إنشائها مدة من الزمن، الأمر الذي يجعل منها أسواقا قليلة الخبرة كما تتميز بعدم تنوع أدواتها الاستثمارية وضيق نطاق التعامل بها ومما حال دون الاعتماد عليها كمصدر رئيسي في عمليات تمويل متطلبات الاقتصاد.

إن التحدي الذي يواجه اقتصاديات الدول العربية في الوقت الحاضر يجعل من تطوير وتنظيم أسواق الأوراق المالية بها ومحاولة الربط بينها وانفتاحها على بعضها وتحولها نحو اقتصاديات الأسواق المالية أمرا في غاية الأهمية، وذلك من خلال اصدار وسن العديد من التشريعات والأطر المنظمة لهذه الأسواق والتي تكفل عملية توسيع قاعدتها من خلال استحداث المزيد من الأدوات المالية التي تعمل بدورها على تنشيط السوق وزيادة عدد الأطراف المشاركة في الأسواق من شركات ومؤسسات وغيرها والتأكيد على متطلبات الإفصاح المالي، وتحديث أنظمة التعامل ومواكبة التكنولوجيا الحديثة المستخدمة في الأسواق العالمية بما يتلاءم مع طبيعة البيئة المالية العربية ومراحل نموها وهو ما يتجسد في مدى استفادتها من برامج الخصخصة وإيجابيات المتطلبات التي فرضتها العولمة الاقتصادية.

ونحاول في هذا الفصل إبراز أهم التطورات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة وأدائها ومتطلبات تفعيلها، وكذا مدى مساهمتها في تلبية متطلبات تمويل الاقتصاد من خلال العناصر التالية:

- المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية.
- المبحث الثاني: تحليل تطورات وأداء بعض أسواق الأوراق المالية في تمويل الاقتصادات العربية خلال الفترة 2006 – 2015.
- المبحث الثالث: معوقات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الإصلاح فيها.
- المبحث الرابع: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وترابطها.

### المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية من خلال تلبية الإحتياجات المالية للمشاريع الاستثمارية في الاقتصاد والتي من شأنها دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وقد احتلت أسواق الأوراق المالية العربية بصفتها جزءا من الأسواق المالية خلال العقد الأخير من القرن العشرين مركزا مؤثرا نتيجة التغيرات الاقتصادية وخاصة المالية منها التي شهدتها الاقتصاد العالمي والتي انعكست بالضرورة على الاقتصاديات العربية، ولعل من أهمها عصرنة البيئة المالية العالمية وإدخال تكنولوجيا الاتصال والإعلام في المعاملات المالية وعمليات التحرير المالي وغيرها، وفي هذا الإطار كانت أسواق الأوراق المالية العربية تسعى إلى تطوير وتفعيل أجهزتها لجذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية للاستثمار في قنواتها وفتح المجال أمام تدويل وعالمية الاستثمارات العربية.

### المطلب الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وخصائصها

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة مقارنة بنظيرتها على المستوى الدولي كسوق لندن وسوق نيويورك، وهذا راجع لعدم الوعي المالي لدى الأفراد المستثمرين ودخولهم في استثمارات أصلها أوراق المالية تتداول بيعا وشراء وتوجيه فوائضهم المالية إلى البنوك التجارية نظرا لدرجة الثقة والأمان التي تتمتع بها هذه الأخيرة من قبل المستثمرين، فضلا عن التقلبات في أسعار العملات وانعدام الأطر التنظيمية والتشريعية لوجود سوق للأوراق المالية، كلها عوامل وغيرها كانت تقف أمام إنشاء وتطور وتوسع نشاط سوق الأوراق المالية في الدول العربية.

### الفرع الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية العربية

تعتبر غالبية أسواق المال في الدول العربية حديثة العهد، ومن ثم فهي قليلة الخبرة وتخضع لعمليات تشريع وإعادة تنظيم بشكل مستمر، ولقد تزايد الإهتمام في السنوات الأخيرة بدور أسواق المال العربية نتيجة تفاعل بين العوامل والمتغيرات الاقتصادية الداخلية والخارجية، فقد أسهم الاتجاه الدولي نحو عولمة الاقتصاد واعتماد آليات السوق لتسيير الاقتصاد العالمي وفق قوانين المنافسة وإنجاز اتفاقيات أوجواي لتحرير السوق العالمية في التجارة السلع والخدمات، وإزالة الحواجز أمام انسياب رأس المال العالمي والتطور التكنولوجي المتسارع في مجال المعلومات والاتصالات أسهم هذا في تزايد التدفقات المالية على المستوى الدولي، وزيادة أدوات الاستثمار وتنوعها في السوق المالية العالمية مع تزايد حدة المنافسة على اجتذاب الموارد المالية المتاحة عالميا لخدمة الأهداف الاقتصادية الوطنية.

ولعل التحدي الذي يواجهه الدول العربية هو تطوير أسواقها العربية وكيفية إعادة تدوير رؤوس الأموال العربية الموظفة في الخارج وتلك التي تهاجر للتوظيف هناك، وتهيئة الظروف المناسبة لها داخليا بحيث تعود إلى الاستثمار في المنطقة العربية سواء في الدولة المالكة لها نظرا لتحسن طاقتها

الاستيعابية أو في الدول العربية الأخرى التي تفتقر إلى تلك الأموال وتعاني من عبء الإقتراض من الأسواق المالية الدولية.<sup>1</sup>

حتى النصف الأول من السيتينيات لم يكن في المنطقة العربية سوى بلدان لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما " مصر ولبنان" اللذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و 1920، وقبل نهاية الستينات خطت كل من المغرب ثم تونس عام 1969 نحو إقامة بورصة الأوراق المالية تطويرا لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما، خلال النصف الثاني من السبعينات شهدت كل من الكويت والأردن افتتاح بورصة للأوراق المالية سميت سوق الكويت للأوراق المالية عام 1977 ثم تبعتها إنشاء سوق عمان المالية عام 1978 وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وسلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1993 ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها عام 1995 الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو 15 عاما، كما نشأت سوق فلسطين للأوراق المالية عام 1996.<sup>2</sup>

نشأت الأسواق المالية في الدول المتقدمة بحكم الضرورة التي يتطلبها التوسع الكبير في إنشاء الشركات المساهمة والمشروعات الاستثمارية التجارية التي بدأت تبحث عن مدخرات الأفراد وتجميعها لهذا الغرض، وبغية تشجيع الأفراد على الاكتتاب بالأسهم والسندات الجديدة كان لابد من إيجاد وسيلة مناسبة لتمكينهم من التعرف على هذه الأوراق التي تثبت ملكيتهم في مشاريع مالية قائمة أو تثبت ديونهم اتجاه المقترضين وتوفير السيولة لأوراقهم عند شراءها ولهذا جاء إنشاء البورصات نتيجة التطور الاقتصادي والاجتماعي، أما في الدول النامية وتحدا العربية منها كان الأمر مختلفا تماما، فالهياكل المالية نشأت في ظروف تختلف عنها في الدول المتقدمة من الناحيتين الموضوعية والتاريخية، كما هو مبين في التالي:<sup>3</sup>

فمن الناحية التاريخية نلاحظ أن هذه الدول وقتها تحت السيطرة الأجنبية وقد أقام المستعمر النظم السياسية والاقتصادية فيها ليحكم قبضته على مقدراتها، ومن ذلك أنه أنشأ نظما وتشريعات وهياكل مالية ونقدية بهدف تكريس التبعية الاقتصادية وخاصة التجارية منها لأحكام الارتباط والتبعية للأسواق المتقدمة، وكانت الاستثمارات الأجنبية تعمل آنذاك على استغلال المواد اللازمة للتصدير للسوق الخارجية والاحتفاظ بأسواق الدول المتخلفة لتصريف فائض منتجاتها المصنعة.

أما من الناحية الموضوعية فقد اتخذت تبعية الدول المتخلفة صورة الاعتماد على إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية من الدول المتقدمة في تمويل بعض جوانب الاقتصاديات المحلية أي في الاعتماد على مدخرات الدول المتقدمة في تمويل الاستثمارات، نظرا لأن أسواق رأس المال في الدول العربية

<sup>1</sup> عماد صالح سلام، إدارة الازمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002، ص: 147.

<sup>2</sup> أنطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 263.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص: 265، 267.

محدودة الأهمية أو معدومة أو ناقصة التنظيم أو محدودة الحجم، أما مؤسسات الوساطة المالية أجهزة الادخار فقد ظلت محدودة أيضا في عددها ومتواضعة في وظائفها وأدائها وهو ما أدى إلى ضعف قاعدة الاستثمار وندرة الأدوات المالية، إضافة إلى أثر الأوضاع الاجتماعية وضعف الوعي المالي وعدم فهم طبيعة المعاملات المالية في سوق الأوراق المالي.

وبعد حصول الدول العربية على استقلالها حصل تطور هام إذ بدأت الحكومات بتنفيذ خطط وبرامج التنمية الوطنية التي تمول عادة من خلال برامج مالية، ثم بدأت تظهر الشركات الوطنية المساهمة وشركات الأشخاص والشركات المحدودة المسؤولية وتطور النظام المصرفي بإنشاء البنوك المركزية والبنوك التجارية والمتخصصة، وبدأت المؤسسات المالية وأجهزة الادخار بالتوسع، كما قامت الحكومات في الدول العربية بإصدار أوراق مالية لتمويل احتياجاتها النقدية، وحظى موضوع إنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية خلال السنوات الأخيرة باهتمام الحكومات والمؤسسات الدولية التي أبدت عناية خاصة بطرق ووسائل تمويل التنمية الاقتصادية ذاتيا إلى حد كبير، وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال للعوامل الثلاثة التالية:

- **العامل الأول:** يتمثل في الإخفاق الناجم عن سياسات الإستدانة والعون الخارجي لحل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي المحلي، وقد دفع هذا الإخفاق إلى تبني سياسات هادفة إلى تشجيع الإدخارات المحلية الخاصة وتوجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على تنظيمها ورعايتها.

- **العامل الثاني:** يكمن في التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية وازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية، وهو ما لفت انتباه العديد من المدخرين والاقتصاديين إلى الأدوات المالية والأسواق المالية التي تستخدم فيها.

- **العامل الثالث:** ويتمثل في نجاح بعض النماذج التي أظهرت في تحقيق بعض الدول نتائج ايجابية مثل الهند وسنغافورة وسوق عمان المالية، وإعادة اصلاح بعض الأسواق القائمة من الناحية القانونية والتنظيمية والمؤسسية كما حصل في مصر وتونس والكويت بعد أزمة سوق المناخ في النصف الأول من الثمانينات التي حدثت في سوق الكويت.

كما ذكرنا سابقا أن أغلب الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية باستثناء بورصة القاهرة والاسكندرية<sup>1</sup> التي لم تركز في الغالب في الاستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية السبعينات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين شهدا انتشارا واسعا للأسواق المذكورة وفي كافة الدول العربية، بل وفي عدد من المدن الرئيسية في هذه الدول، وقد جاء هذا الانتشار وفي مجال زمني ضيق " نسبيا " لأسباب مختلفة منها:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص: 299 .

- تعاضم السيولة وخاصة في الدول المصدرة للبترول الخام.
- ارتفاع أهمية القطاع الخارجي " التجارة الخارجية، حركة رؤوس الأموال والموارد المالية البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف"، وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبنشاء الشركات المساهمة.
- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة بكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزنة.

### الفرع الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية

في تقرير أعدته Jordan Investment Trust حول الأسواق المالية العربية وقدرتها على جذب الاستثمارات، اعتبر أن السوق المالية العربية ما تزال صغيرة بالمقارنة مع الأسواق الناشئة الأخرى، إذ لا تشكل سوى 6.5 % من مجموع القيمة الرأسمالية للأسواق الثمانية والثلاثين الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية وإفريقيا وشرق أوروبا، ويضيف نفس التقرير بأن أسواق الأسهم والسندات العربية تفتقر إلى العمق والسيولة مما يجعلها غير قادرة على استيعاب سوى نسبة صغيرة من الاستثمارات العربية في الخارج، فلو تم استعادة 10 % فقط من الاستثمارات السعودية في الخارج، وهو ما يوازي 70 مليار دولار، فإن ذلك يعادل إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأسهم السعودي.<sup>1</sup>

تختلف أسواق الأوراق المالية العربية فيما بينها في العديد من الجوانب سواء من حيث طبيعتها أو ظروف نشأتها ومراحل تطورها أو نظرا لاختلاف تجاربها في الواقع العملي إلى حد كبير، وكذا درجات انفتاحها مع الأسواق الدولية، إلا أنها تشترك في العديد من الخصائص والسمات التي تجمعها في دائرة واحدة، ومن بين أهم هذه الخصائص نذكر<sup>2</sup>:

- إن دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن اقتصادياتها الوطنية وإن معدلات نموها لازالت منخفضة مقارنة بتعاضم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية، والتي شهدت خلال عشر سنوات ابتداء من منتصف ثمانينات القرن الماضي زيادة قدرت بأكثر من 11 مرة.
- إن تنظيمات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب.
- تركز أسواق الأوراق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات وهي لازالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية وخاصة بالنسبة للأدوات النقدية والمشتقات.

<sup>1</sup> رحيم حسين، دور الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات " حالة البلدان العربية"، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الثاني حول سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية إشارة خاصة لحالة الجزائر، 9 - 10 ديسمبر 2003، جامعة سكيكدة، الجزائر، ص: 9.

<sup>2</sup> المرجع السابق: ص: 305، 308.



- إن ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية قد ساعد على نشر المعلومات وبما يضمن إلى حد مقبول الشفافية داخل السوق وخاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام.
- إن ضعف أو عدم وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد أسهم في أن غالبية العمليات تجري بقرارات ارتجالية أو عفوية.
- تشرف على أسواق الأوراق المالية العربية هيئات ومجالس أو لجان تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة وخاصة البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومتخصصة ومؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى إتحادات الغرف التجارية والصناعية والزراعية وبعض جمعيات المتخصصين الماليين.
- تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المعنية حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار وبشكل خاص في مجال أسهم الشركات، ويلاحظ في بعض الحالات تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها، وبالتالي يصبح مشتروا هذه الأوراق ضحايا ما يعرف بإسم " الشركات الوهمية".
- التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى وقوع أسواق الأوراق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية، إن حدود التباين الواسعة أحيانا تكشف عن ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.
- " التذبذب: يعرف التذبذب بأنه التغيرات والتبدلات التي تحدث على مستوى العوائد في سوق الأوراق المالية وقد يتعلق بمعلومات جديدة، وأن ما يميز الأسواق الناشئة هو شدة التذبذب وعدم فعالية الأسعار، مما يعني مدى استيعاب المعلومات الجديدة في السوق".<sup>1</sup>
- لقد اتخذت أسواق الأوراق المالية في كل من مصر والأردن والكويت خطوات جادة في العقدين الأخيرين بغرض تشديد الرقابة على النشاطات الجارية فيها وخاصة بالنسبة لمتابعة أعمال الوسطاء ومنع تعاملهم الشخصي في السوق مباشرة إلا بالنسبة لصانعي السوق الذي يقومون بالبيع والشراء لمحافظهم الاستثمارية ويعملون على توازن السوق.
- كما توجد مجموعة من الصفات التي تشترك فيها أغلب أسواق الأوراق المالية العربية وهي:<sup>2</sup>
  - ضآلة حجم الاصدارات الأولية للأسهم والسندات للشركات الحديثة القائمة في الدول العربية وهذا راجع إلى عزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم اخضاعها لرقابة السلطات وكذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين.

1 أحمد بوراس، السعيد بركة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد " دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص: 9.

2 شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص ص: 91، 96.

- محدودية حجم أسواق الأوراق المالية العربية وانخفاض قيمتها السوقية وضيق حجم السوق من جانبي العرض والطلب على الأوراق المالية والمقاس بعدد وحجم أوامر الشراء والبيع.  
- انخفاض درجة سيولة أسواق الأوراق المالية العربية ويستدل على ذلك بانخفاض قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم.

- ارتفاع درجة تركيز التداول<sup>1</sup>: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعانى كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، كما يشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما:

- **الأول:** احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.
- **الثاني:** انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سيما أسهم شركات القطاع العام.

الجدول (11): نسبة تركيز أنشط عشر شركات على المستوى العربي

الدولة	نسبة التركيز (يونيو 2000 )
الأردن	72
مصر	28.7
المغرب	70.4
السعودية	77.3
عمان	45
الكويت	54.5

المصدر: وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات " دراسة حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص: 5.

يوضح الجدول السابق نسب التركيز لأكبر عشر شركات عربية تطرح أسهمها للتداول في مختلف أسواق الأوراق المالية العربية، وغالبا ما تكون هذه الشركات تعمل بقطاع المحروقات والأغذية والبناء.

<sup>1</sup> وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات " دراسة حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص: 45.

### الفرع الثالث: أسباب ضعف أسواق الأوراق المالية العربية

إن نشاط أسواق الأوراق المالية في الدول العربية الذي يتسم بالحدثة يعكس كفاءتها وحجم المعاملات التي تتم من خلالها وكذلك صغر حجم السوق وضيق نطاقها وافتقارها إلى عراقة التقاليد الرشيدة للمعاملات الاستثمارية كلها أسباب جعلت من هذه الأسواق تصنف ضمن الأسواق النامية وتتسبب في ضعفها وهشاشة نظامها.

كما أن أسباب ومظاهر ضعف أسواق الأوراق المالية العربية تتعدد تبعا لإختلاف الظروف

الاقتصادية والسياسية والاجتماعية لكل سوق، ويمكن إجمالها بشكل عام في التالي:<sup>1</sup>

- الصغر النسبي لحجم المشروعات في المنطقة العربية وبالتالي سهولة تمويلها من عدد قليل من الأفراد وأصحاب الدخل والثروات الكبيرة.

- الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة، ويبدو ذلك جليا في حالة توسع الشركات الناجحة في نشاطها، حيث يفضل كبار المستثمرين الذين قدموا رأس المال الأصلي خفض نسبة الأرباح الموزعة وتكوين احتياطات وإعادة استثمارها في نفس المشروع المقبل أو زيادة رأس المال.

- تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالسوق المالية في المدى الطويل، وخاصة الفرد العادي الذي يخشى من توظيف مدخراته في الأوراق المالية.

- توظيف بعض البنوك وشركات التأمين والاستثمار لجانب كبير من أموالها في الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى السوق المالية المحلية.

### المطلب الثاني: محاولات إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية

إن عمليات وأساليب تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات التي تأسست في وقت وبيئة مختلفة عن ما هو مفروض في الوقت الحاضر، ينبغي أن يهدف إلى تحقيق درجة عالية من الاستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري الذي يمس هذه الأسواق، في ظل ازدياد المنافسة بين الأسواق المالية العالمية ومواكبة التطورات في تقنية التداول المستخدمة على مستوى هذه الأسواق، وفي هذا الإطار جاءت بعض الإصلاحات التي شهدتها بعض الأسواق العربية منها بورصة تونس للأوراق المالية سنة 1989، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء سنة 1992، كما شهدت البورصة المصرية وبورصة بيروت مجموعة من الإصلاحات سنة 1995.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، البورصات والأسواق المالية " دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية"، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014، ص: 149.

### الفرع الأول: الإصلاحات التي مست أسواق الأوراق المالية العربية

نظرا لأهمية دور الأسواق المالية في التطور الاقتصادي لأي دولة وتوفير التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية المختلفة وبالتالي المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي، فقد شهدت صناعة الأوراق المالية تطورات هامة وكبيرة خلال فترة زمنية قصيرة ومن كافة النواحي، حيث شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات تقنية هائلة خلال السنوات الأخيرة من حيث مكننة كافة أعمالها وخاصة تطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية والمقاصة، وصاحب هذه التطورات ثورة كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات ونشر المعلومات خاصة عبر شبكة الأنترنت، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة للحاق بركب هذه التغيرات...، ونظرا للاهتمام الدولي في هذا المجال فقد قامت المنظمة الدولية لهيئات أسواق رأس المال IOSCO، بإصدار ما يعرف بالمبادئ الثلاثين التي شددت على ضرورة إيجاد أسواق عادلة وكفؤة وشفافة توفر الحماية للمستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية وذلك خلال إنشاء هيئة رقابية تخضع لرقابتها جميع الأطراف المشاركة في السوق من بورصات ومراكز إيداع ومصدري الأوراق المالية والوسطاء الماليين، ولقد أدركت أسواق الأوراق المالية العربية أهمية تبني هذه التطورات لمواكبة المرحلة المقبلة ومواكبة التطورات الدولية بهدف إيجاد أسواق عربية على درجة عالية من الحداثة والتطور تلبي متطلبات المستثمرين المحليين والدوليين.<sup>1</sup>

وتضمنت معظم تلك الإصلاحات وغيرها السعي لتحقيق المبادئ التالية<sup>2</sup>:

- **تعزيز الإيداع الوطني:** لتنمية وتشجيع الإيداع صدرت العديد من التشريعات والقوانين التي تؤكد على سلامة المعاملات ودقتها، وتوفير الحماية اللازمة للمدخرين واستقرار التعامل في الأوراق المالية.
- **تنظيم الوساطة:** تضمنت الإصلاحات الجديدة تنظيم الوساطة في السوق لتكون قادرة على تسيير المحافظ المالية وتقييم أداء الشركات ومساعدة المتعاملين على اتخاذ قراراتهم، حيث كانت قبل هذه الإصلاحات السماسرة والأفراد هم من يتولى القيام بهذه المهمة في كل من السوق المصرية واللبنانية، في الوقت الذي كانت البنوك تحتكر هذا العمل في كل من تونس والمغرب، وهو ما اختلف بعد صدور هذه التشريعات الجديدة في مجال الوساطة ففي تونس تم الفصل بين مهنة الوساطة والنشاط المصرفي، أما في المغرب لم تعد البنوك التجارية تمارس مهنة الوساطة، بينما تأسس في السوق المصرية لأول مرة شركات للوساطة، وتمارس هذه الشركات عملها إلى جانب البنوك التجارية في سوق الأوراق المالية، وتنفرد بهذا الدور في بورصة البحرين وسوق مسقط وسوق الكويت للأوراق المالية شركات ومكاتب الوساطة دون السماح للبنوك التجارية القيام بهذه المهمة.

<sup>1</sup> سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية " فرص التكامل والتنافس"، مداخلة مقدمة للملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني بعنوان " أسواق رأس المال الصاعدة ... نظرة مستقبلية"، 27 أكتوبر 2008، فلسطين والأردن، ص: 3.

<sup>2</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص ص: 269، 271.

- **نظام الوساطة:** أدخلت التعديلات الجديدة نظام المقاصة لأول مرة، وقد أخذت سوق الكويت للأوراق المالية بهذا النظام في عام 1987 حيث كانت الشركة الكويتية للمقاصة تقوم نيابة عن السوق بتسوية الإلتزامات المترتبة للمتعاملين اتجاه بعضهم البعض خلال ثلاثة أيام، وتطور هذا النظام بعد عام 1988 لتتم المقاصة بين المتعاملين يوميا، وفي السوق المغربية نص القانون الجديد لعام 1993 على أن يعهد إلى شركة مختصة بتنظيم المقاصة وتسليم السندات ووسائل الأداء على أن تعقد جلسات التسليم مرة في الأسبوع على الأقل، ويجب أن تقوم شركات البورصة بالتسليم الفعلي للسندات إلى الأمرين بالسحب بعد إبرام المعاملة بـ 21 يوما على أقصى تقدير، أما في السوق المصرية فقد أجاز القانون إنشاء شركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية بالبورصة، يكون غرضها تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية والتداول بها بواسطة شركات الوساطة.

- **تطوير نظم التداول المطبقة في السوق:** ظل نظام التداول في البورصات العربية حتى وقت قريب يتم وفقا لنظام المزايدة المكتوبة حيث يتم التعامل من خلال تسجيل العروض والطلبات على اللوحات المعتمدة في قاعات التداول، غير أن البورصات العربية خطت مؤخرا بعد الإصلاحات التي شهدتها نحو تدويل نظام التداول القائم إلى تداول آلي باستخدام الحسابات الآلية والتقنيات الحديثة، وقد تم إعادة اعتماد هذا النظام في سوق الكويت وسوق لبنان في كافة مراحل عملية التداول بهدف تحقيق العدالة بين المتعاملين، أما سوق عمان المالي وبورصة القاهرة للأوراق المالية وبورصة مسقط وتونس والمغرب فإن النظام المعمول به شبه آلي حيث يشمل جانبين أحدهما يدوي والآخر آلي فبعد إتمام الصفقة من قبل الوسيط يتم اعتماد الكمبيوتر لتنفيذها.

- **الإفصاح المالي:** راعت جميع الإصلاحات الجديدة التأكيد على أهمية الإفصاح المالي، ذلك أن من بين شروط حرية السوق وضمان الفرص المتكافئة والقضاء على محاولات الغش والتلاعب وأن يتوفر لجميع المتعاملين قدر كاف من المعلومات والبيانات بصورة عامة، وقد كانت الأسواق العربية تفتقر إلى النصوص الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات وبسير أعمالها وكشف موازاناتها وحساب الأرباح والخسائر لديها، إلا أن التشريعات الجديدة المتعلقة بجميع البورصات العربية ألزمت الشركات عند إصدار أوراقها المالية الإفصاح عن وضعها المالي وتطالب الشركات بتقارير دورية وقوائم مالية سنوية تنشر في الصحف المحلية وذلك عن طريق نشرات الإكتتاب المعتمدة من هيئة سوق المال في البورصات.

#### الفرع الثاني: نتائج الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية

يعد التحول إلى اقتصاد السوق وفتح المجال للقطاع الخاص من الأسباب المباشرة لانتعاش نسبي في هذه الأسواق، كما كان لعلميات الخصخصة التي باشرتها العديد من الدول العربية دور قوي في نمو عدد من الأسواق المالية العربية، وعلى سبيل المثال أشار تقرير صدر في سنة 2002

حول الاستثمار في مصر إلى أن سوق المال في مصر نمت بشكل سريع حتى أصبحت من أفضل أسواق رؤوس الأموال في البلدان النامية خلال الفترة 1994-1997 بفضل الخصصة، وذلك بالاستناد إلى مؤشر المجموعة المالية المصرية، وهو مؤشر رسملة للأسهم المتداولة علانية في البورصة. وقد بلغ معدل النمو السنوي 157.5% سنة 1994، ثم انخفض إلى 19% سنة 1995 عندما تباطأ سير عملية الخصصة، ليرتفع بعدها إلى 40% (مقارنة بسنة 1994) بعدما تم بيع عدة شركات حكومية.<sup>1</sup>

أسفرت نتائج إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية عما يلي:<sup>2</sup>

- تحديد واضح لدور البورصة من حيث كونها آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة.

- تنظيم مهنة الوساطة، حيث نصت التشريعات الجديدة على ضرورة أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم ووضعت مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات.

- إنشاء مؤسسات الخدمات المكملة في السوق وهي على وجه التحديد شركات المقاصة والحفظ المركزي.

- الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة، لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص وإعطاء الدور الرقابي والتشريعي للحكومة يعمل على فصل الدورين وبالتالي تفعيل الرقابة مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية مع الأخذ في الاعتبار إن كان الدور الحكومي في البورصة يمكن قبوله في بداية تطور سوق المال لكن من الصعب قبوله إلى ما لانهاية لأنه يتناقض مع طبيعة اقتصاد السوق الذي تعد البورصة أحد أعمدته الرئيسية.

- تطوير نظام التداول في السوق، حيث تم تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي باستخدام الحاسبات الآلية وقد تم توسيع نظام التداول الإلكتروني المستخدم بشكل تدريجي ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة وتسود البورصات العربية حالياً أنظمة تداول آلي متطورة وأجهزة ذات كفاءة عالية للتسوية، خاصة في أسواق الكويت، السعودية، مصر، تونس وعمّان.

- الالتزام بالإفصاح المالي للقضاء على محاولات الغش والتلاعب وتوفير قدر كاف للمتعاملين من المعلومات والبيانات.

<sup>1</sup> ربح حسين، دور الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات " حالة البلدان العربية"، مرجع سابق، ص: 9.  
<sup>2</sup> بهوري نبيل، واقع أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص الاقتصاد والمالية الدولية، جامعة المدينة، الجزائر، 2010-2011، ص: 158.

- انعكست الإصلاحات الشاملة التي خضعت لها البورصات العربية مع بداية التسعينات على أداء هذه البورصات، وذلك من خلال قيمة التداول وعدد الشركات المدرجة وسرعة دوران الأسهم والقيمة الرأسمالية للسوق، وهذا يظهر في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة فقد سجل حجم التداول حوالي 25 مليون دولار عام 1984 ارتفع 545 مليون دولار عام 1996، وهو ما نلاحظه في السوق المصرية حيث بلغت قيمة التداول فيها 8137 مليون جنيه عام 1996 مقابل 63 مليون جنيه عام 1985.

### المطلب الثالث: استعراض بعض أسواق الأوراق المالية العربية

لقد ظهرت في العقود الأخيرة من القرن الماضي توجهات من الحكومات والاقتصاديات العربية نحو تغيير نمط التمويل واعتماد أسلوب أسواق الأوراق المالية لتوفير كافة المتطلبات المالية التي يحتاجها الاقتصاد من جهة، وضرورة مواكبة التطورات الاقتصادية والمالية العالمية في باقي دول العالم المتقدمة من جهة أخرى، وذلك من خلال الإهتمام بإنشاء سوق للأوراق المالية ومحاولة تطويرها وتفعيل نشاطها فضلا عن الأسواق القليلة القائمة والتي تزاول نشاطها منذ مدة من الزمن في المنطقة العربية مثل بورصتي القاهرة والإسكندرية وسوق عمّان للأوراق المالية.

### الفرع الأول: أسواق الأوراق المالية في منطقة الخليج العربي

تعتبر أسواق الأوراق المالية الخليجية متباينة من حيث النشأة ومزاولتها لنشاطها الفعلي، فنجد أن سوق الكويت للأوراق المالية هو أقدم هذه الأسواق وأعرقها وبعد إنشائه توالى عمليات إنشاء للأسواق في أغلب الدول المجاورة نظرا للحاجة الاقتصادية لها، وفيما يلي سوف نتعرف على أهم هذه الأسواق.

#### أولا: سوق الكويت للأوراق المالية

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952 كأول شركة مساهمة كويتية، في العقود التالية أصدرت حكومة الكويت عددا من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، والتي بلغت ذروتها عام 1983 مع صدور مرسوم أميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية، والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها.<sup>1</sup> ويتولى إدارة السوق لجنة تتشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:<sup>2</sup>

- مدير السوق ويكون نائبا للرئيس ومتفرغا للعمل.

<sup>1</sup> ديماء وليد حنا الربضي، الأسواق المالية " تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجريبية العربية"، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2015، ص: 101، 102.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 217.

- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
  - عضو بمثل بنك الكويت المركزي.
  - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
  - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- أما فيما يخص إجراءات المقاصة والتسوية التي تتم في السوق والتي تسمح للمستثمرين بتسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول T+2 إذ يجب على المستثمرين أن يسددوا قيمتها ويجب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.<sup>1</sup>
- وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال، التي أنشئت بموجب القانون الجديد الذي تم التوقيع عليه من قبل أمير البلاد والذي دخل حيز التنفيذ في 28 فيفري 2010. وكانت الكويت رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية ففي نوفمبر 1995 طبقت البورصة أول نظام للتداول الإلكتروني، وفي أكتوبر 1998 تم ادخال السوق الآجل، وفي 2003 تم ادخال سوق البيوع المستقبلية، وفي نوفمبر 2003 طور نظام التداول الإلكتروني.
- وفي مارس 2005 تم تطبيق سوق الخيارات، وفي أواخر عام 2009 وقع سوق الكويت للأوراق المالية عقد شراكة مع مجموعة ناسداك أو أم إكس والذي بموجبه تم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد " X – stream"، ونظام الرقابة الآلي " SMARTS"، كما تمت الإستفادة من نقل المعرفة والخبرة من مجموعة واسعة خبراء ناسداك أو أم إكس في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة، وقد تم تنفيذ نظام الرقابة الآلي " SMARTS" في ماي 2010، وكذلك المرحلة الأولى من تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد " X – stream" في ماي 2012، وفي إطار ترتيبات الشراكة هذه تم انجاز عدد من الدراسات والمبادرات التي تركز على دعم سوق الكويت للأوراق المالية سعياً لتحقيق أقصى امتثال ممكن للمعايير الدولية وأفضل الممارسات في مجال أنشطة الأوراق المالية.
- " واستمر ازدهار السوق خلال عام 1981 وحتى منتصف عام 1982 حيث حدثت أزمة سوق المناخ، ونظراً للآثار التي أحدثتها الأزمة فقد اتجه التفكير إلى إعادة تنظيم السوق وفقاً لضوابط وقيود محددة ليكون قادراً على القيام بدوره الحقيقي في مجال تطوير الاقتصاد الوطني، وجاءت الإصلاحات تقضي بإعادة تنظيم السوق وتمتعه بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحق التقاضي."<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 218.

<sup>2</sup> عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 184.



وبناء على قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم (1) لسنة 2007 بشأن إدراج الشركات المساهمة في السوق فإنه يجب توافر الشروط التالية:<sup>1</sup>

- أن يكون رأسمال الشركة المصدر مدفوع بالكامل، وأن لا يقل عن 10 ملايين دينار كويتي أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية.
- لا يقل إجمالي حقوق المساهمين في كل سنة من السنوات الثلاث الأخيرة عن 115 % من رأسمال المدفوع، وذلك بناء على البيانات المالية السنوية المدققة من طرف مراقب الحسابات بكل تاريخ طلب الإدراج.
- تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين، وأن لا يقل صافي ربح السنة عن 7.5 % من رأس المال المدفوع.

- إذا كان طلب إدراج مقدماً من شركة مقفلة زاد رأس مالها بنسبة أكبر من 50 % فيجب أن يكون قد انقضى على هذه الزيادة سنة من تاريخ التأشير في السجل التجاري.
- إذا كان طلب الإدراج مقدم من شركة مقفلة غيرت كيائها القانوني من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة مقفلة، فيجب أن يكون قد انقضى على هذا التغيير ثلاث سنوات من تاريخ التأشير في السجل التجاري بقرار التحويل.
- تلتزم الشركة بسداد رسم قدره عشرة آلاف دينار كويتي، ورسم اشتراك سنوي بواقع نصف بالآلاف 0.05 % من رأس المال المدفوع للشركة وبما لا يتجاوز خمسون ألف دينار كويتي.
- على الشركة أن تقوم باستيفاء إجراءات الإدراج في السوق، خلال ثلاثة شهور من تاريخ إخطارها بموافقة السوق على تسجيلها، وتعتبر هذه الموافقة لاغية في حالة عدم التقيد بهذه المدة.

ثانياً: سوق الأسهم السعودي " تداول "

يمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم السعودي في نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، حيث نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة، قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر مرسوم رقم 1230 / 8 يقضي بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية اعتباراً من نوفمبر 1984، فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> رشام كهيبة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، 2008، ص ص: 84، 85.

<sup>2</sup> عماد صالح سلام، مرجع السابق، ص ص: 196 ، 198 .

يبلغ رأس مال سوق الأسهم السعودي " تداول " (1,200,000,000) ريال سعودي مقسم إلى (120,000,000) سهم، جميعها متساوية القيمة وتبلغ القيمة الاسمية لكل منها 10 ريالات سعودية، وجميعها أسهم نقدية اکتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة.<sup>1</sup>

وقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت كمايلي:<sup>2</sup>

- **المرحلة الأولى 1954 حتى أوائل الثمانينات:** حيث بلغ عدد الشركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1.7 مليون ريال وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

- **المرحلة الثانية أوائل الثمانينات – 2003:** تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983 وصدر المرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابة على مستوى سوق الأسهم.

- **المرحلة الثالثة 2003 – 2005:** تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة.

وشركة مركز إيداع الأوراق المالية "مركز الإيداع" شركة شخص واحد مساهمة مغلقة، مملوكة بالكامل لشركة السوق المالية السعودية (تداول)، هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها وفق نظام السوق المالية والأنظمة والقواعد ذات العلاقة.<sup>3</sup>

يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) "النظام" الصفة النظامية والأهداف والمسؤوليات المناطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية، وتعتبر السوق هي المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق.<sup>4</sup>

أما فيما يتعلق بالشروط ومتطلبات الإدراج:<sup>5</sup>

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي.

<sup>1</sup> متاح على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودي:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about>. le 09/05/2017.

<sup>2</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص: 187، 188.

<sup>3</sup> متاح على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودي:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about>. le 09/05/2017.

<sup>4</sup> المرجع السابق.

<sup>5</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 214.

- فيما يخص الأسهم النقدية التي تكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين.  
- أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

ويقتصر الاكتتاب كقاعدة عامة في الأوراق المالية المصدرة محليا على المواطنين السعوديين بإستثناء الشركات السعودية المشتركة مع مواطنين من دول الخليج، وغير مسموح لشركات الوساطة العربية ولا يمكن لها أن تدخل السوق سواء لضمان اصدارات الشركات السعودية أو لبيع ما عندها من اصدارات لأوراق مالية عربية...، أما عن مدى انفتاح السوق الثانوية عربيا من الخارج إلى الداخل فلا يسمح نظام تداول الأسهم للمستثمرين العرب بالتداول في أسهم الشركات السعودية، كما لا يسمح بإدراج أوراق مالية عربية في السوق الثانوية السعودية، أما بالنسبة لمدى انفتاح السوق عربيا من الداخل إلى الخارج فلا توجد أي قيود أو شروط تحد من حرية المستثمر السعودي في تحويل أمواله واستثمارها خارج المملكة في مختلف المجالات إذا لا يوجد نظام للرقابة على النقد.<sup>1</sup>

بدأ السوق في عام 1990 بتطبيق نظام التداول الإلكتروني متكامل حيث تم تحديثه في عام 2001 بجيل جديد من أنظمة التداول سمي " تداول"...، وعرفت سوق الأسهم السعودية عام 2007 تطبيق نظام التداول الجديد الذي يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة أثناء فترة التداول اليومية مقابل 400 ألف صفقة في النظام القديم...، وتتصف سوق الأسهم السعودية بقلة الشركات المدرجة في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدودا نسبيا بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة وهو ما يعبر عنه بضيق السوق الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم، وهذا بسبب ضيق قاعدة السوق إلى محدودية الأسهم القابلة للتداول ولا سيما أسهم الشركات الكبرى لأن الأسهم المملوكة للحكومة لا يتم تداولها إضافة إلى سيطرة بعض كبار ملاك على جزء كبير من ملكية الشركات مما يحد من كمية الأسهم المتداولة ويبعد 70 % من حجم السوق عن التداول.<sup>2</sup>

ويتم تسوية الأوراق المالية المدرجة في نظام الإيداع والتسوية ومقاصتها بطريقة إلكترونية فالنسبة للأسهم ووحدات صناديق المؤشرات المتداولة تكون التسوية آنية T+0. أما بالنسبة لأدوات الدين فتكون بعد يومين من تاريخ تنفيذ الصفقة T+2.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أنطوان الماشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 246 ، 247 .

<sup>2</sup> ديماء وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 103 ، 104 .

<sup>3</sup> نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2015/2014، ص: 122.

### ثالثا: سوق مسقط للأوراق المالية

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1988 ككيان واحد لممارسة أدوار الرقابة والتداول والإيداع المركزي، وقد حدد مرسوم إنشائه كيفية تنظيم السوق ليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في سلطنة عمان، وظلت السوق عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافه الإشراف على سير عمليا بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصوليا، وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها لخدمة جمهور المستثمرين، إلى أن أصبح سوق مسقط كيانا قانونيا لوحده يتمتع بالشخصية الاعتبارية ويستمد شرعيته من المرسوم رقم 80 / 98 الذي نص على أن يتم تداول وقيود الأوراق المالية في سوق مسقط للأوراق المالية.

وبالتالي فقد تم في عام 1998 الفصل بين البورصة وشركة الإيداع المركزي والسلطة الرقابية حيث توجد جهات منفصلة لكل منها شخصية اعتبارية قائمة بذاتها، وكان السبب في إعادة الهيكلة هو الفصل بين تلك الأجهزة وتوضيح أهداف ووظائف كل منها لتكون واضحة وأكثر فاعلية. وفي مجال تقنية المعلومات أكملت السوق اجراءاتها المتعلقة باستبدال نظام التداول المستخدم منذ عام 1998 بنظام آخر أكثر حداثة وكفاءة ويعمل وفقا للمعايير الدولية المطبقة في الأسواق المتقدمة ويتمشى مع تطلعات السوق في تطوير صناعة الأوراق المالية في السلطنة وقد تم تشغيل نظام التداول الإلكتروني من شركة أتوس يورونيكتست وهو نظام فرنسي متطور يضمن توفير البيانات والمعلومات بشكل فوري للجهات الرقابية لتمكينهم من تفعيل دورها الرقابي على التعاملات في السوق، كما يقوم هذا النظام ببث بيانات التداول بشكل فوري لجميع المستخدمين.<sup>1</sup>

### رابعا: سوق البحرين للأوراق المالية

تتمتع سوق البحرين للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة التي تجيز لها أهلية التصرف كشخص اعتباري مستقل، كما أن للسوق موارد ذاتية مستقلة تتكون من رسوم قيد الشركات والوسطاء ورسوم تداول الأوراق المالية.

أما بالنسبة لإدارة السوق فقد نصت المادة رقم ( 5 ) من قانون السوق بقيام وزير التجارة والزراعة رئيسا لمجلس إدارة السوق وعضوية كل من " ممثل عن وزارة التجارة والزراعة نائبا للرئيس، ممثل عن وزارة المالية والاقتصاد، ممثل عن مؤسسة نقد البحرين، ممثلين عن بنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يتم اختيارهم عن طريق رئيس المجلس، ثلاثة أعضاء مرشحين من قبل غرفة التجارة والصناعة من ذوي الخبرة والكفاءة "، بحيث يقوم المجلس بوضع السياسات الإستراتيجية

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص : 104 ، 106 .

العامة للسوق ووضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية وإدراج أدوات الدين في السوق وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بها والنظر في طلبات كل من صانعي السوق والوسطاء لقيدهم بالسوق وإدراج الأسهم التابعة للشركات أو السماح بتداول أي أوراق مالية في السوق، ( سواء كانت هذه الشركات مدرجة بالسوق أو غير مدرجة بشرط الموافقة مجلس إدارة السوق).<sup>1</sup>

" ويسمح السوق بإدراج الشركات غير البحرينية، وتعتبر البحرين الدولة الأولى في الخليج التي سمحت لغير مواطنيها سواء كانوا مقيمين أو غير مقيمين بتملك وتداول أسهم الشركات المدرجة في السوق...، ويقوم سوق البحرين للأوراق المالية بنشر تحليل مقارن للميزانيات العامة للشركات المدرجة في السوق، ونشر البيانات المتعلقة بتغيرات أسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية من خلال الصحف المحلية والخليجية والعربية، كما يعمل السوق على توفير البيانات والمعلومات عن تحركات الأسعار وأحكام التداول في أسهم الشركات المدرجة، وذلك من خلال نظام رويترز للمعلومات وباستخدام شبكة الانترنت لحظة حدوث هذه التغيرات في قاعة التداول مما يساعد المستثمرين والمتعاملين على الوقوف بشكل فوري على تغيرات الأسعار في السوق ومساعدتهم على اتخاذ قراراتهم بشكل سريع ومتكافئ سواء كانوا داخل البحرين أو خارجها".<sup>2</sup>

#### خامسا: بورصة قطر

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 والتي سميت فيما بعد "ببورصة قطر" وبدأت عملها رسميا في عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج، وفي عام 2009 قامت شركة قطر القابضة وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار بتوقيع اتفاقية NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، وتعتمد البورصة نظام تداول إلكتروني.<sup>3</sup>

وتمارس بورصة قطر وظيفتين أساسيتين تتمثل **الوظيفة الأولى** في القيام بدور الهيئة الرقابية حيث تقوم بالإشراف على المعلومات التي تم الإفصاح عنها من قبل الشركات المساهمة المدرجة، وكذا الرقابة على عمليات التداول التي تتم داخل قاعة السوق والرقابة على أعمال وسطاء السوق وأقسام المساهمين في الشركات المساهمة، أما **الوظيفة الثانية** فتتمثل في القيام بدور البورصة من خلال تنفيذ الأعمال المتعلقة بتداول الأوراق المالية، وتوفير الخدمات التي توفرها البورصة سواء ما

<sup>1</sup> مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2013، ص: 201.

<sup>2</sup> عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 204.

<sup>3</sup> ديماء وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 111.

يتعلق منها بتوفير قاعة للتداول وما يتبعها من تجهيزات أو بنشر المعلومات والأسعار عن عمليات تداول أسهم الشركات المدرجة بصورة فورية ومستمرة.<sup>1</sup>

#### سادسا: سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية

تم تأسيس كل من سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية عام 2000، ويهدف كلا السوقين إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

وتتألف إدارة سوق أبوظبي للأوراق المالية من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لثلاث سنوات.

كما يعمل سوق دبي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أي حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأي أدوات مالية سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي.

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في المنطقة وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، كما يعتبر سوق دبي المالي سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم، ويعمل هذا السوق اعتمادا على نظام تداول إلكتروني.<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني: أسواق الأوراق المالية في منطقة دول الشام

سوف يتم التعرف في هذا الجزء على أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وتحديدا دول الشام من المنطقة العربية وما يميز هذه الدول أنها تتمتع بالحرية الاقتصادية وتعاني من عجز مالي في وقت واحد، ومن أهمها سوق الأوراق المالية في الأردن وسوق الأوراق المالية اللبناني إذ تعتبر من أقدم الأسواق المالية في المنطقة وأكثرها انفتاحا.

#### أولا: سوق عمان المالي

إن الاقتصاد الأردني ملتزم بالاقتصاد الحر ويقوم بتشجيع المبادرات الخاصة وتتدخل الحكومة في المشاركة في تنفيذ المشاريع الصناعية الكبرى وتقديم الحوافز وتهيئة الأجواء الملائمة للاستثمارات

<sup>1</sup> عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 215 .

<sup>2</sup> ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 108 ، 110 .

الخاصة، وبناء على هذه التوجهات بدأت السلطات الحكومية الأردنية بالتوجه نحو تأسيس سوق خاص يحكم التعاملات المالية والتعامل بالأدوات المماثلة في الأسواق العربية والدولية.<sup>1</sup> إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير في إنشاء سوق مالية في عمان، وجاء تقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 لعام 1976 والذي بموجبه أنشأت سوق عمان المالية والتي باشرت نشاطها في بداية عام 1978، ولقد صدرت عدة قوانين وقرارات بشأن تأسيس سوق عمان المالية وتطويرها أهمها 1976 و 1990 و 1997 ، وبموجب قانون 1997 " قانون الأوراق المالية" تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسية تتمتع باستقلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية، وفي هذا الإطار تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا، وهذه المؤسسات الثلاث هي<sup>2</sup>:

- **هيئة الأوراق المالية:** وهي مؤسسة رقابية تعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين وضمان الكفاءة الاستثمارية والشفافية في المعلومات مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية.
- **سوق الأوراق المالية ( بورصة عمان ):** وهي مؤسسة خاصة تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية.
- **مركز إيداع الأوراق المالية:** وهي مؤسسة تتولى دور التوثيق ومهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

وقد تم ادخال التقنية الحديثة على أعمال السوق على مرحلتين، فالمرحلة الأولى تم انجازها عام 1991 حيث تم ادخال أجهزة الحاسوب إلى دائرتين من دوائر السوق ومن ثم إنشاء نظام الأسهم والسندات إلى الحاسوب في قاعة التداول يتم في هذا النظام ادخال عقود القاعة الخاصة بتداول الأسهم والسندات إلى الحاسوب مع إجراء الرقابة اللازمة على أوامر التداول أثناء ادخال العقود، أما المرحلة الثانية وهي عملية ادخال نظام الحاسوب لبقية دوائر السوق، وما بعد القاعة وقاعدة معلومات كبيرة وعمليات التداول المستثناة من القاعة وأنظمة دائرة الشؤون الإدارية والمالية، وأيضا إنشاء نظام بث تلفزيوني كامل لعملية التداول داخل قاعة السوق.<sup>3</sup>

وظلت بورصة عمان مواكبة للتطورات التقنية والتنظيمية العالمية في مجال البورصات، حيث أنه وفي عام 2009 تم ادخال نظام التداول الإلكتروني المعروف بـ NSC V900 ويذكر بأن النسخة

<sup>1</sup> وليد صافي، أس البكري، مرجع سابق، ص: 74 .

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 302 ، 303 .

<sup>3</sup> حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية " بورصة الأسهم والسندات المالية"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص:

الجديدة من نظام التداول تأتي لتطوير عمليات التداول في البورصة وزيادة القدرة الاستيعابية لنظام التداول الإلكتروني، فضلا عن كونها ربطت نظام التداول الإلكتروني بأنظمة رقابية وأخرى خاصة بنشر المعلومات التي تعد من أهم المؤثرات على حجم التداول.<sup>1</sup>

ويتم إدراج أي ورقة مالية في البورصة بعد التحقق من ما يلي<sup>2</sup>:

- تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة.
- إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية.
- عدم وجود أي قيود على نقل ملكية الورق المالية المعنية.
- وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.

### ثانيا: سوق فلسطين للأوراق المالية<sup>3</sup>

تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو)، والتي تشكل المساهم الأكبر في شركة سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث قدمت باديكو دراسة شاملة حول إقامة هذا السوق وحصلت مقابلها على موافقة من وزارة المالية للمباشرة في إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس.

وفي 7 نوفمبر 1996 تم التوقيع على اتفاقية تشغيل السوق وبدأ الافتتاح والتداول الفعلي في السوق الرسمي للأوراق المالية في فيفري 1997، ويخضع السوق وشركات الأوراق المالية لإشراف ورقابة وزارة المالية.

ويعتمد سوق فلسطين للأوراق المالية على أنظمة إلكترونية لتداول الأوراق المالية والرقابة والتسوية، وبشكل يكفل السرعة والدقة في انجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق عند الإفتتاح 9 شركات وارتفع الى 20 شركة مع نهاية عام 1998 .

### ثالثا: بورصة بيروت

" تعد بورصة بيروت من أقدم البورصات في العالم العربي وهي ثاني سوق للأوراق المالية تم انشاءه بعد بورصتي القاهرة والإسكندرية"، وتأسست هذه السوق عام 1920 ولم تهتم في بداية عهدها إلا بعمليات الذهب، نظرا لقلّة عدد الشركات المساهمة في السوق، ولم يتبلور دورها الحقيقي كسوق للأوراق المالية إلا في عام 1954 عندما صدر قانون جديد لسوق الأوراق المالية ألحق به نظام داخلي ينظم عملياتها، ورغم صدور عدة قوانين توالّت خلال الأعوام 1959، 1961، 1967، فإن سوق بيروت لا زالت سوق نقدية ولا زالت سوق صغير من سوق المال في لبنان رغم توافر الإمكانيات

<sup>1</sup> ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 101 .

<sup>2</sup> رشام كهينة، مرجع سابق، ص: 94.

<sup>3</sup> عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 222 ، 223 .



الكبيرة والمتعددة، وقد تم إعادة افتتاح سوق بيروت للأوراق المالية خلال عام 1995 وفق أحدث الأسس والأساليب.<sup>1</sup>

ففي عام 2002 اعتمدت بورصة بيروت نظام تداول جديد يركز على نظام مختلط يتضمن نظام التداول المستمر ونظام تثبيت السعر كما شهد العام 2000 تعديل النظام الداخلي مما يسمح ادراج وتداول صكوك مالية جديدة في بورصة بيروت ومنها الـ GDR، الأسهم التفضيلية وأسهم الأولوية، وفي عام 2003 اعتمدت البورصة نظام تداول جديد مصمم من قبل البورصة الأوروبية Atos Euronext تحت اسم NSC – Unix. وفي نهاية 2006 أطلقت بورصة بيروت نظام تداول جديد عن بعد، يسمح للوسطاء بتداول الصكوك المدرجة على بورصة بيروت عن بعد من مكاتبهم الخاصة، وفي عام 2008 قررت بورصة بيروت الإجازة باعتماد التداول الإلكتروني عن بعد على بورصة بيروت عبر الانترنت وذلك حصرا من خلال شركات الوساطة المعتمدة في البورصة.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: أسواق الأوراق المالية في دول شمال افريقيا

سوف نركز الدراسة في هذا الجزء من البحث على أسواق الأوراق المالية المتواجدة في دول شمال افريقيا، حيث كان لدولة مصر السبق في إنشاء مثل هذه الأسواق إذ كانت بورصة الإسكندرية أول بورصة عربية ورابع بورصة على المستوى العالمي، وسوق الأوراق المالية بتونس والجزائر وبورصة الدار البيضاء بالمغرب.

#### أولا: البورصة المصرية<sup>3</sup>

تتكون سوق مصر المالية من سوقين تقع إحدهما في القاهرة والأخرى في الإسكندرية وتدار من قبل مجلس واحد للإدارة وتخضعان لنفس الأنظمة، علما بأن سوق الأوراق المالية في مصر أسست أولا في الإسكندرية عام 1883 وثم في القاهرة عام 1898 وفي عام 1909 صدر القرار ( العالي ) بشأن بورصة القاهرة.

لقد صدرت عدة قوانين وقرارات حول أنظمة وإجراءات وتنظيمات التعامل في السوق المالية في مصر أهمها في الاعوام : 1909 و 1933 و 1953 و 1957 و 1977 و 1992 و 1997 ومن الملاحظ أن سوقي القاهرة والإسكندرية كانتا نشطتين في بداية نشوئها لوضع سنوات قبل الحرب العالمية الأولى ومن ثم الأربعينات ولكنهما قد تعطلتا بشكل كبير خلال سنوات الفترتين ( 1933 – 1916 ) و ( 1961 – 1992 ) وذلك بسبب ظروف الحرب العالمية الأولى وما تلتها من مشكلات

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية " الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، عالم الكتب، مصر، 2003 ، ص 67 ، 68.

<sup>2</sup> ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 114 ، 115.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 300 ، 301 .

سياسية وتأثيرات الأزمة العالمية الكبرى في الفترة الأولى وبسبب سياسات التخطيط المركزي والتحولت الإشتراكية و ثم غموض النظام الاقتصادي وعدم تكامل تشريعاته في الفترة الثانية.

وظلت حركة التطور في بورصتي القاهرة والاسكندرية، حتى اصبحتا مجتمعتان من أفضل 5 بورصات في العالم في الأربعينات، ومع قيام ثورة 1952 وبدء حركة تأميم القطاع الخاص والاتجاه إلى الاشتراكية فقد تراجع دورهما بشكل كبير فقد تضاؤل دور البورصة المصرية بصورة كبيرة، وذلك حتى التسعينات من القرن العشرين، وفي بداية التسعينات بدأت مصر بتطبيق 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 الخصخصة والذي تم طرح عدد كبير من الشركات من خلال البورصة مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصري، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى في العهد الحديث، وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاوله عملها ثم تلى ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتان مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين<sup>1</sup>.

وهكذا بقي واقع السوقين الماليين بين نشاط وركود وتعطل حتى اعتمدت الحكومة المصرية إصلاحات هيكلية أساسية في التسعينات فإزداد الإنفتاح على الاقتصاد العالمي وتعاضد دور القطاع الخاص في التبادلات الحرة وصدرت عدة تشريعات لتشجيع الاستثمار وأهمها في العامين 1992 و 1997، ففي العام الأول جاء قانون سوق رأس المال لضمان الإفصاح والشفافية وبما يكرس الثقة لدى المستثمرين ويشجع المتعاملين من خلال بعض الإعفاءات الضريبية، لقد أسهم هذا التحول في السياسات الاقتصادية في زيادة كل من عدد الشركات وعدد الأسهم المسجلة في السوق المالية بالقاهرة والإسكندرية ففي الفترة 1995 – 1985 ازداد عدد الشركات بحوالي 230 % أي بضعف زيادة عدد الشركات المسجلة تقريبا.

ومن الجدير بالذكر إلى أن المزايا التي تضمنها قانون عام 1992 و ثم التشريعات الأخرى التي صدرت فيما بعد ذلك القانون وما رافق كل ذلك من تحسن المناخ الاستثماري للقطاع الخاص قد ساعد على توسع حجم التبادل المالي وازداد عدد أطراف هذا التبادل وارتفعت قيمة الاستثمارات وعوائدها.

" وفي عام 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID وتلاها في نفس العام استبدال النظام الإلكتروني المحلي الصنع بنظام آخر مصمم من قبل EFA العالمية، والذي تم تحديثه مرة

<sup>1</sup> متاح على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية:

أخرى في عام 2008 بالنظام الأكثر تطورا X – Stream المصمم من قبل Nasdaq OMX 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، وفي عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، أما في عام 2005 تم إتمام الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة، وفي نفس العام تم قبول البورصة المصرية في الإتحاد العالمي للبورصات WFE، وفي عام 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+ 2 بدلا من T+ 3 ، وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس العام، وفي عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح - البورصة المصرية -<sup>1</sup>.

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 وواجهت البورصة المصرية تحديات جديدة نتيجة الحراك السياسي في تلك الفترة، ولكن هذا لم يثنى البورصة المصرية عن خطط التطوير والتحديث التي تقوم بها من أجل مواكبة التطورات السريعة والمتلاحقة في عالم سوق المال، فأطلقت في عام 2013 استراتيجية جديدة ومنكاملة تستهدف إعادة هيكلة السوق المصري وإعادته لمكانته الرائدة وسط الأسواق الناشئة، وستتضمن الاستراتيجية انفتاحاً كبيراً للسوق المصري على الأسواق العالمية، حيث سيتم قيد مجموعة من الشركات الإقليمية في السوق المصري للمرة الأولى تقريبا في تاريخ البورصة المصرية، كما سيتم اطلاق أول أداة مشتقة (Future) للبورصة المصرية في الأسواق العالمية بالتعاون مع نيويورك بورنكست، كما سيبدأ تركيز البورصة على زيادة مساهمتها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال المشاركة في تأسيس شركات بنظام الاكتتاب العام لتحقيق أهداف مجتمعية كبناء المدارس والمستشفيات وغيرها، مما سيسهم في خلق المزيد من فرص العمل، لتستمر البورصة المصرية في رحلة خدمة الاقتصاد المصري لأكثر من 130 عام.<sup>2</sup> وتتكون البورصة المصرية من:<sup>3</sup>

- **لجنة البورصة:** تتكون من 17 عضو، 9 من السماسرة و5 من الأعضاء المنظمين، 3 يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة ولها سلطة تأديبية على جميع الأعضاء، كما تقوم في الظروف الخطيرة بتحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

<sup>1</sup> ديماء وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 98، 99 .  
<sup>2</sup> متاح على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية:

<http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx>. le 09/5/2017.

<sup>3</sup> رشام كهينة، مرجع سابق، ص: 97.

- **مكتب لجنة البورصة:** يتكون من رئيس ونائب وأمين الصندوق، ويقوم المكتب بتصميم أعمال اللجنة والإشراف عليها.
- **الجمعية العامة:** وتتكون من أعضاء البورصة، العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.
- **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 للصالح العام، إضافة إلى ذلك توجد اللجنة العليا للبورصة وهيئة التحكيم ومجلس التأديب ومندوب الحكومة.

#### ثانيا: بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة<sup>1</sup>

تأسست بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة عام 1929، وقد مرت هذه البورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء " مكتب التصفية في القيم المنقولة"، حيث تتم عمليات التبادل عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية غير المسجلة ببورصات الدول الأجنبية، وفي المرحلة الثانية في عام 1948 تغير إسم مكتب التصفية ليصبح " مكتب تسعيرة القيم المنقولة"، أما في المرحلة الثالثة فتبدأ في عام 1967 حيث صدر المرسوم الملكي يقضي بإنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء. وفيما يتعلق بالسوق الأولية فتتظم هذه السوق قانون الشركات لعام 1992 وكذلك قانون السندات لعام 1941 حيث يسمح لرأس المال العربي بالإكتتاب فيما تطرحه الشركات المساهمة العامة من أسهم في مختلف القطاعات باستثناء بعض المجالات التي يجب أن لا تقل نسبة مساهمة المغاربة عن حدود دنيا معينة.

ولا يسمح لأوراق مالية غير مغربية بالتداول في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف، كما لا يسمح لشركات الوساطة بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط محلي يكون مراسلا لها.

أما السوق الثانوية فهي منظمة بموجب المرسوم الملكي الصادر في 1967 القاضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبالنسبة لإمكانية السماح بإدراج أوراق مالية غير مغربية في السوق الثانوية فإن ذلك يتوقف على موافقة مكتب الصرف، كما يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من مكتب الصرف والمباعة إلى بنك المغرب، والجدير بالذكر أن القوانين المغربية لا تسمح للمواطنين بأن تكون لهم أموال خارج المغرب ومن ثم لا يسمح لهم بالاستثمار في الخارج.

<sup>1</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 251.

ويعتمد نظام إتمام الصفقات على تزامن تسليم الأوراق المالية مقابل الدفع نقداً، ويقترن هذا الشرط بمراعاة الأجل العادي لأي صفقة منعقدة في السوق وهو  $T + 3$  أي أن المدة الزمنية الفاصلة بين تاريخ الصفقة وتاريخ إتمامها المحدد بثلاثة أيام تداول في البورصة من أسبوع التداول.<sup>1</sup>

#### ثالثاً: بورصة تونس

أنشأت بورصة تونس سنة 1969 كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، وقد تم إحداثها مع بداية وضع أسس نظام رقابي يعتمد على آليات السوق.

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

وبدأت أولى إصلاحات السوق سنة 1988 بهدف وضع إطار تشريعي وتقني حيث يساهم في تمويل أفضل للبلاد، وقد تم في هذا الإطار فتح السوق للشركات عبر تنظيم عمليات الاكتتاب العام وإصدار سندات الدين من قبل الشركات وتطوير الإدخار الجماعي بإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي وبعث شركات الاستثمار والأدوات المالية الجديدة كشهادات الاستثمار والأسهم ذات الأولوية في الربح وإعفاء الأرباح الموزعة والقيمة الزائدة للأسهم من الضريبة، وفي سنة 1994 تم القيام بإصلاح جوهري يهدف إلى إعادة تنظيم السوق المالية وفقاً للمعايير الدولية من خلال إصدار القانون رقم 117 المؤرخ في نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية حيث يفصل بين مهام التسيير ورقابة السوق، وقد تم في هذا الغرض إحداث هيكل جديدة مثل هيئة السوق المالية وصندوق ضمان عمليات السوق.<sup>2</sup>

#### رابعاً: بورصة الجزائر

جاءت فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر في إطار الإصلاحات التي أعلن عنها في 1987 ودخلت حيز التطبيق سنة 1988 خصوصاً القانونين 01-88 و 03-88 بتاريخ 1988/01/12 المتعلقين على التوالي باستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية وإنشاء صناديق المساهمة، إن رأس مال المؤسسات العمومية الإجتماعي والذي يمثل حق ملكية قسم إلى عدد من الأسهم التي وزعت بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم " مساهمة" وأصبحت تخضع لأحكام القانون التجاري المعدل بقوانين سنة 1988، وهو الأمر الذي

<sup>1</sup> نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 154.

<sup>2</sup> مختار حميدة، مرجع سابق، ص: 210، 211.

عجل بضرورة إقامة سوق مالية تتداول فيها هذه الأسهم والتي لا يتصور نظام لشركات الأسهم بدونها.<sup>1</sup>

كانت البداية سنة 1990 بإنشاء مؤسسة القيم المنقولة وهي شركة مساهمة رأسمالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة بقيمة 320000 دج لينتقل سنة 1992 إلى 9.32 مليون دج مع تعديل مركزها الاجتماعي حيث أصبحت تحمل تسمية " بورصة القيم المنقولة"، غير أن بورصة الجزائر لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وعدم تكييف القانون التجاري حسب قواعد اقتصاد السوق، ليسجل بتاريخ 23 ماي من نفس السنة صدور النص التشريعي رقم 93-10 الذي أقر إنشاء بورصة القيم المنقولة واعتبر العاصمة المكان الوحيد الذي تتم فيه الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما تم وضع هيئتين لتنظيمها وتسييرها وهما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وهي هيئة تنظيمية مستقلة ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي تتولى مهمة التنظيم والإشراف على سوق القيم المنقولة، وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) وتعمل هذه الشركة تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة وتمارس مجموعة من المهام أهمها: التنظيم الفعلي لإدخال القيم المنقولة في البورصة وتنظيم عمليات المقاصة على القيم المنقولة ونشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة والتنظيم المادي لجلسات التداول، فضلا عن توضيح مهام الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، ليتولى في هذا الإطار صدور المراسيم والأنظمة القانونية التي سمحت بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة القيم المنقولة حيث كان الافتتاح الرسمي لها سنة 1997، لتتطلق فعليا في 4 أوت 1999 بانضمام أربعة أوراق مالية إلى البورصة وهي: سهم صيدال، سهم رياض سطيف، سهم فندق الأوراسي، سند شركة سوناطراك.<sup>2</sup>

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين، كما يلي:<sup>3</sup>

1. تتكون سوق سندات رأس المال من:

-السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ط2، 2005، ص: 79.  
<sup>2</sup> خاطر طارق، أهمية التطور المالي في تحقيق التنمية الاقتصادية " دراسة تطبيقية وقياسية لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990 – 2013، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، 2015، ص ص: 279، 280.  
<sup>3</sup> متاح على الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر:

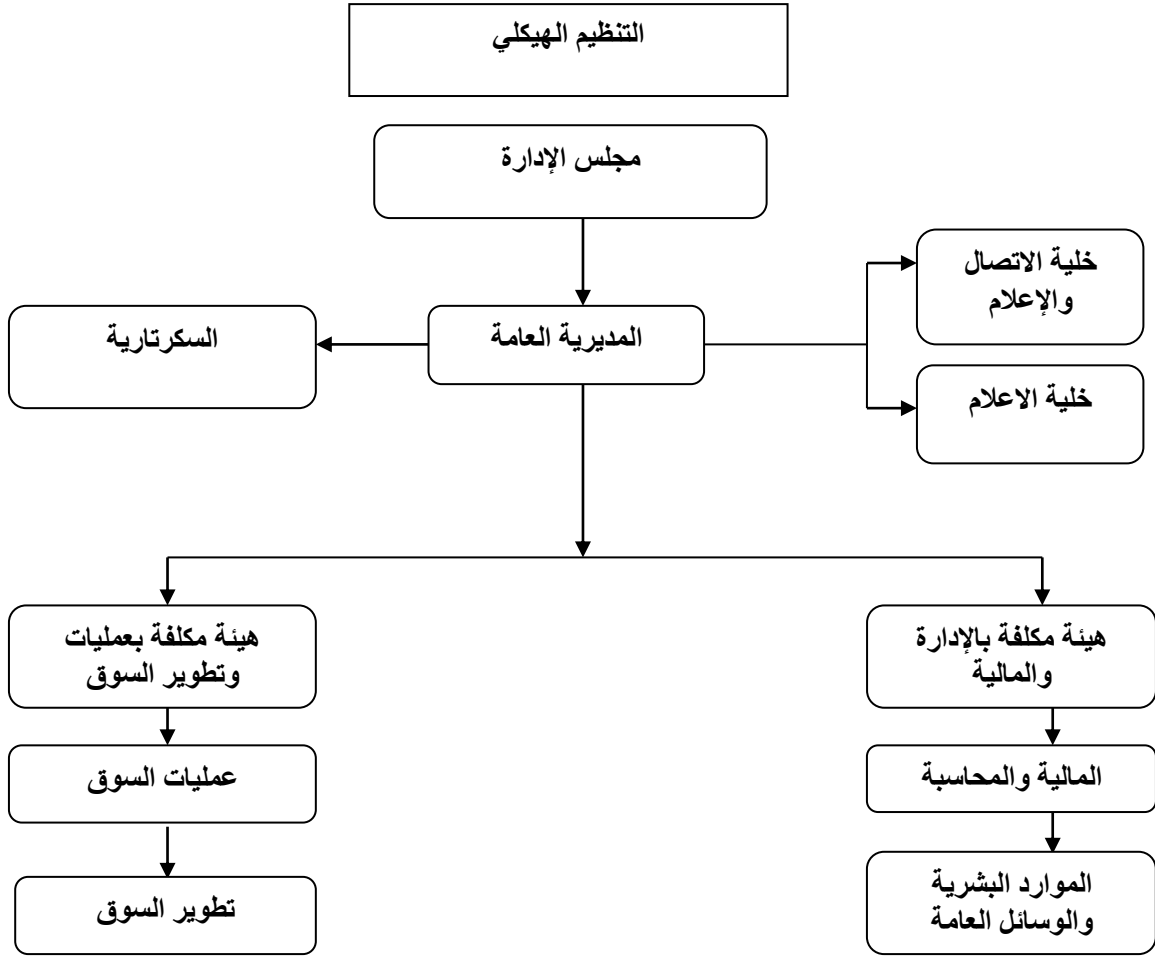
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات.
- روية للعصائر: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

أما سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012)، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

## 2. تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.
  - وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري.
- ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

الشكل رقم (15): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: متاح على الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر:

. Le 09/05/2017. <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>

يوضح الشكل السابق تنظيم بورصة الجزائر والهيئات المكونة لها والمنظمة لنشاطها، وذلك حسب ترتيب هرمي بدءاً من أعلى سلطة هرمية في البورصة وهي مجلس الإدارة إلى غاية الهيئات المكلفة بإدارة وعمليات تطوير نشاط البورصة.

ويمكن تقسيم مراحل إنشاء بورصة الجزائر إلى خمس مراحل وهي كما يلي:<sup>1</sup>

#### 1. المرحلة ما قبل سنة 1990:

نظراً لطبيعة النظام السياسي القائم بالجزائر في ذلك الوقت الذي كان يتبنى الإشتراكية، فإنه لم يكن هناك مبرر لوجود البورصة ولا للقيم المتداولة قبل مرحلة الإصلاحات وتحديدًا قبل سنة

<sup>1</sup> وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص: 8، 9.



1988، وبعد صدور أولى نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدا في كل من القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية 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 إلى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا وتحتاج إلى وقت طويل.

## 2. المرحلة ما بين 1990 و1993:

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها مع إنشاء صناديق المساهمة، ويهدف التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم بالأنشطة البورصية في انتظار توفر الشروط الاقتصادية والقانونية، تم إنشاء مؤسسة دعيت بـ " شركة القيم المنقولة "، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمال هذه الشركة بمبلغ 3200.00 دينار ويتولى مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية إدارة هذه الشركة.

وبالرغم من كل ما سبق، فإن هذه البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بارتفاع معدل التضخم وأسعار فائده.
  - الإطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.
  - ينص القانون 88-01 في مادته 22 على أن بيع أسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
  - الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية، حيث تمنعها من الدخول في البورصة إضافة إلى أنها مؤسسات غير كفئة.
  - غياب هيئات ومؤسسات التي من الضروري أن تكون أحد الأطراف الفاعلة في البورصة، مما ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم في الجزائر.
  - غياب الثقافة البورصية في الجزائر.
- ## 3. المرحلة ما بين 1993 و1996 :

وقد تم خلال هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة، ففي عام 1993، تم إصدار مرسومين تشريعيين هما:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، وقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

#### 4. المرحلة ما بين 1996 و1998:

في هذه المرحلة تم الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة.

#### 5. المرحلة ما بعد 1998:

مثلت هذه المرحلة البداية الفعلية لقبول المؤسسات الاقتصادية وإدخالها في قيد البورصة، وكذا الشروع في عملية التداول المتعلقة بالقيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر. أما بالنسبة لشروط ومتطلبات الإدراج للأوراق المالية الخاصة بالشركات في البورصة الجزائرية فقد تم تحديدها بموجب النظام العام للجنة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، على النحو التالي<sup>1</sup>:

#### ▪ بالنسبة للأسهم:

- تقديم تقرير تقييمي لأصولها يعده خبير محاسب مستقل.
- يجب أن تكون شركة ذات أسهم.
- تقديم ملف قبول يشتمل على الوثائق القانونية الاقتصادية والمحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمات اللجنة رقم 98-01 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول.
- يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول.
- يجب عليها أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة رقم 96-02 المؤرخ في جوان 1996، والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار.
- يجب أن يكون للشركة رأس مال لا يقل عن مائة مليون دينار.

<sup>1</sup> نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 157، 158.

- يجب أن توزع على الجمهور 20 % من رأس مالها.
- يجب أن يكون لها 150 مساهم على الأقل يوم إدخالها في البورصة.
- يجب أن تكون الشركة نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة.
- أن تكون قد حققت نتائج إيجابية للثلاث سنوات السابقة لطلب الإدراج في البورصة.
- بالنسبة للسندات:
  - يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساوي على الأقل 500000000 دج.
  - أن تقدم نتائجها المالية للثلاث سنوات السابقة لطلب الإدراج في البورصة.
  - تعفى السندات التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية من شيكات القبول طبقاً كما تحدد شروط القبول للتسجيل بها كالتالي:<sup>1</sup>
  - يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA) .
  - أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة. أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
  - يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
  - إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة .
  - وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
  - ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
  - تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
  - العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

<sup>1</sup> متاح على الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر:

## المبحث الثاني: تحليل تطورات وأداء بعض أسواق الأوراق المالية في تمويل

### الاقتصاديات العربية خلال الفترة 2006 – 2015

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات كبيرة في الفترة الممتدة من 2006 إلى 2015، والتي ساعدت على تأكيد توجهات أغلب الاقتصاديات العربية إلى الإعتماد على أسواق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد وتخفيف العبء على القطاع المصرفي، ومن أجل الوقوف على مدى مساهمة هذه الأسواق في النشاط الاقتصادي كان لا بد أن نتطرق إلى مناقشة بعض المؤشرات الدالة على ذلك، وفي هذا الإطار فقد ارتأينا اتخاذ الأسواق المالية في كل من السعودية، الكويت، مصر، عمان، الجزائر والمغرب كعينة تمثل باقي الدول من المنطقة العربية والتي تختلف فيها خصائص اقتصادياتها وبالتالي اختلاف أسواقها المالية.

### المطلب الأول: التطورات التي شهدتها الأسواق محل الدراسة خلال الفترة 2006 – 2015

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة على غرار غيرها من الأسواق في المنطقة العديد من التطورات مست الجانب التنظيمي والتشريعي لها، وكذلك تطورات أخرى مصاحبة لأدائها ونشاطها، حيث واصلت الهيئات الرقابية للبورصات العربية العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية وأخرى لمهنة الوسطاء ووكلائهم وتطبيقا بما يتفق مع توفير الشفافية، كما تعمل تلك الهيئات على وضع معايير للتأكد من سلامة متطلبات الإدراج وقواعد التداول وتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيود المركزي، بحيث يسهم كل ذلك في زيادة كفاءة الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومات الصحيحة والآنية، وبلوغ مستويات أداء عالية وتعزيز مركزها التنافسي وأهميتها بالنسبة للاقتصاد الوطني للدول المعنية، وسوف نتدرج في العرض التطورات لكل سوق من الأسواق محل الدراسة حسب الفترة المحددة من عام 2006 إلى عام 2015 في البحث فيما يلي:

### الفرع الأول: التطورات الحاصلة في السوق المالي السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية

#### أولاً: التطورات الحاصلة في السوق المالية السعودية<sup>1</sup>

في شهر نوفمبر 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي على تعيين أعضاء مجلس إدارة شركة السوق المالية السعودية ( تداول ) للمملوكة للدولة، وذلك تمهيدا لتحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة وطرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام، كما بدأت السوق في نفس العام بتطبيق نظام تداول جديد والذي يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة أثناء فترة التداول اليومية مقابل 400 ألف صفقة في النظام القديم، كما تم وضع أسس ومعايير سليمة لتنظيم وتطوير صفقات الاندماج

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

والإستحواذ المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية السعودية من قبل إدارة هيئة السوق المالية.

ويهدف تحسين أسواق المال خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في جميع أسواق الأوراق المالية العربية العمل خلال عام 2008 على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق، وشملت التدابير التي تم اتخاذها إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار وتعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة.

قررت الحكومة خلال الربع الأخير من عام 2008 منح حوافز ضريبية للمستثمر الأجنبي في عدد من المناطق الصناعية بهدف جذب الاستثمارات بشرط أن لا يقل رأس مال المشروع عن مليون ريال وعدد الموظفين السعوديين عن خمسة ألتقل مدة التوظيف عن سنة.

وفي نفس العام وسعياً لتطوير عمل أسواق المال أعلنت هيئة السوق المالي أنه سيتعين على جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي الإمتثال ابتداءً من عام 2009 لقواعد حوكمة الشركات المرتبطة بعمليات الإفصاح في تقارير مجالس الإدارة.

كان في عام 2009 فرصة انضمام السوق المالية السعودية ( تداول ) إلى عضوية إتحاد البورصات العالمية.

ومن أهم التطورات الإشرافية والتنظيمية لعام 2010 أدخلت هيئة السوق المالية حيز التنفيذ التعديلات المقررة على لائحة حوكمة الشركات فيما يخص تصريف العضو المستقل، كما أقدمت الهيئة على تعديل أعمال عدداً من شركات الوساطة والخدمات المالية.

كما وسجل صافي تعاملات استثمارات في السوق المالي سعودي خلال عام 2011 من قبل الأجانب تدفقاً إيجابياً، وزيادة في عدد الشركات المدرجة.

أقدمت هيئة السوق المالية خلال عام 2012 بتعديل قواعد التسجيل والإدراج وقائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح الهيئة وقواعدها ولوائح الإندماج والإستحواذ، كما قامت الهيئة بتعديل التعليمات الخاصة بإعلانات الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية السعودية وذلك لتعزيز جهودها لتطوير مبادئ الإفصاح والشفافية.<sup>1</sup>

وضعت السوق المالية السعودية ( تداول ) خلال عام 2013 خطة متكاملة الانتقال إلى نظام التداول الإلكتروني، كما أصدرت تعليمات جديدة لإدراج وتداول حقوق الأولوية، وتعليمات متعلقة بالشركات التي تجاوزت خسائرها المتراكمة 50 % أو أكثر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2013، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.  
<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2014، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

أصدرت هيئة السوق المالية السعودية خلال عام 2014 قرارات بخصوص الشركات المتقدمة بطلب زيادة رأس مالها عن طريق طرح أسهم حقوق أولوية، ارتفاع عدد أسهم الشركات المدرجة في السوق خلال هذا العام إلى 5 شركات. وفي عام 2015 واصلت هيئة السوق المالية إصدارها لقرارات تلزم الأشخاص المرخص لهم ( المؤسسات المالية المرخصة من هيئة السوق المالية للعمل في نشاط الأوراق المالية ) بتطبيق متطلبات إضافية في إطار تحسين مستوى الإفصاح لديهم.

#### ثانياً: التطورات الحاصلة في سوق الكويت للأوراق المالية<sup>1</sup>

وفيما يخص سوق الكويت للأوراق المالية التي يعرف اقتصادها أداء جيد بفعل نمو في قطاع النفط وزيادة النشاط الاستثماري، وفي إطار سعي الحكومة لتطوير عمل سوق الأوراق المالية تقرر في أكتوبر 2007 إجراء تعديلات يكون بموجبها لإدارة السوق القدرة على وقف التعامل في أسهم أي من الشركات المدرجة في السوق في حال قيامها بدمج شركة سبق وأن تم رفض إدراجها واندمجت فيها وذلك لمدة سنة من تاريخ سريان الإنماج، كما لا يجوز التعامل بأسهم الشركة الدامجة بعد انتهاء المدة إلا بموافقة لجنة السوق.

كما عدلت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الربع الرابع من عام 2008 نص المادة 15 من قرارها الخامس لسنة 2005 بحيث نص القرار أن تلتزم الشركات المديرة لمحافظة الغير بإدارتها بنفسها وعدم التحويل لشركات أخرى بإدارتها، كما تم الإعلان عن الإنتهاء من صياغة قانون سوق المال الجديد.

ومن أهم التطورات المرتبطة بالسوق لعام 2009 تم الإعلان عن الإنتهاء من قانون هيئة سوق المال الجديد والذي يتم بموجبه إنشاء هيئة مستقلة ماليا وإداريا للإشراف على قطاع الأوراق المالية وأسواقها في الكويت كما يتضمن القانون تحويل البورصة إلى شركة مساهمة عامة.

وعلى صعيد التطورات التنظيمية لعام 2010 نظمت الكويت في أكتوبر 2010 اجتماع لرؤساء هيئات الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي وتقدمت بمشروع لإنشاء مركز إقليمي لمراقبة الأسواق المالية.

أصدرت هيئة أسواق المال وعدلت عدة قرارات عام 2012 خاصة بصناديق الاستثمار، وأخرى تتعلق بكيفية التعامل مع أسهم الشركات الملغى إدراجها في السوق.

واصلت الهيئة إصدار العديد من القرارات والتعاليم خلال عام 2013 من أهمها تعليمات مكافحة غسيل الأموال وقواعد جديدة لحوكمة لرقابة هيئة أسواق المال، وتعليمات جديدة بشأن تنظيم شراء شركات المساهمة لأسهمها وكيفية استخدامها والتصرف فيها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006 – 2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2014، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

وتتمحور أهم أخبار سوق الكويت للأوراق المالية خلال الربع الرابع من 2014 في إصدار تعليمات بشأن ضوابط وإجراءات تنفيذ عمليات الاندماج وطرقه وآلياته، إضافة إلى توقيع هيئة السوق مع هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية مذكرة تعاون يتضمن نطاق عملها في المساعدة في كشف واتخاذ الإجراءات ضد التعاملات باستغلال المعلومات الداخلية وحالات التلاعب في الأسواق المالية وغيرها من حالات الاحتيال في تعاملات الأوراق المالية.

في عام 2015 أصدرت هيئة أسواق المال اللائحة التنفيذية الجديدة التي تضمنت المراجعة الشاملة لمنظومة القواعد الحاكمة لأسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، ومن جانب آخر وقعت هيئة أسواق المال الكويتية مذكرة تفاهم مع الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان تهدف إلى تعزيز التعاون فيما يتعلق بتطوير البنية التحتية التشريعية المنظمة لأسواق الأوراق المالية وتبادل الخبرات في مجالات مختلفة في اللوائح التنظيمية وأنظمة المقاصة والتسوية وآليات تنظيم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وتطوير مهنة الوساطة.

#### الفرع الثاني: التطورات الحاصلة في سوق عمان المالي والبورصة المصرية

##### أولاً: التطورات الحاصلة في سوق عمان المالية<sup>1</sup>

وفي سياق تطوير نشاط السوق عمان المالية عام 2007 تم الإعلان على إعداد خريطة الأردن الاستثمارية بهدف جذب الاستثمارات الخارجية وسيتم طرحها على مراكز الاستثمار في دول العربية والأجنبية، كما تم في نفس السنة موافقة الهيئة العامة لإتحاد البورصات الدولية على قبول العضوية الكاملة لبورصة عمان نظراً لإلتزامها بالمعايير الدولية وتلبية متطلبات العضوية الكاملة في الإتحاد. كما ذكرنا أن جميع الجهات المسؤولة عملت على اتخاذ الإجراءات اللازمة للتحوط من آثار الأزمة، أعلنت الحكومة الأردنية كذلك لدعم الاستقرار المالي نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية أنها ستضمن جميع الودائع لدى البنوك العاملة في الأردن ودون سقف حتى نهاية 2009.

وعلى صعيد التطورات التي شهدتها بورصة عمان خلال عام 2009 وفي إطار الجهود الرامية لتحديث وتطوير آليات الرقابة والإفصاح وتماشياً مع المتطلبات الدولية قامت البورصة بتطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الإلكتروني NSC V900 حيث تميز هذا النظام في استقبال الأوامر ومعالجتها، كما قامت البورصة مع نهاية العام بإطلاق موقعها الجديد والذي صمم بطريقة عصرية وحديثة ترقى إلى المعايير الدولية، كما تسعى البورصة لإستحداث أدوات مالية جديدة للتعامل في البورصة لتوسع قاعدة الاستثمار وتنويع الفرص.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

ومن أهم التطورات التنظيمية والتشريعية أصدرت هيئة الأوراق المالية تعميماً لكافة الشركات المساهمة في بورصة عمان بضرورة تضمين فصلاً خاصاً في تقاريرها السنوية يتعلق بتطبيق حوكمة الشركات المساهمة والتي تم البدء بتطبيقها عام 2009، كما تم التوقيع في ديسمبر 2010 على مذكرة تفاهم بين هيئة الأوراق المالية وإدارة مراقبة الشركات في وزارة الصناعة والتجارة، وسيساهم ذلك في متابعة التزام الشركات بالتشريعات والأنظمة والتعليمات ذات العلاقة بهدف توفير حماية للمستثمرين وضمان المزيد من الشفافية.

أصدرت هيئة الأوراق المالية في الأردن خلال عام 2011 إجراءات لتنظيم والإشراف على أعمال شركات الوساطة المالية وإجراء تعديل بعض مواد تعليمات ادراج الأوراق المالية وإلغاء قيد أسهم الشركات قيد التصفية، كذلك تم اقرار تعليمات بخصوص مكافحة غسل الأموال لدى بورصة عمان.<sup>1</sup>

قامت خلال عام 2013 هيئة الأوراق المالية بإعادة النظر في تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها " أسهم الخزينة " الصادرة عام 2006 حيث تمت صياغة مسودة التعليمات الجديدة في ضوء مراجعة التشريعات لشراء أسهم الخزينة في العديد من الدول اقليمياً وعالمياً. إضافة الى السماح بتوزيع الأسهم على مساهمي الشركة ضمن ضوابط محددة.

قرر مجلس مفوضي الهيئة في عام 2014 أن يصبح نظام مركزية مخاطر العمال متاحاً لشركات الوساطة المالية مما يتيح للوسيط المالي الإستعلاء عن مديونية عملائه لدى الوسطاء الآخرين وتقليل المخاطر التي تواجهها شركات الوساطة المالية.

وتضمن عام 2015 إعلان هيئة الأوراق المالية عن المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها وقيدهم بالسجل الخاص بذلك.

#### ثانياً: التطورات الحاصلة في البورصة المصرية<sup>2</sup>

أصدرت الحكومة المصرية في شهر ديسمبر 2007 تعديلات على قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، ويهدف تعزيز النشاط الاستثماري وزيادة النشاط الاقتصادي والأسواق المالية تم الإعلان عن تدشين بورصة الشركات المتوسطة والصغيرة تحت إسم بورصة النيل، وفي نوفمبر 2007 منحت الهيئة العامة لسوق المال المصرية أول ترخيص يمنح لشركات السمسرة لممارسة نشاط الشراء بالهامش بالبورصة المصرية رغبة في زيادة كفاءة السوق من خلال فتح المجال أمام شركات تداول الأوراق المالية للقيام بدورها للمساهمة في نشاط السوق، ويهدف تعزيز سيولة السوق أصدر

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2012، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.



قراران بإضافة نشاط صانع السوق إلى نشاط الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وإضافة نشاط خدمات الإدارة في مجال صناديق الاستثمار إلى الشركات العاملة في مجال إدارة الصناديق، وخلال الربع الرابع من هذا العام أقرت هيئة السوق المصرية قواعد جديدة لتداول أسهم الخزينة بهدف تعزيز تحقيق الشفافية والإفصاح الكامل في السوق.

أعلنت الحكومة المصرية عام 2008 عن تسهيلات جديدة لتشجيع الشركات على طرح سندات للإكتتاب العام، بهدف تحسين مناخ الأعمال والاستثمار وتطوير النظام الضريبي، كما بدأت البورصة المصرية خلال الربع الرابع من عام 2008 العمل بنظام تداول جديد يعمل على تسهيل خدمة العملاء وتعدد أسواق التداول وتعدد الأصول والمنتجات المتداولة بكل سوق على نحو مترابط ومتكامل، فضلا عن الإجراءات المتخذة من قبل الحكومة والمذكورة سابقا للإحتراز من تداعيات الأزمة عام 2008.

وفيما يخص التطورات الإشرافية والرقابية أقدمت الهيئة العامة للرقابة المالية خلال شهر نوفمبر 2010 على اقرار مجموعة من ضوابط العمل في سوق المال بغرض تعزيز الرقابة وحماية المتعاملين منها ضوابط متعلقة بتقسيم الشركات المدرجة في البورصة من جراء عمليات الإندماج والإستحواذ، وضوابط تمنع قيد وتداول أسهم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في البورصة دون الحصول على موافقة مسبقة من الهيئة العامة للرقابة المالية، وأصدرت الهيئة قرارا بتعديل قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية المصرية.

تم قيد 9 شركات جديدة خلال عام 2011 منهم 4 شركات في السوق الرئيسي و 5 شركات في بورصة النيل، مقارنة مع العام الماضي حيث تم قيد 16 شركة جديدة في السوق.

قامت البورصة المصرية خلال عام 2012 بإطلاق أول نموذج موحد للإفصاح لدى الشركات وإلزامها بضرورة وجود موقع إلكتروني لها على شبكة الانترنت، كما تم إطلاق نظام جديد للرقابة على التداول وذلك زيادة قدرة السوق على الرقابة على حركات التداول ومستويات الإفصاح، وسعيًا من إدارة السوق لتتنوع وتطوير الأدوات المالية فقد تم الإنتهاء من إعداد مسودة مشروع قانون تنظيم الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

استمرت البورصة المصرية لتدعيم الإفصاح والشفافية خلال عام 2013 في العمل على تطوير وتحسين منظومة الإفصاح بإطلاق نموذج إفصاحي شهري جديد عن الشركات المقيدة لزيادة جودة المعلومات المقدمة للمستثمرين وتوفيرها بشكل شهري. واستمر اصدار القوانين المعدلة في عام 2014 وذلك يخص مشروع تعديلات قانون بشأن تنظيم الضمانات المنقولة وتعديلات مقترحة في بعض مواد قانون سوق المال ولائحته التنفيذية، كما تمت مناقشة قواعد وضوابط ممارسة نشاط التمويل متناهي الصغر بالشركات وكذلك قواعد الحوكمة الواجب توفرها. كما تم التوقيع على اتفاقية تفاهم مشترك بين البورصة المصرية وبورصة الجزائر تهدف للتعاون وتبادل الخبرات بين البورصتين.

وأصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية عام 2015 ضوابط آليات التمويل العقاري المستحدثة والذي يشمل الإجارة المنتهية بالتملك والمرابحة والمشاركة، كما أقر مجلس إدارة الهيئة ضوابط إدارة محافظ استثمارات صناديق التأمين الخاصة وقواعد حوكمة تلك الصناديق.

### الفرع الثالث: التطورات الحاصلة في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة وبورصة الجزائر أولاً: التطورات الحاصلة على صعيد بورصة الجزائر<sup>1</sup>

ألغت الحكومة عام 2007 القرار الذي يلزم الشركات العامة بوضع أموالها في بنوك حكومية فقط وهذا جاء كخطوة تسهم في تطوير القطاع المالي وتعزيز ثقة الاستثمار الأجنبي، كما بدأت بفتح التدريجي الباب في قطاع الطاقة أمام القطاع الخاص.

أعلنت بورصة الجزائر عام 2008 عن خطة للنهوض بسوق الأوراق المالية تتضمن حوافز ضريبية للشركات الجزائرية العامة والخاصة الراغبة في تداول أسهمها بالسوق المالية، وتم إصدار توصيات تتضمن إنجاز مبنى جديد يضم البورصة والعمل على تطوير وسائل العمل المعتمدة من قبل البورصة والبنوك والمؤسسات المالية عموماً.

أما فيما يخص بورصة الجزائر فقد ألزمت خلال عام 2014 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها شركات الوساطة والمهنيين المرخص لهم بتوفير مذكرة للعملاء والمستثمرين تتضمن جميع المعلومات التي تعتبر مفيدة لقرار الاستثمار في الأوراق المالية والمنتجات المالية، كما وقعت البورصة الجزائرية مع البورصة المصرية على الإتفاقية التي سبق ذكرها في تطورات البورصة المصرية.

وفي عام 2015 أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نظام جديد خاص بالوسطاء في عمليات البورصة ويتضمن القانون شروط اعتماد الوسطاء وواجباتهم ومراقبتهم.

### ثانياً: التطورات الحاصلة في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة<sup>2</sup>

في الربع الرابع من عام 2008 أعلنت وزارة المالية المغربية عزمها على ادخال إصلاحات جديدة على بورصة القيم المنقولة تتضمن فتح رأسمال الشركة التي تدير البورصة أمام مساهمين جدد وتعديل نظامها الأساسي بهدف اعتماد هيكل تنظيمي بديل يتكون من إدارة عامة ومجلس إداري وتعديل النظام الأساسي لمجلس أخلاقيات القيم المنقولة، كما قرر مجلس القيم المنقولة إلغاء الحد الأدنى لسعر إعادة شراء الشركات لأسهمها لتعزيز السوق.

وفيما يخص أخبار البورصة لعام 2009 أعلنت السوق على خطة خماسية لتطوير البورصة تهدف إلى زيادة عدد الشركات المدرجة إلى 150 شركة بحلول 2015، إضافة إلى السعي لجعل

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

بورصة الدار البيضاء بورصة اقليمية لشمال وغرب افريقيا، وإدخال أحدث التقنيات والأنظمة عليها، علما أن البورصة طبقت المعايير الدولية للتقارير المالية وحصلت على شهادة الإيزو 9001 . وفيما يتعلق بأهم التطورات التنظيمية في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة تم الإعلان في 2010 بأن البورصة ستشعر بتغيير حجم التداولات وذلك من أجل التطابق مع المعايير الدولية والممارسات المعمول بها في البورصات الدولية والتي تعتبر بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة عضوا فيها.

" قامت السلطات خلال عام 2011 بتحديد الإجراءات التنفيذية لعمليات إعادة شراء الشركات المساهمة لأسهمها في البورصة وتهدف تلك الإجراءات للمساعدة في تنظيم وتنشيط السوق".<sup>1</sup> ومن أهم التطورات التي شهدتها البورصة خلال عام 2013 قرار مجلس القيم المنقولة تحديد نسبة الارتفاع والانخفاض القصوى المسموح بها خلال الجلسة الواحدة على أن لا يتعدى 10 % من السعر المرجعي لأسهم المتداولة بشكل متواصل، ونسبة 6.0 % من السعر المرجعي لأسهم المتداولة عن طريق السعر المحدد، وكغيرها من الأسواق الأخرى قام مجلس النواب بإصدار دورية خاصة تحتوي تعديلات متعلقة بمكافحة غسل الأموال.

**المطلب الثاني: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة حسب مؤشرات حجم السوق**  
يعتبر مؤشر حجم السوق من أهم مؤشرات التي تقيس درجة تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام وهو ما يصطلح عليه بمعدل الرسملة في البورصة، أو بعدد الشركات المدرجة في السوق.

#### الفرع الأول: مؤشر القيمة السوقية

يعد من أهم المؤشرات المستخدمة من أجل قياس حجم سوق الأوراق المالية ومقياسا لدرجة تطورها ونموها، ويتم قياس هذا المؤشر بقسمة القيمة السوقية أي قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ومفاد هذا المؤشر أن حجم السوق يرتبط ايجابيا مع قدرتها على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، إلا أنه توجد العديد من الأسواق التي تعرف ارتفاع كبير في نسبة رأسمالها السوقي وهي في الواقع أسواق غير نشيطة.

ويظهر من خلال الملحق رقم ( 01 ) النمو الذي حققته أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة في أحجامها السوقية والذي يتجسد في ارتفاع قيمها السوقية وذلك ما بين عامي 2006 و 2007، حيث ارتفعت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي عام 2007 بنحو 58.8 % لتصل إلى حوالي 519 مليار دولار مقارنة بالعام الماضي لتشكل بذلك ما نسبته 38.7 % من إجمالي القيمة

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2012، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

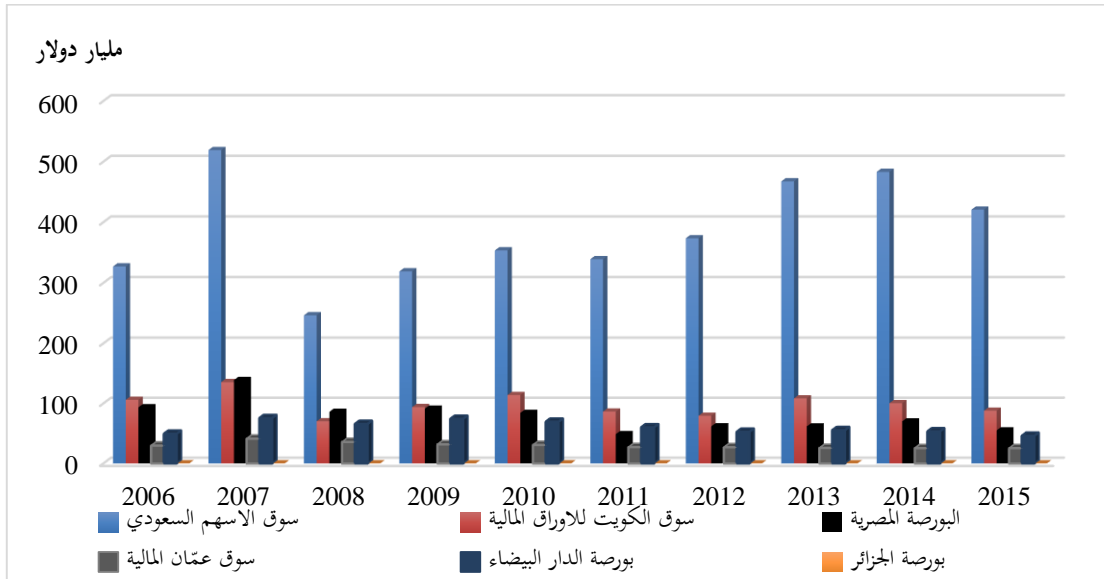
السوقية للأسواق العربية الأخرى، كما ارتفعت القيم السوقية للأوراق المتداولة في كل من البورصة المصرية " بورصتي القاهرة والإسكندرية" بنسبة نمو قدرت بـ 48.5 % ويليهما سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 27.8 % لتبلغ في نهاية العام 135.4 مليار دولار، وارتفعت في نفس العام القيم السوقية لبورصة عمان وبورصتي الدار البيضاء والجزائر مقارنة بعام 2006 على التوالي: 38.7 %، 52.8 % و 1.5 %، ويرجع هذا الانتعاش الذي حققته أغلب الأسواق محل الدراسة إلى برامج الإصلاح المالي المطبقة عليها والإجراءات التنظيمية والتشريعية بهدف زيادة الوعي الاستثماري والإدخاري لدى المستثمرين وتحسين سلوك الاستثمار إضافة إلى مداخيل الصادرات المرتفعة المتأتية من ارتفاع أسعار النفط في تلك الفترة، وشكل عام 2008 مرحلة التراجع والانخفاض في جميع مؤشرات الأسواق ومنها القيم السوقية لأسواق محل الدراسة، فسجلت القيم السوقية انخفاضا كبيرا خلال هذا العام نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 التي امتدت آثارها إلى أسواق الأوراق المالية العربية وبذلك انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.2 % لتبلغ 246.3 مليار دولار وتمثل هذه القيمة من القيمة الإجمالية للقيم السوقية للأسواق المالية العربية ما نسبته 32 % ، وتوالت انخفاضات القيم السوقية بنسب متفاوتة في باقي الأسواق لتبلغ قيمها في كل من سوق الكويت وبورصة عمان وبورصة القاهرة وبورصتي الدار البيضاء والجزائر الأرقام التالية على التوالي: 48.1 %، 13.1 %، 38.1 %، 12.9 % و 5.1 %.

ويعكس التحسن النسبي لأداء أسواق الأوراق المالية محل الدراسة بين عامي 2009 و 2010 التعافي من آثار الأزمة المالية العالمية 2008، وفيما يتعلق بالقيم السوقية فقد ارتفعت ارتفاعا ملحوظا مقارنة بعام 2008، حيث ارتفعت القيم السوقية لسوق الأسهم السعودي لتبلغ 29.4 % و 50 % في 2009 و 2010 على التوالي لتشكل بذلك أكبر نصيب في الحجم الكلي للأسواق المالية العربية مجتمعة فوصلت قيمتها مقارنة بإجمالي القيم السوقية لباقي الأسواق 35.5 % و 36 % على التوالي، فسوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 33.7 % وبعدها البورصة المصرية 60 % وبورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة 12.8 %، باستثناء بورصة عمان وبورصة الجزائر حيث حققت كلتا البورصتين انخفاض يقدر بـ 11 % و 1.18 % على الترتيب.

لتبدأ مرحلة جديدة من التراجع والانخفاض في أغلب القيم السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة في الفترة الممتدة بين عامي 2011 و 2012، إلا أنه ما زالت سوق الأسهم السعودي يتصدر دائما ترتيب أسواق الأوراق المالية العربية من حيث نسب القيم السوقية عام 2011 لتشهد في عام 2012 تراجعا طفيفا لتحقيق بذلك قيمة سوقية أقل بنحو 5 % من قيمتها العام الماضي وتشاركها التراجع بورصة مصر لتحقيق قيمة سوقية أقل بنحو 4.9 مليار دولار من الربع الثالث في نفس العام، كما حققت سوق الأوراق المالية في الكويت وعمان والدار البيضاء والجزائر انخفاضا ملموسا في قيمها

السوقية وهذا راجع إلى الاضطرابات السياسية والحروب التي شهدتها المنطقة في تلك الفترة. وفي الوقت الذي تشهد فيه أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة تباينا في الأداء واختلاف طفيف في القيم السوقية المحققة فيها بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى خلال السنوات المتبقية من فترة الدراسة وهو ما يبينه الشكل الموالي بصورة أكثر وضوحا.

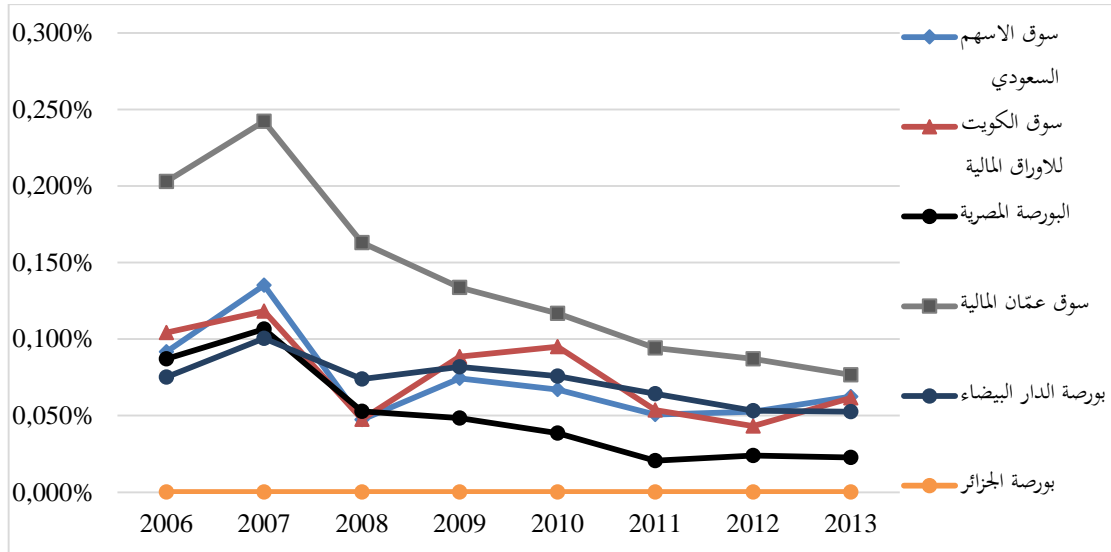
شكل رقم (16): حجم القيمة السوقية في مجموعة من أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2015-2006



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

في حين يوضح الشكل الموالي معدل الرسملة في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة والذي يتم من خلاله احتساب قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق كنسبة من إجمالي الناتج المحلي المحقق في الدولة، حيث تجاوزت القيم السوقية لبورصة عمان الناتج المحلي الإجمالي ليبلغ معدل الرسملة فيها ذروته عام 2007 ويصل إلى حوالي 25 %، ويليه سوق الأسهم السعودي، ثم سوق الكويت للأوراق المالية، البورصة المصرية التي بدأت تعرف انخفاض متوالي في القيم المعدل منذ 2008 ، بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة وأخيرا بورصة الجزائر، إذ يمكن ملاحظة حجم الفرق بين المعدلات المحققة في بورصة الجزائر وباقي البورصات والتي تعد سوق محدود النشاط ولا يحدث أي اضافة بالنسبة للاقتصاد الوطني.

شكل رقم (17): معدل الرسملة في سوق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2006-  
2013



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2013، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.  
- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009-2013، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

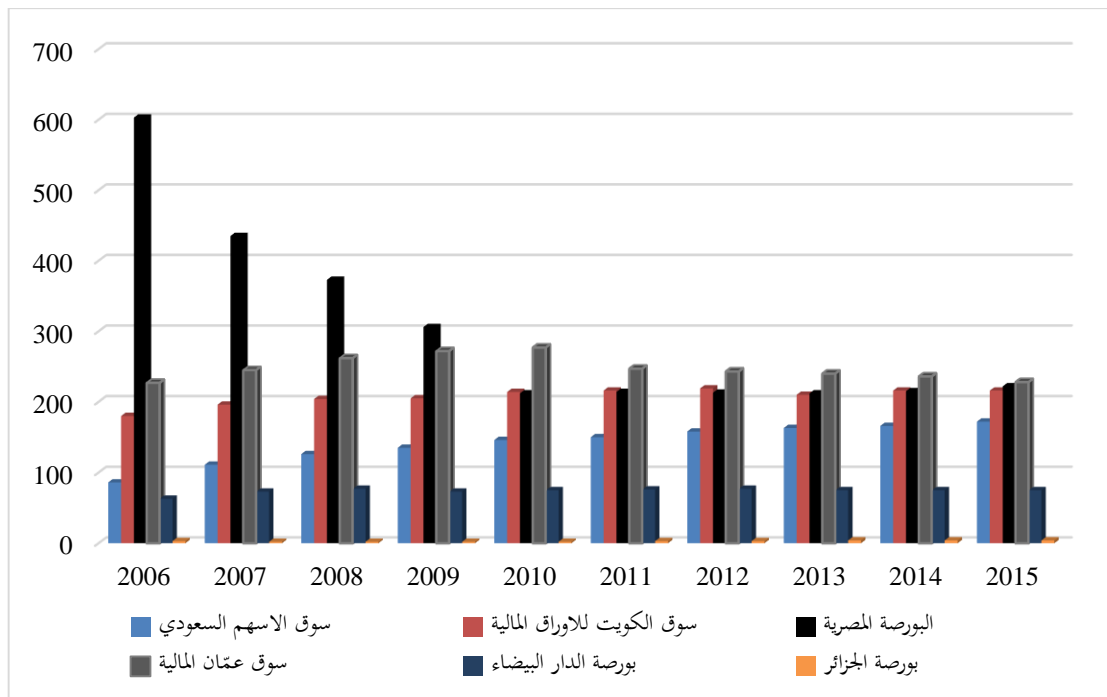
#### الفرع الثاني: مؤشر عدد الشركات المدرجة

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر اضافي للدلالة على حجم سوق الأوراق المالية ومدى عمقها، فكلما ارتفع هذا المؤشر دل هذا على اتساع حجم السوق وبالتالي تزايد حجم المبادلات فيها، كما يساهم الارتفاع في قيمة هذا المؤشر في التقليل من المخاطر المصاحبة للتعامل بالأوراق المالية.

ويعكس الشكل الموالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة، حيث تظهر البيانات أن عدد الشركات المدرجة والتي يتم تداول أوراقها المالية في هذه الأسواق تأخذ اتجاهها تصاعدياً في جميع الأسواق محل الدراسة خلال الفترة الممتدة بين عامي 2006 و 2015 إذ بلغ عام 2006 العدد الاجمالي لها 1161 شركة مقارنة بإجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية مجتمعة والذي بلغ 1623 شركة مدرجة في نفس العام، فحين انخفض العدد في عام 2015 ليصل إلى 916 شركة من إجمالي 1500 شركة مدرجة مشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، ويفسر هذا التراجع في عدد الشركات شطب قيد عدد من الشركات التي لم تف بمتطلبات القيد وتستوفي شروط الإفصاح المالي والشفافية في البيانات المالية المتعلقة بنشاطها والأرباح المحققة الخاصة بها، لتتصدر البورصة المصرية المرتبة الأولى من حيث إدراج الشركات حتى عام 2009، ثم تعود الصدارة للسوق عمان المالية وتليها في ذلك سوق الكويت للأوراق المالية فسوق الأسهم

السعودي ثم بورصتي مصر والدار البيضاء على التوالي، على أن تبقى بورصة الجزائر في آخر الترتيب بثلاث شركات مدرجة فقط منذ بداية تأسيسها وهي "رياض سطيف، مجمع صيدال وفندق الأوراسي" وحتى حلول عام 2013 انضمت مؤسسة أليانس للتأمينات وتلاها في ذلك مؤسسة رويبة للعصائر، بعد انسحاب مجمع رياض سطيف من الإدراج نظرا لأسباب تتعلق بصحتها المالية "منها عدم توزيع الأرباح سنة 2004 وأسباب ترتبط بسيولة أسهمها"، وعليه فإن عدد الشركات والمؤسسات المسجلة في البورصة الجزائرية يبقى ضئيل جدا بالمقارنة مع نظيراتها من البورصات العربية الأخرى، وبالتالي فإن الإعتماد على مؤشر عدد الشركات المدرجة في الحكم على نشاط واتساع السوق يبقى عديم الفاعلية قياسا مع باقي البورصات.

شكل رقم (18): عدد الشركات في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2015-2006



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

### المطلب الثالث: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة حسب مؤشرات سيولة السوق

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، فهي تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبأقل تكلفة، وتساعد السيولة في أن يكون الاستثمار المالي أقل خطر وتسهل من الاستثمار طويل الأجل.<sup>1</sup> ويوجد مؤشران يستخدمان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وإعطاء صورة شاملة على هذا المؤشر، وهما مؤشر معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم.

#### الفرع الأول: معدل حجم التداول

ويعكس هذا المؤشر السيولة المتداولة في الاقتصاد الوطني، ويتمثل معدل حجم التداول في قيمة التداولات الإجمالية على الأصول المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهي تشير إلى قيمة التعامل في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد الوطني.

يبين الملحق رقم ( 02 ) التطورات الحاصلة على أحجام التداول في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين عامي 2006 و 2015 ، حيث يمكن تقسيم هذه التطورات إلى مرحلتين:

**المرحلة الأولى 2006 – 2008** ويغلب عليها الإنتعاش في أغلب الأسواق محل الدراسة وارتفاع في أحجام التداول فيها حيث وصلت القيمة الإجمالية لأحجام التداول عام 2006 إلى حوالي 261.62 مليار دولار لتصل عام 2008 إلى حوالي 1065.4 مليار دولار، وتعد المملكة العربية السعودية من أكبر أسواق المنطقة سيولة، حيث تصدرت قائمة هذه الأسواق بحجم تداول يقدر بـ 191.477 مليار دولار عام 2006 و 953.86 مليار دولار عام 2008 كما أن سوق الأسهم السعودي يتصدر باقي الأسواق العربية من حيث حجم التداول بنسبة 52.4 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية، على أن يليها في ذلك سوق الكويت للأوراق المالية، ثم وينسب متقاربة كل من البورصة المصرية وبورصة عمان وبورصة الدار البيضاء وتبقى الجزائر في مؤخرة الترتيب بأحجام تداول ضئيلة جدا لا تقارن مع باقي الأسواق الأخرى في المنطقة.

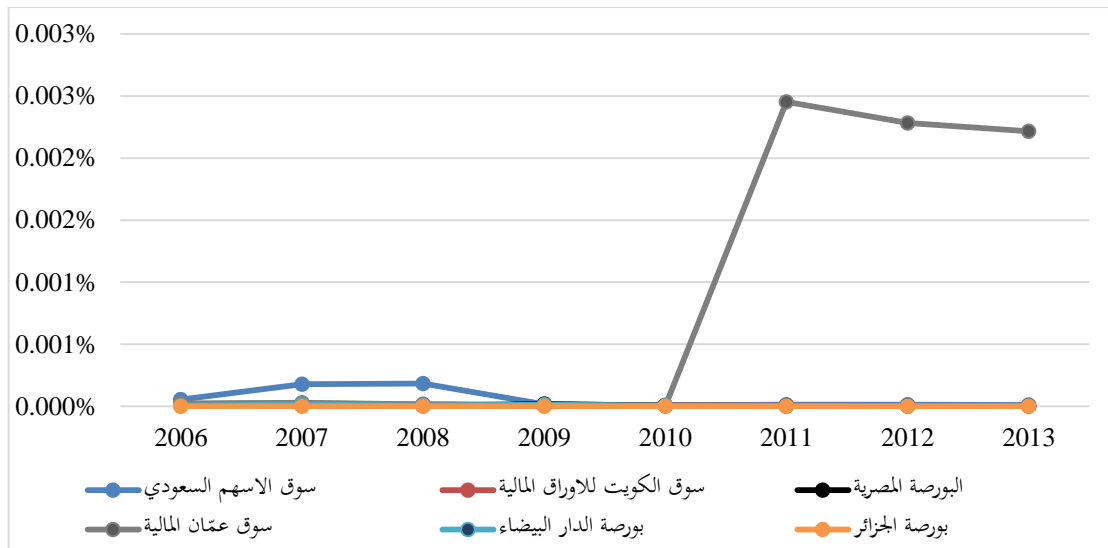
**المرحلة الثانية 2009 – 2015:** شهدت هذه المرحلة تذبذب في أحجام التداول بين الإنخفاض والإرتفاع لكن بنسب متفاوتة بين الأسواق محل الدراسة، فسجلت كل من سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية، بورصة عمان بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة وبورصة الجزائر مجموعة من الإنخفاضات بلغت عام 2009 على التوالي ما قيمته 65.12 مليار دولار، 11.18 مليار دولار، 2.65 مليار دولار، 11.66 مليار دولار، 30.2 مليار دولار، وجاء هذا التراجع في حجم

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 96 .



التداول نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 التي أثرت على حجم الاستثمارات الأجنبية داخل الدول المعنية وانكماش الطلب العالمي على النفط للدول المصدرة له، واستمر التذبذب بين الإرتفاع والإخفاض في القيم متأثراً بالعديد من الإضطرابات والتقلبات إقليمياً وعالمياً كأزمة الديون السيادية في اليونان وغيرها إضافة إلى الإصلاحات التي تطبقها حكومات الدول المعنية على أسواقها، واستثناء حقت البورصة المصرية ارتفاعاً في أحجام التداول ومقارنة بالأعوام الماضية بها حيث سجلت عام 2009 31.73 مليار دولار على أن تبدأ مرحلة جديدة من الإنتكاسات المالية والإخفاض في حجم تداول الأوراق المالية في السوق متأثرة بالتقلبات السياسية التي عرفت البلاد والتي أدت إلى اغلاق البورصة لعدة أيام متتالية وانكماش في الطلب والعرض على الأوراق المالية وإفلاس العديد من الشركات وعدم إدراج شركات جديدة أو حديثة التأسيس والتي من شأنها الرفع من حجم التداول، كما نلاحظ تدارك بورصة عمان الوضع ابتداءً من عام 2011 من خلال ارتفاع حجم التداول بها مقارنة بالأعوام الماضية.

شكل رقم (19): معدل حجم التداول في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2013-2006



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على : - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2013، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009-2013، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

حيث يظهر من خلال الشكل السابق تسجيل مؤشر معدل حجم التداول في سوق عمان المالية أعلى مستوياته ابتداءً من أواخر عام 2010 ليصل في عام 2011 نسبة 3 % واستمر هذا الإرتفاع إلى أعوام المقبلة قد يرجع السبب في هذا الإرتفاع أساساً ادخال التداول الإلكتروني مما أعطى للمعاملات نوعاً من السرعة في التنفيذ، ليكون سوق الأسهم السعودي في المرتبة الثانية بمعدلات

ارتفاع ضئيلة إلى غاية عام 2008 لتبدأ هي الأخرى في مرحلة انخفاض جديدة كباقي الأسواق الأخرى محل الدراسة.

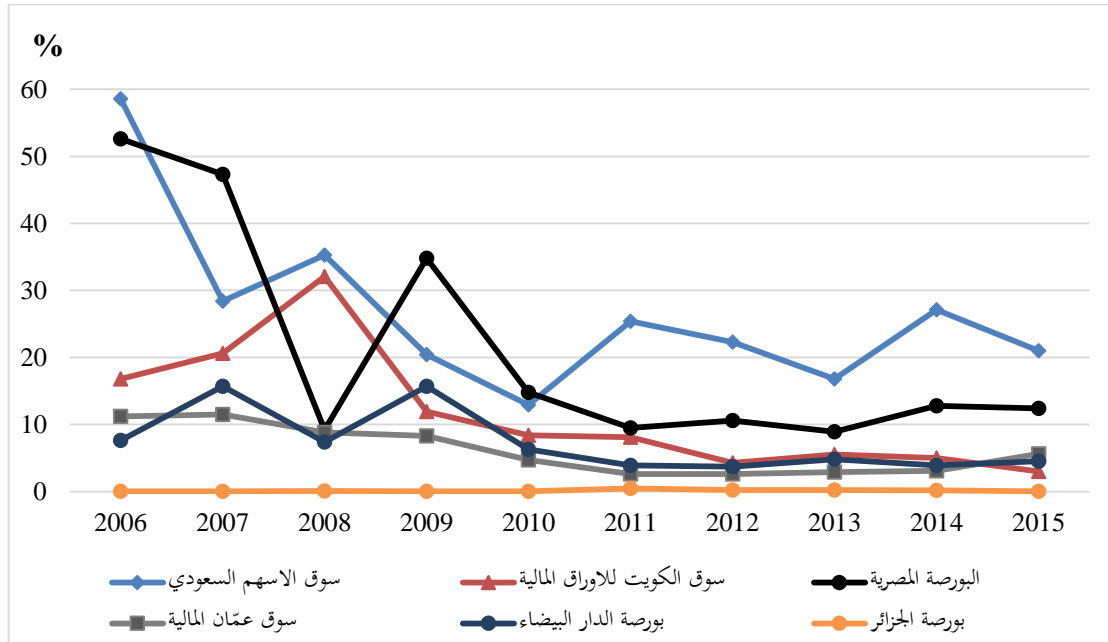
ولا يفهم عند احتساب هذا المؤشر أن كل زيادة أو انخفاض في حجم التداول تعكس بالضرورة حجم السيولة في السوق، ولا تكون هذه النتيجة صحيحة في جميع الأحوال، فقد يكون سبب الزيادة في مؤشر معدل حجم التداول وتضاعفه عدة مرات بسبب عمليات المضاربة التي تزيد من عمليات دوران الأسهم بيعا وشراء، إلا إذا ترافق التغير في قيمة هذا المؤشر ارتفاعا أو انخفاضا مع التغير في قيمة مؤشر السوق المعني، فإذا صاحب الإرتفاع في مؤشر معدل حجم التداول ارتفاع في مؤشر السوق دل هذا على دخول سيولة جديدة للسوق جعلت من أحجام التداول ترتفع وتشكل اضافة ايجابية للسوق، والعكس إذا تزامن الإنخفاض في كلا المؤشرين فإننا نستنتج خروج السيولة من السوق، وفي ذات الإطار سجل المؤشر السابق في بورصة الجزائر معدلات ارتفاع طفيفة لا تكاد تحقق أي معنى اقتصادي وإنما يدل على شح السيولة في البورصة الجزائرية ومحدودية تداول الأوراق المالية بيعا وشراء نظرا لمحدودية الشركات المدرجة التي تتولى عملية عرض الأوراق المالية وقلة المتدخلين المتعاملين في البورصة.

#### الفرع الثاني: معدل الدوران

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق، ويعكس هذا المعدل نسبة رأس مال السوق، فكلما ارتفع هذا المعدل كانت السوق تتميز بالنشاط واتساع الحجم والعكس إذا كانت صغيرة وغير نشيطة دل هذا على انخفاض قيمة المؤشر. يوضح تحليل معدل الدوران بالنسبة للأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة من خلال الشكل الموالي، أنه لم يستقر على وتيرة واحدة، فهو يشهد تذبذب صعودا وهبوطا خلال فترات متباينة في الفترة الممتدة من عام 2006 إلى عام 2015 بالنسبة للأسواق المعنية، فسجلت أعلى معدلات له ما بين عام 2006 حتى عام 2009 فخلال هذه الفترة سجلت كل من سوق الأسهم السعودي والبورصة المصرية أعلى معدلات له على أن تكون نسبه حوالي 59 % و 53 % في عام 2006 وهو ما يفسر كثافة تداول الأسهم في هذه الفترة والزيادة في تبادلها بيعا وشراء وبالتالي تحقيق ارتفاع في أسعارها، كما حقق معدل الدوران في سوق الكويت للأوراق المالية نسبة قاربت 17 % ثم تأتي بورصة عمان وبورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة بنسب متقاربة نوعا ما ويتحقق تذبذب واضح في قيم المؤشر، في الوقت الذي شهد فيه مؤشر معدل الدوران بالنسبة للأسهم المسجلة في بورصة الجزائر خلال كامل فترة الدراسة معدلات لا تتجاوز 1 % والذي يدل على انخفاض سيولة السوق وضعف مرونة بيع وشراء الأوراق المالية فيها، إذ تعكس بطء عمليات التداول على هذه الأوراق نظرا لقلة عدد المتدخلين وقلة المعروض من الأوراق المالية أساسا، ليبدأ الانخفاض

النسبي في المعدل ليحقق مؤشر معدل دوران الأسهم في سوق الأسهم السعودي أدنى مستوى له خلال فترة الدراسة ليصل إلى 12.9 % ليعاود بعد ذلك تحركاته صعودا وهبوطا في مجال لا يتجاوز 30 %، كما ارتفع المؤشر في سوق الكويت للأوراق المالية عام 2008 ليصل إلى حوالي 32.1 % ليعود ويواجه موجة أخرى من الإنخفاضات في قيمته خلال سنوات الدراسة الأخرى، في الوقت الذي يتحرك فيه المؤشر في كل من بورصتي عمان والدار البيضاء في حدود لا تتعدى 15.7 % كأعلى نسبة حققها خلال كامل فترة الدراسة وما نسبته 2.6 % كأدنى مستوى حققه المؤشر بالنسبة لبورصة عمان في سنوات 2011 و 2012 على التوالي.

شكل رقم (20): معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2015-2006



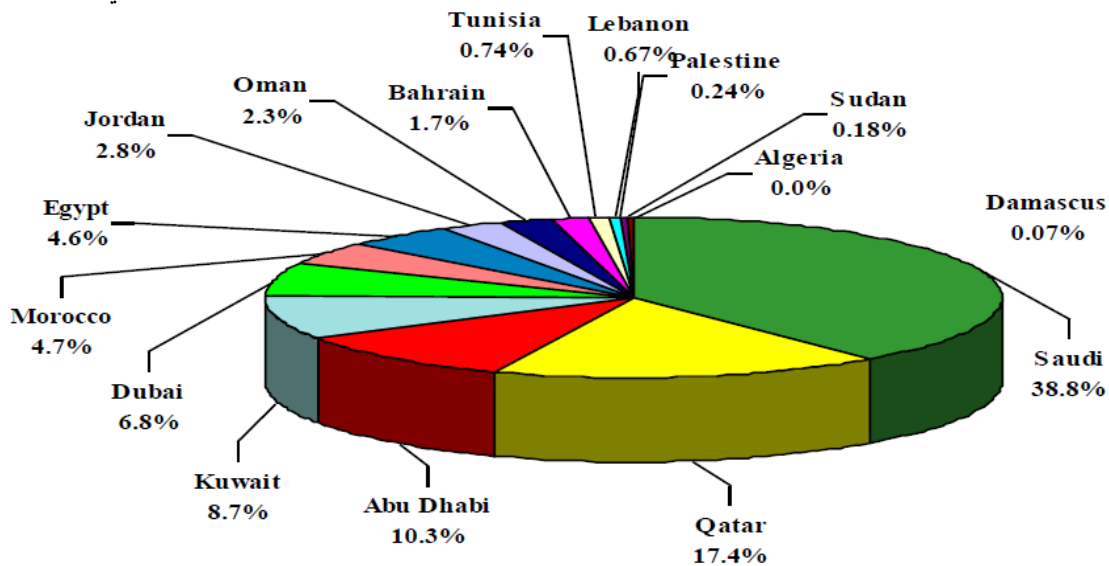
المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

من خلال ما تم مناقشته سابقا واعتمادا على الشكل الموضح أدناه يمكن تحديد الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة في عام 2015 من إجمالي حجم أسواق الأوراق المالية العربية، وذلك للوقوف على مدى اتساع كل سوق وارتفاع حجم المعاملات والصفقات التي تتم من خلالها، وبالتالي إمكانية تحديد مساهمة كل منها في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي وكذلك في تنشيط الاقتصاد وسد الاحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية الضخمة وطويلة الأجل، وعليه نلاحظ تصدر سوق الأسهم السعودي ترتيب إجمالي باقي الأسواق العربية واحتلالها للمرتبة الأولى في

القائمة بأكبر نصيب حدد عام 2015 بنسبة 38.8 % من إجمالي الحجم الكلي وهذا راجع لفتح باب الاستثمار أمام المستثمرين الأجانب والسماح للمستثمرين السعوديين بالاستثمار في الخارج وإدخال أنظمة التداول الإلكترونية الحديثة التي ساهمت إلى حد كبير في اتساع نشاط السوق وزيادة عدد الشركات المدرجة فيها ومباشرة العديد من الإجراءات التنظيمية والتشريعية والهيكلية التي من شأنها تفعيل دور السوق في الاقتصاد، لتحل سوق الكويت للأوراق المالية المرتبة الثانية بحصة 8.7 % من باقي الحجم الكلي، ليكون نصيب البورصة المصرية وسوق عمان المالية وبورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة من إجمالي حجم أسواق الأوراق المالية العربية على التوالي: 4.6 %، 2.8 %، 4.7 %، في الوقت الذي تعاني بورصة الجزائر من غياب تام ضمن هيكل النظام المالي، فهي بهذا لا تمارس أي نشاط ولا تشكل إضافة بالنسبة للاقتصاد الوطني إذ لا يتجاوز الحجم النسبي لها في جميع الأحيان 0.01 % فهي تشكل 0.0 % من إجمالي الحجم الكلي لأسواق الأوراق المالية العربية الأخرى في عام 2015، كما تجدر الإشارة إلى ضآلة أغلب أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة باستثناء سوق الأسهم السعودي الذي يشهد فترة نمو كبيرة والتي من شأنها المساهمة في توفير متطلبات المشاريع التنموية والاستثمارية في الاقتصادية والعمل على رفع معدلات النمو والتنمية الاقتصادييين وتعزيز توطين رؤوس الأموال الوطنية واستثمارها محليا من خلال قنوات سوق الأوراق المالية، فضلا عن تقليل اللجوء إلى العام الخارج للحصول على قروض.

#### شكل رقم (21): الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع 2015

(% من إجمالي القيمة السوقية)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 92.

### المبحث الثالث: معوقات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الإصلاح فيها

تتشترك معظم أسواق الأوراق المالية العربية في مجموعة كبيرة من الخصائص التي تحد من تطورها وإسهامها في النشاط الاقتصادي، والتي تؤول لا محال إلى ضعف وتدني مستوى الكفاءة فيها وتقلل من فعاليتها، وبالتالي تدهور أداء هذه الأسواق ونشاطها، الأمر الذي يقلل من مساهمتها في تحقيق معدلات كبيرة للنمو الاقتصادي من خلال تلبية متطلبات تمويل المشاريع الاستثمارية بشكل أمثل، حيث تقف هذه الأخيرة أمام عمليات تطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية في المنطقة العربية في الوقت الذي ازداد فيه توجه حكومات هذه الدول إلى إرساء أسواق أوراقها المالية والنهوض بها من خلال سياسات الإصلاح والتحديث في الجوانب الاقتصادية والمالية والتشريعية والتنظيمية والهيكلية التي تمس الأسواق المالية لمحاولة زيادة قدرتها على تحقيق الدور المطلوب منها.

#### المطلب الأول: المعوقات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية

تواجه أسواق الأوراق المالية العربية عدد كبير من العوامل التي تعتبر في جوهرها معوقات وعقبات تقلل من مساهمتها على تنمية المدخرات وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار المناسبة عن طريق هذه الأسواق، وتتمحور هذه المعوقات على مستويات ومجالات مختلفة فمنها ما هو متعلق بالجانب التنظيمي والتشريعي للأسواق وكذا آليات عمل هذه الأسواق من أدوات وطرق التداول وعدد المؤسسات المتدخلة فيها لتنشيطها، وبدرجات متفاوتة بين سوق وآخر أو بين مجموعة من الأسواق التي تشترك في خصائص معينة مع مجموعة أخرى من مثيلاتها، وهو ما سوف نناقشه بالتفصيل في هذا المطلب.

#### الفرع الأول: المعوقات المتعلقة بالجانب التشريعي والتنظيمي للأسواق المعنية

- وتتمثل المعوقات التشريعية التي تواجهها أسواق الأوراق المالية في الدول العربية في الآتي:<sup>1</sup>
- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية.
  - قصور التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة ( أسهم عادية وسندات).
  - افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول الإفصاح المالي عن أوضاع الشركات المساهمة وحماية حقوق صغار المستثمرين.
  - وجود بعض القواعد والنظم الخاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية لا تتلاءم مع مثيلتها من قواعد ونظم في البورصات العربية الأخرى.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية " دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، مرجع سابق، ص: 162، 163.

- وجود القواعد والأسس الخاصة بتنظيم ومتابعة شؤون الشركات المساهمة العامة ضمن قوانين الشركات التجارية في معظم البلدان العربية.
- أما فيما يخص المعوقات التنظيمية والهيكلية التي تقف أمام تطور أسواق الأوراق المالية العربية نذكر منها:
  - تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها، إذ يلاحظ بأن بعضها لا زالت في بداياتها في حين أن هناك مجموعة من الأسواق العربية قد أسست منذ بداية القرن الماضي.
  - عدم وجود أسواق أوراق مالية منظمة لدى عدد من الدول العربية، فعلى الرغم من توفير الأدوات المالية لدى عدد من الدول العربية إلا أن هذه الدول لا زالت تفتقر إلى وجود سوق منظمة للأوراق المالية.
  - عدم تنوع الأدوات المالية العربية حيث تكاد الأسهم تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية العربية.
  - وجود عقبات تشريعية تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية، حيث لا تسمح التشريعات التي تحكم عمل البورصات العربية إمكانيات الربط بين هذه البورصات.
  - عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عمليات التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط.
  - عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل.
  - تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية.
  - عدم توفر المعلومات المجمعّة عن البورصات العربية ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها.
  - قصر دور شركات الوساطة على الأسواق المحلية.

#### الفرع الثاني: المعوقات المتعلقة بالجانب السياسي للدول العربية

وتتمثل المعوقات السياسية في سوء الأوضاع الأمنية والسياسية في كثير من الدول العربية، حيث أن هذه الأوضاع أثرت وبشكل كبير على بورصات العديد من الدول مثل مصر وسوريا وليبيا، وبالتالي فإنه لا يمكن لأي دولة أن تتطور دون عنصري الاستقرار والأمان.

لقد شهدت أغلب أسواق الأوراق المالية العربية اضطرابات عديدة في عام 2011 متأثرة بالأحداث السياسية التي مست عددا من دول المنطقة، حيث أنها انهارت البورصات العربية هذا العام على خسارة إجمالية بلغت 103 مليار دولار بما نسبته 10.3 في المائة من قيمتها السوقية.

كما استمر التراجع في استثمارات الأجانب في البورصات العربية وللعام الرابع على التوالي، فبعد أن شهد الربع الأخير من عام 2010 معاودة التحسن في تعاملات الأجانب لأول مرة منذ الأزمة المالية العالمية 2008 جاءت التطورات والأحداث العالمية والإقليمية خلال عام 2011 لتعكس هذا الاتجاه وتسجل تعاملات الأجانب كمحصلة لمجموع البورصات العربية صافي بيع عن هذا العام.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: المعوقات المتعلقة بالجانب الاقتصادي

إن أهم المعوقات والعقبات ذات الطابع الاقتصادي التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وتعرض نموها وتقلل من مساهمتها في النشاط الاقتصادي تتمثل في التالي:<sup>2</sup>

- ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية: من أهم الشروط الضرورية لإنشاء سوق الأوراق المالية نشطة توافر عرض مناسب من الأوراق المالية والإصدارات الجديدة بشكل منتظم " غير متذبذب"، حيث يلاحظ أن بعض الأسواق العربية تنسم بضيق نطاقها وافتقارها إلى السلع المتمثلة في الأوراق المالية من أسهم الشركات وسندات الإقتراض، ولا زالت تنقل الأدوات الاستثمارية الموجودة في الغرب، ومن أسباب ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية نذكر منها:

- سيادة النمط العائلي لشركات المساهمة في العديد من أسواق الأوراق المالية العربية مما يترتب على مجود هذا النمط من الشركات احتفاظ مؤسسيها بالغالبية العظمى من الاصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الاصدارات بغرض الزيادة في رأس المال.
- استمرار تملك الحكومات العربية لنسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وعدم طرحها للجمهور.
- ضآلة فرص الاستثمار المحلية في بعض الدول العربية المصدرة لرأس المال بشكل عام بسبب ضيق وعدم استيعاب السوق المحلية أو ضيق منافذ الاستثمار المحلي بالمقارنة بالأموال المحلية المتوافرة.

- نقص الطلب على الأدوات الاستثمارية: إذا كان سوق رأس المال يمثل بالضرورة آلية لتوجيه تدفق المدخرات في القنوات الاستثمارية، فإن أحد أهم العوامل التي تحد من تطور هذه السوق وزيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية هو ضآلة حجم الدخل ونمط توزيعه ومستوى الوعي العام للمدخرين ومفاهيمهم الاجتماعية إزاء الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة السندات منها، ومن أهم العوامل التي أثرت على مستوى الطلب على الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية العربية نذكر:

- تفضيل السيولة في الاستثمار القصير الأجل: إن الاستثمار في الأوراق المالية هو استثمار طويل الأجل بطبيعته ولكن نتيجة لنقص الخبرة الإدارية بأساليب التحليل المالية وعدم الوعي الإدخاري والتوظيف لدى المدخرين، فقد أدى إلى عدم اقبال الغالبية العظمى من الأفراد على الاستثمار في

<sup>1</sup> ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 133، 145 .

<sup>2</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 253، 256.

الأسهم والاتجاه نحو الاستثمار قصير الأجل، أما ارتفاع أسعار الفائدة في البنوك عن مثيلتها في السندات أدى إلى انخفاض القيمة الرأسمالية للسندات مما يعني تحقيق خسارة لحاملي السندات، وهو ما أدى إلى اتجاه الأفراد إلى إيداع أموالهم بالبنوك لآجال قصيرة أو استثمارها في العقارات أو الذهب... أو غيرها.

■ **انخفاض العائد الصافي على الاستثمار في الأوراق المالية مقارنة بأشكال الاستثمار الأخرى:** هذا يعتبر عائقاً دون زيادة الطلب على هذه الأوراق ويحد بالتالي من نمو سوق الأوراق المالية، وهو ما يلاحظ في بعض الدول العربية التي تعاني من ارتفاع معدلات التضخم، فإن معدلات الفائدة على الودائع في الجهاز المصرفي قد تفوق العوائد التي توزعها شركات المساهمة بل أن بعض الدول العربية غالباً ما تعطي الودائع المصرفية دون عائدات الأسهم أفضلية من حيث المعاملة الضريبية.

■ **انخفاض معدلات الادخار في بعض الدول العربية خاصة المستوردة لرأس المال:** وذلك بسبب تدني الدخل مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية في أسواق المال.

- **عدم ملائمة المناخ الاستثماري في بعض الدول العربية:** يواجه الاستثمار في كثير من الدول العربية العديد من العقبات منها ما يتعلق بنواحي سياسية أو اقتصادية أو مالية أو تشريعية، بالإضافة إلى المعوقات الإدارية والتنظيمية وتلك التي تتعلق بمشروعات البنية الأساسية وتنعكس العقبات في انخفاض الاستثمارات العربية داخل الوطن العربي بالمقارنة مع مثيلاتها في الخارج.

" حيث بلغت الاستثمارات العربية البينية عام 2000 في المشاريع التي تم الترخيص لها بلغت حوالي 2.3 مليار دولار مقابل 2.2 مليار دولار عام 1999، حيث يعتبر هذا الرقم هزيل جداً إذا ما تمت مقارنتها مع الاستثمارات العربية المتدفقة خارج المنطقة العربية سواء اتجاه الدول الأوروبية أو الولايات المتحدة الأمريكية إذ بلغ الرقم التراكمي الذي يمثل الاستثمارات العربية في تلك المناطق يصل إلى 1200 مليار دولار.<sup>1</sup>

" في حين كشف التقرير السنوي لمناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2011 عن أن الاستثمار الإجمالي في الدول العربية ( الاستثمارات المحلية والأجنبية سواء الحكومية أو الخاصة) ارتفع بنسبة 1.2% من نحو 490 مليار دولار عام 2010 إلى 496 مليار دولار عام 2011 رغم ما شهدته الساحة العربية من أحداث وتطورات، وأضاف التقرير الذي أصدرته المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات أن 4 دول نفطية هي: السعودية والإمارات والجزائر وقطر استحوذت على 63% من مجمل الاستثمارات الإجمالية في المنطقة لعام 2011 بقيمة تبلغ 312.5 مليار دولار وذلك لتمويل خطط للتنمية والتوسع تعتمد على الاستفادة من عائدات النفط المتنامية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة " الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة"، مجموعة النيل العربية، مصر، ص: 254.  
<sup>2</sup> متاح على الموقع الإلكتروني:



- افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى المؤسسات الصانعة لها: تفتقر أسواق الأوراق المالية العربية وخاصة السوق الأولية إلى وجود بنك أو شركات استثمارية متخصصة تتولى مهام توزيع مخاطر الإكتتاب إذ ما زالت البنوك التجارية في هذه الدول يقع عليها أساسا هذا العبء، أما السوق الثانوية فإن المؤسسات الصانعة لهذه السوق " كالشركات المالية التي تقوم بدور الترويج والتسويق وتغطية ما يصدر من أوراق مالية وكذلك إعطاء النصح والمشورة فيما يمكن إصداره في السوق، وذلك في ضوء ما يتوافر لديها من تحليلات وبيانات، وشركات المقاصة التي تعمل في مجال نقل ملكية الأوراق المالية وتحصيل الكوبونات نيابة عن الأفراد، وشركات رأس المال المخاطرة التي تعمل في مجال تعويم وإدارة الشركات المتعثرة"، يكاد ينعدم فيه توافر مثل هذه المؤسسات بالرغم من الدور المهم الذي تلعبه في تنشيط السوق الثانوية من خلال توفير السيولة لهذه السوق نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص، وتتمثل أهمية هذه المؤسسات في تشجيعها تداول الأوراق المالية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين علما أنه في أغلب الأحيان تكون هذه المؤسسات على دراية واسعة بالسوق ويرغبات المستثمرين.

كما توجد عوامل أخرى عملت على تعطيل عجلة نمو أسواق الأوراق المالية العربية وحدثت من نموها ونكر منها:<sup>1</sup>

- ضيق وعدم عمق أو غياب الأسواق الثانوية لتداول الأوراق المالية ما يحد من سيولتها وإقبال المستثمرين على حيازتها.

- قلة عدد شركات المساهمة التي تعتمد عليها السوق المالية مقارنة بعدد الشركات الفردية وغيرها، التي لا تفصل بين الملكية والإدارة، ما يؤدي إلى عدم التنوع الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق بما يتناسب مع حاجة المتعاملين فيها.

- قصور مهنة تدقيق الحسابات المالية والرقابة في معظم الدول العربية وضعف الشفافية والإفصاح المالي عن المعلومات المتعلقة بالشركات.

" تعتبر التكنولوجيا والتقنيات المتقدمة في ميدان الاتصالات خاصة من بين الأدوات التي تعمل على المساهمة في تطوير التعامل في الأسواق المالية، فبدون وجود بنية أساسية معلوماتية وتكنولوجية لأي سوق مالي فإن ذلك سيؤثر عليه سلبا، وذلك بعرقلة تدفق المعلومات والبيانات الأمر الذي يعيق عمل السوق المالية ككل، وعموما فإن أسواق الأوراق المالية العربية تتميز بقصور في درجة التقنية المستخدمة، ومن أجل رفع الكفاءة في أسواق الأوراق المالية العربية يجب العمل على سرعة إتاحة البيانات والمعلومات وكذلك قيام العديد من الشركات المتخصصة في مجال المعلومات

<http://www.alriyadh.com/758469>. le 01/05/2017.

<sup>1</sup> أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص: 64.

والتي تقوم بإصدار التقارير الدورية والتحليلات التي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار في الوقت المناسب، كما يجب العمل على توفير الإطارات المدربة وخلق دورات لتنمية المهارة الفنية والتدريب والعمل بتوصيات الملتقيات والمؤتمرات العلمية المنعقدة لهذا الغرض".<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية ومحاولات تطويرها

رغم كل المعوقات العديدة التي سبق الإشارة إليها والتي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية والتي تؤثر سلبا على نشاطها وأدائها، إلا أنه يوجد محاولات جادة لتطوير هذه الأسواق والإرتقاء بها والرفع من تنافسيتها بين نظيرتها من أسواق الأوراق المالية الناشئة وحتى المتقدمة في الوقت الذي تزداد فيه متطلبات الإنفتاح والتحرر في المجال المالي والذي فرضته ظاهرة العولمة. إن عملية تطوير أسواق الأوراق المالية يتطلب توفير أساليب العمل وإعطاء أهمية قصوى لأمر محورية وعدة اجراءات لمعالجة المعوقات والعقبات التي تقف أمام نموها وتطورها، والتي يمكن تلخيصها بالآتي:<sup>2</sup>

- إعادة هيكلة القطاع العام والمضي قدما في عمليات الخصخصة، وبيع الحكومات للأصول التي تمتلكها في القطاعات الإنتاجية والخدمية وحصر نشاط القطاع العام في القضايا التي لا يمكن للقطاع الخاص القيام بها، وبشكل يحسن الكفاءة الإنتاجية للمؤسسات ولا يؤدي إلى نشوء الاحتكارات.

" والتحول أو التوجه نحو إعطاء دور أكبر للمشروعات الخاصة في الحياة الاقتصادية، والذي كان كمحصلة لطبيعة التحول الاقتصادي العالمي وتبني معظم الدول العربية نظام اقتصاد السوق الحر الذي يتعاضد فيه دور القطاع الخاص وهو الأمر الذي استدعى ضرورة إيجاد آليات وأدوات مالية يتم من خلالها نقل أو تحويل القطاع العام ووضعها بيد الخواص فضلا عن تأمين استيعابية التمويل للقطاع الخاص البديل وهو ما لا يمكن تحقيقه إلا بإنشاء أسواق رأس المال".<sup>3</sup>

- إشاعة مناخ الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي، باعتباره عاملا محوريا للمستثمرين لدى اتخاذهم قرارات التشغيل، خاصة وأن تجربة السنوات القليلة الماضية أثبتت أن رأس المال والمستثمرين المؤسسين تحديدا يعمدون إلى سحب استثماراتهم بسرعة من الأسواق التي تعثرها أي قلاقل أو اضطرابات ما يؤدي إلى نشوب أزمات مالية داخلية حادة.

- تعزيز التنسيق بين المؤسسات المعنية بتطوير القطاعات المصرفية والمالية والتجارية مثل

<sup>1</sup> مختار حميدة، مرجع سابق، ص: 224.

<sup>2</sup> أحمد سفر، مرجع سابق، ص ص: 65، 67.

<sup>3</sup> الأخضر بن عمر، باللموشي علي، تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 2، 2012، جامعة الوادي، الجزائر، ص: 128.

"إتحاد المصارف العربية وإتحاد البورصات العربية وهيئات أسواق المال العربية وإتحاد المستثمرين العرب".

- الإسراع في إنشاء بورصة عربية موحدة قادرة على جذب أحجام كبيرة من الاستثمارات الخارجية ومتصفة بالعمق والسيولة الكافية.

كما توجد مجموعة أخرى من العوامل التي من شأنها الرفع من فعالية أسواق الأوراق المالية العربية وهي كما يلي:<sup>1</sup>

- لا يمكن لأي سوق مالي أن يتطور في ظل اقتصاديات ضعيفة لذلك يجب على الدول بذل مزيد من الجهد والعمل لتوفير المناخ الاستثماري المناسب الذي يتجسد في رفع معدلات النمو الاقتصادي وتحسين دخل الفرد، وكذا تفعيل دور السياسة المالية للحد من العجز في الميزانية العامة عن طريق الترشيح الأمثل للإنفاق وليس تثقله والحد من ظاهرة المبالغة في فرض الضرائب. وتقوية أداء البنوك والمؤسسات المالية على تحفيز توطين الأموال والاستثمارات بهذه الدول يجب التركيز على السياسة النقدية في الدول العربية من خلال مساهمتها في الاستقرار الاقتصادي، وكذا تشجيع الاندماجات والتحالفات بين الشركات والبنوك العربية داخل الدول وفيما بينها مما يرفع من رأسمالها ويزيد من قدرتها التنافسية وقدرتها على مواجهة اتفاقيات التحرير المالية التي تنص عليها حرية حركة رؤوس الأموال.

- تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية للأسواق المالية وخصوصا ما يتعلق بقوانين الإفصاح المالي والشفافية وتداول المطلعين والفصل بين الملكية والإدارة والمضاربات غير المشروعة وغيرها من الضوابط والتعليمات التي تحمي جميع أطراف عملية التداول وتضمن سلامة هذه العملية.

- تهيئة الآليات الضرورية التي تجعل صناعة السوق ممكنة، والمقصود بها وجود أطراف تسعر الورقة المالية بما يعكس قوى العرض والطلب ويكون صانع السوق ملزما بالبيع والشراء على الأسعار التي أعلنتها، إن الأسواق العربية تفتقر لوجود صانعي السوق لأنها تقوم على التداول الإلكتروني للأوامر التي يدخلها الوسطاء لمصلحة المستثمرين على أنظمة التداول، فوجود صانعي السوق يزيد من سيولة السوق الثانوية للأوراق المالية خاصة عندما لا تتوافر أوامر البيع والشراء في أوقات محددة.

- توفير الحد الأعلى من المكننة الإلكترونية الضرورية لإنقال وتدقيق المعلومات وشفافية وسرعة عمليات التداول.

<sup>1</sup> ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص: 142، 144.

- إتاحة التنافس الصحي لجمهور المتعاملين من خلال وضع ضوابط مراقبة لآليات التداول في السوق، لتلافي حدوث انحرافات كبيرة بين العرض والطلب يصعب السيطرة عليها وبالتالي الحد من التقلب الكبير في أسعار الأوراق المالية.
- الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار مما يزيد من الخيارات الاستثمارية أمام المستثمر وبالتالي يتيح له فرصا لتحقيق عوائد أعلى وتقليل مخاطر استثماراته من خلال التنوع.
- الاهتمام بوجود قاعدة بيانات دقيقة يستطيع المستثمر الاعتماد عليها والاسترشاد بها وذلك لبناء قراره الاستثماري على أساس علمي ومتمين ومدروس، وتفعيل وتشجيع إنشاء شركات التحليل المالي والتصنيف الائتماني التي تقدم الاستشارات المالية والاستثمارية.
- ربط أسواق الأوراق المالية العربية وتفعيل التعاون بينها مما يساهم في نموها وتطورها وتوسيع قاعدة الاستثمار أمام المستثمر العربي.
- تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي.
- التخطيط الإستراتيجي المستمر لزيادة فاعلية وكفاءة الأسواق المالية مثل وضع خطط لتخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية عبر البورصات العربية المختلفة.

#### المطلب الثالث: سبل تفعيل بورصة الجزائر

على الرغم من مرور فترة زمنية على تأسيس بورصة القيم المنقولة في الجزائر، إلا أن بورصة الجزائر مازالت تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة وهامشية دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، ولتحسين أدائها وفعاليتها يمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها لتفعيل البورصة في الجزائر حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي:<sup>1</sup>

- **ضرورة تسوية الاقتصاد:** يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة لا بد من توفير قطاع خاص نشيط وحرية المنافسة، وأيضا لا بد من توفير المناخ الاستثماري المناسب من خلال منح الحوافز الضريبية للشركات ووضع الأطر القانونية والتنظيمية وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطا رئيسيا لقيام بورصة قيم متداولة في الجزائر.

<sup>1</sup> بهوري نبيل، مرجع سابق، ص ص: 197 ، 198.

- " إصلاح النظام الجبائي: و هذا لما للسياسة الضريبية من أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين وهما"<sup>1</sup>

■ **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، ويؤدي ما تقدم ذكره إلى انخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية. ونتيجة لما سبق 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.

■ **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 اختيارات الشركات لمصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي. وتتأثر القرارات التمويلية بدورها 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 "

- **الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد:** لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم بوجود علاقة كبيرة بين المستوى الحقيقي لكل فرد وتوجيه الإدخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، ولا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع لأن يساهم في تنشيط البورصة.

<sup>1</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر " المعوقات والأفاق"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر -، مرجع سابق، ص: 17.

- الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية: تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، وتتميز بتنوع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين والفتح الكبير على الجمهور، وتتميز بورصات الدول المتخلفة والدول العربية والجزائر خاصة بضعف الصفقات الناجمة عن العدد المحدود للمتدخلين، وغياب الإدارة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، والطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنوع الأدوات المالية على هذه البورصات وعدم توظيف الادخار في شكل سندات إما لإنخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.
- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة: تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذا كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بذلك باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعاً لهذه الأسعار.
- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، لأن مردودية المؤسسات تعتبر من الشروط اللازمة لجذب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.
- حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية: إن الحصول على عوائد لقاء توظيف واستثمار الأموال في البورصة يعد شرطاً أساسياً لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين ووجود شركات مساهمة ناجحة.
- تكيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية: من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة ومدى قدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسة وترقيتها.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاستقرار القانوني: يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لإجتذاب رؤوس الأموال الفائضة من المدخرين وحسن توجيهها، كما أن وجود هذا الاستقرار يسمح بتطوير البورصات وترقيتها، أما بخصوص الاستقرار القانوني ووجود جهاز تشريعي مرن فإن استقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفاعلية في ترقية ونمو سوق البورصة، وتوفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الاقتصادية في تطورها وباستطاعته التكيف والإنسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الاقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناءً على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات.

- وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية، وتتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

- " إن تأكيد التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصوصية وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية عكس ما هو معمول به في جل البورصات العالمية وفي الدول العربية حيث يتم التعامل بالأسهم أكثر من السندات في الأسواق المنظمة وبالسندات في الأسواق غير المنظمة".<sup>1</sup>

### المبحث الرابع: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وترابطها

زاد الاهتمام حول أسواق الأوراق المالية العربية ومحاولة إيجاد وسائل كفيلة بتحقيق الترابط بينها وتأسيس سوق مالية عربية موحدة، لما لها من أهمية كبيرة لعل أهمها الحد من انتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها محليا داخل الوطن العربي، وتأثيرها على حجم هذه التدفقات واتجاهها وطبيعتها، على اعتبار أن تطوير وانفتاح هذه البورصات أصبح يكتسب أهمية متزايدة في تمويل التنمية على مستوى الاقتصاديات الوطنية والتنمية العربية، ولكن في الواقع هناك أسباب عديدة حالت دون تكامل بين هذه الأسواق العربية.

### المطلب الأول: معوقات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

تسعى الدول العربية إلى تحقيق التكامل بين أسواق الأوراق المالية بها، رغم العقبات التي تقف أمام تحقيق هذا التكامل والترابط، وعليه يمكن عرض أهم العوامل الحائلة دون الربط بين الأسواق المعنية في الآتي:

### الفرع الأول: العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية

لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية والربط بينها بمعزل على التطورات والأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وفي ضوء ذلك فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق يعزى بالضرورة للخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية مع التباين الواضح في هذه الاقتصاديات، وكذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها بالإضافة إلى غياب التنسيق بينها، وما يمكن التمييز بين مجموعتين من

<sup>1</sup> صالح فلاح، مرجع سابق، ص: 13.

الدول العربية وذلك من حيث التطور الاقتصادي، فالمجموعة الأولى تضم مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بوفر مالي يقابله قلة عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة العناصر البشرية المدربة، أما المجموعة الثانية فتضم مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بقلّة رأس المال ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة الأيدي العاملة.

وفي ضوء هذه الحقائق فإن السياسات الاقتصادية في كلا المجموعتين مختلفة، وعليه فإن التحدي الحالي يقوم على أساس إيجاد انسجام بين مصالح دول الفئاض وذلك من خلال إيجاد فرص استثمارية مناسبة ومصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات التنموية والبشرية، إضافة إلى ذلك فإن المبادلات التجارية فيما بين الدول العربية لا زالت متدنية حيث لا زالت في حدود 8 %، الأمر الذي يتطلب بذل المزيد من الجهود لتعزيز وتنشيط التجارة العربية البينية، إن هذه الاختلافات بالإضافة إلى التباين في معدلات الإدخار مما ينجم عن ذلك من اختلافات في الهياكل الاقتصادية العربية ومستويات الرفاه الاقتصادي تؤثر سلباً في السياسات الاقتصادية التي تنتهجها الدول العربية بما في ذلك السياسات النقدية والمالية، مما ينعكس سلباً على إمكانيات تكامل أسواق رأس المال والبورصات العربية.<sup>1</sup>

" إضافة لما سبق ذكره فإن الدول العربية تتميز بتفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات فيها...، وكذلك انخفاض رأسمال الشركات العربية المصدرة للأسهم وضعف ملاءتها المالية مقارنة بما عليه الحال في الشركات الأجنبية الموجودة في البورصات العالمية، وانخفاض الملاءة المالية لشركات الوساطة في الأوراق المالية، وكذا انخفاض الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وتضائل دورها رغم أهميتها لتبادل تنفيذ الصفقات بين المستثمرين في الدول العربية، وفي مقدمتها شركات السمسرة، وشركات التسوية والمقاصة والإيداع المركزي، وشركات تكوين وإدارة المحافظ، وشركات الاستثمار، وشركات تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات".<sup>2</sup>

" إن تفاوت الدول العربية من حيث درجات النمو الاقتصادي سوف يزيد من اتساع الهوة بين مستويات المعيشة بين الدول العربية حيث أن المستفيد الأكثر من التكامل هو الدول ذات معدل النمو الاقتصادي المرتفع".<sup>3</sup>

كما يعتبر اختلال الهياكل الاقتصادية للدول العربية من أهم العقبات التي تقف أمام توجهات التكامل بين الدول العربية، ويتضح ذلك من اعتمادها على سلعة واحدة أو عدد قليل من السلع، حيث لا تستطيع أن تدفع معدلات التنمية في الأجل الطويل أو تحقيق الاستقرار الاقتصادي في

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، البورصات والأسواق المالية " دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، مرجع سابق، ص: 161.  
<sup>2</sup> أشرف محمد الدوابة، تكامل الأسواق المالية العربية " أفاق وتحديات"، مداخلة مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، 14-15 أبريل 2009، الأردن، ص: 23، 24.  
<sup>3</sup> الجوزي جميلة، التكامل الاقتصادي العربي " واقع وفاق"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، 2008، العدد 5، ص: 28.



الأجل القصير، واستمرار هذا الاختلال حتى بعد مرور نصف قرن من الحرب العالمية الثانية، وخفض هذا من معدلات النمو الاقتصادي بالدول غير البترولية ويتضمن ذلك افتقار الدول العربية للقدرة على التحول.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: المعوقات التشريعية

- وجود بعض التشريعات التي تحد من التعاون والإرتباط الفعلي بنصه على الكثير من القواعد والضوابط لتداول الأوراق المالية في البورصات المحلية.
- وجود قواعد ونظم خاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية لا تتلاءم مع القواعد والنظم الخاصة في البورصات الأخرى، وبالتالي انعدام التجانس أو الحد الأدنى الذي يسمح بتبادل إدراج الشركات بسهولة ويسر.
- قصور التشريعات الاقتصادية المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية الأخرى وذلك داخل الدولة الواحدة.
- وجود تشريعات ليست بالجديدة التي تنظم تأسيس شركات المساهمة العامة مما استدعى ادخال تعديلات مختلفة عليها وأوجد قواعد غير متجانسة مع التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية.
- قصور التشريعات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون الأخرى.
- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة منظمة للشفافية السوقية " الإفصاح المالي " وعدم التقيد بقواعد للتدقيق المحاسبي المتعارف عليها.<sup>2</sup>

#### الفرع الثالث: المعوقات الهيكلية

- وجود التشابك والتداخل في المهام المعطاة لبعض الأجهزة التنظيمية والرقابية ذات الإختصاص المالي أو الاستثماري أو التجاري في الدولة الواحدة وهو ما يعيق عمل الأسواق المالية وتطويرها في المنطقة العربية.
- الإعتماد على التسهيلات المصرفية في تمويل المشروعات على اختلاف آجالها دون اللجوء إلى أسواق الأوراق المالية لتمويل المشاريع طويلة الأجل، وذات الاحجام الكبيرة كما الحال في الدول المتقدمة.
- الاعتماد على التمويل الأقل تكلفة في تمويل تأسيس شركات المساهمة وهو اصدار الأسهم العادية من دون اللجوء إلى الإستفادة من رغبة المستثمرين في تنويع محافظهم المالية بالأدوات المالية المختلفة مثل السندات على اختلاف أنواعها والأسهم الممتازة ووحدات الصناديق الاستثمارية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 29.

<sup>2</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص: 282.

- عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل، أو باعتبارها منافذ استثمارية متنوعة تضاف إلى مجموعة الخدمات التي تقدمها في العادة البنوك الدولية المتقدمة أو تمويل عمليات الاستثمار في الأوراق المالية اعتمادا على منهجية دقيقة بدلا من ضخ الأموال بشكل عشوائي يؤدي في الأخير إلى حدوث أزمات.
- تأخر برامج الخصخصة في الدول العربية وعدم إشراك القطاع الخاص في تحمل مسؤولية التنمية كواجب وطني وليس فقط كرافد استثماري لتحقيق الأرباح.
- لجوء المستثمرين إلى تأسيس الشركات الخاصة بدلا من تأسيس شركات المساهمة العامة ذات الأحجام الكبيرة والاستفادة من هذا النوع من الأشكال القانونية للشركات.
- تمركز نشاط العديد من شركات المساهمة العامة في قطاعات محددة، وهذا ما نتج عنه عدم تنوع فرص الاستثمار وتكرار وتعدد المشاكل التي تعاني منها الشركات في السوق الواحدة.<sup>1</sup>

#### الفرع الرابع: المعوقات المعلوماتية

وتتمثل في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- غياب ثقافة بورصة لدى الأفراد لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية.
- ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية وعدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.
- عدم إحتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية هلى الدرجة الكافية من الإفصاح وعدم التقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية التي أوصت بها الهيئة الدولية لأسواق الأوراق المالية مما يصنف أسواق الأوراق المالية في الصيغة الكفاءة الضعيفة.
- عدم تحديد خصائص السوق المحلي للمستثمرين وخصائص الأوراق المالية.

#### المطلب الثاني: إستراتيجيات ومتطلبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

إن عملية تطوير العلاقات الاقتصادية والمالية العربية عن طريق أسواق الأوراق المالية يرتبط ارتباطا جذريا بتدفقات رؤوس الأموال العربية بين مجموع الاقتصاديات في الدول العربية وطبيعة هذه التدفقات واتجاهها وحجمها ومدى تأثيرها على المباشر وغير المباشر على الاقتصاديات المعنية، وفي هذا الإطار ظهرت الحاجة إلى ضرورة إيجاد وتحقيق الترابط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية في المنطقة العربية لتعزيز التبادل المالي وتوفير تمويل الاقتصاد وعمليات التنمية العربية المشتركة، وفي هذا الإطار عقدت بورصة مصر عدد من مذكرات التفاهم لتحقيق الترابط انظر ملحق رقم (3).

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 263.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، معارف فريدة، مرجع سابق، ص: 190.

الفرع الأول: إمكانات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية وأهمية هذا الترابط  
يعد تكامل أسواق الأوراق المالية العربية وتحقيق ترابطها مطلباً ضرورياً لما يحققه من منافع عديدة تعود على اقتصاديات الدول العربية في الوقت الذي تتزايد فيه إهتمامات أغلب دول العالم إلى إقامة تكتلات وإتحادات في مجالات متعددة، تسعى من خلالها لتعظيم المكاسب ومواجهة التحديات الخارجية.

#### أولاً: إمكانات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

يرجع اهتمام الدول العربية لتحقيق درجة من التكامل في المجال المالي إلى بداية الخمسينيات حيث تم توقيع اتفاقية تسوية المعاملات الجارية وانتقال رؤوس الأموال في عام 1953، كذلك اتفاقية استثمار رؤوس الأموال العربية وانتقالها بين البلدان العربية عام 1970 والتي تهدف إلى دعوة الدول المصدرة لرأس المال لبذل جهودها نحو تشجيع الاستثمارات في البلدان العربية، ويهدف تأمين المستثمر العربي وتعويضه عن الخسائر التجارية وغير التجارية، فقد تم في عام 1974 التوقيع على اتفاقية المؤسسة العربية لضمان الاستثمار عام 1970، إضافة إلى ما تقدم فقد تم في عام 1974 التوقيع على اتفاقية تسوية منازعات الاستثمار بهدف حل النزاعات القانونية التي تحدث مباشرة بين الجهة المضيفة والجهة المستثمرة، وذلك ضماناً لإيجاد المناخ الملائم لتنمية الاستثمارات العربية، وفي إطار الجهود لتوفير التعاون المالي فقد صادقت القمة العربية الحادية عشر في عمان عام 1980 على الاتفاقية الموحدة لاستثمار رؤوس الأموال العربية في الدول العربية، كما أدركت الدول العربية منذ تزايد الفوائض المالية العربية بعد أزمة النفط أهمية قيام الأسواق المالية والنقدية العربية، وعليه فقد أقر المجلس الاقتصادي العربي في الدورة الثانية والعشرون عام 1976 الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية وتكليف محافظي البنوك المركزية بالنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق، وقد استمرت جهود الأمانة العامة للجامعة العربية وصندوق النقد العربي في إعداد الدراسات الشاملة لتطوير الأسواق المالية العربية.<sup>1</sup>

#### ثانياً: أهمية الترابط بين أسواق الأوراق المالية العربية

تتزايد أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية في عصر العولمة والألفية الثالثة، ويرجع هذا الاهتمام إلى العديد من والمبررات والفوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق مالية عربية مشتركة، ومن أهم النقاط التي توضح أهمية هذا التكامل نذكر:<sup>2</sup>  
- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية، وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين في المشروعات العربية وإقامة الشركات والمؤسسات الجديدة لتصب في التنمية العربية الشاملة وتدفع

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، البورصات والأسواق المالية " دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، مرجع سابق، ص: 164، 165.

<sup>2</sup> الخضر بن عمر، بالموشي علي، مرجع سابق، ص: 135، 136.

عجلتها، وهذا له مردود على مستوى الاقتصاد العربي، وهو ما سيؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

- إقامة سوق مالية عربية مشتركة تعمل على إعادة تشخيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى تحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين وتوفر بالتالي مصادر تمويل على درجة كبيرة من الضخامة والوفرة التي يمكن أن تحدث تغييرا جوهريا للواقع الاقتصادي العربي في مجموعه.

- المساعدة في تحقيق ما يسمى بالإعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة، والإتجاه إلى تشكيل التكتلات الاقتصادية والبحث عن كيفية إحداث التكامل المالية والتمويلي بين الأطراف العربية في شكل سوق عربية مالية مشتركة.

- مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية، حيث أن البنوك التجارية في هذه الدول لا تستطيع بإمكانياتها المعروفة أن تتحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل، ولن يتم ذلك إلا بوجود بورصات عربية موحدة أو سوق مالية عربية مشتركة.

- إن التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية سوف يكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، وهي بذلك تتلافى الآثار التضخمية إلى حد كبير، حيث أن التمويل من خلال الأسهم والسندات إذا ما قورن بالتمويل المصرفي من خلال سوق النقد فإن هذا الأخير يمكن أن يؤدي إلى زيادة مفرطة في عرض النقود وبالتالي إحداث موجات تضخمية، بينما اصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصاص القوة الشرائية من جمهور المتعاملين وبالتالي يقلل من الآثار التضخمية وهذا في صالح دول المنطقة العربية.

- إقامة سوق عربية مشتركة من شأنها تقليل مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة، وخاصة بعد أحداث 11 سبتمبر 2001، فمن الأفضل أن تزداد العلاقات المالية فيما بين الدول العربية حتى تتفادى المخاطر المحيطة بالأموال العربية في الخارج.

- إن الطاقات الإستيعابية وفرص الاستثمار المتاحة لبعض الدول العربية تسمح باستيعاب الفوائض المالية في بعض الدول العربية التي يكون لديها فوائض مالية تفضل استثمارها داخل المنطقة العربية.

- إن السوق المالية العربية المشتركة ما هي إلا جزء من البناء الفوقي للاقتصاد العربي يوفر من خلالها السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية.

#### الفرع الثاني: إستراتيجيات ومتطلبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

يتطلب نجاح الربط بين أسواق الأوراق المالية بعض البحث في الأصول والخصوم الأساسية للاستثمارات المالية المدرجة أو التي ستدرج في الأسواق، وتتأثر قيمة الأسهم التي تمثل المحرك الرئيسي لأي بورصة على مجموعة من العوامل بما في ذلك المركز المالي وأداء الشركات المصدرة

لها وإمكانية نموها والسيولة بها وتوقعات المستثمرين بشأن نموها المالي والتجاري...، يعتبر تطوير أسواق الأوراق المالية العربية والربط فيما بينها من الشروط الأساسية لإستعادة رأس المال العربي إلى المنطقة، لغرض تمويل التنمية العربية المشتركة وبالتالي تعزيز التكامل الاقتصادي العربي.<sup>1</sup> ونقدم فيما يلي الخطوات العملية والسبل المقترحة والتي تعتبر من الأساسيات الواجب توفرها لربط وبناء سوق أوراق المالية العربية:

- **الطاقة الاستيعابية:** وتتبع أهميتها كأحد المقومات الأساسية لربط أسواق الأوراق المالية العربية في كونها تعكس جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، وفي هذا الصدد لا يمكننا اعتبار حجم الاقتراض الخارجي الذي تحقق في العالم العربي خلال السنوات القليلة الماضية مقياسا دقيقا لحجم الطاقة الاستيعابية للاقتصادات العربية، حيث أن هذا الإقتراض هو انعكاس للأوضاع السائدة في الأسواق العالمية وللظروف الاقتصادية للدول المضيفة، وعليه يمكن أن تكون احتياجات الدول العربية للتمويل أكبر عند توافر فرص أفضل للإنتاج في إطار درجة أعلى من التكامل بين الاقتصادات العربية وهو ما يفرض إنشاء سوق عربية موحدة.

- **المناخ الاستثماري:** تظهر أهمية توافر مناخ استثمار ملائم كأحد أهم متطلبات ربط الأسواق مع بعضها البعض، ويتطلب توفير المناخ الاستثماري المناسب ايجاد قدر كاف من المزايا والتسهيلات والإعفاءات سواء بالنسبة لدخول رؤوس الأموال وخروجها أو تمويل عوائد أو إعطاء المستثمر العربي حق الإقامة والتنقل والعمل وتعبئة العناصر البشرية وإستيراد المعدات والآلات اللازمة. وقد خطت الدول العربية خطوة هامة في هذا المجال وعملت على تحسين مناخ الاستثمار فيها حيث شهدت عدة قوانين وإجراءات من شأنها التغيير في البيئة المناخية السائدة في هذه الدول.

- **حرية إنتقال رؤوس الأموال:** وتعتبر حرية انتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الضرورية لإيجاد قنوات للاتصال بين الأسواق العربية، ولا يتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة على النقد بصفة كلية، ولكن إعطاء معاملة تفضيلية لأنواع معينة أو عمليات محددة ترى السلطات المسؤولة في الدول المعنية أنها تتفق مع سياساتها ومصالحها الاقتصادية، وقد اتجهت الكثير من الدول العربية في الآونة الأخيرة إلى سن وتطبيق التشريعات اللازمة لإعفاء رأس المال العربي من بعض القيود المفروضة على حرية تحويل رؤوس الأموال.

( ولا بد أن تأخذ الدول العربية بعين الإعتبار الجانب السلبي لعمليات التحرير التي تتضمن دخول وخروج رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق وتكون ذات حركة سريعة والتي تدعى بالأموال الساخنة والتي تعتبر في كثير من الأحيان تدفقات قصيرة الأجل هدفها تحقيق أقصى أرباح والبحث عنها في جميع الأسواق، حيث تؤثر حركات هذه الأموال دخولا وخروجها على الاستقرار الاقتصادي

<sup>1</sup> عبد الله بلوناس، آسيا قاسيمي، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، مداخلة مقدمة للملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية " الفرص والتحديات "، 12 و 13 أكتوبر 2011، غليزان، الجزائر، ص: 11، 12.

خاصة إذا ما أسيء استخدامها ودخلت فيها المضاربات علما أنها تتحرك دون وجود أي قيود أو عوائق، وهذا الخطر يواجه أسواق الأوراق المالية العربية المنفتحة على العالم الخارجي وقد يؤدي إلى حدوث أزمات مالية تمس البورصات الأخرى في حالة تحقيق الترابط بينها، حيث أن اتفاقيات التحرير المالي لا تنص على تحديد فترة حد أدنى لحيازة الأسهم وتداولها، كما أنها لا تلزم المستثمرين الأجانب حاملي الأسهم بدفع ضرائب على الأرباح المحققة أو على الاستثمارات ذاتها، أو تلزمهم باستثمار جزء من الأرباح المحققة في البورصة المعنية سواء في شكل استثمارات مباشرة وإقامة مشاريع اقتصادية أو إعادة استثمارها في شراء الأوراق المالية المتداولة محليا ليؤثر هذا بشكل ايجابي على الاقتصاد الوطني).

" وفي هذا الإطار أثبتت العديد من الدراسات العلاقة بين التحرير المالي والأزمات المالية ومن بين هذه الدراسات، دراسة KAMINSKI et REINHART عام 1996 والتي أجريت على 20 دولة آسيوية وفي أوروبا من سنوات السبعينات إلى منتصف التسعينات، وتوصل الباحثان من خلالها إلى أن زيادة الحركة العامة لتحرير رؤوس الأموال تؤدي في الغالب إلى حدوث أزمات بنكية، وكذلك دراسة KUND et DETRAGIACHE DEMIRGUC وتوصلت إلى أن عمليات التحرير المالي يتبعها وقوع أزمات على مستوى القطاع المالي " .<sup>1</sup>

- استقرار أسعار الصرف: والذي يعتبر من العوامل الهامة على تشجيع انتقال رؤوس الأموال، إلا أن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف حتى بالنسبة للاستثمار في العملات الدولية أمرا لا يمكن التهرب منه.

إضافة إلى العوامل السابقة توجد مجموعة أخرى من المتطلبات الضرورية لتحقيق التكامل المطلوب ونذكر أهمها فيما يلي:<sup>2</sup>

- تنمية المؤسسات المالية العربية: ويرجع قصور التدفقات المالية الاستثمارية فيما بين الدول العربية إلى حد كبير إلى ضعف أو عدم اكتمال طرق الوساطة المالية وذلك بسبب ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل لسوق المال بكل دولة، إذ أن نجاح المؤسسات المالية العربية في قيامها بدور الوساطة المالية يقتضي القدرة على التعرف على احتياجات كافة العملاء لتلبية متطلباتهم.

- إنشاء المؤسسات المكتملة للأجهزة القائمة: وفي مقدمتها الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الاستشارية وتحليلها سواء على المستوى المحلي أو الاقليمي بين الدول العربية ومؤسسات ووسطاء التمويل وخاصة شركات الاستثمار للربط بين جانبي العرض والطلب على المستوى العربي، ومنافسة

<sup>1</sup> رحال فواد، تأثير تحرير تجارة الخدمات المصرفية على تنافسية البنوك التجارية- وأثرها على القطاع المصرفي الجزائري -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2005/ 2006، ص ص: 27، 28.  
<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، البورصات والأسواق المالية " دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، مرجع سابق، ص ص: 167، 169.

الشركات الأجنبية المتخصصة التي تتولى مهام ترويج وتسويق الاصدارات الجديدة، والشركات صانعة الأسواق للعمل على استمرارية التوازن بين عرض وطلب الأوراق المالية وضمان نشاط مستمر في السوق التي تعمل فيها.

- **تطوير الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية:** إن تطوير وتنظيم الأسواق العربية للأوراق المالية هو شرط أساسي وجوهري من أجل ربط وانفتاح هذه الأسواق عربيا نظرا لإختلاف مستويات تنظيم هذه الأسواق وكون البعض منها غير مؤهل للإرتباط بغيره من الأسواق لعدم استكمال ما ينظمه من أطر قانونية ومؤسسية، لهذا أصبحت الحاجة ماسة إلى استكمال كافة الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية من خلال مراجعة القوانين والأنظمة المالية لتحقيق أقصى قدر ممكن من توحيد الأنظمة المعمول بها في هذه الأسواق على أن تتضمن التشريعات والقوانين الجديدة احكاما تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها.

- **تطوير وتوحيد نظم المحاسبة والإفصاح المالي:** يعتبر موضوع الإفصاح المالي المقدم من طرف مدققو حسابات الشركات أساس استمرار سوق الأوراق المالية ونجاحه وتطوره وتدعيم الثقة فيه بما يحقق استقطاب جمهور المتعاملين نحو أدواته، كما أن نشر وتعميم المعلومات والبيانات المحاسبية المتعلقة بالشركات يسهم مساهمة كبيرة في خلق المناخ الاستثماري الملائم لنمو الأسواق المالية.

- **إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة:** يتطلب التعامل في أسواق الأوراق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها.

- **إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية:** من المفروض أن إنشاء مثل هذه الشركة يساعد كثيرا على الربط وانفتاح أسواق الأوراق المالية العربية.

### المطلب الثالث: التمهيد لإنشاء سوق عربية موحدة للأوراق المالية

إن الإهتمام المتزايد لدى الدول العربية بموضوع إنشاء أسواق الأوراق المالية وتطويرها، وكذلك إمكانية الربط فيما بينها وذلك من منطلق لدى المتخصصين ورجال المال، إن إنشاء وتطوير مثل هذه الأسواق سوف يساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الإعتماد على التمويل الخارجي باعتباره أهم أحد القنوات الرئيسية في حشد واستثمار الموارد المالية، حيث تشكل سوق الأوراق المالية العربية آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من دول الفائض المالي إلى دول العجز المالي في المنطقة العربية وأيضا كعامل جذب الأموال العربية الموظفة في خارج الوطن العربي.<sup>1</sup>

ويمكن للقائمين ومنتخذي القرار في الأسواق المالية العربية اتخاذ بعض الخطوات لمواجهة آثار العولمة المالية مثل توحيد التشريعات القانونية والتنظيمية التي تحكم أسواق المال لديها وتنشيط دور

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص:153، 156.

الوساطة المالية والاستفادة من وسائل التقنية الحديثة باعتماد التعامل الإلكتروني، وكذلك توحيد أسعار صرف العملات العربية اتجاه العملات الأخرى وزيادة كفاءة النظم المالية والمحاسبية المحلية ورفع كفاءة الأطر العاملة في هذه النظم وتبادل الخبرة بين الأقطار العربية في مجال الاختصاص وعدم الاقتراض من خارج الدول العربية مع وضع شروط لرأس المال الأجنبي الداخل لأغراض الاستثمار داخل الاقتصاديات العربية.<sup>1</sup>

وتشهد الفترة الحالية نشاطا ملحوظا في معظم أسواق الأوراق المالية العربية، واتجاهها قويا للربط بين هذه الأسواق عملا على تنشيطها وتفعيل دورها في سبيل دعم التنمية العربية الشاملة، وتكتسب حركة تطوير وتكامل أسواق الأوراق المالية العربية أهمية خاصة في ظل اعتبارات أهمها تزايد الطلب على رؤوس الأموال المحلية وتأمين المبالغ اللازمة للتنمية وتوفير احتياجات القطاع الخاص لممارسة دوره في هذا المجال.

وتركزت الجهود على ايجاد ربط للبورصات العربية حيث عقد اتحاد البورصات العربية إجتماعه بالقاهرة يومي 11 و 12 سبتمبر 2004 حيث تم إختيار القاهرة مقر للبورصة العربية الموحدة بإجماع آراء ممثلي البورصات العربية من خلال مقر البورصة الفرعي في القرية الذكية، حيث تم تصميم نظام تداول الذي يتم استخدامه في البورصة العربية الموحدة بمعرفة خبراء من الهيئة العامة لسوق المال بمصر، بينما تقوم شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بدور المقاصة عربيا ليحولها من شركة محلية إلى شركة إقليمية، كذلك تم إختيار بنك HSBC كبنك عالمي له فروع في جميع الدول العربية لإتمام المعاملات المالية والتسويات بين المتعاملين في البورصة العربية الموحدة على أن يكون لجميع المتعاملين حساب بهذا البنك، كما تم الإتفاق على تعاون شركة المجموعة المالية " هيرمس" والشركة الكويتية لتنفيذ خطة التشغيل والتسويق للبورصة العربية الموحدة والتي تستخدم تكنولوجيا متطورة في التداول والذي يكون مفتوحا أمام المستثمرين العرب والأجانب طول أيام الاسبوع وعلى مدار 24 الساعة، وقد تم الإنتهاء من تقرير قواعد القيد والعضوية ونظام التسوية، وسيكون لأي شركة مدرجة بإحدى البورصات العربية الحق بالقيد بالبورصة العربية الموحدة أي القيد المزدوج لجميع الأسهم، وأن يكون ذلك اختياريًا بالنسبة للشركات.

وفي مجال الربط الفعلي بين البورصات العربية ومراحل العمل في هذا الإتجاه نرصد أربع مراحل أساسية وهذه المراحل هي:

<sup>1</sup> مناقض عباس حسين الجوارى، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي " مع تعليق قياسي"، مجلة جامعة بابل، العراق، 2009، المجلد 17، العدد 1، ص: 79.



أ- **المرحلة الأولى<sup>1</sup>**: وبدأت بعد حرب أكتوبر 1973م حيث تم طرح فكرة إنشاء سوق موحدة للأوراق المالية في الوطن العربي للمرة الأولى على جدول أعمال المجلس الاقتصادي العربي في دورته رقم 22 في 14 من ديسمبر عام 1967م ، وقد اتخذ المجلس الاقتصادي في هذه الدورة القرار رقم 649 بإنشاء السوق والذي يتضمن الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق النقدية والمالية العربية وتكليف مجلس محافظي البنوك المركزية العربية بالاشتراك مع الأمانة العامة لمجلس الدول العربية بالاستعانة بالخبراء المتخصصين لإستكمال الدراسات للنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق.

ب- **المرحلة الثانية<sup>2</sup>**: وبدأت في عام 1982م حيث تم إنشاء اتحاد للبورصات العربية، في إطار جامعة الدول العربية، وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته هي لبنان، وعمان، وتونس، والمغرب، وأصبح يضم حالياً معظم الدول العربية، ويركز هذا الاتحاد في عمله على توسيع قاعدة العضوية، وتشجيع إقامة بورصات جديدة، ونشر الوعي بعمل البورصة بين المواطنين، وتشجيع تبادل المعلومات والبيانات الخاصة بنشاط البورصات.

ت- **المرحلة الثالثة**: امتدت هذه المرحلة من 1987 – 1992 وتركزت الجهود على تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات العربية بين البورصات الأعضاء، التي لاقت صعوبات عديدة نظراً لإختلاف شروط الإدراج من سوق لآخر، وغياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكاملة لدور البورصة مثل شركات الوساطة والمقاصة، وإختلاف مراحل التطوير والتقاليد الاستثمارية بين البورصات وعموما إختلاف القوانين المنظمة للاستثمار في البورصات العربية واقتصار حق التملك على مواطني الدولة دون غيرهم ووضع حدود قصوى لتملك الأسهم الأجنبي، كل هذه العقبات وغيرها حالت دون تحقيق الربط في هذه المرحلة، وما استخلص منها هو ضرورة المحافظة على استقلالية كل بورصة في وضع وتطبيق أنظمتها وقوانينها وانتهت بوضع دراسة مقارنة بين شروط الإدراج في كل بورصة في محاولة لإيجاد نقاط تقارب مشتركة بين هذه الشروط أهمها وضع شروط عامة لإدراج في أكثر من سوق.

ث- **المرحلة الرابعة**: قد شكلت المرحلة الأولى دراسات تمهيدية للبحث في سبل تحقيق الربط بين البورصات العربية لإيجاد آلية جديدة لتداول الأوراق المالية العربية يمكن للمستثمر من خلالها أن يمتلك ويتداول الأوراق المالية الصادرة والمسجلة في أي بورصة عربية أخرى بسهولة، وقد ساعد المناخ الدولي خلال عقد التسعينات من القرن الماضي والمتمثل في تحرير التجارة والخدمات المالية

<sup>1</sup> أشرف محمد الدوابة، تكامل الأسواق المالية العربية " آفاق وتحديات"، مداخلة مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة ، مرجع سابق، ص: 25.  
<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 26.

انضمام الدول العربية لهذه الاتفاقيات، وهو ساعدها على تبني آلية جديدة للربط بين البورصات العربية بعقد الاتفاقيات بين الأسواق المالية العربية للإدراج المشترك بينها.

### المطلب الرابع: توصيات ومقترحات لتحقيق ترابط أسواق الأوراق المالية العربية

إن أبرز تلك الإقتراحات والتوصيات يمكن إبرازها في التالي<sup>1</sup>:

- توجيه إهتمام أكبر للسوق الأولية " سوق الإصدار وذلك من خلال تسهيل اجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الايجابي على الاقتصاد الوطني، ومنحها الإعفاءات والضريبية والجمركية وضمان توزيع أسهمها بعد نجاحها على عدد أكبر من المدخرين، ووضع حدود قصوى للملكية وفرض عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل شركات المساهما إلى شركات ذات ملكية محددة.
- العمل على أن يكون لبنوك الاستثمار دور مميز، وأن تعتمد على المتخصصين في إيجاد فرص الاستثمار واستغلالها وتوسيع قاعدة السوق الأولية والأوراق المالية المصدرة.
- تسهيل تسجيل وتداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية العربية واستثنائها من التشريعات التي تحول دون ذلك.
- تهيئة المناخ الملائم للاستثمار وذلك من خلال تحسين الظروف والأوضاع التي تتم فيها العملية الاستثمارية، فمن غير المتصور قيام سوق مالية فعالة في ظل ظروف استثمارية غير مواتية.
- تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء مؤسسات الاستثمار التي تقوم بالترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة وصغار المدخرين.
- التفكير في إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية، يكون لها فروع في جميع الدول العربية وتقوم بدور الوسيط سواء للإصدارات الجديدة أو لما هو معروض للبيع من أوراق مالية متداولة، كما يمكن أن تكون ضامنة للإصدار بحيث تكفل ضمان تسويق الاصدارات الجديدة، كما تقوم بتقديم الخدمات الاستثمارية في مجال اصدار وتداول الأوراق المالية العربية.
- تشجيع إقامة الشركات العربية المشتركة وطرح أسهمها للجمهور وإزالة المعوقات التي تكثف نشاطاتها من خلال تهيئة الظروف المناسبة أمامها لكي تؤدي الدور المنوط بها.
- توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية العربية، بهدف توفير لغة التفاهم المشترك بين كافة المتعاملين في هذه الأسواق.

<sup>1</sup> انطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص ص: 262.

- في ضوء تزايد ظاهرة الخوصصة، فإن هناك احتمالات تشير إلى عدم الإقبال على الشركات المتعثرة مالياً، وفي هذا الإطار قد يكون من الأفضل إنشاء شركات رأس المال المخاطر لإنقاذ هذه الشركات المتعثرة ومن ثم يمكن طرح أسهمها للجمهور.
- السماح بإصدار أسهم لحامله بما يساعد على اجتذاب رؤوس الأموال المهاجرة للخارج.

## خلاصة الفصل:

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة إهتماما متزايدا بالدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد الوطني، وهو ما انعكس تطبيقا بإنشاء أسواق مخصصة لتداول الأوراق المالية في معظم الدول العربية وتطوير وتنظيم ما هو قائم من أسواق والتمهيد للدخول في سوق مالية عربية موحدة لتعزيز التعاون بين الدول المعنية ومواجهة التحديات الخارجية مجتمعة ونخص بالذكر ما فرضته العولمة وحرية حركة رؤوس الأموال والإنفتاح المالي على الصعيد الإقليمي والعالمي وكذا برامج الخصوصية، وإن مدى الإستفادة من هذه التحديات ونجاح هذا التوجه يتطلب من هذه الدول خلق أسواق للأوراق المالية متطورة وذات كفاءة عالية لإجتياز متغيرات هذه المرحلة بإحكام.

وبعد دراسة كل هذه المتغيرات وغيرها توصلنا إلى استنتاج النقاط التالية:

- يلاحظ في الآونة الأخيرة حركة سريعة ومتواصلة في عمليات إنشاء أسواق عربية للأوراق المالية المنظمة تأكيدا لضرورة وجود مثل هذه الأسواق في الاقتصاديات العربية، حيث أصبحت 17 دولة عربية تضم أسواق للأوراق المالية منها المملكة العربية السعودية، الكويت، مصر، الأردن، الجزائر والمغرب.

- تشترك أغلب أسواق الأوراق المالية العربية في مجموعة كبيرة من الخصائص بفعل التشابه في طبيعة اقتصادياتها ومناخها الاستثماري، ومن العوامل التي تختص بها وحالت دون تقدمها وتطورها هو ضعف الأطر التشريعية والتنظيمية لها وتغيرها المستمر وقلة الهياكل المدعمة لهذه الأسواق، كما تعتبر ندرة الأدوات الاستثمارية وتركزها في أنواع محددة من العوامل التي تقلل سيولة الأسواق إذ يمكن تحديد السبب الرئيسي في حدوث ندرة هذه الأدوات إلى قلة عدد الشركات والمؤسسات المصدرة لها والمتدخلة في الأسواق نظرا لعدة أسباب لعل أهمها طغيان الطابع العائلي عليها وعدم الرغبة في إشراك مساهمين جدد في رأس المال المؤسسة من قبل المالكين القدامى.

- وفي محاولة لإصلاح ما سبق ذكره وسعيا لتنظيم وتطوير وإعادة هيكلة أسواق الأوراق المالية العربية في الدول محل الدراسة، سعت حكومات هذه الدول إلى إتخاذ الإصلاحات في جوانب متعددة سواء التنظيمية والتشريعية والهيكلية التي تمس أسواقها، والتي تؤدي إلى تحسين أدائها وتطويرها وزيادة مستويات الكفاءة فيها، بالإضافة إلى مواكبة التطورات المالية التي تشهدها الساحة المالية العالمية، فضلا عن تطبيقها لإجراءات مواجهة التحديات التي تتعرض لها الأسواق جراء عمليات الإنفتاح والتحرر الماليين من أجل حمايتها من التقلبات والأزمات وحماية المتعاملين فيها وضمان حقوقهم.

- من خلال تحليل نشاط أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين عامي 2006 و 2015 اتضح صغر أحجام هذه الأسواق وضيق نطاقها وهو ما يؤثر سلبا على أدائها ونشاطها من خلال مساهمتها الضئيلة والمحدودة في النشاط الاقتصادي والتي تتمثل أساسا في توفير ما يلزم المشاريع المقامة فيه من أموال لمزاولة الأنشطة وبالتالي عدم مساهمتها في تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي.
- تواجه أغلب أسواق الأوراق المالية العربية جملة من المعوقات ترجع إلى افتقارها للخبرات الضرورية الكفيلة بتحقيق الدور المنتظر منها نظرا لحدائثة نشاطها، واعتمادها على النظام المصرفي ومؤسساته وبنوكه في عمليات التمويل، الأمر الذي يعرقل وتيرة التطور في سوق الأوراق المالية ويضعف من قدرتها على استيعاب الفوائض المالية محليا وللجوء إلى تدويرها في أسواق عالمية.
- حاولت الجهات المسؤولة على تنظيم أسواق الأوراق المالية العربية ادخال التطورات التكنولوجية في مجال التداول التسوية والمقاصة والإستفادة من الأنظمة الإلكترونية في تحقيق السرعة في الأداء وتنفيذ العمليات ومعالجة الأوامر فضلا عن اضعاف قدر كبير من الشفافية في المعاملات.
- إن سعي الدول العربية إلى تحقيق الترابط والتكامل بين أسواق أوراقها المالية وتفعيل دورها مجتمعة، في الوقت الذي زادت فيه الأهمية إلى إحداث تكتلات اقتصادية ومالية على صعيد عربي لمواجهة ما يفرضه عليها العالم الخارجي من تحديات وضغوط أهمها مخاطر تحرير حركات رؤوس الأموال والإنتعاش المالي.

الخاتمة العامة

# الخاتمة العامة

تتضمن الخاتمة العامة خلاصة عامة للدراسة ونتائج اختبار الفرضيات والتوصيات والإقتراحات إضافة إلى آفاق البحث وذلك على النحو التالي:

## الخلاصة العامة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية المجال الذي يتم من خلاله إلتقاء طرفين مهمين في العمليات الاقتصادية باختلافها أنواعها، حيث تعمل آلية هذه السوق كغيرها من الأسواق الأخرى على الجمع بين طالبي الأموال وعارضيهيها على أن يتمثل الطرف الأول في المستثمرين الذين يعانون عجزا ماليا لأسباب مختلفة ويسعون إلى تلبيةه، ويكون الطرف الثاني مجموع المدخرين الذين تزيد إجمالي فوائضهم المالية عن استهلكاتهم ويرغبون في استثمارها عند توفر الفرص الاستثمارية المناسبة من خلال قنوات أسواق الأوراق المالية.

وعليه تشكل أسواق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام المالي في اقتصاديات الدول التي تعتمد على اقتصاد السوق، حيث عرفت هذه الأسواق في السنوات الأخيرة تطورات متلاحقة وسريعة تمثلت في استحداث أساليب وأدوات جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة من حيث الشروط والتكاليف مما يساعد على رفع معدلات النمو الاقتصادي، فضلا عن ذلك أخذ الاستثمار في الأوراق المالية وهو ما يعرف بالاستثمار المالي عمقا نظريا وتطبيقيا وأخذ أهمية كبيرة وأصبح محفزا للاستثمار الحقيقي وموازيا له لما يحققه من مكاسب استثمارية عند اتخاذ القرارات المالية " التمويلية والاستثمارية " المثلثي.

كما حملت عمليات التحرير المالي العديد من الانعكاسات التي أثرت على عمل أسواق الأوراق المالية، ودفعتها إلى تعديل وتطوير آليات عملها لمواكبة هذه التحديات في ظل بيئة مالية واقتصادية متغيرة تتميز بالإنفتاح والاندماج المالي العالمي مع حرية تدفق رؤوس الأموال واستثمارها خارجيا وتتطلع نحو المزيد من عمليات الإبتكار والتجديد في المجال المالي.

وقد تم التعرض من خلال هذه الدراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية ومدى مساهمتها في توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية القائمة في الاقتصاد العربي الذي كان حتى وقت قريب يتخذ من النظام المصرفي والبنوك العاملة فيه سواء التجارية أو المتخصصة المصدر الرئيسي لتوفير احتياجاتها التمويلية، ويعد التغيير في توجهات حكومات هذه الدول نحو تنويع مصادر التمويل واعتماد أسواق الأوراق المالية أحد مكوناته حديث نوعا ما إذا ما تمت مقارنته باتساع التعامل من

خلال هذه الأسواق في الدول المتقدمة، ولذلك أنشأت العديد منها أسواقاً للأوراق المالية " البورصات" وعملت على تطويرها وتنظيم آليات التعامل بها من أجل استعادة رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الأسواق الخارجية والحفاظ على استقرارها داخلياً واستثمارها محلياً، فضلاً عن رغبتها في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية وتعزيز دور الاستثمارات الأجنبية في تحقيق معدلات نمو عالية.

وسعت الدول العربية جاهدة لإتخاذ الإجراءات الكفيلة بتفعيل دور أسواق أوراق المالية فيها وذلك بتنفيذها لبرامج الإصلاح في مجالات اقتصادية ومالية وسياسية، وتصحيح هيكل اقتصادياتها وتبني أغلب هذه الدول لسياسة التحرير المالي وإزالة القيود على حركة تدفق رؤوس الأموال البنينة وحتى الدولية، والتي تعتبر أحد المنتجات المتولدة عن اتفاقيات تحرير الخدمات بما فيها الخدمات المالية والمصرفية، وهو ما فرض على الدول العربية العمل على تسهيل عمليات التكامل المال والإندماج في الاقتصاد العالمي.

كما ظهرت أمام الدول العربية مجموعة من التحديات في ظل الظروف التي فرضتها العولمة المالية والمتغيرات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العالمية، والتي كان من أهمها تنامي ظاهرة التكتلات الاقتصادية الإقليمية والعالمية وسعي هذه الدول لإقامتها على صعيد إقليمي ومحاولة تحقيق تكامل اقتصادي عربي والوصول إلى سوق عربية موحدة ومشتركة بين مجموع الدول العربية، وهو ما يجعلها في وضعية جيدة لمواجهة المنافسة القائمة في الأسواق العالمية بما فيها أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى سعيها إلى تبني إستراتيجيات وسياسات تمكنها من تنويع وتوسيع قاعدة أسواقها من خلال استحداث مجموعة من الأدوات الاستثمارية وتنويع أنشطة المؤسسات المالية وزيادة قدر المستطاع في عدد الأطراف المتدخلة في السوق لتوسيع نطاقه، وتحقيق الدفع نحو تحديث وعصرنة نظم المعلومات ونظم التداول للإستفادة من تطبيقات التكنولوجيا المطبقة على الصناعة المالية وتوسيع استخداماتها في المجالات المالية والمصرفية، كل هذه العوامل من شأنها الرفع من كفاءة أسواقنا العربية وتعزيز دورها في تمويل الاقتصاد دون اللجوء إلى مصادر خارجية تزيد من أعباءنا ولكن دون اغفال السلطات المسؤولة لدور إدارة المخاطر وأجهزة الرقابة ونظم الإنذار المبكر للآزمات من أجل حماية الأسواق والمتعاملين فيها وحتى حماية الاقتصاد الوطني ككل نظراً للترابط بين مختلف قطاعاته ومكوناته بما في ذلك أسواق الأوراق المالية.

### **نتائج اختبار فرضيات الدراسة**

- تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير مجموعة كبيرة من الخدمات المالية، ومن أهمها تلبية الإحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية لأجل طويلة وبأحجام كبيرة وهي الإحتياجات التي تعجز مؤسسات الجهاز المصرفي على تلبيتها، ونظراً لأهمية هذه السوق في الاقتصاد عملت أغلب دول العالم على إنشاءها داخل اقتصادياتها وتنظيمها، حيث تنقسم هذه الأسواق إلى مجموعة من الأسواق الفرعية التي تعد الآلية التي من خلالها يتم اصدار وتداول الأوراق المالية المصدرة من قبل الجهات



المقترضة، إذ تعمل السوق الأولية وهي سوق الاصدار " وتكون فيها العلاقة مباشرة بين المستثمر الأول للورقة المالية ومصدرها " على توفير التمويل اللازم للأنشطة الاقتصادية وبالتالي فهي تساهم في دعم العمليات الإنتاجية مباشرة، في الوقت الذي تعد فيه سوق الثانوية وهي سوق التداول المكان المناسب لتداول الأوراق المالية بيعا وشراء بصفة مستمرة كغيرها من السلع الأخرى على أن يكون الطرف الثاني في العقد طرف غير المصدر الأول للورقة، وتتنبق عنها عدة أسواق أخرى للتداول ولكن بشروط غير الشروط المفروضة في البورصة ولعلى من أهمها السوق الثالث والسوق الرابع، وقد تبين لنا عند دراسة ومناقشة الفصل الأول والثاني عن أهمية سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل مشاريع الاستثمارية في الاقتصاد وهو ما يؤكد لنا صحة الفرضية الأولى.

- بعد الدراسة اتضح أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية تعتبر حديثة النشأة وقليلة الخبرة باستثناء بورصة القاهرة التي تأسست سنة 1898 والإسكندرية سنة 1883 وبورصة لبنان سنة 1920 حيث تتميز بصغر حجم المعاملات التي تتم من خلالها وضيق نطاق هذه المعاملات والندرة النسبية في المعروض من الأوراق المالية وعدم تنوعها وتمركزها في فئات محدودة وعلى قطاعات معينة، وهذا الأمر راجع إلى الإعتماد الكبير في تلبية الاحتياجات التمويلية للمشاريع على الجهاز المصرفي وبنوكه ومؤسساته نظرا لعدة اعتبارات أهمها قلة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وعدم ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية خوفا من التقلبات وحوث خسائر مادية، كل هذه العوامل وغيرها حالت دون احداث تطورا في عمل وأداء أسواق الأوراق المالية رغم محاولات الإصلاح التي شهدتها وتطبيقات التجارب الناجحة في نفس المجال، وبالتالي فإن معظم أسواق الأوراق المالية العربية تشترك في الكثير من الخصائص التي تؤهلها لأن تكون من الأسواق النامية التي تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية المعتمدة على أسس ومبادئ الاستثمار الرشيدة والمستقرة، وعليه تتأكد صحة الفرضية الثانية.

- بعد اختبار الفرضية الثالثة والتي تتضمن أن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية مقترن بإصدار واستحداث مجموعة من التشريعات والتنظيمات التي من شأنها تفعيل دور هذه الأسواق بالإضافة إلى توافر معايير الإفصاح والشفافية، وفي هذا الإطار سعت الدول العربية إلى تحديث أسواقها وذلك بمباشرة مجموعة واسعة من برامج الإصلاح المالي كضرورة لمواكبة التطورات المالية والاقتصادية العالمية منها والإقليمية خلال فترات زمنية مختلفة، حيث اصدرت تشريعات وقوانين ولوائح تهدف إلى تحديث الأسواق وأدواتها وهياكلها لتأثيرها لتحسين أدائها وزيادة مستويات كفاءتها، إلا أن الواقع يظهر عكس ذلك فمازالت الأسواق العربية تعاني جوانب قصور عديدة جعلت من الإعتماد عليها كمصدر أساسي وحديث في العمليات الاقتصادية محدود ونسبي نوعا ما، وهو ما يؤكد أن التشريعات والقوانين واللوائح غير كفيلة وغير قادرة بمفردها بنفعل وتطوير دور أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد، فلا بد من تظافر مجموعة من العوامل أهمها توفر بيئة اقتصادية واستثمارية مناسبة ومحفزة على الاستثمار وتشجيع برامج الخصخصة وضرورة تنمية الوعي الادخاري والاستثماري وتحسين المناخ السياسي

والاجتماعي والاقتصادي كلها من أجل تطوير وتحديث أسواق الأوراق المالية العربية، وهو ما يؤكد عدم صحة الفرضية الثالثة.

- إن ما نتج عن العولمة المالية وسياسات الانفتاح والتحرر المالي من عمليات الترابط والتكامل فيما بين أسواق الأوراق المالية الدولية يعد أهم التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية في الوقت الذي تنامت فيه حرية تدفقات رؤوس الأموال دخولا وخروجا وزادت فيه التكتلات الاقتصادية، فما بقي أمام الدول العربية إلا التسريع في عمليات الاندماج والتكامل مع بعضها البعض من أجل إقامة ترابط بين أسواقها والوصول إلى سوق مالية عربية موحدة لتعزيز مركزها التنافسي في أسواق الأوراق المالية الدولية والرفع من كفاءتها، وقد حاولت الدول العربية عدة مرات في إطار إنشاء تكامل اقتصادي عربي وسعي منها لتحقيق متطلبات الترابط الذي أصبح مطلبا حتميا في ظل التغيرات المالية العالمية المستمرة وهو ما نلاحظه عند إنشاء صندوق النقد العربي واتحادات هيئات الأوراق المالية العربية، وهو ما يؤكد صحة هذه الفرضية.

### نتائج الدراسة

عند تحليل ودراسة فصول البحث تم استخلاص جملة من النتائج المتعلقة بالموضوع محل الدراسة، وهي كما يلي:

- تعمل أسواق الأوراق المالية على تحقيق وظيفة التمويل بالنسبة للاستثمارات طويلة الأجل، وذلك من خلال استقطاب وتعبئة المدخرات والفوائض المالية غير المستثمرة وتوجيهها عبر قنوات هذه السوق للفرص الاستثمارية المناسبة حسب الحاجة، حيث يتم اصدار وطرح مجموعة من الأدوات الاستثمارية في شكل أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية في سوق الأولي وهو ما يسمى سوق الاصدار، على أن يتم تداول هذه الأوراق بيعا وشراء عن طريق آلية سوق التداول وهو السوق الثانوي الذي يتولى توفير سيولة الأوراق المتداولة في السوق وعمليات إعادة بيعها عند رغبة حاملها مما يساهم في استمرارية التعامل وجذب الأموال لاستثمارها والمواصلة في تلبية احتياجات التمويل.

- تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها معظم الاقتصاديات، خاصة وأنها توفر العديد من الخدمات المالية المتميزة وتقوم بوظائف ومهام متعددة تعمل جميعها على تطوير الاقتصاد وتحديثه، وهو ما نلاحظه في توجه أغلب الدول إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

- إن العولمة المالية وما جاءت به من عمليات التحرير المالي وتزايد درجات الترابط والاندماج بين أسواق الأوراق المالية الدولية ومن بينها العربية، وإزالة كافة القيود والعراقيل بينها أدت إلى تسريع حركة التحولات والتطورات التي يعيشها النظام المالي العالمي، إلى جانب تطور الاتصالات والثورة التكنولوجية التي سهلت من سرعة وحرية انتقال المعلومات، كلها عوامل فرضت على أسواق الأوراق المالية ضرورة التغيير ومواكبة هذه التغيرات أمر حتمي.

- من بين الآثار المترتبة عن بروز ظاهرة العولمة وفرض تحدياتها على الاقتصاديات العالمية النمو المتسارع للاستثمارات الأجنبية وازدياد الاهتمام بدور الشركات المتعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي في ظل تكامل عملياتها على مستوى العالم، مما ترتب عنه زيادة ظاهرة الإعتماد المتبادل بين الدول ومحاولة التنسيق بين أسواق الأوراق المالية فيها والعمل على ترابطها وبالتالي إقامة تكتلات واتحادات تخدم مصالح الأطراف المتدخلة فيها، وفي هذا الإطار سعت الدول العربية لتجسيد هذه المتطلبات بما يتلائم وطبيعة اقتصادياتها وحسب مراحل محددة فهي تمتلك مجموعة من المؤسسات والهيئات الموحدة في المجال المالي والطامحة لتطوير وتنظيم وعصرنة أسواق الأوراق في المنطقة مثل صندوق النقد العربي واتحاد البورصات العربية واتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.

- تعتبر الابتكارات المالية " المشتقات المالية " من المنتجات المالية المستحدثة ومظهر من مظاهر التجديد الذي عرفته أسواق الأوراق المالية في فترة السبعينات من القرن الماضي، وهذا يدخل ضمن ما فرضته العولمة المالية في إطار عمليات التجديد والابتكار في مجال الأدوات المالية بهدف تعظيم أرباح المستثمرين والتقليل من المخاطر التي يتعرضون لها، كما جاءت هذه المنتجات كوسيلة للحد من التقلبات التي تحدث في البورصات وبالتالي الحد من الأزمات التي تهددها إلا أنها في كثير من الأحيان تأخذ أشكال أخرى من الإستخدام كالمضاربة والمراهنة وتكون سبب مباشر ورئيسي في حدوث تقلبات حادة في أسواق الأوراق المالية وتؤدي في كثير من الأحيان إلى نشوء أزمات.

- تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بصغر حجمها وضيق نطاق نشاطها ومحدودية الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها بالمقارنة مع مثيلاتها في الدول الناشئة والمتقدمة، ويتجسد واقع الأسواق في الدول العربية في تدهور القيم السوقية لها وشح السيولة في السوق قلة عدد الشركات المتدخلة فيها وتركزها في قطاعات وفئات معينة على حساب أخرى إضافة إلى صغر أحجام التداول وعدم التنوع في الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق وغياب متطلبات الإفصاح والشفافية، وعليه فإن كل العوامل السابقة وغيرها تبين بشكل واضح ضعف الدعامات والقواعد الأساسية التي تجعل من أسواق الأوراق المالية العربية أسواق تتمتع بقدر كاف من الكفاءة سواء من حيث مدى ملائمة حجم السوق واستعابه لجميع الاستثمارات التي تتداول فيه أو من ناحية الأصول المالية المتداولة وجودتها وتنوعها ودرجات السيولة التي تحققها في السوق إضافة إلى أنظمة الرقابة والتحوط، وهو ما يؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية للمستثمرين فضلا عن غياب الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات وتفضيلهم أساليب استثمارية وادخارية أخرى بدلا من التوجه نحو أسواق الأوراق المالية والتعامل فيها.

- اتخذت الدول العربية العديد من الإجراءات التي من شأنها الرفع من مستوى كفاءة أسواقها مساهمتها في توفير التمويل اللازم للاستثمارات في الاقتصاد، وهذا ما يلاحظ في اتساع نطاق نشاط الأسواق وفتح باب الاستثمار الأجنبي محليا وتحرير حركات رؤوس الأموال نحو الداخل أو الخارج،

حيث تبين الدراسة في أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة وفي الفترة ما بين عامي 2005 و 2015 ضعف هذه الأسواق على القيام بالدور المنوط بها وتحقيق مساهمة فعالة في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي من خلال توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية والتنمية في الاقتصاد الوطني.

- يتعلق تطوير وتحديث أسواق الأوراق المالية العربية بشكل متوازي مع ضرورة تطوير الهياكل الاقتصادية للدول وتوفير بيئة اقتصادية ومالية واستثمارية وثقافية أكثر ملائمة للأوضاع السائدة في العالم تماشياً مع المستجدات والمتغيرات المفروضة عليها.

- تواجه الدول العربية في إطار سعيها لتفعيل وتطوير أسواق أوراقها المالية على المستويين المحلي والدولي تحدي تحقيق التكامل والترابط بين مجموع أسواق الأوراق المالية في المنطقة ومحاولة التنسيق بينها وادخال تنظيمات المشتركة وتوحيد لآليات التعامل بما يجعل منها سوقاً عربية موحدة تساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي في الدول المعنية ويعزز مركزها التنافسي مع باقي أسواق الأوراق المالية في العالم.

- تعاني بورصة الجزائر كغيرها من البورصات العربية من مجموعة كبيرة من المعوقات أهمها غياب الأطراف المتدخلة فيها وقلة عدد الشركات المدرجة وافتقارها للتنظيمات والجهات المتخصصة في تسيير السوق، الأمر الذي يجعل من التعامل بها محدود وضئيل جداً.

#### **الاقتراحات:**

يمكن الإشارة إلى مجموعة من التوصيات المستخلصة والتي من شأنها تعزيز مكانة ودور أسواق الأوراق المالية العربية في اقتصاديات العربية، وتشكل إضافة لهذا البحث للوصول إلى صورة أوضح حول الموضوع وهي:

- توفير مناخ ملائم لإنشاء أسواق الأوراق المالية في الدول وهذا يتعلق بالجانب التشريعي والتنظيمي لها، وآلية العمل المناسبة مثل سن قانون سوق الأوراق المالية أو قوانين تنظم الشركات المدرجة في السوق، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار التي تنظم تداول الأوراق المالية واستثمارها والقوانين التي تراقب وتؤثر على عمل وأداء السوق بما يضمن حمايتها.

- ضرورة استحداث وخلق أدوات مالية إسلامية وتحفيز المستثمرين على التعامل بها، من خلال إعداد تشريعات وأنظمة وقوانين خاصة بالنشاط المالي الإسلامي تساهم في تنظيم كل ما يتعلق بإصدار وتداول مثل هذه الأوراق وتضمن الحقوق المترتبة لكل طرف من الأطراف المتعاملة بها من جانبها المالي والشرعي.

- العمل على عصرنه أسواق الأوراق المالية العربية من خلال إدخال التقنيات المتطورة في أنظمة التداول داخل السوق، وذلك لرفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية لدى المتعاملين وربطها بالأسواق الخارجية وبالتالي كبر حجم التعاملات التي تتم من خلالها.

- العمل على نشر الوعي الادخاري والاستثماري وتحفيزه لدى الأفراد والمؤسسات والتقليل من الإستهلاك والإنتاج نحو الاستهلاك الأمثل، وذلك للعمل على تحقيق عوائد إضافية يمكن استثمارها عبر قنوات هذه الأسواق وتشجيعهم لإستثمارها فيها من خلال منح حوافز وإعفاءات ضريبية تعمل على المحافظة على نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية.

- محاولة الإستفادة من الأوضاع التي جاءت بها ظاهرة عولمة الأسواق المالية وتربطها من أجل تسريع وتفعيل التعامل ضمن أسواق الأوراق المالية، عن طريق تهيئة البيئة المالية العالمية لمثل هذه الأوضاع واختيار الوقت والكيفية المناسبين للقيام بعمليات الإنفتاح المالي والاندماج في الأسواق العالمية والعمل على تحديد الآثار التي تنتج عنها مستقبلا للتصدي لها.

- تنفيذ برامج الخصوصية وتشجيع القطاع الخاص لما له من دور فعال في اتساع نشاط السوق وزيادة عدد الشركات المتدخلة فيه، وتشجيع الاستثمارات البينية بين الدول العربية وإزالة كافة القيود التي تحد من ذلك وتوحيد قوانين الاستثمار في الأوراق المالية في جميع الدول العربية لتسهيل عمليات الاستثمار المالي البيني.

- وضع أنظمة وأجهزة للإنذار المبكر بحدوث أزمات تتضمن مجموعة من المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تنتبأ بحدوثها والتي تظهر من خلال التغيرات التي تطرأ على هذه المتغيرات، وبالتالي إمكانية وضع بعض الحلول والاقترحات لمعالجة هذه الأزمات قبل انتشارها.

- ضرورة إعادة هيكلة أسواق الأوراق المالية العربية بما يتلاءم مع متطلبات والمستجدات العالمية في المجال المالي وخاصة أسواق الأوراق المالية، وصياغة استراتيجيات اقتصادية موحدة في مجال أسواق الأوراق المالية والاستثمار والتدرج في الدخول في عملية الترابط بين أسواق أوراقها المالية حتى يتم استكمال كافة الشروط والمتطلبات الواجب توفرها لجعلها سوق مالية عربية فعالة ونشطة وكفئة .

- يتعين على الجهات المسؤولة في الجزائر معالجة النقائص التي تعيق نشاط السوق المالية في الاقتصاد وتجعل من عملية الاعتماد عليها كآلية جديدة في تلبية الاحتياجات التمويلية أمرا صعبا، من خلال تشجيع المؤسسات العاملة في الاقتصاد على تبني هذا المصدر التمويلي في نشاطها، ومحاولة الاستفادة من الخبرات والتقنيات الاجنبية في هذا المجال.

- العمل على ربط البورصات وتكاملها في الدول عربية مع بعضها وحتى مع بورصات الدول الناشئة والمتقدمة وضرورة تحريرها واندماجها مما يتيح استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب وإستعادة رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج، كما يعد هذا خطوة لمحاولة الإستفادة من الخبرات والتقنيات المطبقة فيها والعمل على تبني سياسات وإجراءات تعمل على تفعيل وتقوية هذا الترابط، ويجب التنويه دائما إلى الملائمة بين ما سبق ذكره وطبيعة وحجم أسواق الأوراق المالية وطاقتها الاستيعابية وكذا الأدوات المتداولة فيها وضرورة انتقاء ما يناسب أسواقنا لأنه ليس كل ما يطبق في الأسواق الدولية من ممارسات وأدوات صحيحا وينماشى مع بيئة وظروف عمل أسواقنا العربية.

## آفاق الدراسة:

- بعد التعرض من خلال هذا البحث إلى دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية ومدى مساهمتها في تمويل متطلبات الاقتصاد، ونظرا لتشعب محتوى هذا الموضوع وأهميته فإنه يبقى مفتوحا لدراسات وبحوث أخرى تكون أكثر عمقا وتفصيلا، وذلك من خلال جوانب أخرى منها:
- الآفاق المستقبلية لأسواق الأوراق المالية العربية والتوجه نحو سوق عربية موحدة في ظل التزايد نحو عمليات الاندماج العالمي وسياسات التحرر المالي.
  - تفعيل ترابط أسواق الأوراق المالية العربية كأداة لتحقيق التكامل الاقتصادي العربي.
  - بحث آفاق الترابط بين أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وأسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، ومدى استفادة الأسواق العربية من مقومات نجاح الأسواق المتقدمة وبالتالي تحديد مجالات المنافسة بينهما.
  - مدى مساهمة التطور في المجال المالي الإسلامي في تفعيل دور أسواق الأوراق المالية العربية.

وفي ختام هذا البحث نرجو أن نكون قد أسهمنا مساهمة بسيطة في إيضاح وتبيان واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومدى مساهمتها توفير ما هو ضروري من أموال لسد احتياجات المشاريع الاستثمارية للرفع من معدلات النمو الاقتصادي داخل الاقتصاد الوطني، ومحاولة الإجابة على بعض التساؤلات المتعلقة بها، كما تجدر الإشارة إلى أن هذا البحث لا يخلو من التقصير والنقص وهو ملازم لأي عمل إنساني، كما واجهتنا الكثير من الصعوبات والعراقيل عند انجاز هذا البحث نظرا لنقص بعض المعلومات الضرورية لإتمام الدراسة وكذلك عدم توفر الدراسة التطبيقية للموضوع بالنسبة لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة نظرا لاعتبارات الحدود المكانية، والذي ينعكس بالطبع على بعض جوانب البحث.

الملاحق

ملحق رقم ( 01 ): حجم القيمة السوقية للأسواق محل الدراسة من 2006 - 2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنوات البورصات
420.65	482.89	467.34	373.36	338.87	353.4	318.75	246.33	518.9	326.86	سوق الأسهم السعودي
87.76	100.33	108.35	79.26	86.29	113.88	93.82	70.18	135.4	105.95	سوق الكويت للأوراق المالية
54.91	69.90	61.51	61.62	48.67	84.109	91.09	85.92	138.8	93.49	البورصة المصرية
25.36	25.49	25.76	26.97	27.20	30.90	31.88	35.84	41.2	29.72	سوق عمان المالية
45.95	53.36	55.32	52.60	60.09	69.38	74.18	65.74	75.5	49.41	بورصة الدار البيضاء
90.6	110.7	124.7	127.2	135.6	106.1	91.1	92.2	97.2	95.7	بورصة الجزائر " الف "

الوحدة: مليار دولار

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على : - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع لسنوات من 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.



ملحق رقم ( 02 ) : حجم تداول الأسهم في الأسواق محل الدراسة في الفترة من 2006 -

2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنوات البورصات
89.7 1	130.67 9	78.532	83.367	85.98 9	45.46 1	65.12 4	86 953.	682.3	191.47 7	سوق الأسهم السعودي
2.60	5.006	5.98	3.417	6.990	9.537	11.18 8	22.52 4	27.87 8	17.808	سوق الكويت للأوراق المالية
6.80	8.960	5.470	6.532	4.646	12.48 0	31.73 5	7,948	23.92 4	12.874	البورصة المصرية
1.42	785.2	745.5	707.1	708.5	1.45	2.65	3,15	4.72	3.32	سوق عمان المالية
2.06	2.05	2.67	1,93	2.33	4.36	11.66	4.83	11.86 9	3.763	بورصة الدار البيضاء
123. 7	214.5	263.4	279.3	613.0	46.1	30.2	73.1	16.5	32.4	بورصة الجزائر " ألف "

مليار دولار

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية

العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع لسنوات من 2006-2015، أبو ظبي، الإمارات العربية

المتحدة.

الملحق رقم (3): مذكرات التفاهم التي وقعتها البورصة المصرية مع البورصات العربية  
والعالمية خلال الفترة 1999 – 2017

التاريخ	البورصة	الاتفاقية
فبراير 2017	بورصة سيدني	مذكرة تفاهم
نوفمبر 2016	Bolsa BM&F BOVESPA	مذكرة تفاهم
سبتمبر 2015	بورصة تونس	مذكرة تفاهم
نوفمبر 2014	بورصة الجزائر	مذكرة تفاهم
يونيو 2012	بورصة اسطنبول	مذكرة تفاهم
5 ديسمبر 2009	سوق الأوراق المالية الليبي	مذكرة تفاهم
23 نوفمبر 2009	بورصة عمان	مذكرة تفاهم
أفريل 2009	بورصة الدار البيضاء	مذكرة تفاهم
7 يونيو 2009	بورصة شنزن	مذكرة تفاهم
27 فبراير 2008	بورصة قبرص	مذكرة تفاهم
7 مايو 2007	بورصة شنغهاي	مذكرة تفاهم
31 مايو 2007	بورصة كوريا	مذكرة تفاهم
5 ديسمبر 2006	سوق دمشق للأوراق المالية	مذكرة تفاهم
22 مارس 2006	سوق أبوظبي	مذكرة تفاهم
18 يناير 2006	بورصة إيطاليا	مذكرة تفاهم
24 يوليو 2005	بورصة ليبيا	مذكرة تفاهم
29 ديسمبر 2004	سوق مسقط	مذكرة تفاهم
19 ديسمبر 2004	سوق الخرطوم	مذكرة تفاهم
14 يناير 2004	بورصة الدار البيضاء	مذكرة تفاهم
13 يناير 2004	بورصة سيسالونيكى	مذكرة تفاهم
20 نوفمبر 2001	بورصة ماليزيا	مذكرة تفاهم
27 مارس 2001	بورصة الهند	مذكرة تفاهم
31 يناير 2001	بورصة مالطا	مذكرة تفاهم
21 أكتوبر 1999	بورصة قبرص	مذكرة تفاهم

المصدر: متاح على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية: بتاريخ 2017/05/20 <http://www.egx.com>

# قائمة المراجع

# المراجع

## 1- المراجع باللغة العربية

### 1- الكتب:

1. أحمد أبو الفتوح الناقية: نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية " مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998.
2. أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
3. أحمد فريد مصطفى، الموارد الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2006 134 .
4. ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية " اطار في التنظيم وتقييم الأسواق "، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
5. ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - ، دار المسيرة، الأردن، 2004.
6. اسماعيل ابراهيم جمعة وآخرون، المحاسبة الادارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2000.
7. انطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2 ، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000 ، ج 2.
8. إلياس الساسي، يوسف القريشي، التسيير المالي ( الادارة المالية، دروس وتطبيقات)، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
9. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
10. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، لم تذكر دار النشر وبلد النشر، 2002.
11. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، الجزء 2.
12. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة ، الجزائر، 2002 ،الجزء 3.
13. جليل كاضم مدلول العارضي، ارشد عبد الامير جاسم الشمري، استراتيجيات الادارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2012 .
14. جميل الزيدانين، اساسيات الجهاز المالي، دار وائل، الاردن، 1999.

15. حسني على خربوش وآخرون، الاسواق المالية " المفاهيم والتطبيقات "، دار زهران للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
16. حسني علي خربوش وآخرون، الاسواق المالية " بورصة الاسهم والسندات المالية "، دار زهران للنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
17. حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة-، دار الكندي، الأردن، 2002.
18. حمد مطر، ادارة الاستثمارات " الاطار النظري والتطبيقات العملية "، ط 4، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن، 2006.
19. حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2004.
20. خبابة عبد الله، بوقرة رايح، الوقائع الاقتصادية - العولمة الاقتصادية، التنمية المستدامة-، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009.
21. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الاردن، 2007.
22. ديما وليد حنا الرضي، الاسواق المالية " تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجريبية العربية "، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2015.
23. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 1999.
24. رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، التمويل الدولي، دار الايام للنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
25. رسمية أحمد ابو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف، الأردن، 2005.
26. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار ( المالي والحقيقي )، ط 4، دار وائل للنشر، الاردن، 2007.
27. سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001.
28. سليمان أبو صبحه، الادارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2013.
29. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
30. سيد سالم عرفه، ادارة المخاطر الاستثمارية، دار الراهة للنشر والتوزيع، الاردن.
31. السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الاردن، 2010.
32. شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.
33. شعبان محمد إسلام اللبروري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، سوريا، 2001.

34. شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الاردن، 2012.
35. شمعون شمعون، البورصة " بورصة الجزائر "، دار هومة، الجزائر، 2005.
36. صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والاسواق المالية " دور المنظمات والتكتلات الدولية والاهلية"، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014.
37. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الاوراق المالية " الاهمية، الاهداف، السبل، مقترحات النجاح"، عالم الكتب، مصر، 2003.
38. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الاوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003.
39. صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، دار الفكر العربي، لم تذكر بلد النشر، 2008.
40. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية - علميا و عمليا -، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000.
41. ضياء مجيد ، البورصات- اسواق المال وادواتها-، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، .
42. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
43. طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر ، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2003.
44. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 1999.
45. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، الاردن، 2008.
46. طلال عبد الحسن حمزة الكسار، المحاسبة المتقدمة للاستثمار في الاسهم والسندات، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الاردن، 2009 .
47. عاطف جابر طه عبد الرحيم، اساسيات التمويل والادارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010.
48. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005 .
49. عبد الرزاق الرحاحلة، زاهد محمد دبيري، دراسة متعمقة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010.
50. عبد العزيز النجار، أساسيات الادارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
51. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر.

52. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
53. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية الدار الجامعية، مصر، 2002 .
54. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub prime, Regende, 2009.
55. عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي " مدخل حديث "، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2012.
56. عبد المطلب عبد الحميد، التمويل والتنمية المحلية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
57. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية " منظماتها، شركاتها و تداعياتها "، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر.
58. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2004/2003.
59. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.
60. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة "، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
61. عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية والتطبيق )، دار رضا للنشر ، سوريا، 2002.
62. على لطفي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، المنظمة العربية لتنمية الادارية بحوث ودراسات، مصر، 2009 .
63. عماد صالح سلام، إدارة الازمات في بورصات الاوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة ابو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002 .
64. عيد أحمد أبوبكر، رياضيات التمويل والاستثمار، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
65. فتوح هيكل، حسن الحفني، الدور التنموي لصناديق التنمية والتمويل العربية، سلسلة دراسات اقتصادية، مركز الخليج للدراسات الاستراتيجية، 2001 ، العدد 5.
66. فرنسوا لروا، ترجمة: الضيقة حسن، الأسواق الدولية للراساميل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، لبنان، 1991.
67. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004.
68. فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
69. فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية، اتحاد المصارف العربية، 2010.

70. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، ط 2 ، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الاردن، 2012.
71. محب خلة توفيق، الهندسة المالية " الاطار النظري والتطبيقي لانشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر العربي، مصر، 2011.
72. محسن أحمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، مصر، 2001.
73. محمد أحمد غانم، التوريق" الماهية، المزايا، الإجراءات والعناصر" ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009 .
74. محمد سعيد عبد الهادي، الادارة المالية " الاستثمار والتمويل، التحليل المالى، الاسواق المالية الدولية"، دار الحامد، الاردن، 2008.
75. محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة فى الاعمال والمال، الدار الجامعية، مصر، 2013.
76. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات" مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
77. محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.
78. محمد على سويلم، أدوات الاستثمار فى البورصة ( دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013.
79. محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار فى البورصة – أسهم، سندات، أوراق مالية – دار حامد، الأردن، 2006 .
80. محمد قاسم خصاونة، اساسيات الادارة المالية، دار الفكر، الاردن، 2011.
81. محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحوالها مستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
82. محمود حمزة الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2004.
83. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية – مؤسسات، أوراق، بورصات –، دار الشروق، الأردن، 2007، الإصدار الثاني.
84. مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الاسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2013 .
85. مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
86. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان ، سوريا، 2009.
87. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث ي مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998.



88. منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 2008.
89. منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002.
90. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء 01، منشأة المعارف، مصر، لم تذكر سنة النشر.
91. مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، دار الرياء للنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
92. ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2012.
93. نخبة من العلماء والباحثين، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والاوراق المالية، توثيق: السيد عليوة، دار الامين، مصر، 2006.
94. نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012.
95. نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، لم تذكر دار النشر، سوريا، ط 3.
96. نوزاد الهيبي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، لم تذكر بلد النشر، 1998.
97. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
98. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الأردن، 2003.
99. هيثم صاحب عجام، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
100. هيفاء عبد الرحمان ياسين التكريتي، آليات العولمة الاقتصادية آثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار حامد، الأردن، 2009.
101. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2009.

## 2- الرسائل والأطروحات:

1. أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية " تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2013.
2. إيمان مودع، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الجزائر " باستخدام نموذج النمو الداخلي خلال الفترة 1991 - 2007"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، 2010.

3. بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
4. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية " دراسة قياسية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013/2012.
5. بن ثاب علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002.
6. بهوري نبيل، واقع أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص الاقتصاد والمالية الدولية، جامعة المدية، الجزائر، 2010-2011.
7. بوكساني رشيد، معوقات أسواق أوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2005.
8. حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية " دراسة حالة السوق المالي السعودي"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، 2015.
9. خاطر طارق، أهمية التطور المالي في تحقيق التنمية الاقتصادية " دراسة تطبيقية وقياسية لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990 - 2013، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.
10. رحال فؤاد، تأثير تحرير تجارة الخدمات المصرفية على تنافسية البنوك التجارية- وأثرها على القطاع المصرفي الجزائري -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2006/ 2005.
11. رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودرها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودي - مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2006 / 2007.
12. رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، 2008.
13. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية" دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014/2013.

14. محمد حداد، العولمة وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية " مع الإشارة إلى حالة الجزائر ومصر " ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير تخصص نقود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003.
15. محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير قسم العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة الجزائر، 2006/2005.
16. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2015/2014.

### 3- المجالات:

1. الجوزي جميلة، التكامل الاقتصادي العربي " واقع وفاق "، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، 2008، العدد 5.
2. خالد بن حمد عبد الله القدير، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد والإدارة، السعودية، 2004، مجلد 18، العدد 1.
3. دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرافدين، العراق، 2009، المجلد 96، العدد 31.
4. فلاق علي، باصور محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، افريل 2015، العدد 3.
5. محمد بوجلال، مقاربة إسلامية للضرورة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، العدد 6.
6. محمد جميل عمر، نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، 2010، المجلد 26، العدد 2.
7. ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية، مجلة بابل، جامعة بابل، العراق، 2013، المجلد 21، العدد 1.
8. مفتاح صالح ، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، الجزائر، جوان 2005 ، العدد 2.
9. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية " دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009 / 2010، العدد 07.

10. عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004، العدد 27.
11. مناضل عباس حسين الجواري، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي " مع تعليق قياسي"، مجلة جامعة بابل، العراق، 2009، المجلد 17، العدد 1.
12. شيرين الحمداني، عبد الكريم البطاينة، العلاقة بين التبعية المالية والمنافسة ومعدل النمو الاقتصادي في الأردن، مجلة جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية، العراق، 2012، العدد 30.

### 3- الدراسات والتقارير:

1. أحمد بوراس، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد " دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية "، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، 21 و 22 نوفمبر 2006، بسكرة، الجزائر.
2. احمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثارها على تنمية الدول النامية، مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع " استراتيجيات الأعمال في ظل العولمة"، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15، 16 مارس 2005.
3. أشرف محمد الدوابة، تكامل الأسواق المالية العربية " آفاق وتحديات"، مداخلة مقدمة لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، 14-15 أبريل 2009، الأردن.
4. تشام فاروق، العولمة المالية وأثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، 12-14 ماي 2003، جامعة العلوم التطبيقية، الأردن.
5. رحيم حسين، دور الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات " حالة البلدان العربية"، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الثاني حول سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية إشارة خاصة لحالة الجزائر، 9 - 10 ديسمبر 2003، جامعة سكيكدة، الجزائر.
6. زيدان محمد، النظام المصرفي الجزائري وتحديات العولمة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري " واقع وآفاق "، جامعة قالمة، الجزائر، 5، 6 نوفمبر 2001.
7. زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر " المعوقات والآفاق"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر -.
8. عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي، أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، 21 و 22 نوفمبر 2006، بسكرة، الجزائر.

9. عبد الله بلوناس، آسيا قاسيمي، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، مداخلة مقدمة للملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية " الفرص والتحديات " ، 12 و 13 أكتوبر 2011 ، غليزان، الجزائر.
10. عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف " نظرة شمولية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولت الاقتصادية " واقع وتحديات "، جامعة حسيبة بن بوعلى، الشلف، الجزائر، 14، 15 ديسمبر 2004.
11. عرابة رابح، بن عوالي حنان، ماهية الأزمات المالية والأزمة المالية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسطينة، الجزائر، ماي 2009.
12. كريم سالم حسين، ابراهيم رسول هاني، المتغيرات الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على أسواق المال العربية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة العلوم التطبيقية، الأردن، 2003.
13. قدي عبد المجيد، دادن عبد الغني، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، 21 و 22 نوفمبر 2006 ، بسكرة، الجزائر.
14. وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات " دراسة حالة الجزائر"، 21 و 22 نوفمبر 2006 ، بسكرة، الجزائر.
15. سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية " فرص التكامل والتنافس"، مداخلة مقدمة للملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني بعنوان " أسواق رأس المال الصاعدة ... نظرة مستقبلية"، 27 أكتوبر 2008، فلسطين والأردن.
16. سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد " دراسة تجربة الأسواق المالية العربية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات "دراسة حالة الجزائر"، 21 و 22 نوفمبر 2006 ، بسكرة، الجزائر.
17. نعيمة بارودي، ارسلیم موالدي، بين الهندسة وإعادة أي تصميم سيتناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقودا شرعية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول " منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية - بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية -، جامعة سطيف، الجزائر، ماي 2014.
18. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2006 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

19. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2007 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
20. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2008 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
21. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2009 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
22. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2010 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
23. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2011 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
24. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2012 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
25. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2013 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
26. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2014 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
27. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع من سنة 2015 أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
28. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع للسنوات على التوالي من 2006 إلى 2015، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
29. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
30. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2013، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
31. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2014، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.

## 1. les livres:

1. Abdelkader BELTAS, MARCHÉ DES CAPITAUX et la structure par échéance des taux d'intérêt, Edition Légende, Alger, 2008.
2. Charles – Henri d'arcimoles, Jean – Yves saulquin, finance appliquée, libraire Vuibert, paris, 2006, 4<sup>em</sup> édition.
3. André Dumas, Économé mondiale " les règles du jeu comercial, monétaire et financier", 4 édition, groupe De Boeck, paris, 2009.
4. DIDIER MARTEAU, LES MARCHÉ DE CAPITAUX, Armand Colin, France, 2011 .
5. DOMINICK SALVATORE, ÉCONOMIE INTERNATIONALE, cours et problemes, serie schaum, McGraw – hill, France, 1982.
6. J.-p. gourlaouen, les nouveaux instruments financiers, libraire Vuibert, Paris.
7. Marie DELAPLACE, Monnaie et financement de l'économie, 2 édition, Dunod, France, 2006.
8. Louis Sabourin, Organismes économiques internationaux, la documentation française, paris.
9. Pascal ALPHONSE, Gérard Desmuliers, Michel Levasseur, Gestion de portefeuille et marchés financiers, PEARSON Education, France, 2010 .
10. Paul Krugman, Maurice Obstfeld, Economie iternationals, Pearson éducation, france, 2006.
11. Philippe Spieser, la Bourse, Vuibr, paris, 2004, 2<sup>em</sup> édition.
12. Robert FERRANDIER, Vincent Koen, Marchés de Capitaux et Techniques Financières, édition ECONOMICA, france, 4<sup>em</sup> édition, 1997.

13. Roland Portait, Patrice Poncet, finance de marché ( instrument de base, produits dérivés portefeuilles et risques ), édition dalloz, paris, 2008.

### III المواقع الإلكترونية

1. <https://www-perso.gate.cnrs.fr/goux/chap4.pdf>. le 2017/01 /25.
2. <https://9alam.com/community/threads/burs-algzar-bin-almuqat-alaqtsadi-ualqanuni-umkani-ttuirxa-ltfyil-alastthmar.22718>.
3. . le 01/05/2017. <http://www.alriyadh.com/758469>
4. <https://ar.scribd.com/doc/118100062/marche-des-capitiaux-cours-complet>. le 04/04/2017.
5. الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودي:  
. le 09/05/2017 <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about>
6. الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية:  
. le 09/5/2017. <http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx>
7. الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر:  
. le 09/5/2017. <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>
8. أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، متاح على الموقع الإلكتروني:  
<https://books.google.dz/books?id=ah6tDQAAQBAJ&pg=PA313&lpg=PA313&dq>. Le : 01/05/2017.
9. ابراهيم موسى، قياس تحليل أثر التدفقات المالية الدولية في التنمية الاقتصادية في بلدان نامية مختارة خلال المدة 1990، متاح على الموقع الإلكتروني،  
[www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=52987](http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=52987). le 01/05/2017.
10. الأسواق المالية، متاح على الموقع الإلكتروني:  
<http://www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf> . 21/04/2017.
11. المقدمة، متاح على الموقع الإلكتروني:  
[sis.univ-biskra.dz/1071/3/](http://sis.univ-biskra.dz/1071/3/). 18/4/2017.



12. صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://9alam.com/community/threads/burs-algzar-bin-almyuqat-alaqtsadi-ualqanuni-umkani-ttuirxa-ltfyil-alastthmar.22718/>. 18/042017.

13. طالب عوض، اثر التقلبات المالية على أسواق الدول النامية، الموقع الإلكتروني:  
5. <http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Research%20Output%20File/>. le : 08/ 08/2016.

14. محروس حسن، الأسواق والاستثمارات المالية، كتاب متاح على الموقع الإلكتروني:  
[www.mediafire.com/?9tcl9i4b0sma1no](http://www.mediafire.com/?9tcl9i4b0sma1no) . 18/04/2017.

15. COMPRENDRE LA BOURSE, L'introduction en Bourse :

[https://investir.lesechos.fr/complements/2013/10/22/922632\\_1382433865\\_2013-10-18-binck-fiche-pedagogique-l-introduction-en-bourse.pdf](https://investir.lesechos.fr/complements/2013/10/22/922632_1382433865_2013-10-18-binck-fiche-pedagogique-l-introduction-en-bourse.pdf) le 15/04/2017.

16. le financement des activités économiques des capitaux:

<http://www.surfeco21.com/?p=955#.WPXP3bXQnIU>. Le 18/04/ 2017.

17. Cotation : définition, calcul:

<http://www.journaldunet.com/business/pratique/dictionnaire-economique-et-financier/16529/cotation-definition-calcul-traduction.html>. le 15/04/2017.

18. <https://epargne.ooreka.fr/astuce/voir/577697/marche-de-capitaux> .le 20/03/2017

19. [http://www.memoireonline.com/10/12/6297/m\\_Le-marche-des-capitaux3.html](http://www.memoireonline.com/10/12/6297/m_Le-marche-des-capitaux3.html). le17/04/2017 .