

جامعة سعد دحلب بالبليلة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة ماجستير

التخصص : بنوك، نقود و مالية

دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة

- دراسة حالة الجزائر-

من طرف

محفوظ بصيري

أمام اللجنة المشكلة من :

رئيسا	أستاذة محاضرة، جامعة البليلة	بن حمودة فطيمة
مشرفا ومقررا	أستاذ التعليم العالي، جامعة الجزائر	الطيب ياسين
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر، جامعة البليلة	درحمون هلال
عضوا مناقشا	أستاذ مكلف بالدروس، جامعة البليلة	للوشي محمد
عضوا مناقشا	أستاذ مكلف بالدروس، جامعة البليلة	منصوري الزين

البليلة، سبتمبر 2007

ملخص

تعتبر الأسواق المالية عصب الحياة الاقتصادية و مؤشر مدى تطور أو تخلف البلد اقتصاديا، إذ تلعب دورا بارزا في عملية التنمية الاقتصادية، من خلال تأثيرها في مختلف المتغيرات الاقتصادية. و لأجل معرفة العلاقة بين عملية التنمية الاقتصادية و الأسواق المالية قمنا بتقسيم دراستنا إلى ثلاثة فصول:

في الفصل الأول قمنا بعرض مفاهيم عامة حول الأسواق المالية حيث قسمناه إلى ثلاث مباحث، ففي الأول تعرضنا إلى المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية من حيث ماهيتها و أنواع و كفاءة السوق المالي، و في المبحث الثاني تعرضنا إلى الدور الاقتصادي للبورصة من خلال دراسة نشأة و تطور البورصة و دورها في الحياة الاقتصادية و أهم الوظائف الاقتصادية التي تلعبها، ثم في المبحث الثالث تعرضنا إلى الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة كالأسهم و السندات و الأوراق المهجنة، و أما في المبحث الرابع فتعرضنا لدراسة تنظيم و سير سوق الأوراق المالية من خلال دراسة الأعوان المتدخلين في سوق الأوراق المالية و العمليات و الأوامر في البورصة، و نظام التسعيرة فيها.

و في الفصل الثاني تعرضنا إلى علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية في ظل العولمة و قد قسمناه إلى ثلاثة مباحث ففي الأول أشرنا إلى بعض المفاهيم الأساسية حول العولمة من خلال إظهار مفهوم العولمة، أسبابها و مظاهرها، و آثارها على البلدان النامية و في المبحث الثاني درسنا تمويل النشاط الاقتصادي في الأسواق المالية العربية، حيث تعرضنا إلى ماهية التمويل، و أنواع أنظمتها، و نشأة الأسواق المالية العربية و أداءها، و أما في المبحث الثالث فقد خصصناه لعلاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية من خلال دراسة مفهوم التنمية الاقتصادية، و علاقتها بالأسواق المالية و دور هذه الأخيرة في عملية التنمية.

و أما في الفصل الثالث و الأخير فقد خصصناه لنشأة بورصة الجزائر حيث تعرضنا في المبحث الأول إلى الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر، و القيم المتداولة فيها، و نظام التسعيرة و الإدراج في بورصة الجزائر، و في المبحث الثاني تعرضنا إلى واقع بورصة الجزائر حيث درسنا موضوع قبول القيم المنقولة المتداولة في البورصة، و أهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر و تحليل أدائها.

شكر و تقدير

نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف الطيب ياسين الذي لم يبخل علينا بنصائحه و توجيهاته القيمة و التي كانت لنا بمثابة الحافز الذي دفعنا إلى إكمال بحثنا هذا.

كما نتوجه بالشكر الجزيل إلى كل الذين مدوا لنا يد العون و المساعدة من قريب أو بعيد من أجل أن يرى هذا البحث المتواضع النور.

محفوظ بصيري

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
28	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	1
30	الفرق بين السهم و السند	2
48	مؤشر اندماج بعض الدول في العولمة	3
60	تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1994- 2006 .	4
67	تدفقات الاستثمار في المحفظة في الدول النامية خلال(1989-1997) .	5
87	كيفية تحديد التسعيرة بالتثبيت	6
97	عدد الأوامر المقدمة لسنتي 2004 و 2005.	7
98	حجم الطلب و العرض لسنتي 2004 و 2005.	8
99	تطور الأسعار خلال السنوات 2003- 2004- 2005.	9

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
18	الأشكال المختلفة لكفاءة السوق	1
25	محددات سعر السهم السوقي	2
53	سير التدفقات المالية بين الأعوان الاقتصاديين	3
55	قنوات التمويل المباشر	4
57	قنوات التمويل غير المباشر	5
61	مؤشر أداء الأسواق المالية العربية	6
62	قيمة الأسهم المتداولة	7
64	القيمة السوقية	8
89	السير العام لبورصة الجزائر	9
100	مؤشر أسعار الصندوق ببورصة الجزائر خلال الفترة 2003 – 2006.	10
101	تطور القيمة السوقية خلال الفترة 2003 – 2006	11
102	القيمة السوقية للأسهم المتداولة	12

الفهرس

ملخص

شكر و تقدير

قائمة الأشكال و الجداول

الفهرس

8.....	مقدمة
13.....	1. مفاهيم عامة عن سوق الأوراق المالية
14.....	1.1 مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
14.....	1.1.1 ماهية سوق الأوراق المالية
14.....	2.1.1 تقسيمات السوق المالي
14.....	3.1.1 كفاءة السوق المالي
19.....	2.1 الدور الاقتصادي للبورصة
19.....	1.2.1 نشأة و تطور البورصة
20.....	2.2.1 دور البورصة في الحياة الاقتصادية
20.....	3.2.1 الوظائف الاقتصادية التي تلعبها البورصة
23.....	3.1 الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة
23.....	1.3.1 الأسهم
26.....	2.3.1 السندات
29.....	3.3.1 الأوراق المهجنة
31.....	4.1 تنظيم و سير سوق الأوراق المالية
31.....	1.4.1 الأعوان و المتدخلون في سوق الأوراق المالية
34.....	2.4.1 عمليات و أوامر البورصة
35.....	3.4.1 نظام التسعيرة في البورصة
37.....	خلاصة الفصل 1
38.....	2. علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية في ظل العولمة
39.....	1.2 مفاهيم أساسية حول العولمة

39	1.1.2 مفهوم العولمة.....
41	2.1.2 أسباب و مظاهر العولمة.....
47	3.1.2 آثار العولمة على البلدان النامية.....
52	2.2 تمويل النشاط الاقتصادي في الأسواق المالية العربية.....
52	1.2.2 ماهية التمويل و أهميته.....
54	2.2.2 أنظمة تمويل الاقتصاد.....
58	3.2.2 نشأة الأسواق المالية في الدول العربية.....
65	3.2 الأسواق المالية و التنمية الاقتصادية.....
65	1.3.2 التنمية الاقتصادية.....
68	2.3.2 علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية.....
73	3.3.2 دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية.....
76	2..... خلاصة الفصل
77	3. بورصة الجزائر.....
78	1.3 نشأة بورصة الجزائر.....
78	1.1.3 الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر.....
84	2.1.3 القيم المنقولة في البورصة.....
86	3.1.3 نظام التسعيرة و الإدراج في بورصة الجزائر.....
90	2.3 واقع بورصة الجزائر.....
90	1.2.3 قبول القيم المنقولة المتداولة في البورصة.....
93	2.2.3 الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.....
96	3.3 تقييم أداء بورصة الجزائر.....
96	1.3.3 نشاط سوق القيم المنقولة.....
107	2.3.3 العراقيل التي تواجه نشاط بورصة الجزائر.....
111	3.3.3 آفاق تطوير بورصة الجزائر.....
114	3..... خلاصة الفصل
115	خاتمة.....
118	قائمة المراجع.....

مقدمة

إن موجة التحرر الاقتصادي و ما صاحبها من تطورات اقتصادية ساهمت في تسريع عملية التنمية الاقتصادية في ظل ظهور العولمة كحتمية و أداة لتنفيذ استراتيجية الدول الكبار في جعل الدول النامية تابعة لها.

حيث اعتبرت هذه الدول وكأنها في قرية صغيرة، تحدث فيها المبادلات التجارية دون وجود عوائق اقتصادية أو حواجز جمركية، و هو ما ساهم في تدفق رؤوس الأموال العالمية إليها.

و في ظل الثورة التكنولوجية و المعلوماتية و التطور الحاصل في أسواق المال العالمية، و ما يوفره من سيولة مالية لتمويل الاقتصاديات العالمية، أصبح لزاما على الدول أن تطور هذه الأسواق لأنها تعتبر النواة الأساسية لتنمية اقتصاداتها، و كذلك المؤشر الاقتصادي الذي يعبر عن مدى تطور أو تخلف البلد.

إشكالية البحث

و نظرا لما هذا البحث من أهمية اقتصادية و بغية التعمق فيه قمنا بصياغة الإشكالية التالية:

كيف تحقق الأسواق المالية عملية التنمية الاقتصادية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة؟

و من أجل إثراء هذه الإشكالية نطرح التساؤلات التالية:

- هل للأسواق المالية دور فعال في تمويل التنمية الاقتصادية؟
- ما العلاقة الموجودة بين عملية التنمية الاقتصادية و الأسواق المالية في ظل تسارع وتيرة العولمة؟
- ما مدى تطور بورصة الجزائر؟ و ما هي العراقيل التي تواجهها؟

الفرضيات

و للإجابة على هذه التساؤلات نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

- إن نظام التمويل في الاقتصاد مرتكز على نوعين من التمويل: مباشر و يكون عن طريق الأسواق المالية و غير مباشر بوجود وساطة مالية كالبنوك مثلا.
- تعتبر الأسواق المالية بمثابة قناة تمويلية مباشرة يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي لها فائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا.
- تعتبر بورصة الجزائر في الوقت الراهن بعيدة كل البعد عن مواصفات السوق المالي الناشئ فهي مازالت في بداية نشاطها و يلزمها الكثير للوصول إلى مواصفات هذا السوق، و ذلك نظرا لوجود عدة عراقيل.

أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في كون الأسواق المالية لها دور فعال في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تعتبر مصدرا من مصادر التمويل الذي تعتمد عليه الوحدات الاقتصادية في نشاطها و بالتالي تعتبر حتمية اقتصادية على الدول التي تريد أن تنمي اقتصاداتها.

أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- إبراز الدور الهام الذي تلعبه الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية.
- تقييم و تحليل أداء الأسواق المالية في الدول العربية.
- إيجاد علاقة بين التنمية الاقتصادية و الأسواق المالية.
- تحليل و تقييم أداء بورصة الجزائر و إبراز أهم المشاكل التي تحول دون تطويرها.

مجال و حدود الدراسة

لقد حددنا المجال الزمني لدراستنا هذه من سنة 1989 إلى غاية 2006، حيث ركزنا فيها على واقع الأسواق المالية في البلدان العربية منذ سنة 1994 إلى غاية 2006، و قد استعرضنا أداء هذه الأسواق خلال تلك الفترة، كما قمنا بتحليل أداء بورصة الجزائر حتى سنة 2006 و مدى مساهمتها في تمويل الاقتصاد و كذا الكشف عن العراقيل التي تواجهها و البحث عن الحلول لمعالجتها.

دوافع اختيار البحث

هناك دوافع ذاتية و أخرى موضوعية:

- الدوافع الذاتية

- الرغبة و الميول الشخصي في معالجة بحوث و قضايا العصر.
- علاقة الموضوع بتخصص الدراسة.

- دوافع موضوعية

- محاولة التعرف على العلاقة الموجودة بين الأسواق المالية و التنمية الاقتصادية.
- التعرف على مدى أهمية الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي في ظل العولمة.
- محاولة التعرف على واقع بورصة الجزائر و أهم المشاكل التي تتخبط فيها التي حالت دون تطويرها.

منهج البحث

لقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي و التحليلي في أغلب محاور الدراسة، و ذلك بعرض و وصف تطور الأسواق المالية في الدول العربية بصفة عامة و بورصة الجزائر بصفة خاصة مع استعمال المنهج التاريخي في دراسة نشأة و تطور هذه الأسواق، و كما استخدمنا المنهج التحليلي في تقييم أداء هذه الأسواق المالية.

أدوات التحليل و الدراسة

لقد اعتمدنا في التحليل على الأدوات التالية:

- إجراء مسح مكتبي من خلال الإطلاع على: الكتب، المجلات، التقارير، المقالات، رسائل الماجستير و أطروحات الدكتوراة، المواقع الالكترونية.
- التطرق إلى كل المواضيع التي لها علاقة بالتمويل عن طريق الأسواق المالية.
- الإطلاع على مختلف القوانين و المراسيم التنفيذية و التقارير السنوية الخاصة ببورصة الجزائر.
- الاتصال ببعض الهيئات و المؤسسات المالية مثل: بنك الجزائر، بورصة الجزائر، المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي، لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من أجل الحصول على الوثائق اللازمة لإتمام بحثنا.

خطة البحث

لغرض الإجابة على إشكالية البحث الرئيسية والتساؤلات الفرعية، و اختبار الفرضيات التي صغناها، ارتأينا أن نقسم بحثنا هذا وفق الخطة التالية:

في الفصل الأول قمنا بعرض مفاهيم عامة حول الأسواق المالية حيث قسمناه إلى ثلاث مباحث، ففي الأول تعرضنا إلى المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية من حيث ماهيتها و أنواع و كفاءة السوق المالي، و في المبحث الثاني تعرضنا إلى الدور الاقتصادي للبورصة من خلال دراسة نشأة و تطور البورصة و دورها في الحياة الاقتصادية و أهم الوظائف الاقتصادية التي تلعبها، ثم في المبحث الثالث تعرضنا إلى الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة كالأسهم و السندات و الأوراق المهجنة، و أما في المبحث الرابع فتعرضنا لدراسة تنظيم و سير سوق الأوراق المالية من خلال دراسة الأعوان المتدخلين في سوق الأوراق المالية و العمليات و الأوامر في البورصة، ونظام التسعيرة فيها.

و في الفصل الثاني تعرضنا إلى علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية في ظل العولمة و قد قسمناه إلى ثلاثة مباحث ففي الأول أشرنا إلى بعض المفاهيم الأساسية حول العولمة من خلال إظهار مفهوم العولمة، أسبابها و مظاهرها، و آثارها على البلدان النامية و في المبحث الثاني درسنا تمويل النشاط الاقتصادي في الأسواق المالية العربية، حيث تعرضنا إلى ماهية التمويل، و أنواع أنظمتها، و نشأة الأسواق المالية العربية و أداءها، و أما في المبحث الثالث فقد خصصناه لعلاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية من خلال دراسة مفهوم التنمية الاقتصادية، و علاقتها بالأسواق المالية و دور هذه الأخيرة في عملية التنمية.

و أما في الفصل الثالث و الأخير فقد خصصناه لنشأة بورصة الجزائر حيث تعرضنا في المبحث الأول إلى الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر، و القيم المتداولة فيها، و نظام التسعيرة و الإدراج في بورصة الجزائر، و في المبحث الثاني تعرضنا إلى واقع بورصة الجزائر حيث درسنا موضوع قبول القيم المنقولة المتداولة في البورصة، و أهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر و تحليل أدائها.

الفصل 1 مفاهيم عن سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول المتطورة، إذ ارتبط تطور هذه الأسواق بالتطور الاقتصادي و الصناعي لها، فهي المؤشر الاقتصادي الذي يعبر عن مدى تطور البلد أو تخلفه.

و لهذه الأسواق دور فعال في عملية تمويل النشاط الاقتصادي، حيث تلعب دور الوسيط بين الوحدات الاقتصادية التي لها فائض و لديها الرغبة في استثماره، و بين الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في تمويل نشاطها و تبحث عن مصدر أو قناة لسد هذا العجز.

و من أجل معرفة طبيعة الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي، فسنركز في دراستنا لهذا الفصل على بعض المفاهيم العامة حول الأسواق المالية و ذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية.

- المبحث الثاني: الدور الاقتصادي للبورصة.

- المبحث الثالث: الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة.

- المبحث الرابع: تنظيم و سير سوق الأوراق المالية.

1.1.1 مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى بعض المفاهيم و المصطلحات المتعلقة بالأسواق المالية و التي من خلالها يمكننا الانطلاق في عملية البحث.

1.1.1.1 ماهية سوق الأوراق المالية

يعرف (Olivier picon) السوق المالي على أنه: " هو ذلك السوق الذي يحتوي على كل التبادلات الرأسمالية في الأجلين المتوسط و الطويل التي تضاف إلى القيم المنقولة لعمليات القروض البنكية أو الخاصة" [1] ص(12).

كما يعرف (صلاح الدين حسن السيسي) سوق الأوراق المالية على أنها: " هي سوق مستمرة ثابتة في المكان، تقام في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال و السماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة و لوائح محددة" [2] ص(15).

و أما عاطف وليم أندراوس فيعرفها على أنها: " تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا و شراء، و تمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي" [3] ص(6).

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص تعريف السوق المالي على أنه حلقة الوصل بين مختلف القطاعات الإقتصادية حيث يلتقي فيه أصحاب الفوائض المالية مع أصحاب العجز المالي و تحدث المبادلات الرأسمالية في الأجلين القصير و الطويل.

2.1.1.1 تقسيمات السوق المالي

يضم السوق المالي العديد من الأسواق التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير مثل معيار نوع الأدوات أو الأصول المالية أو معيار أجل إستحقاق الأصول المالية المتداولة.

1.2.1.1.1 السوق الأولي

و هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها(بين المقرض و المقرض)، و في هذه السوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة،

و جديد بالذكر أن السوق الأولي لا يكون معروفا للجمهور لأن بيع الأوراق المالية الجديدة يتم خلف أبواب مغلقة. [4] ص(122)

2.2.1.1. السوق الثانوي

يجري التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في سوق الإصدار، حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراد أو شركات، و من خصائص هذه السوق، توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى قيمتها نقدا [5] ص(18).

كما تنقسم السوق الثانوية إلى أسواق منظمة و أخرى غير منظمة ، السوق المنظمة تتمثل في البورصة أما السوق غير المنظمة فتتمثل في السوق الثالث و الرابع.

*السوق المنظمة: و لها مكان يلتقي فيه البائعون و المشترون للأوراق المالية و تعرف عموما بالبورصة حيث يقتصر تداول الأوراق المالية المسجلة على الأعضاء المسجلين فقط [6] ص(08)، و سنتعرض بالتفصيل لها في المبحث الثاني.

*السوق غير المنظمة: يطلق على المعاملات التي تجري خارج البورصات و هذا التعامل يتم من خلال بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم و لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات ، حيث تتم من خلال شبكة اتصالات جيدة تتمثل في التلفون ، الحاسوب، انترنت... إلخ [7] ص(49).

3.1.1. كفاءة السوق المالي

1.3.1.1 مفهوم كفاءة السوق

هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات و المعلومات المتاحة و المتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم، من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة [2] ص(24).

2.3.1.1 أنواع كفاءة السوق

و في هذا المجال يمكن أن نميز بين الكفاءة الكاملة و الكفاءة الإقتصادية:

*الكفاءة الكاملة [8] ص(09):

و تتحقق هذه الكفاءة عندما تتوفر الشروط التالية:

- توفر المعلومات التامة حول السوق.
 - تماثل توقعات المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
 - عدم وجود قيود على المستثمرين بشأن التعامل داخل السوق بحيث له حرية شراء وبيع الأسهم مهما كان عددها.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين بحيث حجم الصفقة التي يقوم بها أحدهم لا تؤثر على أسعار الأوراق المالية.
 - توفر حالة الرشد عند المستثمرين ، أي أنهم يسعون إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من الصفقات.
- *الكفاءة الإقتصادية [9]:

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو أثارها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

3.3.1.1. متطلبات كفاءة السوق

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصصا كفنا للموارد المتاحة، و يتطلب تحقيق هذا الهدف توفر سمتين أساسيتين هما:

- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، و يقصد بها أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير و دون تكبد تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة

تعكس كافة المعلومات المتاحة بما يتيح الفرصة للجميع للحصول على تلك المعلومات، و بهذا التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادلة [8] ص(10).

● كفاءة التشغيل :

و يطلق عليها الكفاءة الداخلية، و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكلفة عالية للسمسرة، و دون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها [3] ص(10).

4.3.1.1. الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في 3 فرضيات و هي:

● فرضية الصيغة الضعيفة:

و تنص على أن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس تماما المعلومات التي تنطوي عليها السلسلة الزمنية للسعر التاريخي [10] ص(82).

● فرضية الصيغة المتوسطة:

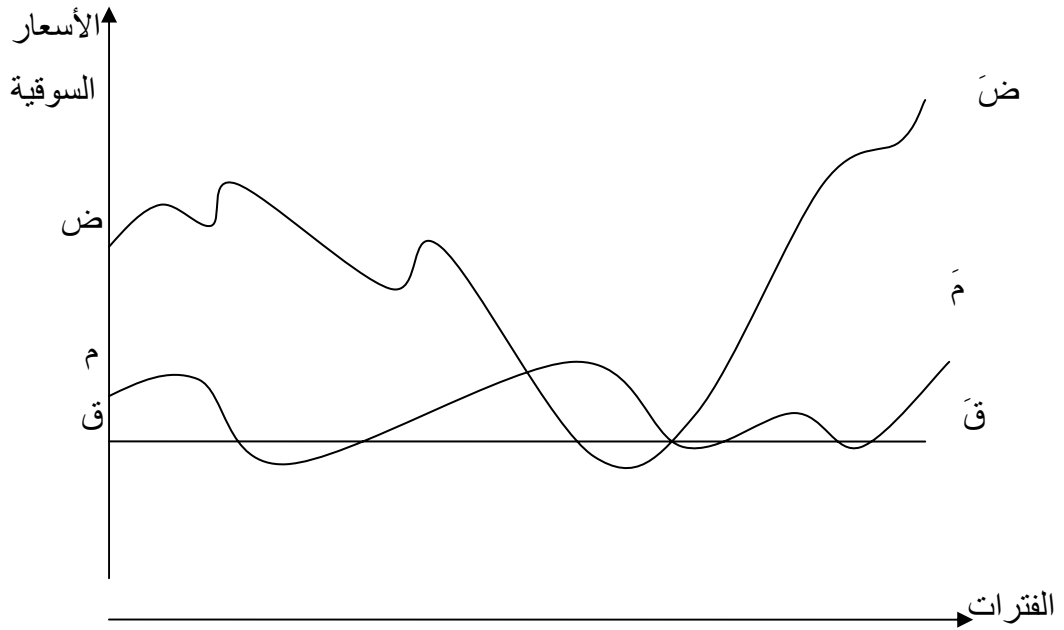
التي تقضى بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها). وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء [9].

● فرضية الصيغة القوية:

و تنص على أن أسعار السوق الجارية تعكس كل المعلومات الوثيقة الصلة سواء كانت معلومات عامة أو خاصة، و إذا كانت هذه الصيغة صحيحة، فحتى المطلعين لن يستطيعوا الحصول على عوائد غير عادية في سوق الأسهم [7] ص(205).

و يمكن أن نميز بين الأنواع الثلاثة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 01: الأشكال المختلفة لكفاءة السوق [3] ص (65)



من خلال الشكل البياني يمكن أن نميز بين الحالات الثلاث لأشكال الكفاءة السوقية حيث :

- يمثل المستقيم (ق ق) السعر الحقيقي الذي يعكس الكفاءة التامة للسوق و التي تمثلها فرضية السوق القوي حيث يكون السعر السوقي يساوي القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة و ذلك يظهر من خلال انطباق المستقيم (ق ق) مع المستقيم الذي يمثل القيمة الحقيقية للسهم.
- يمثل المستقيم (م م) الشكل المتوسط لكفاءة السوق، حيث تكون الإختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية للسهم صغيرة و هو ما يعكسه الفرق الصغير الموجود بين المستقيم (م م) و المستقيم الذي يمثل القيمة الحقيقية للسهم و المنطبق على المستقيم (ق ق).
- يمثل المستقيم (ض ض) الشكل الضعيف لكفاءة السوق ، حيث تكون الإختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية للسهم كبيرة جدا و واسعة و هو ما يعكسه الفرق الكبير الموجود بين المستقيم (ض ض) و المستقيم الذي يمثل القيمة الحقيقية للسهم و المنطبق على المستقيم (ق ق).

2.1. الدور الإقتصادي للبورصة

في هذا المبحث سنتناول:

- نشأة و تطور البورصة.

- دور البورصة في الحياة الاقتصادية.

- الوظائف الاقتصادية التي تلعبها البورصة.

1.2.1. نشأة و تطور البورصة

أصل كلمة "بورصة" يعود إلى شخص يُدعى "فان دي بورص" كان يمتلك فندقًا بمدينة بروج ببلجيكا ويتردد عليه التجار للمناقشة حول الصفقات التجارية، وكان شعار الفندق عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود. وقد شهدت مدينة امستردام بهولندا أول سوق منظمة للأوراق المالية، ثم جاءت بعدها أسواق متعددة في أوروبا الغربية، والتي بدأت بسوق لندن، إلى أن تم افتتاح "سوق نيويورك" لتبادل الأسهم عام 1792م، والتي أصبحت بعد ذلك من أهم أسواق الأوراق المالية العالمية بل وأكبرها حجمًا. ومكتوب في صدر بورصة نيويورك، شعارها الشهير "هنا فرصة عدم البيع تساوي صفرًا!"، يعني ذلك أن أي متعامل يرغب في بيع أسهمه يجب أن يجد الفرصة متاحة لذلك فورًا، ويتحقق ذلك في حالة إذا كان السوق منتعشًا وسريعًا ومستخدمًا لتكنولوجيا اتصال عالية، وهو الأمر المتحقق في بورصة نيويورك بشكل كبير [11].

تعريف البورصة:

لقد تعددت التعاريف حول مفهوم البورصة و لعل من أهمها ما يلي:

يرى (Frank Thibault) البورصة أنها: " هي سوق تبادل رؤوس الأموال، أي مكان التقاء بين

طالب رؤوس الأموال و بين العارضين لها" [12] ص(35).

كما يعرف (Didier Vitrac) البورصة على أنها: "هي قسم من السوق المالي حيث تمثل المكان

الطبيعي الذي يتواجد فيه المسعرون ليحددوا سعر القيم البورصية" [13] ص(44).

و يرى (جبار محفوظ) البورصة على أنها: " ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجون لرؤوس الأموال من أصحاب المؤسسات و الجماعات المحلية و الدولة، و المستثمرون الذين استطاعوا أن يجمعوا و يجندوا الإدخار بقصد توظيفه في شراء الأسهم و السندات" [14] ص(45).

من التعاريف السابقة يمكننا استخلاص تعريف شامل للبورصة : و هي المكان الطبيعي الذي يلتقي فيه أصحاب الفائض المالي مع أصحاب العجز المالي، قصد استثمار أموالهم و توظيفها من خلال شراء الأسهم و السندات.

2.2.1. دور البورصة في الحياة الاقتصادية

و يمكن أن نلخص دور البورصة في النقاط التالية [15] ص(34):

- تلعب البورصة دورا رئيسيا في تحقيق السياسة النقدية للدولة و ذلك عن طريق دور البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة و التحكم في احتياطات الصرف.

- وجود سوق مالي فعال يوفر سيولة للأصول المالية مما يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة التحويل قصير الأجل و يكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق إنتعاشا اقتصاديا.

- يعتبر السوق المالي مصدر تمويل طويل الأجل، الأمر الذي يعزز النشاط الاقتصادي و يرفع الناتج و الدخل القومي.

- عن طريق السوق المالي يمكن تنمية الإدخار و توجيهه لخدمة الإقتصاد الوطني.

- في ظل وجود سوق مالي يمكن من إيجاد عدالة للأوراق المالية المتداولة و ذلك يؤدي إلى تشجيع الإستثمار نحو القطاعات الاقتصادية.

3.2.1. الوظائف الاقتصادية التي تلعبها البورصة

لقد أنشئت البورصة نتيجة لوجود خلل و عدم توازن بين المدخرات و الاستثمارات، و كان هدفها الأساسي هو معالجة هذا الخلل من خلال تحويل الأموال الفائضة من قطاع معين إلى قطاع آخر له عجز في التمويل، لذلك فإن البورصة تساهم في :

أولا: ضرورة إتاحة أسواق دائمة و مستمرة للأوراق المالية

يمكن تنفيذ الصفقات المالية بسعر مقارب لأسعار الصفقات السابقة و اللاحقة لنفس الورقة المالية، و يتحقق ذلك من خلال قوى السوق و قانون الطلب و العرض ، حيث تكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية و الاجتماعية ومنع السيطرة على السوق و على الأسعار من جانب المضاربيين و الإستعانة في ذلك بسن القوانين و التشريعات و اللوائح لضبط التعامل في الأوراق المالية [16] ص(28).

ثانياً: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي

حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية [17].

ثالثاً: المساعدة على تلافي تقلبات الأسعار

إن الطابع المتميز للمتعاملين في بورصة الأوراق المالية هو سرعة الإنفعالات جرّاء التقلبات التي تحدث في الأسعار و ما يصاحبها من قرارات خاطئة يمكن أن يقوموا بها، و هنا يأتي دور البورصة فتدرس أثر هذه الإنفعالات و يقوم أعضاؤها المتخصصين و عملاءها المحترفين بتلقي أثر هذه الإنفعالات [18] ص(22)، من خلال القيام بعملية التحوط (Hedging).

حيث يقوم هؤلاء العملاء بشراء الفائض الموجود في البورصة نتيجة لسلوك المتعاملين و المرتبط أساساً بسرعة انتقال الإشاعات ، كما يقومون بمواجهة أي طلب زائد نتيجة لوجود تفاعل كبير لدى المتعاملين ، و بهذا يساهم على مواجهة أي ارتفاع أو هبوط مفاجئ في الأسعار، و يتحقق ذلك بوجود عدد كبير من الأسهم المدرجة في البورصة.

رابعاً: وسيلة لفتح رأسمال المؤسسة و تحويل الهياكل الصناعية و التجارية

عندما تكون المؤسسة بحاجة إلى أموال إضافية تلجأ إلى التمويل الإضافي عن طريق البورصة مما يستوجب عليها أن تنتشر رأسمالها الاجتماعي ، كما أنها تسهل عملية تحويل و تكوين المجمعات الصناعية و كذا التجارية [19] ص(11).

وذلك من خلال قيام الأفراد بالاكتتاب في أسهم الشركة فيصبحون شركاء في تسييرها ، و بالتالي يساهمون في زيادة رأسمال الشركة .

خامسا: تعتبر البورصة مؤشرا للحالة الاقتصادية

تساعد البورصة في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع الذبذبات التي تحدث في الاقتصاد و تسجيلها، فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، و كذلك فإن الأسعار التي يتعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، كما أن جداول الأسعار العامة تعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج [18] ص(22).

حيث أن هذه المعلومات تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الصائبة في استثماراتهم، و ذلك من خلال معرفة ما يجري في البورصة، فهي تعكس الحالة الاقتصادية التي تمر بها الدولة مما يضمن لهم تحقيق أرباح مضمونة، و بأقل مخاطرة.

سادسا: المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين).

فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع [17].

سابعًا: تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية

وذلك من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم و السندات مما يوفر قدرا غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية [20] ص(37).

ثامنا: المساهمة في تحقيق كفاءة عالية

و ذلك من خلال توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي. وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي [17]:

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

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

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

* الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

3.1. الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة

في هذا المبحث سوف نتطرق إلى :

- الأسهم.

- السندات .

- الأوراق المهجنة.

1.3.1. الأسهم

هناك نوعين من الأسهم : عادية و أخرى ممتازة.

1.1.3.1. الأسهم العادية

تعريف الأسهم العادية: هي عبارة عن أصول ملكية تمثل جزءا من الرأسمال الاجتماعي لشركة ما، و قيمة كل سهم تعرف بأربع قيم مختلفة [21] ص(19):

- القيمة الإسمية: هي القيمة المدونة على قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس [22] ص(08).
- القيمة الدفترية: تتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لاتتضمن الأسهم الممتازة و لكن تتضمن الإحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة [18] ص(08).
- القيمة الأصلية: و هي القيمة الإقتصادية للشركة مقسومة على عدد الأسهم [21] ص(19).

• القيمة البورصية: و هو السعر المحدد في البورصة [21] ص(19).

خصائص الأسهم: و تتمثل هذه الخصائص في [23] ص(39):

- أصل ملكية يمثل مشاركة في رأس مال الشركة.
- الحق في اقتسام الأرباح.
- الحق في الإكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح و على حصة من رأس مال الشركة في حالة التصفية.
- الحق في المشاركة و التصويت في الجمعيات العمومية العادية و غير العادية.
- الحق في التوزيعات الاستثنائية للاحتياطي.

أنواع جديدة للأسهم العادية : هناك 3 أنواع [24] ص(22،23):

• الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ، و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.

• الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة :

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة ، و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها ، بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة ، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين (المخصص لتمويل شراء الأسهم) من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

• الأسهم العادية المضمونة :

ظهرت هذه الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينات حيث تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار و في هذه الحالة فإنه:

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.
- مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض.

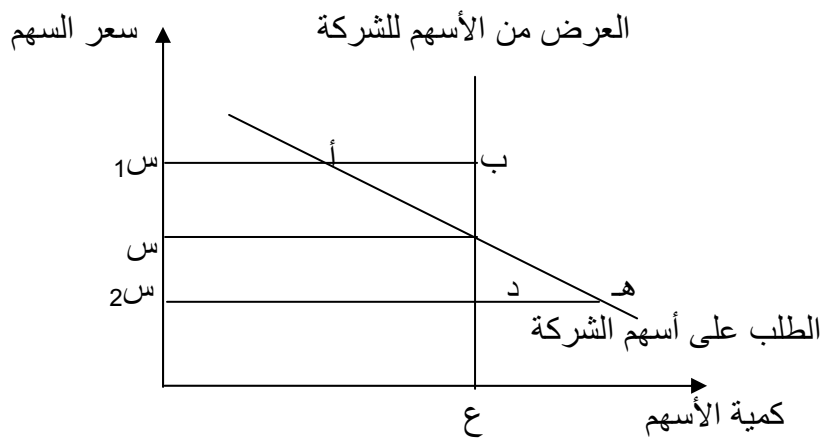
2.1.3.1. الأسهم الممتازة

تعريف الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات و الأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين ، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد و الأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية و كذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة و تدفع التوزيعات بعد الضريبة [25] ص(39).

3.1.3.1. محددات سعر السهم السوقى:

يتحدد سعر السهم في السوق وفق دالتي العرض و الطلب و يظهر ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 02: محددات سعر السهم السوقى [26] ص(40).



يلاحظ في حالة الأسهم أن العرض من سهم شركة معينة يكون ثابت في لحظة ما، و هذا ما تم التعبير عنه بالمستقيم (ب د) .

أما عن الطلب الكلي على السهم فإنه يعتمد على السعر الذي يمكن شراء السهم به ، إذا هناك علاقة عكسية بين سعر السهم و حجم الطلب عليه من خلال المستقيم (أ هـ) ، أي كلما ارتفع السعر انخفض الطلب و العكس.

و عند «س» تتعادل الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة فيسمى بسعر التوازن للسهم.

و يلاحظ من الشكل أنه عند سعر أعلى «س₁» فإن المستثمرون يرغبون في الاستحواذ على كمية من السهم تقل عن الكمية المعروضة، و التي تتحدد بالمقدار [أ ب] و هو ما يترتب عليه انخفاض سعر السهم ليصل إلى سعر التوازن «س» و العكس في حالة انخفاض السعر عن سعر التوازن فسوف تكون الكمية المطلوبة من السهم تزيد عن الكمية المعروضة بالمقدار [د هـ] ، و هو ما يدفع سعر السهم إلى الإرتفاع إلى نقطة التوازن «س» .

2.3.1. السندات

1.2.3.1. تعريف السندات : هي أصل دين لحاملها ، حيث يمنح السند لحامله حق الحصول على فائدة سنوية ، و هي عبارة عن نسبة من القيمة الإسمية و مضمونة التعويض حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار [27] ص(225).

2.2.3.1. خصائص السندات: و يمكن إيجازها فيما يلي [8] ص(37):

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترباح.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الإستحقاق.
- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الإسمي على السند و سعر الفائدة الجاري في السوق النقدية.

- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.

- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح.

1.3.2.3. أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة بحسب الأساس المستخدم في

التقسيم ، و ذلك كما يلي [20] ص(182،183):

• حسب طريقة تملكها و تداولها:

- أ- سندات إسمية: و هي التي تحمل إسم صاحبها على صك السند و تقيد بحسب الشركة و لا تتداول إلا بعد موافقة الشركة و إثبات التنازل عنها في دفاترها.
- ب- سندات لحاملها: و يتم تداولها بالتسليم و لا يحمل الصك اسم صاحبه و لا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو إثبات التنازل في سجلاتها.

• حسب نوع العائد:

- أ- سندات ذات فائدة دورية ثابتة: و هو النوع العادي المألوف الذي يستحق فائدة بمعدل ثابت القيمة الإسمية للسند بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.
- ب- سندات ذات إيراد متغير: و ينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية و دخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة ، و يسمى هذا النوع بسندات الدخل.
- ج- سندات ذات نصيب: و لها الحق في فائدة ثابتة سنوية و يحصل بعضها و الذي يعين سنويا بالقرعة على جوائز مالية كبيرة.

• حسب نوع الضمان:

- أ- سندات عادية: ليس لها ضمان سوى الضمان العادي العام الذي يتمتع به باقي الدائنين.
- ب- سندات مضمونة برهن على بعض أصول الشركة.

ج- سندات مضمونة بواسطة هيئة خارجية: سواء من ناحية سداد قيمة السند أو الفائدة الدورية ، و غالبا ما تكون هذه الهيئة إحدى الهيئات الحكومية أو البنوك.

و الجدول التالي يبين لنا خصائص كل من الأسهم العادية و الأسهم الممتازة و السندات:

الجدول رقم 01: خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية [25] ص(40)

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية
Common stock	Preferred stock	Bonds	عامل المقارنة
المرتبة الثالثة المتبقي و غير محدد	المرتبة الثانية ثابت و محدد	الدرجة الأولى في السداد ثابت و محدد	1- الحق في الحصول على دخل - من حيث الأسبقية - من حيث مبلغ الدخل أو العائد
المرتبة الثالثة المتبقي و غير محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الأولى محدد	2- الحق في الأصول عند التصفية - درجة الأسبقية - المبلغ
المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	(القيمة الإسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	إجباري محدد مسبقا و له تاريخ سداد	3- الحق في استرداد القيمة - تاريخ الإستحقاق

من خلال الجدول أعلاه يمكن أن نميز بين الخصائص المختلفة للأوراق المالية الثلاث حيث نجد أن السندات لها الأسبقية في الحصول على الدخل و العائد يكون ثابت و محدد، ثم تأتي الأسهم الممتازة في

المرتبة الثانية في الحصول على الدخل و العائد يكون ثابت و محدد ، ثم تأتي الأسهم العادية في المرتبة الثالثة من حيث الأسبقية أما العائد فهو المبلغ المتبقي و يكون غير محدد.

أما من حيث الأسبقية في الأصول عند التصفية فنجد السندات و يكون المبلغ محدد، ثم تأتي الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية و يكون المبلغ محدد، و نجد الأسهم العادية في المرتبة الثالثة من حيث الأسبقية أما المبلغ فهو غير محدد و يمثل المبلغ المتبقي من بعد حصول أصحاب السندات و الأسهم الممتازة على حقوقهم من بعد التصفية.

و أما من حيث الحق في استرداد القيمة فنجد أن السندات المبلغ إجباري و محدد و له تاريخ استحقاق محدد ، أما الأسهم الممتازة فهي غير ملزمة في استرداد القيمة و ليس لها تاريخ استحقاق، و أما الأسهم العادية فإن استرداد القيمة غير ملزمة و يكون المبلغ هو المتبقي و ليس له تاريخ استحقاق.

3.3.1. الأوراق المهجنة

هذا النوع من الأوراق يحمل مميزات الأسهم و السندات و يمكن أن نلخصها فيما يلي :

1.3.3.1. شهادات الاستثمار:

لا تمثل أكثر من ربع الرأسمال الاجتماعي للشركة و هي نوعين [21] ص(18):

- شهادة الإستثمار المضبوطة : و التي تعطي لحاملها جميع حقوق السهم ما عدا الحق في التصويت.

- الشهادة التي لها الحق في التصويت: لها شكل إسمي و التي لا يمكن التنازل عنها.

و تصدر هذه الشهادات مؤسسات القطاع العام و الخاص.

2.3.3.1. سندات المساهمة:

هي قيم منقولة متداولة من خصائصها ما يلي [28] ص(55):

- هذه الأصول تشبه الأسهم ففي حالة التصفية للشركة يمكن استرجاع قيمتها حسب شروط العقد التأسيسي ، و أما العائد فله قيمتين ، قيمة ثابتة و أخرى متغيرة.

- هذه الأصول تشبه السندات أن العائد له قيمة ثابتة محددة في العقد.

1.3.3.3. السندات بقسيمات الإكتتاب في الأسهم:

و هي تجمع بين صفات الأسهم و السندات، لحملتها الحق في الإكتتاب في أسهم الشركة المعينة من خلال القسيمات التابعة لسنداته، كما يمكن بيع هذه القسيمات في البورصة، و الغرض من التمويل بإصدارها هو الاستدانة على الأمد الطويل ثم الحصول على أموال خاصة عن طريق اكتتاب حملتها في الأسهم بعد ذلك [29] ص(84).

ويمكن أن نلخص مختلف الفروقات بين الأسهم و السندات في الجدول التالي:

الجدول رقم 02 : الفرق بين السهم و السند [30] ص(33)

السند	السهم
- دين على الشركة	- جزء من رأس مال الشركة
- حامل السند دائن للشركة بقيمة السند	- حامل السهم شريك في رأسمال الشركة بقدر رأسماله.
- ربح السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة.	- ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة و قد يكون هناك خسارة.
- حامل السند ليس له الحق في الإدارة .	- حامل السهم له الحق في الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد و بالكامل.	- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، و لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده، و هو قابل للزيادة و النقصان.
- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	- عند الخسارة و تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد كافة الديون.

4.3.1. تنظيم و سير سوق الأوراق المالية

سنتعرض في هذا المبحث إلى:

- الأعوان و المتدخلون في سوق الأوراق المالية.
- عمليات و أوامر البورصة.
- نظام التسعيرة في البورصة.

1.4.3.1. الأعوان و المتدخلون في سوق الأوراق المالية

1.1.4.3.1. أعوان السوق: و هم العارضون لرؤوس الأموال و طالبوها و الوسطاء الماليين:

- عارضو رؤوس الأموال:

وهم مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي [31] ص(105):

- الأسر: و هي تعمل على استثمار أموالها المدخرة في السوق المالية ، مقابل استعمالها في القيم الثابتة أو العقارات.
- المستثمرون التأسيسيون: و نجد فيها مؤسسات التأمين ، صناديق التقاعد و الضمان الإجتماعي، و صناديق الودائع .
- كما نجد عارضون آخرون مثل البنوك و المؤسسات.

- طالبو رؤوس الأموال:

و هم الأعوان الاقتصاديون الذين لهم عجز في التمويل و يمكن حصرهم فيما يلي [19] ص(14):

- الدولة و جماعاتها المحلية و المؤسسات العمومية.
- هيئات الإقراض ، البنوك ، و الوسطاء الماليين.

- التقنيون أو الوسطاء الماليين:

تتم غالبية التعاقدات و التعاملات في الأوراق المالية بواسطة شركات تعمل في مجال الوساطة و السمسرة فهي تعتبر وكيل عن المستثمرين [32] ص(42)، حيث تقوم هذه الشركات بشراء الأوراق المالية و بيعها مقابل حصولها على الفرق بين سعر الشراء و البيع ، و هي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك ، و أما السمسار الذي يعمل لحساب الغير فإنه لا يتحمل هذه المخاطر.

2.2.4.3.1. المتدخلون في السوق: هناك ثلاث فئات:

الفئة الأولى:الوسطاء:

نظرا لطبيعة التعامل في الأوراق المالية و التي تحتاج إلى خبرات فنية عالية ، فإنه لا يمكن للكثيرين مباشرة استثماراتهم في شراء وبيع الأوراق المالية و لذلك خلقت شركات متخصصة لتسهيل التعامل في هذه الأوراق

• شركات السمسرة:

وهي عبارة عن شركات تقوم بدور الوساطة بين البائع و المشتري مقابل الحصول على عمولة بعد إتمام الصفقة بينهما.

• شركة تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية:

و هي شركات تقوم نيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة لكل منها مكونة من مجموعة من الأوراق المالية و إدارة هذه المحفظة بالشراء و البيع لتحقيق أفضل عائد لصاحب المحفظة ، و هي هنا تقوم بدور و كيل الإستثمار مقابل أجر [33] ص(59).

• صناديق الإستثمار:

و هي مؤسسات تتكون لاستثمار مدخرات عدد كبير من المستثمرين في الأوراق المالية ، مع تقسيم حملة مواردها إلى وثائق، كل وثيقة بقيمة إسمية متساوية تعطى لمن يقدم أمواله إليها مع توزيع العائد بين حملة الوثائق و الصندوق الذي تديره شركة إدارة متخصصة مقابل نسبة من صافي الأصول، و جزء من العائد إذا زاد عن حد معين ، و مع تحمل أصحاب الأموال بالخسائر إن وجدت [33] ص(59).

و يكون عمل هذه الصناديق على أساس المضاربة حيث يقوم المستثمرون بإيداع مدخراتهم فيها وتنوب عنهم صناديق الإستثمار في استثمار تلك الأموال و يكون هناك مشاركة في الربح أو العائد.

• شركة تغطية و ترويج الإكتتاب:

و هي شركات تقوم بالإتفاق مع شركة مساهمة على ترويج إصداراتها من الأسهم و السندات مقابل أجر ، أو تشتري هي كل الكمية المطروحة للبيع ثم تقوم بعد ذلك ببيعها مرة أخرى ، و الحصول على الفرق بين ثمن البيع و الشراء.

• شركات رأس المال المخاطر:

وهي التي يمكن أن تساهم في تعويم وإدارة الشركات المتعثرة سواء بسبب اختلال هيكلها التمويلية أو عدم كفاءة الإستثمار أو ضعف التنظيم كما تهدف إلى توظيف أموالها في الشركات الجديدة [34] ص(71).

• شركات المقاصة و التسوية و الحفظ:

وهي شركات تتولى إجراءات المقاصة، حيث تقوم نيابة عن مالكي الأوراق المالية بإجراءات نقل ملكية الأوراق المالية و تحصيل كوبونات الأرباح ، و ذلك مقابل أجر.

الفئة الثانية: تجار الأوراق المالية

ويطلق عليهم أيضا سماسرة الأوراق المالية حيث لهم دور حيوي في أسواق المال و لهم علاقة وطيدة بالمستثمرين تعتمد سواء على الإتصال الشخصي أو باستعمال التلفون أو غيرها من أدوات الإتصال الحديثة.

و يمكن تقسيم سماسرة الأوراق المالية حسب نوع الخدمات إلى:

*الخدمة الإستشارية: يقوم السمسار بتوفير النصائح اللازمة على واحدة من الصفقات التي تتم حينما يتقدم العميل بطلب ذلك و هذا مقابل عمولة أكبر [35] ص(110).

* خدمة المعاملات فقط أو سماسرة الخصم: يقوم السمسار بتقديم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه و يقتصر دوره على تنفيذ عملية بيع و شراء الأوراق المالية في مقابل عمولة محدودة، و قد يقدم بعض

سماسرة الخصم القليل من المعلومات المالية إلا إنهم لا يقدمون النصح و المشورة بشأن قرارات الإستثمار [26] ص(22).

*خدمة حرية التصرف: هنا يترك العميل للسماسر حرية تبديل الاستثمارات بالنيابة عنه و دون استشارته ، و هذا بهدف تحقيق المزيد من الأرباح و هذا يستلزم دفع عمولات أكبر مقابل خدمة حرية التصرف [35] ص(110).

الفئة الثالثة:الجهات الإشرافية

و هي الجهات التي تقوم بدور التنظيم و الإشراف و إدارة البورصة و ذلك لضبط المعاملات في السوق و توفير قدر من الثقة في المعاملات التي تتم البورصة.

2.4.1. عمليات و أوامر البورصة

أوامر البورصة: وهي تتمثل في:

• الأمر بسعر السوق Market orders:

هذا الأمر لا يحمل سعر محدد [36] ص(739)، و هو من أكثر أنواع الأوامر شيوعا و هنا يكون السماسر ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء و أعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر [37] ص(23).

• أوامر محددة Limit orders:

و هو أمر يحدد فيه العميل السعر للوسيط، حيث لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده، كما أنه لا يمكن تنفيذ أمر البيع بسعر أقل من الذي سبق تحديده من طرف العميل للوسيط، و تجدر الإشارة إلى أن الأوامر التي تنفذ في السوق الموازية تكون دائما بالسعر المحدد [19] ص(21).

• الأمر بالسعر المحدد مع إشارة قف Stop-Loss orders:

و هذا الأمر يستعمل عادة لتجنب الخسارة، و هو عبارة عن أمر بالبيع بالسعر الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أقل من أو يساوي السعر المحدد من قبل البائع، و هو أمر بالشراء بالسعر الأفضل

الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أكبر أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري [19] ص(21).

• أوامر إيقاف محددة Stop-Limit orders:

تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف، في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين : سعر إيقاف و سعر محدد، و بمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه ، فإنه يتم وضع (أمر محدد) عند (سعر محدد) و بالتالي يمكن النظر إلى (أمر الإيقاف المحدد) على أنه (أمر محدد مشروط) [26] ص(26).

مثال [7] ص(128): شخص يملك 200 سهم ، و سعر السهم في السوق يبلغ 40 دينار، و لكن الشخص يشعر بالخوف من انخفاض هذا السعر ، فيعطي أمر للسمسار ببيع هذه الأسهم عند سعر إيقاف قدره 39 دينار فإن السمسار سينفذ الأمر فوراً محاولاً البيع بـ 39 دينار، و إذا لم يستطع فإنه يبيعه عند سعر 38 دينار لكنه لن يبيع أقل من هذا السعر.

• الأوامر المفتوحة Open orders:

هذا النوع من الأوامر يبقى ساري المفعول ما لم يلغى (أوامر أكثر من يوم) ، و يفضل الزبائن الأوامر المفتوحة إذا كانت أوامر محددة الأسعار كما أن لديهم الإستعداد للإنتظار حتى يصبح السعر مناسب للبيع أو الشراء [7] ص(128).

3.4.1. نظام التسعيرة في البورصة

هناك أربع تسعيرات و هي:

1.3.4.1. تسعيرة المناداة: تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة و عقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض بألفاظ متفق عليها للتعبير عن بيع نوع معين من الأوراق أو شرائها و بذلك يخلق عرض و طلب على كل ورقة مالية متداولة، و يتحدد سعر توازنها الأول الذي تباع به، و التسعير يتم بتمرير كافة الأوراق المقيدة واحدة واحدة [38] ص(114).

و نظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة فإن المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين الذين يستعملون إشارات باليد و الذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، و يقوم المسعر بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغيير هذا السعر لتغيير العرض و الطلب، ثم يمر للورقة الموالية في القائمة و هكذا...

2.3.4.1. تسعيرة الصندوق: هذا النوع من التسعير هو استثنائي و يستعمل في مواجهة الاختلالات الكبرى و هو يشبه تسعيرة الدرج و يختلف عنها في الأوامر حيث تكون هذه الأخيرة متركزة من طرف البورصة قبل إنشاء السعر و قبل نشر كل المعلومات حول حالة السوق [39] ص(72).

و وفقا لهذه التسعيرة يقوم الوسطاء بوضع عروضهم و طلباتهم في صندوق خاص ، و تتولى إدارة الصندوق تحديد الأسعار و ذلك وفقا لما يحتويه الصندوق من عروض و طلبات.

3.3.4.1. تسعيرة الدرج: تتم هذه التسعيرة بطريقة كتابية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة و توضع في درج حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة، و يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في التعامل بتلك الورقة، و هذا الأخير يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها و تحديد أسعارها، و في بداية كل حصة يقوم الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة الموجودة في الدرج الخاص بها و يضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، و يحدد سعر التعامل وفقا لذلك [38] ص(115).

4.3.4.1. تسعيرة المقابلة: و تجمع هذه التسعيرة بين طريقة الصندوق و طريقة المناذاة ، و ذلك بالاستفادة من إيجابيات كليهما، إذ أن الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الصندوق، زيادة إلى ذلك فإن هذا الإلتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلبى طلباتهم على أفضل وجه [40] ص(29).

خلاصة الفصل 1

تلعب الأسواق المالية دور الوسيط الذي يوفر المناخ الاستثماري المناسب بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي لديها فائض و تريد أن توظف هذا الأخير في استثمارات مالية تعظم رأسمالها، و مصدر تمويل مباشر بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز و تبحث عن مصدر لتمويل عجزها و توسيع رأسمالها، و بالتالي تحقق الأسواق المالية هذا التوازن ما بين الوفرة في الأموال و العجز في التمويل.

كما أن سوق رأس المال ينقسم إلى سوقين، سوق القروض طويلة الأجل و سوق الأوراق المالية حيث ركزنا في دراستنا على هذه الأخيرة و التي بدورها تنقسم إلى سوقين، سوق أولية و تسمى بسوق الإصدار أين يتم الاكتتاب فيها لأول مرة، و سوق ثانوي (سوق التداول) و يتم فيها تداول الأوراق المالية بصفة منظمة (البورصة) أو بصفة غير منظمة (البنوك، بيوت السمسرة...).

و نقول عن السوق المالي أنه سوق فعال أو كفاء إذا توافرت فيه كافة البيانات و المعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية.

و تقوم الأسواق المالية بوظائفها الاقتصادية من خلال توفير التمويل و السيولة اللازمة لإنعاش النشاط الاقتصادي و توجيه الإدخارات لخدمة الاقتصاد الوطني.

الفصل 2

علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية

لقد أدت العولمة الاقتصادية إلى تزايد حدة التدفقات المالية في الأسواق المالية الدولية و أصبحت الأسواق العالمية عبارة عن سوق واحد بحيث تتأثر هذه الأخيرة ببعضها البعض، حيث ساهمت بشكل كبير في تدفق رؤوس الأموال العالمية إلى الأسواق المالية الدولية و دون حواجز جمركية.

و سنحاول في هذا الفصل دراسة علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية في ظل العولمة حيث قسمنا فصلنا هذا إلى ثلاث مباحث:

- الأول تناولنا فيه بعض المفاهيم الأساسية عن العولمة الاقتصادية.
- و في المبحث الثاني تناولنا تمويل النشاط الاقتصادي في الأسواق المالية العربية.
- و أما المبحث الثالث فتناولنا العلاقة التي تربط بين الأسواق المالية و التنمية الاقتصادية.

1.2. مفاهيم أساسية حول العولمة

سنتطرق في هذا المبحث إلى:

- مفهوم العولمة.
- أسباب و مظاهر العولمة.
- آثار العولمة على البلدان النامية.

1.1.2. مفهوم العولمة

1.1.1.2. تعريف العولمة:

يعتبر العالم الكندي مارشال ماك لوهان، أستاذ الإعلاميات السوسولوجية في جامعة تورنتو، أول من أشار إلى مصطلح "الكوننة أو العولمة" globalization، عندما صاغ في نهاية عقد الستينيات مفهوم القرية الكونية، وهو الذي تنبأ أيضاً بأن الولايات المتحدة الأمريكية ستخسر الحرب الفيتنامية، وقد تبنى هذه الفكرة من بعده زيجينو بريجنسكي، الذي أصبح فيما بعد مستشاراً للرئيس الأمريكي كارتر (1977 – 1980)، وأشار إلى أن تقدم أمريكا، التي تمتلك ما يزيد على 65% من المصادر الإعلامية، يمكن أن يكون (نموذجاً كونياً للحدثة) يروج للقيم الأمريكية التي تنادي بها كالحرية وحقوق الإنسان، وذلك عند سعيها حينئذ لإزاحة الأيدلوجيات الاشتراكية التي تبناها السوفييت المعادين للأمريكان، واعتمدت الولايات المتحدة في ذلك على شبكات تلفزة وقنوات فضائية وسينما ومراسلين في كل مكان في العالم ومن خلال الفضاء الكوني [41].

ولقد تعددت التعاريف و اختلفت الآراء حول إعطاء مفهوم دقيق للعولمة و ذلك حسب انتماءاتهم الفكرية ومستوياتهم الثقافية، ومواقفهم تجاه العولمة سواء بالرفض أو القبول، و من جملة هذه التعاريف ما يلي:

حسب تعريف صندوق النقد الدولي فيرى أن العولمة الاقتصادية تتمثل في زيادة الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول مع تنوع و تكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود، كما أنها تصف العمليات التي من خلالها تؤدي القرارات و الأحداث و الأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم إلى نتائج مهمة للأفراد و المجتمعات في بقية أجزاء العالم [42] ص(18).

و أما "Pierre De Senarcleans" العولمة تعني تحرير التبادلات ، الاستثمارات و تدفقات رؤوس الأموال التي تعطي أهمية متزايدة لهذه التدفقات و المنافسة الدولية في الاقتصاد العالمي [43] ص(71).

و أما ممدوح محمود منصور فيعرف العولمة على أنها عملية مداراة إرادية و غائية تستهدف من خلالها القوى المهيمنة على النسق العالمي، الإفادة من الأوضاع الدولية التي ترتبت على التطور الهائل في تكنولوجيا الإتصال و المواصلات، و زيادة كثافة التفاعلات الدولية و درجة الإعتماد الدولي المتبادل و صورة التوزيع العالمي الراهن للقوة في تحقيق الهيمنة العالمية، و ذلك من خلال العمل على فرض أنماطها السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية و الثقافية و المعيشية على بقية مناطق العمل تحقيقا لمصالح تلك القوى المسيطرة، من خلال منظومة متكاملة من الأساليب و الأدوات، أو الوسائل المتنوعة و المساندة و المهيأة لتحقيق تلك الهيمنة [44] ص(16).

و أما ثامر كامل الخزرجي و ياسر علي الشهواني فيعرفان العولمة على أنها محاولة لتعميم القيم السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية و الثقافية للولايات المتحدة الأمريكية على صعيد العالم [45] ص(35).

و أما "F.Allaouat" فيرى أن العولمة هي عملية إعادة هيكلة للإقتصاد العالمي لكل دول العالم، و ذلك باستعمال أدوات المنظمات العالمية كصندوق النقد الدولي و البنك العالمي و منظمة التجارة العالمية [46] ص(61).

كما يرى ضياء مجيد الموسوي العولمة على أنها إخراج الأنشطة الاقتصادية من المجال المحلي إلى المجال العالمي، فينتقل رأس المال الزئبقي إلى تلك الدول التي يكون فيها أجر العمل منخفضا و كذلك باقي التكاليف الأخرى، و تتوفر متطلبات البنية الأساسية و الخدمات المختلفة، و الاستقرار السياسي، و قوة عمل متعلمة و وسائل و أشياء أخرى كثيرة [47] ص(51).

و انطلاقا من التعاريف السابقة يمكن أن القول أن العولمة هي امتداد للرأسمالية و الهيمنة الأمريكية، من خلال جعل العالم في قرية واحدة و يتجلى ذلك عن طريق سياسات إلغاء الحدود و الحواجز بين الدول، و لا يقتصر مظهر العولمة على العلاقات الاقتصادية و المبادلات التجارية الدولية، بل يتعداه إلى العلاقات السياسية و الثقافية و الاجتماعية، و التي هي نتاج محتم على الدول التي لا مفر لها من الاندماج في هذه البوتقة، لأن المتغيرات الراهنة تفرض عليها أن تندمج في هذا المجتمع الدولي، راضية بسلبياته و إيجابياته.

و إن اختلفت وجهات النظر بين مؤيد و مناهض لهذه العولمة فإنه لا محالة من وجود سلبيات و إيجابيات أدت إلى تباين هذه الفوارق، و مهما يكن فعلى الدول أن تسعى إلى تحسين قدراتها الاقتصادية و المتمثلة أساسا في الإنتاج لأنه الأساس الذي تقوم عليه هذه العولمة.

2.1.1.2. العولمة المالية

تعود ملامح فكرة العولمة المالية في نهاية الستينات، عندما نادى الولايات المتحدة الأمريكية بنظام تعويم العملات، بعد انهيار النظام النقدي الدولي الذي حررها من العجز الحاصل في ميزان مدفوعاتها و أكسب السوق المالية مرونة أكبر في التعامل، حيث تم تمويل العجز بفائض الدول الشريكة في تجارة الولايات المتحدة الأمريكية من أوروبا و اليابان، و حتى لا يتحول هذا الفائض إلى أرصدة جامدة في المصارف، جاءت السوق المالية الدولية بـ«الأورو دولار» الذي زاد من السيولة الدولية و وضع الحجر الأساس للعولمة المالية، و كان لوجود الفوائض المالية لدى الدول المصدرة للنفط المودعة في الأسواق المالية الدولية تحول جديد بدوره إلى ظهور ما يسمى بـ«بترو دولار» [48] ص(24).

و مفهوم العولمة المالية يعني عن خلق سوق وحيد على المستوى العالمي حيث ترتبط به عولمة المبادلات من سلع و خدمات [49] ص(69).

2.1.2. أسباب و مظاهر العولمة

1.2.1.2. أسباب العولمة

ومن بين الأسباب الكامنة وراء انبلاج العولمة والتي يمكن تبويبها على النحو الآتي:

- سعي النظام الرأسمالي لإيجاد منافذ جديدة لحل أزماته الاقتصادية وذلك عن طريق تصفية أزماته الداخلية بتصديرها إلى الدول الأخرى وخاصة دول الجنوب بل وحتى الدول الشريكة في النظام الرأسمالي ذاته وذلك لأن الدول الرأسمالية الكبرى تخشى أن تصاب اقتصادياتها بأزمات قد تؤدي إلى انهيار النظام الرأسمالي بكامله.
- الرغبة في إلحاق اقتصاديات دول الجنوب بدول المركز خصوصا بعد انهيار المعسكر الاشتراكي الذي كان ظهيرا قويا لبعض دول الجنوب.

- توسيع نطاق التجارة العالمية وضمان انسيابيتها وفق أسس وقوانين تضع حداً للتجاوزات التجارية وفقاً للمنظور الرأسمالي ولذلك كان إنشاء منظمة التجارة العالمية لتكون وتدا أساسياً من أوتدة العولمة الاقتصادية.
- التطور التكنولوجي أو الثورة التكنولوجية التي ساعدت على توفير الوفرة الإنتاجية بتكلفة أقل و بأيدي عاملة ماهرة، هذا فضلاً عن دورها الفاعل في تطوير وسائل الاتصال التي أصبحت أهم أسلحة العولمة.
- الدور الفاعل للشركات متعددة الجنسيات التي ترغب في توسيع أسواقها ومدتها إلى أوسع رقعة ممكنة.
- الرغبة في ربط دول الجنوب اقتصادياً بعجلة الاقتصاد الرأسمالي لدول الشمال وذلك من خلال إشراك تلك الدول بصناعات معينة وخاصة غير الإنتاجية منها وتدعيم استقبالها للرأسمال الغربي وذلك بقصد تحسين القوة الشرائية لمجتمعاتها من خلال توفير فرص العمل المحلية المهمة في تقليص البطالة ورفع المستوى المعاشي للمواطن في تلك الدول وهذا يعمل بدوره على تقبل المشاريع الصناعية التي تقيمها الشركات متعددة الجنسيات بوصفها شريكة لاقتصاديات هذه الدول (دول الجنوب). وبالفعل استفادت دول الشمال الممثلة بشركاتها العملاقة من العمالة والكوادر المؤهلة والرخيصة في تحقيق أرباح طائلة في المشاريع التي تقيمها في الدول المستقبلية أو الحاضنة لرؤوس الأموال.
- عمليات الاندماج الكبرى التي حدثت في الشركات الكبرى والتي بدأت في ثمانينات القرن العشرين لتؤثر واحداً من أهم مظاهر العولمة الاقتصادية.
- الفراغ الإيديولوجي الذي ولده انهيار المعسكر الاشتراكي.

2.2.1.2. مظاهر العولمة

وتبدو ملامح العولمة في الاقتصاد من خلال المظاهر التالية [51]:

- الاتجاه المتزايد نحو التكتل الاقتصادي للاستفادة من التطورات التقنية الهائلة.
- تنامي دور الشركات متعددة الجنسية (عبر القومية) وتزايد أرباحها واتساع أسواقها وتعاضم نفوذها في التجارة الدولية.
- تزايد دور المؤسسات المالية الدولية بشكل مباشر وبخاصة في تصميم برامج الإصلاح الاقتصادي وسياسات التثبيت والتكيف الهيكلي في الدول النامية (التحول إلى اقتصاد السوق).

- تدويل بعض المشكلات الاقتصادية مثل الفقر، التنمية المستدامة، السكان والتنمية، التنمية البشرية، التلوث وحماية البيئة، والتوجه العالمي لتنسيق عمليات معالجة هذه المشكلات والتعاون في حلها.
- تعاضم دور الثورة التقنية الثالثة وتأثيرها في الاقتصاد العالمي (التغيرات السريعة في أسلوب الإنتاج ونوعية المنتج).
- بروز ظاهرة القرية العالمية، وتقليص المسافات نتيجة لتطور وسائل النقل والمواصلات وزيادة الاحتكاك بين الشعوب.
- تطور وسائل الإعلام وتأثيرها على طبيعة البشر وتطلعاتهم وسلوكهم، وأثر ذلك على اختلاط الحضارات والثقافات.
- تعاضم دور المعلوماتية، والإدارة، والمراقبة من إدارة نظم المعلومات.
- ظهور فكرة حقوق الإنسان باعتباره إنسان له الحق في الحياة الكريمة دون أي استغلال أو إكراه [52] ص(27).

3.2.1.2. أدوات العولمة الاقتصادية

يرى بعض المفكرين والاقتصاديين أن من أدوات العولمة الاقتصادية التي تحقق بها أهدافها ما يلي:

1.3.2.1.2. الليبرالية الجديدة:

ظهرت الليبرالية الجديدة بدعوة و قيادة الرئيس الأمريكي الأسبق (رونالد ريغن) و رئيسة وزراء بريطانيا في تلك الفترة (مارغريت تاتشر)، حيث انقلبت الأمور في عصرهم و تحولت الدولة في عهد الليبراليين الجدد من عنصر استقرار إلى عنصر تشويش على حركة رأس المال [45] ص(57).

حيث يقوم هذا المبدأ على إعطاء السوق دورا فعالا و كبيرا في رسم السياسات الاقتصادية للبلد و تقليص دور الدولة في هذا المجال من خلال سياسات الخصخصة، التي تعطي الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج ، و بالتالي يجعل اتخاذ القرار في نهج السياسات بشكل انفرادي و اقتصادي في نفس الوقت دون النظر إلى الجوانب أو الآثار الاجتماعية التي تخلفها هذه القرارات .

2.3.2.1.2. المؤسسات و المنظمات الاقتصادية الدولية:

لعل العبارة التي تصلح عنوانا لاتفاقيات أورو جواي للجات التي تمخضت عن اتفاقيات مراكش المنشئة لمنظمة التجارة العالمية، هي <<النفوذ إلى الأسواق>> و ما يصحبها من دعاوى التحرير الكامل للتبادل التجاري و المالي و الخدمي، و التلويح بأن السماح للاستثمار الأجنبي المباشر بممارسة النشاط يجلب المعرفة التي تقصر إمكانيات المجتمعات النامية عن توفيرها، و يساعدها بالتالي على النهوض بقدراتها التنافسية التي تعتبر أحد مقومات الأخذ بسياسة الاعتماد على التصدير بدلا من الإحلال محل الواردات [53] ص(98).

إن الولايات المتحدة و في سعيها لعولمة العالم، عملت على إيجاد المنظمات الدولية لإدارة و تنفيذ تلك الأهداف الرامية إليها لتحقيق الاقتصاد العالمي الخاضع لها و من هذه المنظمات نجد:

- صندوق النقد الدولي: هو المنظمة العالمية النقدية التي تقوم على إدارة النظام النقدي الدولي و تطبيق السياسات النقدية الكفيلة بتحقيق الاستقرار النقدي و علاج العجز المؤقت في موازين مدفوعات الدول الأعضاء.

و قد أنشئ صندوق النقد الدولي في 25 ديسمبر 1945 بموجب اتفاقية بروتون وودز و من أهدافه [42] ص(69):

- تعزيز التعاون النقدي الدولي بما يكفل تحقيق الاستقرار النقدي و سعر الصرف.
- توسيع نطاق التجارة الدولية و العمل على زيادتها و تنشيطها و تسهيل مجرى نمو التجارة العالمية.
- تقليل درجة الاختلال في ميزان المدفوعات و تقصير مدى هذا الاختلال.

و يحصل الصندوق على موارده المالية أساسا من اكتتاب حصص الأعضاء فيه، و تحدد حصة كل عضو في رأس مال الصندوق حقوقه في السحب على موارد الصندوق.

- منظمة التجارة العالمية: هي منظمة سياسية و فيها مجلس الوزارة (المجلس العمومي) هو العضو الأساسي و تتكون من وزارات المالية لاقتصاديات الدول الأعضاء [54] ص(59)، و هي تقوم بالإشراف على إدارة النظام التجاري العالمي الهادف إلى تحرير التجارة الدولية و إزالة العوائق الجمركية ، و تأمين حرية السوق و تنقل البضائع .

وظائف المنظمة : و يمكن أن نلخص أهم الوظائف التي تقوم بها المنظمة في النقاط التالية [55] ص(64):

- تسهل هذه المنظمة على تنفيذ و إدارة اتفاقيات الجات و هي تشكل الإطار التفاوضي بين الدول الأعضاء لتنظيم العلاقات التجارية فيما بينها أو للشروع في أي جولات مستقبلية للمفاوضات لتحقيق المزيد من تحرير التجارة الدولية.
- الإدارة و الإشراف على الاتفاقية المنشئة لجهاز تسوية المنازعات و التي تحدد طبيعة عمل و أسلوب تشكيل لجان التحكيم و جهاز الاستئناف و حقوق و التزامات الدول في إطار الجهاز المذكور.
- إدارة جهاز مراجعة السياسات الخارجية للدول الأعضاء و التي يجب أن تتم وفقاً للفترات الزمنية المحددة بهدف معرفة أية تغييرات و مدى توافقها مع أحكام الجات، و تعميم المعلومات بهذا الشأن على جميع الدول الأعضاء ضماناً لتحقيق مبدأ الشفافية و إتاحة الفرصة للدول الأعضاء للتفاوض حول السياسات التجارية لأي منها و القدرة على التنبؤ بنتائج تلك السياسات.
- التعاون مع كل من صندوق النقد الدولي و البنك الدولي لتنسيق سياسات إدارة شؤون الاقتصاد العالمي شاملاً جوانبه المالية و النقدية و التجارية ، و تتم المشاورات داخل المنظمة حول الشكل المناسب لأوجه هذا التعاون.

3.3.2.1.2. العقوبات الاقتصادية:

تفرض هذه العقوبات من طرف الدول الغربية الكبرى على الدول النامية ؛ لتحقيق أهدافها في عولمة الاقتصاد العالمي ، بحجج كثيرة منها: انتهاك حقوق الإنسان، أو مكافحة الإرهاب ، أو الحيلولة دون انتشار الأسلحة النووية ، أو حقوق العمال ، أو محاربة المخدرات ، أو حماية البيئة ونحو ذلك .

4.3.2.1.2. الشركات متعددة الجنسيات:

التي باتت تملك أصولاً رأسمالية تزيد عن (36) ترليون دولار وهو ما يقارب إجمالي الناتج المحلي لجميع دول العالم في كوكبنا، وفي هذا الجانب نشير الى أن السلطة الاقتصادية لهذه الشركات العالمية تتركز بصورة كبيرة في مؤسسات أمريكية وأوروبية كما تؤكد المعلومات المستقاه من جريدة فاينانشال تايمز في يناير 1999 إنه من ضمن 500 من أكبر الشركات 244 منها من أمريكا الشمالية و 173 أوروبية و 46 يابانية. أي بعبارة أخرى 83% من أهم المنشآت التي تتحكم في التجارة والإنتاج العالمي هي أمريكية شمالية وأوروبية. ويغدو تركيز السلطة مذهباً إذا تأملنا الـ 25 شركة الأكبر في العالم

(تلك التي يفوق رأسمالها 86 ألف مليون دولار) : أكثر من 70 % منها أمريكية شمالية و26% أوروبية و4% يابانية . ما يعني انه اذا كانت الشركات المتعددة الجنسية تتحكم في الاقتصاد العالمي فإن الولايات المتحدة الأمريكية هي القوة المسيطرة را هنا . ما يؤكد على أن مقولة او فكرة أن العولمة تخلق عالماً مترابطاً خاطئة إلى ابعد الحدود [56] .

5.3.2.1.2. الاتحادات الاقتصادية الدولية :

ومن أمثلة ذلك الاتحاد الأوربي واتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية التي تشمل : الولايات المتحدة الأمريكية ، وكندا ، والمكسيك . فهذه الاتحادات تفرض على الدول النامية ، سياسات اقتصادية رأسمالية تصب في مصلحة تلك الاتحادات ، وتؤدي إلى عولمة اقتصادات الدول النامية .

6.3.2.1.2. وسائل الإعلام :

أحدث التقدم التقني في مجال البث الإعلامي ، ثورة كبرى في حياة الناس . فقد أطلق الغرب عددا كبيرا من الأقمار الصناعية، تدور حول الأرض مرسله إشارات لاسلكية ، تحمل في مضامينها صورا ورموزا ودلالات للحياة العصرية الغربية ، ولما يستجد من حادثة في أصقاع الأرض كافة. وتجاوزت موازنة الإعلان في العالم في السنوات الأخيرة التوقعات . ونتيجة لحملة الإعلان المكثفة، أصبح الناس يستهلكون ما لا يحتاجونه ، ويطلب منهم الزيادة في الاستهلاك ، حتى تظل عجلة الصناعة الغربية في حركة دائبة [57] .

7.3.2.1.2. شبكة المعلومات الدولية " الإنترنت " :

الإنترنت إبداع أمريكي ، يُسوّق أفكار الغرب ورموزه وتجارته ، وأكثر المعلومات على هذه الشبكة يكون بلغات غربية للإنجليزية فيها نصيب الأسد، مما ينسجم مع جوهر العولمة وحقيقتها. وقد أتاحت هذه الشبكة عولمة المعلومات و الأفكار ، إضافة إلى إن التجارة على هذه الشبكة تتصاعد باستمرار ، كما أن تلك الشبكة أصبحت من الوسائل الإعلانية المهمة ، مما يساهم في نشر العولمة الاقتصادية [57].

8.3.2.1.2. مؤسسة الشبكة:

و هي في الحقيقة تعبر بدقة و أكثر ديناميكية عن الشكل الحديث للعولمة لكونها تمتد عبر العالم و بأشكال مختلفة ، كثيرا ما تركز على نموذج الشراكة الدولية و المقابلة من الباطن ، و هي تغطي في الواقع المظهر الخارجي للشركات المتعددة الجنسيات كما أنها تعتبر وجها من أوجه الاستثمار الأجنبي.

و قد سجلت سنة 2000 ثلاث مجموعات تستحوذ على الإنتاج العالمي هي:

- أمريكا الشمالية 20.3%

- بلدان آسيا المتقدمة 27.9%

- أوروبا الغربية 25.9%

بينما لا تقدر حصة إفريقيا و الشرق الأوسط ، و أمريكا اللاتينية إلا في حدود 4.6% و تجدر الإشارة إلى أن ما يقارب 40% من المبادلات الدولية هي من نصيب الشركات المتعددة الجنسيات على مستوى الأسواق المستقطبة، هذه الشركات عرفت نموا معتبرا خلال السنوات الأخيرة، حيث ارتفعت مبيعاتها من 2400 مليار دولار إلى 14000 مليار دولار سنة 1999 ، و هي تتوفر على 63 ألف شركة رئيسية ، و 690 ألف شركة فرعية تمتلك 44% من أصول أموال العالم ، و بالمقابل لا توظف إلا ما نسبته 6 إلى 8% من اليد العاملة العالمية لكونها تتمركز في الصناعات ذات الإستعمال المكثف لرؤوس الأموال [58] ص(82).

3.1.2. آثار العولمة على البلدان النامية

1.3.1.2. مؤشر الاندماج في العولمة 2004 م Globalization Index [59].

يعتبر مؤشر العولمة Globalization Index أو الاندماج في منظومة العولمة ، هو أحد أهم إن لم يكن أهم مؤشرات اندماج الدول في تيار العولمة و النظام الاقتصادي العالمي الجديد ، والذي سندرسه هنا. وقبل كل شيء فلا بد من تعريف مؤشر الاندماج في العولمة و الجهة المصدرة له. مؤشر العولمة هو مؤشر يصدر بصفة سنوية عن أ. ت . كرني A.T.Kearney للسياسة الخارجية التابع لـ International Peace Carnegie Endowment ، وهي منظمة وقف دولية للسلام العالمي ، والتي أنشئت عام 1926. و يعمل في هذه المنظمة أكثر من 4000 موظف على مستوى العالم ، وثلثيهم من المستشارين و لها مكاتب في أكثر من 60 دولة. تلجأ إليها الشركات الاستثمارية للحصول على استشارات اقتصادية و مالية متنوعة.

هذا هو العام الرابع للمؤشر على التوالي ، فأول صدور له كان في عام 2001 م . وقد بدأ المؤشر بعدد 50 دولة في مؤشره الأول عام 2001 م ، وارتفع عدد الدول الداخلة في المؤشر خلال الأعوام الثلاث الأخيرة و أصبح 62 دولة يمثلون 85 % من سكان العالم ، حسب رأي واضعي المؤشر، من بينهم أربع دول عربية ، والتي هي تونس و السعودية و المغرب و مصر . أن هذه الدول الـ 62 تساهم ب 96 % من الناتج العالمي السلعي الإجمالي.

هذا المؤشر يقيس مستوى عالمية الدولة و مدى اندماجها مع العالم الخارجي. ويقوم مؤشر العولمة على عدد من العوامل و المحددات ، التي تؤدي إلى وضع ترتيب للدولة. ويعتمد واضعي المؤشر على تحليل 14 متغير تم تنظيمها في عدد أربعة عوامل رئيسية ، ومن بينها:

- حالة و إمكانات الدولة من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات .
- قضايا التمويل و التجارة الخارجية و الاندماج الاقتصادي .
- الاتصالات الشخصية و السفر.
- السياسة الداخلية و الخارجية.

يتم ترتيب الدول في المؤشر من خلال نقاط ، وهي تتراوح بين الصفر والواحد الصحيح.

و الجدول التالي يوضح ما سبق ذكره:

الجدول رقم 03: مؤشر اندماج بعض الدول في العولمة [59].

الدولة	أيرلندا	المغرب	تونس	المملكة العربية السعودية	تركيا	الولايات المتحدة الأمريكية	إيران
مؤشر العولمة 2001م	1	42	28	-	37	12	50
مؤشر العولمة 2002م	1	46	36	37	55	12	62
مؤشر العولمة 2003م	1	39	39	61	53	11	62
مؤشر العولمة 2004م	1	47	35	41	55	7	62

- من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا أن الدول العربية ما زالت بعيدة عن مسايرة الركب الاقتصادي للعولمة حيث نجد كل من تونس و المملكة العربية السعودية و المغرب و التي احتلت المراتب: 35، 41، 47، على التوالي في مصاف الدول المتأخرة و هذا ما يظهره مؤشر العولمة لسنة 2004.

- إن المراتب التي احتلتها المغرب و تونس و المملكة العربية السعودية ، هي تعبير عن الأداء المتواضع للبلدان العربية مجتمعة و هو ينعكس بالتالي على تراجع معدلات النمو الاقتصادي مثلاً ، فبعد أن كان نصيب الدول العربية من الصادرات العالمية 10,7 % عام 1981 م ، هبط نصيبها إلى 3,5 % عام 2001 م ، وكذلك فقد تراجع نصيب البلدان العربية من إجمالي تدفقات الاستثمار العالمية من أكثر من 5% خلال الثمانينات إلى 1% عام 2004 م .

- أما بالنسبة لنصيب البلدان العربية من تكنولوجيا المعلومات ، فهو يعد من أدنى المعدلات في العالم، حيث أن نسبة العرب الذين بإمكانهم التعامل مع الكمبيوتر هي 1,2 % فقط ، ونصف هذا الرقم يستطيع التعامل مع الإنترنت ، وهنا لا بد من ذكر بعض أسباب هذه الظاهرة المنتشرة بين البلدان العربية، والتي من بينها نسبة الأمية ذات الحجم الكبير ، وسوء الأنظمة التعليمية وعجزها عن مواكبة الاندماج العالمي في عصر التكنولوجيا والمعلومات ، وكذلك تتحمل المسؤولية بعض الأنظمة السياسية الحاكمة في المنطقة العربية، والتي ترى في تواجد الأعداد الكبيرة من الأميين والغير متعلمين ما يخدم بقائها في الحكم لفترات أطول ، وكما جاء في تقرير التنمية البشرية العربي و العالمي ، فنسبة الأميين بالدول العربية تتعدى الـ 40%.

إن التحولات التي صاحبت عملية العولمة أدت إلى إضعاف الدولة في العديد من الميادين، و انسحابها من تحمل مسؤوليتها في تدبير بعض الجوانب الأساسية من السياسة العامة، كالاقتصاد و التنمية الاجتماعية و التعليم و الصحة...

و هذه المتغيرات أثرت أكثر في الدول النامية و قد أفرزت هذه التحولات أشكالاً غريبة من الدول في العالم الثالث و هي كالآتي [60] ص(129):

أ- الدول المنهارة: و هي الدول التي افتقدت سلطتها المركزية و أصبحت غير قادرة على ممارسة السيادة و من أمثلتها الصومال و أفغانستان.

ب- الدول المجهريّة: هي تلك الدول الصغيرة التي تحولت إلى جنات ضريبية و تنتشر فيها ظاهرة غسل الأموال و تشير التقديرات إلى أن حجم هذه العمليات يبلغ حوالي 1 تريليون دولار سنويا ، و من مميزات هذه الدول التي جعلتها محط أنظار و قبلة للأموال القذرة:

- تزدهر بالأنشطة غير المشروعة مثل تجارة المخدرات و صناعة الجنس.

- تجذب الإستثمارات الجديدة و خاصة الأموال الساخنة مع عدم ضرورة الإستفسار عن مصادر تلك الأموال.

- تتوافر فيها وسائل الإتصالات المتقدمة.

- يزدهر فيها الفساد عن طريق المساعدات التي تتلقاها البنوك من أصحاب النفوذ

- تقوم بعملية تحرير الإقتصاد من دون توافر بنية تحتية قانونية متينة.

- تملك العديد من المصارف التي لا تحقق في إيداعات أصحابها، و بخاصة الإيداعات ذات المبالغ الكبيرة.

- تتمتع بتشريعات مالية متساهلة تساعد غاسلي الأموال على إساءة استخدامها في تنظيف أموالهم غير المشروعة.

- بها نسبة عالية من التملك الأجنبي للشركات التي تشجع عمليات غسل الأموال.

ج- دول للبيع: و هي الدول غير القادرة على مراقبة حركات المضاربات المصرفية و لا تستطيع التحكم في تدفقات رؤوس الأموال، و عاجزة عن ضبط التوازنات الكبرى، و تكون هذه الدول ميادين للتجارب من مختلف الأصناف و مقابر للنفايات الصناعية، و ملاجئ لتجار المخدرات و المهربين.

د- شبه الدول: يقترح روبرت جاكسون تعبير شبه الدول لتفسير الحالات التي يكون فيها تباعد بين السيادة القانونية و واقع الدولة الحقيقي كما هو الشأن في العديد من دول إفريقيا.

2.3.1.2. مزايا ومخاطر العولمة المالية

يرى أنصار العولمة أن مزايا عديدة يمكن أن تتحقق للدول النامية والمتقدمة على السواء و أبرزها

- بالنسبة للدول النامية:

تستطيع الدول النامية من خلال الانفتاح المالي الوصول إلى الأسواق المالية الدولية بهدف الحصول على ما تحتاجه من أموال لسد العجز في الموارد المحلية، أي قصور المدخرات عن تمويل الاستثمارات المحلية، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي، كما يفسح المجال في تخفيف تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين؛ إضافة إلى ذلك تؤدي الإجراءات التي يمكن أن تتخذ لتحرير وتحديث النظم المصرفية والمالية، وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص وكذلك الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، كما تساهم الاستثمارات الأجنبية على تحويل التكنولوجيا إلى الدول المستثمر فيها.

- بالنسبة للدول المتقدمة:

تسمح العولمة المالية للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال (وهي في الغالب الدول الصناعية الكبرى) بخلق فرص استثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائضها المتراكمة، كما توفر ضمانات لأصحاب هذه الأموال، ومجالاً للتنوع ضد كثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية .

أما مخاطر العولمة المالية فتبدو في مظاهر كثيرة أبرزها: التقلبات المفاجئة للاستثمارات الأجنبية (خصوصاً قصيرة الأجل مثل استثمارات الحافظة المالية)، والتعرض لهجمات المضاربة القوية التي من الصعب مواجهتها؛ وهروب الأموال الوطنية إلى الخارج؛ ودخول الأموال القذرة (غسل الأموال)؛ وإضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة المالية والنقدية.

إن دور الاستثمارات الأجنبية الخاصة في الدول النامية تأتي لخدمة التجارة الخارجية على خلفية تحقيق ربح كبير وسريع، فهي تعمل على تدعيم التقسيم الدولي القائم ولا تغيره لصالح الدول النامية، إذ إن رأي أنصار منظمة التجارة العالمية والمؤسسات الدولية الأخرى بأن تحرير التجارة والاستثمارات الأجنبية يسهم بشكل فاعل في تحقيق النمو الاقتصادي للدول تواجهه تحفظات كثيرة؛ فغالبا ما يكون النمو الجيد للاقتصاد هو الذي يأتي بالاستثمارات الأجنبية الخاصة وليس العكس، حيث إن هذه الاستثمارات شأنها في ذلك شأن القروض الخارجية الممنوحة من طرف المؤسسات المالية الدولية تذهب إلى الدول التي نجحت بالفعل في رفع معدلات نموها أكثر مما تذهب إلى الدول التي تحتاج إلى هذه الأموال لرفع معدل نموها، كما يشهد بذلك توزيع هذه الاستثمارات بين مناطق العالم.

وإذا نظرنا إلى تركيبة هذه الأموال فإننا نلاحظ المكانة الكبرى للاستثمارات الأجنبية المباشرة والتزايد المطرد للاستثمار في الحافظة المالية على حساب القروض التجارية الأخرى، وهو ما يعكس رغبة الدول المستقطبة لهذه الأموال في مثل النوعين الأولين لكونهما يخلقان فرصا جديدة للتمويل والتشغيل دون زيادة الديون الخارجية للدول.

2.2. تمويل النشاط الاقتصادي في الأسواق المالية العربية

في هذا المبحث سنتطرق إلى:

- ماهية التمويل و أهميته
- أنظمة التمويل.
- نشأة و أداء الأسواق المالية العربية.

1.2.2. ماهية التمويل و أهميته

1.1.2.2. تعريف التمويل

لقد تعددت التعاريف حول مفهوم التمويل حيث يمكن أن نوجزها فيما يلي:

التمويل هو الإمداد بالأموال اللازمة للمؤسسة في أوقات الحاجة إليها، و هو من أعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الصناعية في كل البلاد، إذ لا قيام لأي عمل يعود بالربح أو استثمار يغل فائدة بغير وجود رأس المال، و يقدر حجم التمويل و تسيير مصادره و حسن استثماره يكون عائد أو ربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي [62] ص(06).

2.1.2.2. أهمية التمويل

تبرز أهمية التمويل في كونه يؤمن ويسهل انتقال الفوائض النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى تلك الوحدات التي لها عجز مالي.

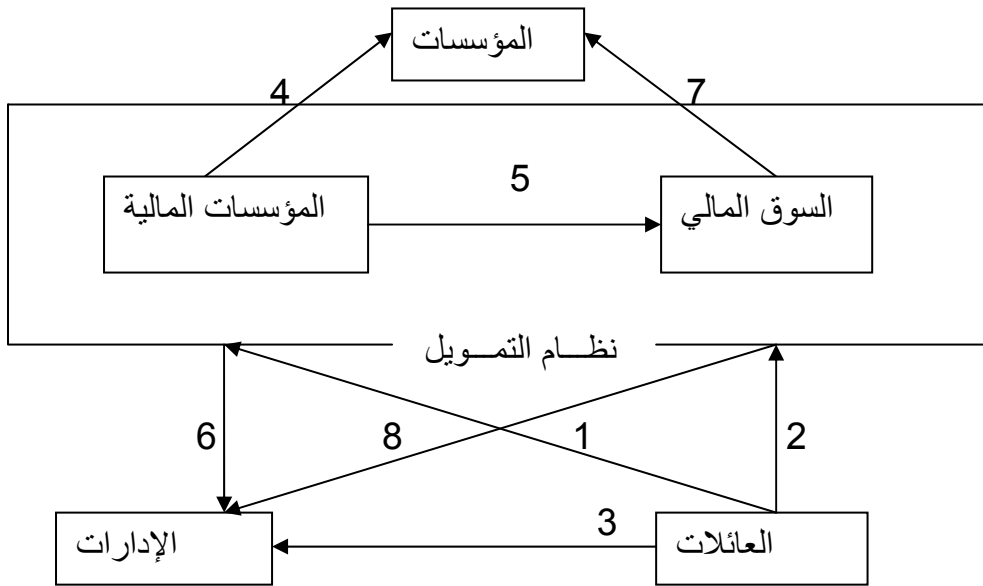
وتكمن أهمية التمويل بالنسبة للوحدات الاقتصادية في الآتي [63] ص(16):

- العمل على اكتساب الأموال اللازمة.

- استثمار هذه الأموال في أصول أو موجودات منتجة اقتصاديا.
- إدارة هذه الأموال و الموجودات التي تحصل عليها.
- إعادة تحويل بعض أو كل هذه الأصول و الموجودات المنتجة و تحويلها مرة أخرى إلى أموال تعود بالمردود و الفائدة على المستثمرين أو الدائنين.
- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز في أوقات حاجتها لذلك.
- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.

و من أجل معرفة سير التدفقات المالية التي تحدث بين الأعوان الاقتصاديين لدينا الشكل التالي الذي سيوضح لنا هذه الآلية:

الشكل رقم 03: سير التدفقات المالية بين الأعوان الاقتصاديين [64] ص(09).



الشكل يمثل التدفقات الصافية بين الأعوان الاقتصاديين، فكرة التدفق الصافي تسمح لنا باختزال مجموع التحويلات الرأسمالية بين الأعوان إلى عدد صغير من التدفقات تمثل رصيد كل هذه التحويلات. كل التدفقات الصافية تذهب من الأعوان الذين لهم قدرة تمويل إلى الأعوان الذين لهم حاجة في التمويل. التدفق 1 : يمثل رأس مال العائلات المودع في المؤسسات المالية (بنوك، صناديق ادخار...).

التدفق 2: يتعلق بالاكنتاب في القيم المنقولة من طرف العائلات في السوق المالي.

التدفق 3: يمثل إيداعات العائلات في الإدارات، شيكات بريدية و اكتتاب سندات الخزينة.

هناك ثلاثة تدفقات تنطلق من المؤسسات المالية:

التدفق 4: يتعلق بقروض المؤسسات المالية للمؤسسات أو الشركات.

التدفق 5: يمثل اكتتاب الأسهم و السندات للمؤسسات المالية في السوق المالي.

التدفق 6: يمثل سندات الخزينة المكتتبه من طرف البنوك و مختلف الوسطاء الماليين.

التدفق 7: يتعلق بحصص الأسهم و السندات الموجهة للمؤسسات.

التدفق 8: يمثل تمويل الإدارات من حصص السندات الموجودة في السوق المالي.

من خلال هذا الشكل يمكن استخلاص نظامين للتمويل مباشر و غير مباشر.

2.2.2. أنظمة تمويل الاقتصاد

تتميز أنظمة تمويل الاقتصاد تقليديا بوجود أسلوبين:

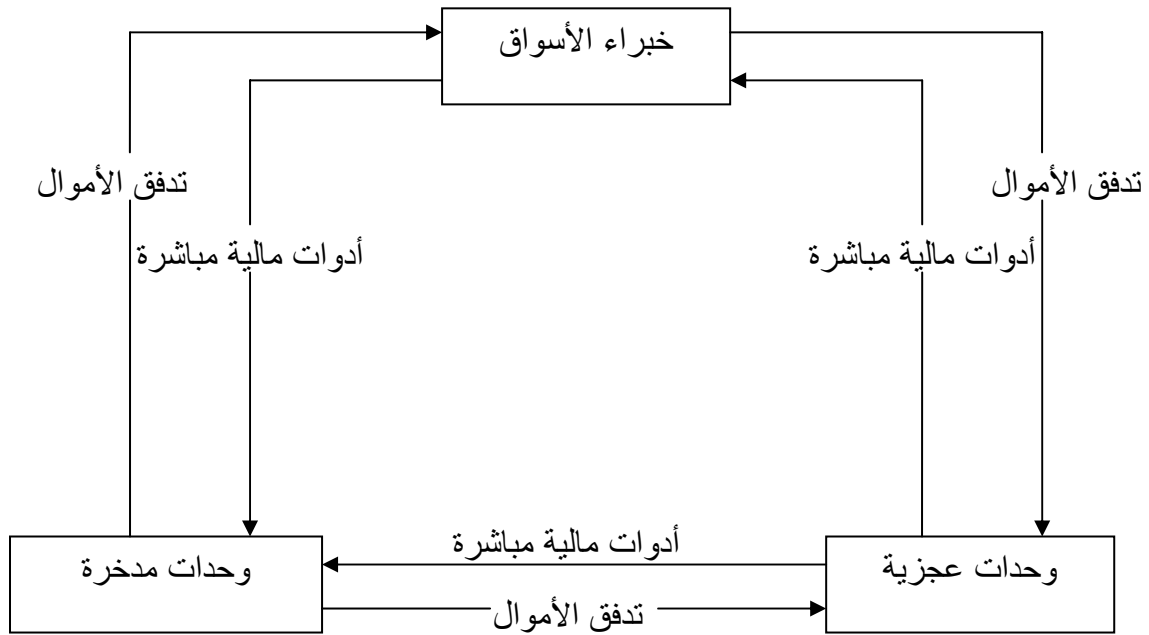
- نظام التمويل المباشر و الذي يميز اقتصاديات الأسواق المالية.
- نظام التمويل غير المباشر و الذي يميز اقتصاديات المديونية.

1.2.2.2. نظام التمويل المباشر

و هذا النظام يعتمد على الأسواق المالية حيث تعتبر مصدرا رئيسيا لتمويل الاقتصاد، و دورها يتمثل في توزيع الفائض الذي يتحقق لدى بعض وحدات الاقتصاد القومي على تلك الوحدات التي تعاني من عجز مالي و تحتاج لهذا الفائض لتمويل احتياجاتها للنمو و التطور [65] ص(137). و تتم هذه الآلية عبر السوق حيث تكون هناك علاقة مباشرة بين الأعوان الذين هم في حاجة إلى تمويل مع الذين لديهم فائض دون وجود وساطة [66] ص(230)، و لهذا تعرف الاقتصاديات التي تلجأ إلى هذا النمط باقتصاديات الأسواق المالية.

و يمكن تلخيص سير هذا النظام من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 04: قنوات التمويل المباشر [67] ص (89).



من خلال الشكل يمكن أن نقسمه إلى جزئين علوي و سفلي ، ففي الجزء السفلي من هذا الشكل يتم الاتصال مباشرة بين الوحدات التي تعاني من عجز مع الوحدات التي لها فائض في المدخرات ، و هذا لا يحصل إلا إذا كان هناك معرفة مسبقة بين المقرض و المقترض مقابل أداة مالية يصدرها المقترض كالكمبيالة مثلا ، إلا أن هذه القناة التمويلية البسيطة قد تعاني من بعض المعوقات التي تحول دون تحقيق المستثمر لهدفه نظرا لمحدودية حجم القرض و تكلفته و مخاطره ، و لذلك يأتي دور خبراء السوق و الذي نلمحه في الجزء العلوي من هذا الشكل.

أما الجزء العلوي فيتدخل فيه خبراء السوق حيث تستعين بهم الشركات الكبرى في تسويق الأدوات المالية و الحصول على المبالغ المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة ، و يتمثل خبراء السوق في مؤسسات الخبرة المالية التي تقدم المعلومات و النصائح و المشورة و ذلك من أجل تسهيل إبرام الصفقات بين الوحدات ذات العجز لتوفير السيولة اللازمة لها من أجل تمويل استثماراتها و الوحدات ذات الفائض من أجل توظيف أموالهم و بالتالي تعظيم الربح.

خصائص نظام التمويل المباشر: يتميز هذا النظام بما يلي [68] ص (261):

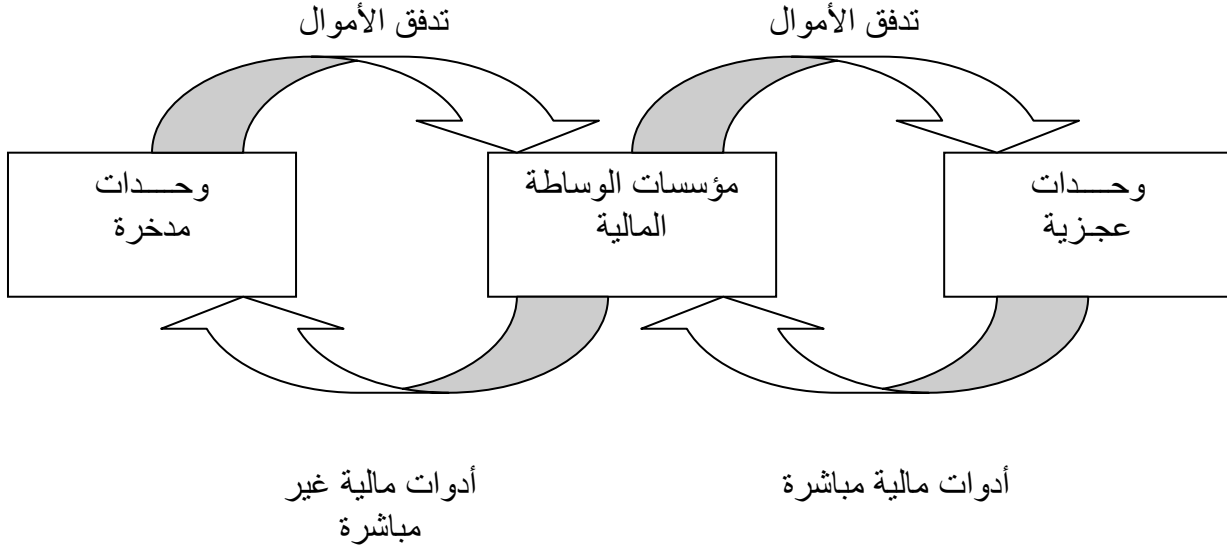
- هيمنة التمويل المباشر، إذ يتقابل عرض و طلب رؤوس الأموال مباشرة دون الحاجة إلى الوسطاء الماليين.
- ارتفاع نسب التمويل الذاتي لدى المؤسسات و التي تبرز قدرة التمويل الذاتي لهذه المؤسسات لاستثماراتها بالاعتماد على الموارد الداخلية.
- الأوراق المتفاوض عليها مشكلة أساسا من المديونية العمومية (سندات الخزينة) و التي تشكل وسيلة لتنويع التوظيفات مما يعمل على تطوير السوق.
- تمثل معدلات الفائدة في هذا النمط سعر التوازن بين عرض و طلب رؤوس الأموال و تكلفة الموارد الإضافية.
- توجه البنوك في ظل هذا النظام قروضها لمساعدة الأعوان غير القادرين على الاقتراض من السوق المالية (كالعائلات و المؤسسات التي لا تتمتع بشروط القيد في السوق المالية)، أو لتغطية العمليات قصيرة المدى بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، و التي تلجأ في تمويلها للمشاريع الاستثمارية على إصدار الأسهم و السندات.
- في ظل هذا النظام تعمل البنوك على تنويع أنشطتها و ذلك بتسييرها للمحافظ على أساس المرودية، و تعمل على تنويع تشكيلة أصولها طمعا في زيادة المرودية و توزيعا للمخاطر.
- يلجأ البنك المركزي في هذا النظام في السوق النقدية إلى عمليات السوق المفتوحة لتسوية الاختلال في العرض النقدي.
- يعتمد الإصدار النقدي على عوامل خارجية، فأساس مقابلات الكتلة النقدية هو المديونية العمومية و العملات الأجنبية و الذهب.

2.2.2.2. نظام التمويل غير المباشر

في هذا التمويل لا يوجد التقاء مباشر بين الوحدات الاقتصادية التي لديها قدرة في التمويل مع الوحدات الاقتصادية التي لها عجز في التمويل حيث تلعب المؤسسات المالية هنا دور الوسيط بين الوحدات الاقتصادية [69] ص(12)، و الاقتصاد الذي يعتمد هذا النمط من التمويل يعرف باقتصاد المديونية.

و يمكن أن نلخص مختلف العمليات التي تجري في هذا النظام من خلال الجدول التالي:

شكل رقم 05: قنوات التمويل غير المباشر [67] ص(92).



من خلال الشكل أعلاه نجد أن مؤسسات الوساطة المالية تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض في الادخار إلى الوحدات المالية التي تعاني من عجز، فهي تشتري أدوات مالية مباشرة من الوحدات ذات العجز مقابل المبالغ المالية التي تحتاجها و هذا ما نلمحه في الجزء الأيمن من الشكل، و في نفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة تسمى بالأدوات غير المباشرة ثم تقوم ببيعها إلى الوحدات التي لها فائض في الادخار مقابل مبالغ متفق عليها ، و يظهر ذلك في الجانب الأيسر من الشكل.

إذن فمؤسسات الوساطة المالية تقوم بمنح قروض إلى الشركات المستثمرة و تقبل الودائع من الجمهور، و بما أن الأدوات المالية التي يصدرها الوسطاء و تقبلها الوحدات المدخرة لا تمثل حقا مباشرا على الوحدات ذات العجز فقد سميت هذه القناة التمويلية بالتمويل غير المباشر.

خصائص نظام التمويل المباشر: يتميز هذا النظام بما يلي [68] ص(264):

- سيطرة القروض على هذا النظام، إذ تقوم البنوك بتقييم المخاطر و على ضوءها تقوم بتمويل المشاريع المتوقع مردوديتها، و بالتالي تشكل القروض الشكل الأساسي لتمويل النشاط الإنتاجي.
- لا يتوقف عمل البنوك على تحويل آجال استحقاق الموارد المعبأة و إنما تعمل أيضا على خلق وسائل تمويل تستجيب للرغبات و الحاجات الخاصة بكل نوع اقتصادي.

- تساهم السوق النقدية بجزء قليل في عملية التعديل النقدي، و يكون التدخل الغالب للبنك المركزي فيها من أجل منح السيولة للبنوك التجارية (إعادة التمويل). و يكون البنك المركزي مرغما على التدخل عند الحاجة إلى السيولة بغض النظر عن مستويات أسعار الفائدة.
- أساس الإصدار النقدي عملية داخلية، فالغالب على مقابلات الكتلة النقدية هو القروض المقدمة للاقتصاد.
- معدلات الفائدة تتحدد بشكل إداري، و لا تعبر عن التوازن التلقائي بين عرض و طلب النقود.

3.2.2. نشأة الأسواق المالية في الدول العربية

1.3.2.2. أوضاع أسواق المال العربية

في ظل التطورات المتسارعة في أسواق المال العالمية لم يكن بوسع أسواق المال العربية أن تظل بعيدة عنها بل اتجهت إلى الدخول في نطاق عمليات التحديث و التي اختلف مداها من دولة إلى أخرى في المنطقة العربية، خاصة وأن هذه الدول كانت في المراحل الأولى لانتهاجها برامج إصلاح اقتصادي موسعة تقوم على آليات السوق و دعم القطاع الخاص و تقليص دور القطاع العام، فظهرت الخصخصة كأحد الأساليب الرئيسية لتحقيق أهداف تلك البرامج.

إن ضعف الأسواق المالية في أغلبية الدول العربية و افتقارها للمؤسسات المالية اللازمة لإنعاش دورها مثل المؤسسات صانعة الأسواق و تلك الضامنة للاكتتاب، بالإضافة إلى ضيق تلك الأسواق جعلت هذه الدول إلى الاتجاه نحو الإصلاح التشريعي الذي يكفل تنظيم عمل البورصات و قيام المؤسسات المالية غير المصرفية بالدور المأمول في دعم أسواق رأس المال و تطويرها بما يحفز المستثمرين على التعامل فيها، كما بادرت أكثر من دولة عربية باتخاذ إجراءات تنفيذية لتحقيق نوع من الترابط بين أسواقها المالية و أسواق الدول الأخرى ذات الأوضاع المشابهة [70] ص(29).

2.3.2.2. السمات المشتركة للأسواق المالية في الدول العربية

تتشارك الأسواق المالية في الدول العربية في السمات الآتية [71] ص(305):

- إن دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن اقتصادياتها الوطنية و إن معدلات نموها لا زالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية.

- إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية و آليات العمل فيها و أساليب الاتصال و متابعة و متابعة و تحليل المعلومات على مدار الساعة لا زالت دون المستوى المطلوب.
- تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم و السندات و هي لا زالت بعيدة عن تنوع الأدوات الاستثمارية و خاصة بالنسبة للأدوات النقدية و المشتقات.
- إن ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية قد ساعدا على نشر المعلومات و بما يضمن الشفافية داخل السوق و خاصة 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 الأسواق المالية في الدول العربية هيئات تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة و خاصة البنك المركزي و الشركات المساهمة المسجلة و مكاتب أو شركات الوساطة و بنوك تجارية و متخصصة و مؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى اتحادات الغرف التجارية و الصناعية و الزراعية و بعض جمعيات المتخصصين الماليين.
- تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار و بشكل خاص في مجال أسهم الشركات.
- التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، و هذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية، إن حدود التباين الواسعة أحيانا تكشف عن ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.

3.3.2.2. أداء أسواق المال العربية

لقد شهدت الأسواق المالية العربية تطورا كبيرا نتيجة الإصلاحات التي قامت بها بهدف تنشيط أسواقها وتحسين أدائها و سنحاول في هذا المطلب للتعرض لمختلف التطورات التي حصلت في هذه الأسواق من خلال أخذ مجال للدراسة خلال الفترة 1994-2006.

لدينا الجدول التالي يبين لنا مختلف التطورات

الجدول رقم 04: تطور أداء أسواق المال العربية خلال الفترة 1994-2006.

عدد الشركات المدرجة	عدد الأسهم المتداولة (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	القيمة السوقية (مليون دولار)	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي	السنوات
1089	3150,05	10513,17	72536,71	100	1994
1081	9590,30	14988,24	84619,44	108,3	1995
1091	26621,45	30529,62	107766,49	119,93	1996
1184	35856,03	63894,75	145562,02	138,45	1997
1446	15837,26	35536,37	122872,06	104,12	1998
1643	11865,53	35594,20	149150,33	114,31	1999
1678	9073,06	36538,94	148158,38	102,21	2000
1687	23522,53	42687,85	152230,05	100,11	2001
1826	46086,29	65400,09	208858,11	100,71	2002
7261	63388,64	230 417,38	361078,15	141,87	2003
1597	57 028,74	568 288,52	622422,25	215,67	2004
1665	112 852,31	1 437 417,06	1292858,30	413,31	2005
1623	170 588,11	1 687 004,32	890127,16	237,70	2006

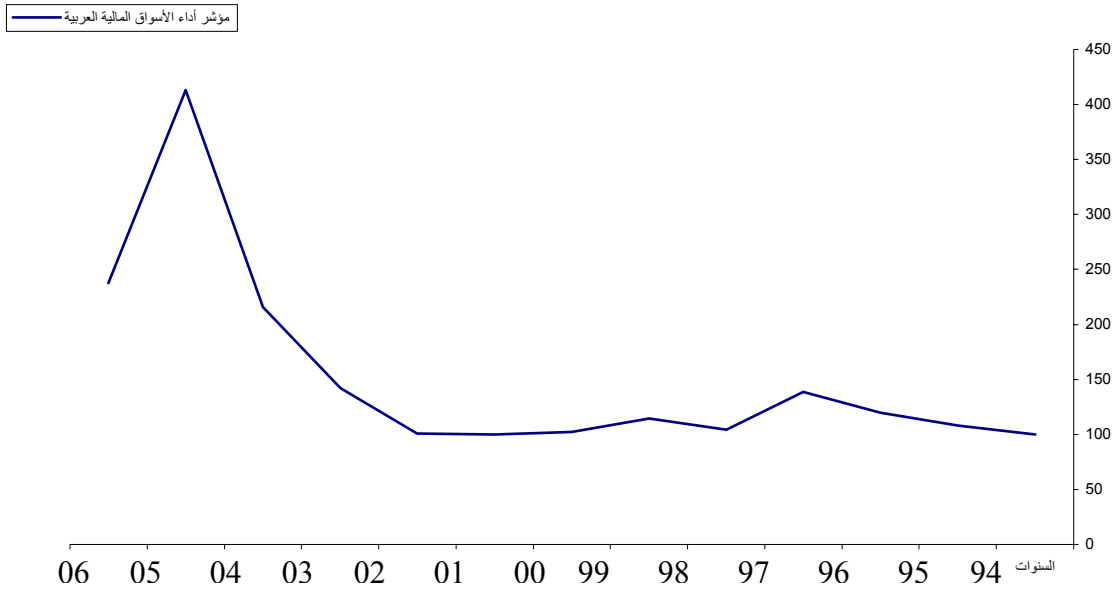
المصدر : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية

الجدول أعلاه يمثل أداء أسواق الأوراق المالية العربية و أحجام التداول فيها، حيث نلاحظ من خلاله أن نشاط الأسواق المالية العربية برز بشكل ايجابي بين 2003 حتى منتصف 2006، وسميت تلك الفترة "مرحلة النمو"، واطهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أن أداء أسواق الأوراق المالية سجل ارتفاعاً كبيراً في الأعوام الأخيرة، وذلك نتيجة للتحويلات الجذرية التي عرفتها أغلب الأسواق المالية العربية حيث أن الإصلاحات التي عرفتها المنطقة ساعدتها كثيراً في تحسين أدائها، و يمكن أن نحلل هذه التطورات الحاصلة من خلال استخدام بعض المؤشرات خلال الفترة 1994-2006 و التي سنعرضها كالاتي:

1.3.3.2.2. مؤشر أداء الأسواق المالية العربية

المؤشر المركب لصندوق النقد العربي: يقيس هذا المؤشر أداء أسواق الأوراق المالية المدرجة في قاعدة البيانات و البالغ عددها 14 سوقا عربيا، و يعتمد الصندوق في احتساب هذا المؤشر على معاملة كافة الأسهم بالأسواق المشاركة و كأنها لسوق واحد و يتم احتسابه مقوما بالدولار الأمريكي [72].

الشكل رقم 06: مؤشر أداء الأسواق المالية العربية.



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من معطيات قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية.

يمثل الشكل أعلاه تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1994-2006 حيث نلاحظ:

- أنه ما بين الفترة (1994 – 2001) كان المؤشر المركب لصندوق النقد العربي يتراوح ما بين 100 نقطة و 140 نقطة حيث سجل أكبر ارتفاع سنة 1997 بنسبة 38.45 % حيث بلغ 138,45 نقطة مقارنة بسنة الأساس 1994.

- و في سنة 2002 شهد المؤشر ارتفاع بنسبة 0.6 % مقارنة بسنة 2001 ، مما يعكس التطورات الإيجابية التي حققتها معظم هذه الأسواق.

- وفي سنة 2003 ارتفع المؤشر بنسبة 40.9 % ليبلغ 141.9 نقطة مقارنة بسنة 2002، حيث شهدت هذه السنة تطورات كبيرة حصلت في الأسواق المالية العربية و تحسن أداءها.

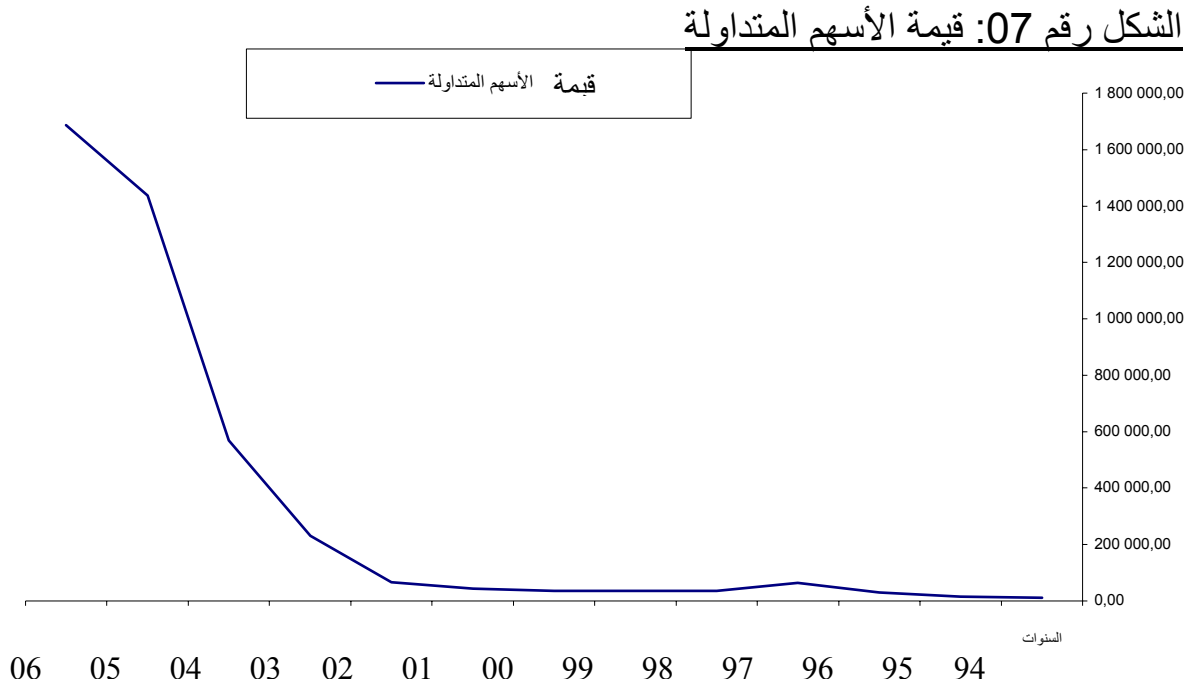
- و وصل المؤشر ارتفاعه سنة 2004 بنسبة 52 % ليبلغ 215.7 نقطة مقارنة سنة 2004.

- ثم تأتي سنة 2005 أين سجل المؤشر أكبر ارتفاع له و التي بلغت نسبته 91.6 % ، و يعزى هذا التحسن في أداء السواق المالية العربية إلى العوامل الإيجابية المؤثرة فيها، و نذكر منها الأداء الجيد للشركات المدرجة فيها و ارتفاع أسعار النفط و وصولها إلى مستويات قياسية، مما رفع السيولة و عزز الثقة في الاقتصاديات العربية.

- و في سنة 2006 انخفض المؤشر بنسبة 42.5 % ليبلغ 237.7 نقطة.

2.3.3.2.2. مؤشر قيمة الأسهم المتداولة

قيمة الأسهم المتداولة: و هي عدد الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال الفترة.



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقاً من معطيات قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية.

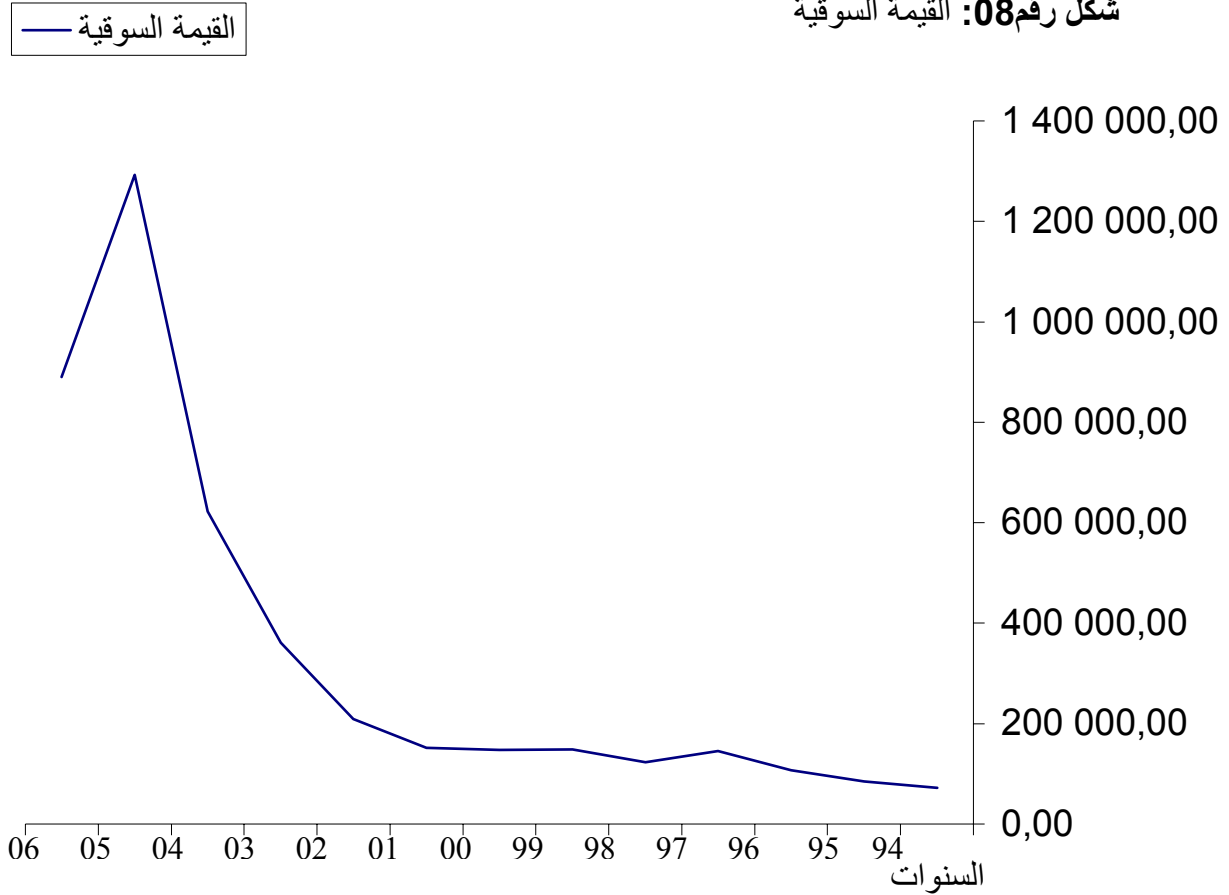
من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (1994 – 2001) بقيت في مستويات منخفضة جداً حيث سجل أكبر ارتفاع سنة 1997 بنسبة 507.76 % مقارنة بسنة 1994 ليبلغ حوالي 63,894 مليار دولار.

- و في سنة 2003 شهدت أحجام أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 252.3 % مقارنة بسنة 2002 لتبلغ حوالي 230,41 مليار دولار.
- و وصلت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعها حيث سجلت سنة 2004 نسبة 146.6 % مقارنة بسنة 2003 لتبلغ حوالي 568,289 مليار دولار.
- و بلغت هذه القيمة سنة 2005 بحوالي 1434,8 مليار دولار أي بنسبة زيادة قدرها 152.5 % مقارنة بسنة 2004.
- أما في سنة 2006 فارتفعت قيمة السهم المتداولة بنسبة ضئيلة قدرت بـ 17.36 % مقارنة بسنة 2005 لتبلغ حوالي 1687 مليار دولار.

3.3.3.2.2 مؤشر القيمة السوقية

القيمة السوقية للسهم: هي مجموع القيم السوقية للأسهم المكتتب بها (عدد الأسهم المتداولة مضروب في سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة) للشركات المدرجة في السوق.

شكل رقم 08: القيمة السوقية



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقاً من معطيات قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية.

يمثل هذا الشكل القيمة السوقية للأسهم المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1994 – 2006 حيث نلاحظ أن:

- خلال الفترة (1994 - 2000) بقيت القيمة السوقية مستقرة نسبياً حيث سجل فيها أكبر نسبة سنة 1997 بـ 100.67 % لتبلغ حوالي 145,56 مليار دولار مقارنة بسنة 1994.
- و في سنة 2001 ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 2.8 % مقارنة بسنة 2000 لتبلغ 152.23 مليار دولار.
- و قد وصلت القيمة السوقية ارتفاعها في سنة 2002 بنسبة 37.20 % لتبلغ حوالي 208,59 مليار دولار مقارنة بسنة 2001.
- و لقد شهدت أحجام أسواق الأوراق المالية العربية تطوراً كبيراً سنة 2003، حيث ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 72.88 % لتبلغ حوالي 361,8 مليار دولار مقارنة بسنة 2002.

- و لقد أظهرت النشرات أن أحجام أسواق الأوراق المالية و أحجام التداول في سنة 2004 قد شهدت ارتفاعا قياسيا، حيث ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 72.38 % لتبلغ حوالي 622,42 مليار دولار مقارنة بسنة 2003 .
- و وصلت القيمة السوقية ارتفاعها في سنة 2005 بنسبة 107.7 % لتبلغ حوالي 1292.85 مليار دولار مقارنة بسنة 2004.
- أما في سنة 2006 فقد لوحظ انخفاض كبير في القيمة السوقية بنسبة 31.15 % ليبلغ حوالي 890.27 مليار دولار مقارنة بسنة 2005.

و يرجع هذا الانخفاض الكبير التي شهدته الأسواق المالية العربية إلى الارتفاع الكبير في أسعار الأسهم، مما شجع على المضاربة المفرطة، حيث كان الناس يشترون و لا يبيعون أي أن الأسهم كانت تشتري للاتجار بها، وليس للاستثمار فيها.

ونتيجة ذلك وصلت أسعار الأسهم في البورصات إلى مستوى مرتفع، و أصبحت الفجوة واسعة بين قيمة الأسهم في السوق والقيم الدفترية والاسمية لهذه الأسهم، و أدى ذلك إلى تراجع كبير لأسعار الأسهم في الأسواق الخليجية.

3.2. الأسواق المالية و التنمية الاقتصادية

سنحاول في هذا المبحث أن نربط الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية من خلال التعرف على العلاقة الموجودة بينهما حيث سنتعرض إلى:

- مفهوم التنمية الاقتصادية.
- علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية.
- دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية.

1.3.2. التنمية الاقتصادية

1.1.3.2. مفهوم التنمية الاقتصادية

ليس هناك تعريف معين فقد استخدمت مصطلحات كثيرة مثل النمو طويل الأجل أو النمو الاقتصادي أو التنمية الاقتصادية كترادفات لمعنى واحد و هو زيادة الدخل القومي الحقيقي للنظام الاقتصادي خلال فترة ممتدة من الزمن بحيث يفوق معدل التنمية معدل زيادة السكان، و تختلف مقومات

التنمية و أهدافها من دولة على أخرى و من فترة زمنية إلى أخرى و من فترة زمنية إلى أخرى و يهتم دارسي الاقتصاد بالدخل و الناتج القومي كمقياس للتنمية الاقتصادية.

2.1.3.2. الاستثمار في المحفظة المالية في الدول النامية:

كان التحرير المالي الذي تم في البلدان النامية خلال أواخر الثمانينات و طوال التسعينات، جزءا هاما من تحرك عام نحو إعطاء دور أكبر للأسواق في التنمية. أن انتشار هذا التحرير ارتبط بعدد من العوامل المالية، منها ارتفاع تكلفة استخدام التمويل كأداة للتنمية بقيادة الدولة، و الرغبة في الحصول على تمويل أفضل و أقل تكلفة، و تعاضم صعوبات استخدام ضوابط رأس المال في عالم تتزايد فيه التجارة و السفر و الهجرة و الاتصالات، و قد اختلف التحرير المالي في توقيته و سرعته و مضمونه باختلاف البلدان إلا أنه تضمن دائما تحرير سعر الفائدة و تخصيص الائتمان، و تضمن عادة منح البنوك المركزية مزيدا من الاستقلال، و فتح حسابات رأس المال، و خصخصة بنوك الدولة و نظم المعاشات، و تطوير الأسواق المالية، و تشجيع المنافسة بين البنوك (و أحيانا بين المؤسسات غير المصرفية) [73] ص(10).

مع تزايد التحرير للسوق المالي المحلي في الدول النامية و انفتاح هذه الأسواق للمستثمرين الأجانب، فإن استثمارات الحقيبة الخاصة الآن تشكل ثلث مصادر التدفق للدول النامية، و تتكون حافظة الاستثمار من مشتريات أجنبية من أسهم و سندات، شهادات الودائع، و الأوراق التجارية للدول النامية.

ويمكن أن نلخص تدفقات الاستثمار في المحفظة في الدول النامية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 05: تدفقات الاستثمار في المحفظة في الدول النامية (1989-1997) بالمليار دولار [74] ص (675).

1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	شكل التدفق
53.8	45.7	23.8	27.5	42.6	23.7	12.7	5.5	4	السندات، الأوراق التجارية و شهادات الإيداع
32.5	45.8	32.5	32.6	13.2	13	7.6	3.8	3.5	الأسهم
-	-	-	-	2.7	1.3	1.2	2.9	2.2	صناديق الدول الجديدة
-	-	-	-	7.3	5.9	4.9	0.1	0.0	متحصلات الإيداعات العالمية و الأمريكية
-	-	-	-	3.2	5.8	1.5	0.8	1.3	الأسهم المباشرة
86.3	91.5	-	-	55.8	36.7	20.3	9.3	7.5	الإجمالي

من خلال الجدول :

- السندات، الأوراق التجارية و شهادات الإيداع ازدادت بين عامي 1989 و 1997 إلى أكثر من 1345% ، لتصل إلى 53.8 مليار دولار.

- التدفقات للأسهم قفزت إلى 900 % بين 1989 و 1997 و أغلبها من أشكال جديدة مثل الصناديق المشتركة عن طريق مستثمرين أفراد في الدول النامية، و عن طريق الاعتماد على صناديق معاشات التقاعد لتنويع استثماراتهم.

- بين عامي 1989 و 1997 ازدادت التدفقات الكلية للمحافظ الاستثمارية أكثر من 1150 % لتصل إلى 86.3 مليار دولار.

و يلاحظ من الجدول أن الاستثمار في المحفظة في الدول النامية انطلق كدالة متزايدة انطلاقاً من سنة 1989 إلى غاية 1996 ، ثم في سنة 1997 لاحظنا بعض الانخفاض و ذلك راجع إلى نشوب الأزمات المالية التي عصفت بالدول الناشئة و التي أدت إلى هروب رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة انتقال أثر العدوى من دول جنوب شرق آسيا إلى دول أمريكا اللاتينية.

إذن ما يمكن استنتاجه من هذا الجدول أن عملية التحرير للأسواق المالية في الدول النامية ساعدت كثيراً في تدفق الاستثمارات الأجنبية و جعلتها قبله لها و ذلك لما توفره من مزايا استثمارية خاصة في الأسواق المالية الناشئة مما دفع بالمستثمرين الأجانب إلى البحث عن أسواق جديدة حيث وجدت ضالتها في الأسواق الناشئة و كذلك ساهمت كثيراً في استعادة الأموال المحلية التي كانت في الخارج، وبالتالي تعمل هذه الاستثمارات على تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية و تساهم في عملية التنمية الاقتصادية لهذه الدول.

2.3.2. علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية

و تمارس أسواق الأوراق المالية تأثيرها على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على القرارات التمويلية للشركات، و من أجل فهم أكثر لهذه العلاقة سنقوم بعرض بعض الدراسات التي قام بها بعض الباحثين و من هذه الدراسات ما يلي:

في دراسة حديثة قام بها كل من Demirguc-Kunt & Makshomovic سنة (1996) لبحث تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على الخيارات التمويلية للشركات في عدد 30 دولة صناعية و نامية خلال الفترة 1980-1991، و وجد أن تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على نسب المديونية / حقوق الملكية (نسب الرفع المالي) تعتمد على المستوى المبدئي لتنمية سوق الأوراق المالية. فالشركات في الدول التي يتوافر لديها أسواق غير متطورة للأوراق المالية، تزيد في بداية الأمر نسبة ديونها إلى حقوق الملكية عندما تبدأ أسواقها في التطور و ذلك بالنسبة للشركات الكبيرة فقط، أما بالنسبة للشركات الصغيرة فلم تثبت معنوية العلاقة. و فيما يتعلق بالشركات المتواجدة في الدول التي لديها أسواق أوراق مالية متطورة، فإن المزيد من التنمية في تلك الأسواق يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون، و من ثم تنخفض نسبة الديون إلى حقوق الملكية مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

و في دراسة قام بها Ross Levine سنة 1996 لتقييم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية و الجهاز المصرفي و النمو الاقتصادي خلال الفترة 1986-1993 في عينة شملت 38 دولة قسمت إلى أربع مجموعات كالتالي [3] ص(115):

- المجموعة الأولى: تتسم أسواق الأوراق المالية الموجودة بها في عام 1976 بمستوى سيولة فوق المتوسط (مقاس بنسب التداول) ، و تتسم أجهزتها المصرفية بأنها متطورة بدرجة فوق المتوسط.

- المجموعة الثانية: ولديها في عام 1976 أسواق للأوراق المالية تتسم بالسيولة، و لكن كان مستوى تطور أجهزتها المصرفية أقل من المتوسط.

- المجموعة الثالثة: و تتصف بأن درجة سيولة أسواق الأوراق المالية بها في عام 1976 دون المتوسط، ولكنها تتميز بوجود أجهزة مصرفية متطورة.

- المجموعة الرابعة: و تتصف بأن أسواق الأوراق المالية بها عام 1976 غير سائلة، و كانت درجة تطور أجهزتها المصرفية دون المتوسط.

و قد تبين أن البلدان التي تتميز بسيولة أسواق الأوراق المالية ولديها أجهزة مصرفية متطورة قد حققت نموا أسرع من البلدان التي لديها أسواق أوراق مالية غير سائلة و أجهزة مصرفية غير متطورة.

إذن ما يمكن استنتاجه من هذه الدراسة أن كل من الأسواق المالية المتطورة و البنوك تلعب دورا أساسيا في دفع عملية النمو الاقتصادي، إذ يوجد هناك تداخل بينهما، فالبنوك قد تساعد المدخرين في تنويع المخاطر و توفير ودائع سائلة، كما أن الأسواق المالية تقدم كافة المعلومات المالية و البيانات الخاصة بالشركات و بالتالي تحسين إدارة الشركات و إحكام الرقابة عليها و بالتالي تسمح للمستثمرين من معرفة الحالة المالية للمؤسسة و من ثم الاستثمار في الأسهم التي تدر عليهم أرباحا في المستقبل.

إن سوق رأس المال يساعد في تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد وتوزيع المخاطر والرقابة على أداء الشركات، وبذلك فإنه يمكن دفع عملية النمو الاقتصادي عن طريق تحسين أداء السوق المالي ونوعية الخدمات التي يقدمها. وتؤكد الأدلة الواقعية الخاصة بالعلاقة بين النمو الاقتصادي وكفاءة السوق المالي على الدور الايجابي الذي يمكن أن يقوم به السوق المالي في عملية التنمية الاقتصادية. وعلى الرغم مما تنادي به بعض الدراسات الاقتصادية من أن العلاقة بين النمو المالي والنمو الاقتصادي تسير في الاتجاهين إلا أن نتائج معظم الدراسات التطبيقية تركز على الاتجاه من النمو المالي إلى النمو الاقتصادي وليس العكس، أي أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي.

إن ما يعزز هذا الرأي انه في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية وبصفة خاصة في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات، فانه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، وهذا ما يحدث في الدول النامية.

إلا أن هذا الرأي لا ينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة. إذ أن مجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة، فان الطلب التابع يأخذ في الظهور. فنمو الاقتصاد يؤدي إلى خلق و توليد طلب جديد على الخدمات المالية راجع إلى طلب المستثمرين و المدخرين في القطاع الحقيقي على هذه الخدمات. وفي هذه الحالة فان أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية مستمرة و تابعة لعملية النمو الاقتصادي.

من جانب آخر تؤكد بعض الدراسات على أن الاقتصاديين قد يبالغون في التركيز على دور القطاع المالي و سوق رأس المال في دفع عملية النمو الاقتصادي.

و لأجل التحقق من ذلك تستعين الدراسة ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية لاختبار فرضيتها وكما يأتي:

• الناتج المحلي الإجمالي:

مما لا شك فيه إن أسواق المال في الدول النامية تساعد في عودة رؤوس الأموال الوطنية المغتربة إلى الاستثمار المحلي. وهذا يسهم بصورة مباشرة في تحقيق التنمية المتواصلة. فأسواق المال تتيح فرصا تجارية لا يمكن تجاهلها، وهذه الفرص حققت إنجازات عظيمة في نمو اقتصاديات بعض الدول. فقد تمكنت بعضها من تحقيق زيادة في نمو الناتج المحلي الإجمالي وصل إلى ثلاثة إضعاف الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي للدول المتقدمة صناعياً، وتمكنت من كبح جماح العجز والتضخم وعمليات الخصخصة غير المدروسة. كما استطاعت بولندا خلال سبع سنوات أن تتخطى المرحلة الانتقالية لاقتصادها بصورة مثالية وحققت أعلى معدل نمو في أوروبا، واستطاعت أن تخفض من نصيب أنشطة القطاع العام في الناتج المحلي الإجمالي من 100% إلى 33% فقط. إن زيادة النشاط الاقتصادي الحقيقي و نمو الناتج المحلي الإجمالي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم في سوق الأوراق المالية ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها [75].

• معدل التضخم:

من الجدير بالذكر هنا، انه عند اتخاذ المستثمر لقراراته الاستثمارية لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد مبنية على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية لا

تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشر جيد للحكم على أداء هذه الاستثمارات. ذلك أن هذا العائد يفقد جزء من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعاً لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة. إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار و ذلك لسببين، أحدهما مباشر ويتمثل في أن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه، وهذا يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية و انخفاض قيمتها السوقية نتيجة لذلك. و السبب الثاني غير مباشر و يتعلق بالنظام الضريبي، ففي فترات التضخم تنخفض القيمة الحقيقية لإرباح المنظمة وتنخفض تبعاً لذلك القيمة السوقية لأسهمها في سوق الأوراق المالية. و هناك سبب آخر غير مباشر ومرجعاً أن يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع المصرف المركزي للتدخل من خلال تقليل عرض النقود مما قد يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنظمات الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أسهمها في السوق. وحتى إذا لم تتخذ أي خطوة تجاه المعروض من النقود في الوقت الذي صاحب فيه التضخم زيادة في طلب المنظمات لمزيد من الموارد المالية، فإن هذا قد يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم تبعاً لذلك.

• سعر الصرف:

إن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية. ذلك إن سعر الصرف يعتبر من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية. وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها. وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات ، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات . إن التحركات و التقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية. إن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولاً مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة والتي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحرك أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة. وتختلف درجة التأثير باختلاف سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التقويم الكامل والربط الكامل [75].

• السياسات النقدية وأسعار الفائدة:

تعتبر أسعار الفائدة احد الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد، حيث يستخدمها المصرف المركزي في التأثير على عرض النقود. وتشير عدد من الدراسات إلى وجود علاقة بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أكدت على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي على أساس أن زيادة المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، مما يشجع على الاستثمار ويؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات وهذه الزيادة تزيد الإرباح فيؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى زيادة أسعار الأسهم في أسواق المال كمحصلة نهائية لزيادة المعروض من النقود. والخلاصة إن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل، ومن ذلك يمكن القول بان المصرف المركزي في إمكانه التأثير بطريق غير مباشر على أسعار الأسهم من خلال تحكمه في أسعار الفائدة.

• السياسات المالية:

ويقصد بها وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وهو ما يعني إن لتلك السياسة شقين هما الإيرادات والنفقات. و بما أن الضرائب هي القاسم المشترك لموارد موازنات غالبية الدول رغم اختلاف هذه الأهمية من دولة إلى أخرى. فإذا لجأت الدولة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنظمات، فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا ايجابياً على أرباحها الصافية و هو ما يترتب عليه بالمقابل ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. إلا أن التخفيض الضريبي له آثار سلبية أيضا تتمثل في تقليص موارد موازنة الدولة مما قد يضطر الدولة إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز، أي إصدار المزيد من الأوراق المالية وهو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم، وحينئذ يتوقع أن تتجه الأسعار نحو الهبوط. إن خفض معدل الضريبة ليس الأداة الوحيدة لتشجيع الاستثمار، فهناك أيضا التشريعات الضريبية المباشرة والتي تتمثل في الخصم الضريبي الذي تستفيد منه بعض المنظمات. من جانب آخر إذا قررت الدولة خفض الإنفاق على مشروعات البنية الأساسية فان هذا قد يحمل في طياته انخفاضاً في إيرادات وأرباح بعض الصناعات كمواد البناء والإنشاءات. ونظرا لان ربحية المنظمة هي محدد أساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق فانه يصبح لزاما على المحلل حصر الصناعات التي تأثرت منظماتها بقرار تخفيض الأنفاق حتى يتسنى له التركيز عليها وعلى حركة أسهمها في السوق.

من خلال دراستنا للعلاقة الموجودة بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي و التنمية الاقتصادية فإن الاستنتاج الذي يمكن استخلاصه أن هذه المتغيرات تؤثر بشكل أو بآخر في عملية النمو الاقتصادي ، و

بما أن هذه المتغيرات تؤثر و تتأثر بالقطاع المالي و سوق الأوراق المالية فإن هذه الأخيرة لها علاقة تأثير و تأثر هي الأخرى بالتنمية الاقتصادية [75].

3.3.2. دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية

إن للأسواق المالية دور كبير في دفع عملية التنمية الاقتصادية و التطور الاقتصادي للبلد، و يمكن أن نوجز هذه الأدوار فيما يلي:

1.3.3.2. دورها في زيادة الادخار

تساهم أسواق رأس المال في البلدان النامية في تعبئة المدخرات و تمويل النشاط الإنتاجي، حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنوع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة و العائد و السيولة ، و يؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أكثر سيولة من خلال تنوع توظيفها في أكثر من مشروع و تخفيض تكلفة المعاملات و بالتالي توفر للشركات مصدرا خصبا لتمويل احتياجاتها على المدى الطويل [76] ص(51).

2.3.3.2. دورها في علاج المديونية الخارجية

إن أسواق الأوراق المالية الصاعدة تعمل على جذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا ، الأمر الذي يترتب عليه تنجب المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، و المتمثلة في زيادة مدفوعات الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر [77] ص(120).

معنى ذلك أن الدول النامية التي تحمل على عاتقها دين ثقيل و في محاولتها لتخفيض رصيد دينها الخارجي فإنها تستطيع أن تقوم بعملية تحويل جزء من ديونها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية ، و ذلك من خلال قيام المستثمرين المحليين و الأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج ، بحيث يمكن بعد ذلك الحصول على مقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية و خدمية يتفق عليها ، و كذلك تقوم البنوك التجارية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات في الخارج.

3.3.3.2. دورها في خلق السيولة

قد تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، و لكن المستثمرين و خاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، و ذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشأة مستمرة في ممارسة نشاطها، و لكن أسواق الأوراق المالية تجعل الاستثمار أقل مخاطرة و أكثر جاذبية، لأنها تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية و هي أسهم رأس المال و بيعها بسرعة و يسر، و الأسواق التي تتحقق فيها السيولة، تساعد بتسهيلها الاستثمارات الأطول أجلا و الأكثر ربحية، على تحسين تخصيص رأس المال و زيادة معدلات النمو الاقتصادي، فضلا عن ذلك يمكن للسيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية و التي من خلالها يصبح الاستثمار أقل مخاطرة و أكثر ربحية ، أن تؤدي إلى زيادة الاستثمارات [77] ص(130).

4.3.3.2. إحكام الرقابة على إدارة الشركات

تزيد الأسواق المالية عالية السيولة من الحافز للحصول على المعلومات للإفادة منها، مما يسهم في إحكام الرقابة على إدارة الشركات، و تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت و المشاريع و رصد استثماراتهم، و نتيجة لهذا فهي تقوم بأداء دور في التوجيه الإداري للشركات و الربط بين أداء الشركة و الحوافز التي يحصل عليها المدراء يساعد على التوفيق بين مصالح المدراء و مصالح الملاك [78] ص(52).

5.3.3.2. دورها في تخصيص الموارد

و بالنسبة لدور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، فإنه يقوم بدورين متميزين: إحداهما مباشر و الآخر غير مباشر و يعزى الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، و بناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق ن هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع تحقق حصيلة كبيرة للإصدار، الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل أما الدور غير المباشر فينتج من أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين و من ثم نستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض [77] ص(123).

6.3.3.2 دورها في تخفيض تكلفة المعلومات و تسعيرها

تدفع الأسواق المالية الواسعة و عالية السيولة إلى حيازة المعلومات و تقدم أساليب الفرز و الرصد، حيث تقوم البورصات بجمع المعلومات و تعميمها بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية. كما توفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات و المؤشرات عن ملاءة المقترضين و جدوى المشروعات و فرص الاستثمارات المربحة، الأمر الذي يساعد المدخرين و المستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح منتفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عملية البحث عن المعلومات و تحليلها و تفسيرها [76] ص(53).

7.3.3.2 دورها في استعادة رأس المال الهارب

إن عدم وجود فرص للاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية و غياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من أسباب هروب رأس المال إلى الدول المتقدمة، و هنا يأتي دور الأسواق الصاعدة في عملية الجذب لاسترداد جزء من هذه الأموال الهاربة من خلال توفير بدائل استثمارية متعددة، و مع ارتفاع العائد بها يؤدي حتما إلى عودة هذه الأموال و التقليل من فرصة هروبها على الخارج.

8.3.3.2 دورها في تلطيف التقلبات الاقتصادية

هناك اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية و تدفقات رأس المال مثل القروض، عبر مراحل الدورة الاقتصادية [77] ص(130).

معنى ذلك أن الاقتراض من البنوك يساهم في تقاوم الدورة و ذلك محاولة من البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين أن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية له مكاسب و خسائر يجعل المستثمر يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف و تحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

خلاصة الفصل 2

بعد تعرضنا في الفصل الثاني إلى علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية في ظل العولمة
خلصنا إلى النتائج التالية:

- لعبت العولمة الاقتصادية دورا هاما في تنشيط الأسواق المالية الدولية من خلال إلغاء الجواز الجمركية و التجارية بينها.
- تعتبر الأسواق المالية البيئة المناسبة لتمويل احتياجات الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في تمويل نشاطاتها الاقتصادية و بالتالي المساهمة في إنعاش نشاط هذه الوحدات مما يساهم بدوره في تنشيط الدورة الاقتصادية و بالتالي زيادة معدل الناتج المحلي الخام.
- تلعب الأسواق المالية دورا مهما في تطوير و تنمية الاقتصاديات الوطنية إذ تعتبر المحرك الأساسي لها فهي تعبر عن مدى تطور هذا البلد أو تخلفه اقتصاديا .
- إصلاح القطاع المصرفي له علاقة وطيدة بعملية تطوير الأسواق المالية في الدولة إذ أن النظام المالي متكامل مع بعضه حيث أن أي أزمة تمس نظاما فإن القطاع الآخر سيتأثر بهذا التغيير الحاصل.

الفصل 3

بورصة الجزائر

في ظل الإصلاحات الاقتصادية و التطورات الحاصلة في مجال التمويل الدولي و رغبة الجزائر في إنشاء سوق مالي يكون قادر على مواكبة هذه التطورات، ظهر مفهوم البورصة كمصطلح جديد على الجمهور في الجزائر، و أصبح لزاما على الدولة أن تطور هذا السوق ليواكب السواق المالية دولية، و من اجل فهم هذه التطورات على مستوى بورصة الجزائر اتبعنا الخطوات التالية:

- في المبحث الأول تعرضنا إلى نشأة بورصة الجزائر.
- و في الثاني تعرضنا إلى واقع بورصة الجزائر.
- و أما في المبحث الثالث فقد تعرضنا إلى تقييم أداء بورصة الجزائر.

1.3.نشأة بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987، و دخلت حيز التطبيق عام 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة ،إن رأسمال المؤسسات العمومية الإجتماعي و الذي يمثل حق الملكية لعدد من الأسهم و توزع ما بين صناديق المساهمة ، و بذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم (S.P.A) تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988.

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر مرت بعدة مراحل :

المرحلة الأولى (1990- 1992): في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها و كذلك إنشاء صناديق المساهمة، و من جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة شركة القيم المنقولة(S.V.M) و مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى، و قد أسستها صناديق المساهمة و قدر رأسمال الشركة بـ 320.000,00 دينار ، يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء و كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

المرحلة الثانية(1992 – 1998): لقد مرت هذه الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي و الدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه ، في فبراير 1992 رفع رأسمال الشركة إلى 9.320.000.00 دينار كما أن إسم الشركة تغير و أصبح بورصة الأوراق المالية(B.V.M).

و سنتناول في هذا المبحث إلى:

- المطلب الأول: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

- المطلب الثاني: القيم المنقولة في البورصة

- المطلب الثالث: نظام التسعيرة و الإدراج في بورصة الجزائر

1.1.3.الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

حسب المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 ماي

سنة 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة:

تؤسس بورصة للقيم المنقولة و تعد إطارا لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشركات ذات الأسهم، و تشمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين الآتيتين [79] ص(21):

- لجنة تنظيم و مراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة، و تدعى في صلب النص << اللجنة >>.
- شركة لتسيير بورصة القيم.
- المؤتمر المركزي.

1.1.1.3. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB)

تم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993، و تتكون هذه اللجنة من رئيس و ستة أعضاء، حيث يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربعة سنوات و يعين أعضاء اللجنة بقرار من وزير المالية لمدة أربع سنوات حسب التوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي و يختار لكفاءاته في المجال المالي أو البورصة.
- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة.
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين.

تستفيد اللجنة من إعانة تسيير تمنح إياها من ميزانية الدولة و تتقاضى أتاوى على الأعمال و الخدمات التي تؤديها.

مهام و صلاحيات اللجنة: تمارس اللجنة مهام و صلاحيات يمكن إيجازها فيما يلي:

أولا: مهام COSOB: و تتمثل مهامها فيما يلي [80] ص(06):

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- السير الحسن و شفافية سوق القيم المنقولة.

ثانياً: صلاحيات اللجنة

تتمتع اللجنة بثلاث صلاحيات و هي: التنظيم والرقابة و التحكيم.

*السلطة التنظيمية: تسن اللجنة الأنظمة المتعلقة خصوصاً بما يأتي [81] :

- التزامات المصدرين في الإعلام أثناء إصدارهم قيماً منقولة باللجوء العلني للادخار، أو الدخول في البورصة، أو التعرض للعروض العمومية.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و كذا القواعد المهنية المطبقة عليهم.
- شروط تداول و مقاصة القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك الحساب و حفظ السندات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية و التسليم المتصل بالسندات.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.

*سلطة المراقبة و الرقابة: حيث تسمح هذه السلطة للجنة من [82] ص(12):

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام التشريعية و التنظيمية.
- الشركات التي تلجأ علنياً إلى الادخار ملزمة بإعلام الجمهور من خلال النشرات الرسمية.
- السير الحسن للسوق.

*السلطة التأديبية و التحكيمية: تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية و تحكيمية تتألف من رئيس و عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة، و قاضيين يعينهما وزير العدل و يختاران لكفائتهما في المجالين الاقتصادي و المالي، حيث تختص هذه الغرفة فيما يلي [83] ص(09):

- في المجال التحكيمي، تختص هذه الغرفة بالنظر في كل نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين و اللوائح السارية على سير البورصة، و تتدخل فيما يأتي:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة و الشركات المصدرة للأسهم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة و الأمرين بالسحب في البورصة.

• أما في المجال التأديبي فتختص هذه الغرفة بالنظر في أي إخلال بالواجبات المهنية و أخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة و كل مخالفة لأحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم.

2.1.1.3. شركة إدارة بورصة القيم (SGBV)

بموجب القانون رقم 03 – 04: المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق لـ 17 فبراير سنة 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10. تم تغيير اسم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى شركة إدارة بورصة القيم، و هي عبارة عن شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

هدف الشركة: تتمثل أهداف الشركة فيما يلي [83] ص(06):

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة و اجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار و تحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

3.1.1.3. المؤتمر المركزي على السندات

و هو شركة وحيدة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية: الجزائر للتسوية (Aglérie Clearing)

و يتكون رأسمال المؤتمر المركزي على السندات المقدر مبلغه بـ 65 مليون دينار من مساهمات مؤسسيه و هم [79] ص(22):

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية.

- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط.
- مجمع صيدال.
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.
- مؤسسة الرياض – سطيف.

المساهمة في الرأسمال مفتوحة فقط للوسطاء في عمليات البورصة، و للشركات المصدرة للسندات، و لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، و المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار [81].

مهام المؤتمن المركزي: تتمثل مهام المؤتمن المركزي فيما يلي [84] ص(22):

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

4.1.1.3. المتدخلون في بورصة الجزائر

1.4.1.1.3. المستثمرون

تم تأسيس هذه الهيئات بموجب المرسوم الرئاسي رقم 96 – 08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 و هي هيئات خاصة تدعى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) ، و تهدف إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة و المنتوجات المالية و تسييرها لحساب المدخرين الصغار [85] ص(37).

و يميز المشرع الجزائري بين نوعين من المستثمرين هما [86]:

- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير (SICAV): هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهمها تماشيا مع طلبات الاكتتاب، و يصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما و له أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة، و له الحق في التصويت في الجمعيات العامة، و الحق في الإعلام، و الحق في أن تدفع له حصة من الأرباح.

- الصندوق المشترك للتوظيف (FCP) : هو ملكية مشتركة لقيم منقولة ، لا يتمتع بالشخصية المعنوية و يصدر حصصا ، و ليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم ، و تتولى شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص و في صالحهم دون سواهم.

2.4.1.1.3. الوسيطاء في عمليات البورصة (IOB):

الوسيطاء في عمليات البورصة هم عبارة عن شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين معتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و من أجل الحصول على الاعتماد هناك مجموعة من الشروط التي يجب أن تتوفر فيهم [82] ص(15):

- الحيابة على رأسمال أدنى محدد من طرف الـ COSOB.
- الحيابة على التنظيم و الوسائل التقنية الملائمة لمباشرة نشاطهم.
- امتلاك عمال ذوي شرف و ولديهم المؤهلات اللازمة.

أنواع الوسيطاء: هناك صنفان من الوسيطاء في عمليات البورصة [87]:

• الوسيط ذو النشاط المحدود: يقوم هذا الوسيط بإنجاز أوامره و المتمثلة في التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

• الوسيط ذو النشاط غير المحدود: إضافة إلى قيامه بإنجاز الأوامر في البورصة، يمكن أن يمارس النشاطات الآتية [79] ص(21):

- التفاوض لحساب الغير.
- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة و المنتوجات المالية.
- ضمان النجاح في المسعى و الاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.
- التفاوض للحساب الخاص.
- حفظ القيم المنقولة و إدارتها.
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال و إدماج و إعادة شراء المؤسسات.

3.4.1.1.3.المصدرون

و تتمثل في مجموع الشركات التي تلجأ إلى الأسواق المالية للحصول على رؤوس الأموال لتمويل استثماراتها من خلال إصدار الأسهم و السندات، و لا يتم ذلك إلا إذا كانت هذه الشركة مدرجة في البورصة [38] ص(24)، و هناك شروط يجب أن تتوفر في هذه المؤسسة و تتعلق بالقيمة السوقية لها، نسبة رأس المال المتخلى عليه للجمهور و النتائج المسجلة في السنوات السابقة و غيرها من الشروط.

2.1.3.القيم المنقولة المتداولة في البورصة

القيمة المنقولة هي سند مالي قابل للتداول يصدره كيان قانوني(شركة جماعة، هيئة عمومية أو خاصة ...)، يرغب في الحصول على تمويل يوجه لإنجاز مشاريع استثمارية.

1.2.1.3.الأسهم

السهم هو عبارة عن سند ملكية يطابق جزءا من رأسمال الشركة، بحيث يمكن تداوله في السوق، و يمكن أن يترتب على السهم نوعان من العائد:

- عائد السهم الذي هو جزء من الربح الصافي الموزع على المساهمين عند نهاية السنة المالية.
- فائض القيمة على البيع و هو الفارق بين سعر شراء السهم و سعر بيعه، و لا يتحقق ذلك إلا إذ بيع السهم بسعر يفوق سعر شرائه.

كما أن لحملة السهم حقوق تتمثل في: الحق في الإعلام، الحق في التصويت في الجمعيات العامة، الحق في المكافأة، الحق في الاكتتاب التفضيلي، الحق في التخصيص.

2.2.1.3.سندات الدين

سند الدين هو سند مالي قابل للتداول يجسد التزام مقترض إزاء مقرض يضع في مقابل ذلك أموالا تحت تصرفه، و يتجسد هذا الالتزام بموجب عقد إصدار يحدد خصائص الاقتراض و كفيات تسديد الأموال و طريقة مكافأة المقرض.

ولسندات الدين خاصيتين:

- مكافأة مستقلة عن نتائج المؤسسة و تحدد مسبقا بصفة تعاقدية، و يتقاضى حامل السند المصدر الفائدة التي تحقق له، و ذلك مهما تكن النتائج التي تحققها الشركة.
- تسدد على سبيل الأولوية بالنسبة إلى الأموال الخاصة في حالة تصفية الشركة، و تستخدم إيرادات التصفية أولا في سداد المطلوب للدائنين، و بعد سداد ذلك كليا يوزع الرصيد الباقي حينئذ على المساهمين.

من جهة أخرى فإن السندات المصدرة تخول حاملها حقوق دائنية مطابقة لها، غير أنه يجدر التوضيح أن هؤلاء الحاملين لا يشاركون في تسيير شؤون الشركة، و لكن يمكنهم مع ذلك أن ينتظموا في كتل للدفاع عن مصالحهم.

3.2.1.3. قيم منقولة أخرى

هناك قيم منقولة أخرى لها خصائص شبيهة بالسندات الأساسية المذكورة في السابق و هي:

- شهادات الاستثمار و شهادات الحق في التصويت.
- سندات المساهمة.
- سندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم.
- سندات الدين ذات أذونات اكتتاب بالأسهم.

1.3.2.1.3. شهادات الاستثمار و شهادات الحق في التصويت

و هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركة مساهمة بمناسبة رفع رأسمالها أو عند تجزئة الأسهم الموجودة، و تمثل شهادة الاستثمار حقا ماليا و يجب أن تكون قيمته الاسمية مساوية لقيمة سهم الشركة المصدرة، أما شهادة الحق في التصويت فتتمثل حقا غير مالي يرتبط بالسهم.

2.3.2.1.3. سندات المساهمة

سند المساهمة هو سند دين قابل للتداول تصدره شركة مساهمة و يشتمل تسديده على نوعين من المكافأة: - جزء ثابت يبين في عقد الإصدار.

- جزء متغير يقيس على النتائج التي تحققها الشركة.

كما يحق لحاملي هذه السندات من استرجاع حقوقهم في حالة تصفية الشركة، أو قررت الشركة ذلك بعد انقضاء أجل خمس سنوات بعد إصدارها.

3.3.2.1.3. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

سند الدين القابل للتحويل إلى سهم هو سند دين تقليدي، ذو نسبة ثابتة عموماً، يخول المالك أثناء فترة التحويل إمكانية استبداله بسهم للشركة المصدرة، و تحدد هذه العلاقة التي تدعى أساس التحويل عند الإصدار.

و تحدد فترة التحويل في عقد الإصدار و يمكن أن يبدأ سريانها بمجرد الإصدار أو في تاريخ لاحق على أن تنقضي مع التسديد و يجوز للمصدر عند تحويل سند الدين إما تسليم أسهم جديدة و إما أسهم سبق إصدارها.

4.3.2.1.3. سندات الدين ذات أذونات اكتتاب بالأسهم

يشمل هذا السند في الواقع على منتوجين اثنين و هما سند دين تقليدي و إذن اكتتاب بالأسهم يمكن أن يشبه بخيار الشراء، و يعد هذا الاكتتاب سنداً مالياً قابلاً للتداول يسمح بالاكتتاب أثناء فترة معينة في سند مالي آخر و هو السهم، ضمن نسبة و سعر محددتين مسبقاً في عقد الإصدار.

3.1.3. نظام التسعيرة و عملية الإدراج في بورصة الجزائر

1.3.1.3. نظام التسعيرة

سوق البورصة الجزائرية سوق تسير بأوامر أي أن تحديد الأسعار ينتج عن القيام أثناء سير الجلسة بمقارنة مجموع أوامر البيع و الشراء التي يعرضها المتداولون في السوق.

جلسة البورصة هي الفترة التي تجري أثناءها الصفقات على القيم المنقولة المقبولة للتداول.

طريقة التسعيرة المتداولة في البورصة هي ما يسمى بـ " le fixing " و يكون السعر المحدد هو السعر الذي يسمح بعد مقارنة جميع أوامر الشراء و أوامر البيع كلها بالسعر نفسه و هو سعر التوازن [88] ص(03).

يشرف على جلسات البورصة ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حسب الإجراءات و القواعد التي تحددها الشركة و يجتمع كل المتداولين في قاعة للسوق تدعى بـ " الصحن "، و يمكن توضيح تسعيرة الـ " le fixing " من خلال المثال التالي:

أوامر الشراء: 325 ورقة مالية بسعر السوق، 25 ورقة مالية بسعر محدد بـ 598 ، 100 ورقة مالية بسعر 597 ، 75 ورقة مالية بسعر 595 ، 150 ورقة مالية بسعر 594 ، 225 ورقة مالية بسعر 592 ، 75 ورقة مالية بسعر 590 ، و 150 ورقة مالية بسعر 588.

أوامر البيع: 175 ورقة مالية بسعر السوق، 50 ورقة مالية بسعر محدد بـ 590 ، 75 ورقة مالية بسعر 592 ، 125 ورقة مالية بسعر 593 ، 75 ورقة مالية بسعر 594 ، 50 ورقة مالية بسعر 595 ، 125 ورقة مالية بسعر 597 ، 200 ورقة مالية بسعر 598.

و نقوم بتجميع أوامر الشراء و البيع كما في الجدول التالي:

الجدول رقم 06: كيفية تحديد التسعيرة بالثبیت [89] ص(39).

التحويلات الممكنة			سجل الأوامر					
			البيع			الشراء		
fixing	الحجم	السعر	الحجم الكلي	الحجم المتراكم	السعر	السعر	الحجم المتراكم	الحجم الكلي
			175	175	بسر السوق	بسر السوق	325	325
	175	588	-	175	588	598	350	25
	225	590	50	225	590	597	450	100
	300	592	75	300	592	595	525	75
	425	593	125	425	593	594	675	150
	500	594	75	500	594	593	675	-
X	525	594	50	550	595	592	900	225
	450	597	125	675	597	590	975	75

من خلال الجدول نلاحظ أن السعر الذي يعظم المبادلات هو 595 حيث أن عدد أوامر الشراء التي تريد أن تشتري بهذا السعر هو 525 مقابل 550 أمر الذي يريد أن يبيع بهذا السعر.

إذن فالسعر المثبت هو 595 و الكمية المتبادلة هي 525.

2.3.1.3. سير بورصة الجزائر

كيفية تسجيل الأمر في البورصة [90] ص(04):

لإصدار أوامر البيع أو الشراء يجب على المستثمر فتح حساب السندات لدى أحد ماسكي الحسابات حافظي السندات، و يتعلق الأمر إما بينك، بمؤسسة مالية، أو بوسيط في عمليات البورصة، و يتطلب فتح حساب السندات شروطا تتعلق بهوية و مسكن صاحب الحساب مع التوقيع على استمارة فتح الحساب، ترافق هذه العملية بفتح حساب نقدي في حالة ما إذا كان المستثمر لا يملك حسابا لدى البنك من قبل، ويعمل الحساب النقدي و حساب السندات في آن واحد.

خلال عملية الشراء يقيد في الجانب الدائن لحساب السندات عدد السندات المشتراة، و يقيد في الجانب المدين من الحساب النقدي مبلغ الصفقة و عكس ذلك عند عملية البيع.

عند فتح حساب السندات يمكن للمستثمر أن يقدم لماسك الحساب حافظ السندات أوامر للبورصة، حيث يسجل الأمر كتابيا و تبين اتجاه العملية(شراء أو بيع)، تسمية القيمة المنقولة، عدد السندات، السعر، و مدة الصلاحية.

بعد فتح حساب السندات و إيداع الأمر للبورصة يتكفل ماسك الحساب حافظ السندات بإرسال هذا الأمر إلى الوسيط في عملية البورصة لتداوله.

يمكن أن يجد الأمر مقابله بحسب فرص السوق و بعد مقارنة العرض بالطلب، ويمكن حينئذ تنفيذه كليا أو جزئيا، كما يمكن ألا ينفذ إطلاقا.

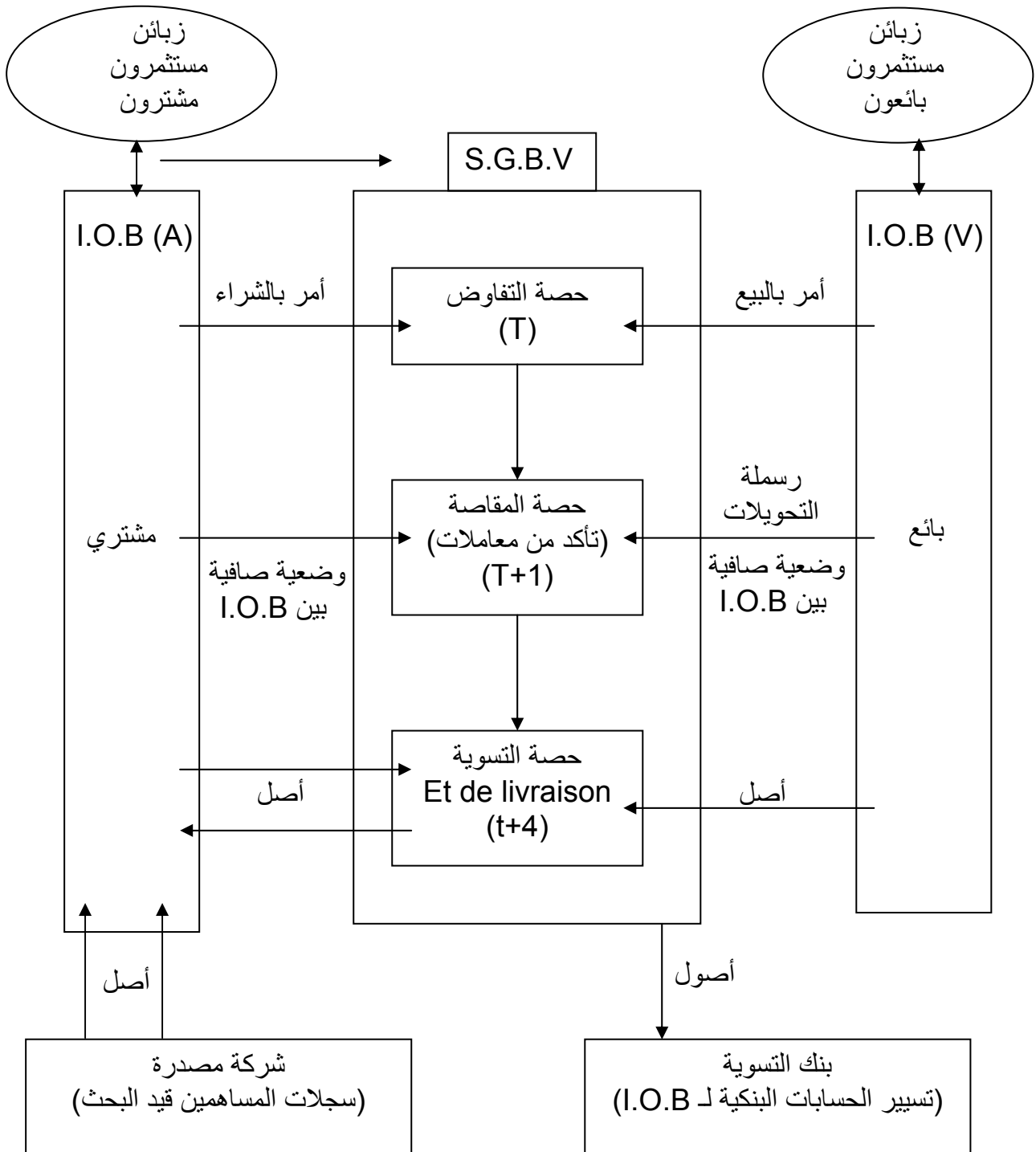
يستلم الشاري و البائع بعد إنجاز الصفقة إشعارا بالتنفيذ يؤكد خصائص العملية و تنفيذها.

تكلفة الأمر:

تتطلب عملية تداول الأوامر في البورصة و تنفيذها تدخل العديد من الأشخاص و اللجوء إلى استعمال وسائل مادية، و يجب إذن سداد عمولة مقابل هذه الخدمة تدعى السمسرة.

و تقيد السندات حساب المؤتمن المركزي على السندات (Algérie Clearing) المكلفة بحفظ و تداول القيم المنقولة لحساب المصدرين و الوطاء [91] ص(03).

الشكل رقم 09: السير العام لبورصة الجزائر [80] ص(16)



2.3. واقع بورصة الجزائر

سنتعرض في هذا المبحث إلى:

- قبول القيم المنقولة المتداولة في البورصة
- الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

1.2.3. قبول القيم المنقولة المتداولة في البورصة

1.1.2.3. شروط قبول القيم المنقولة

تحدد شروط قبول القيم المنقولة للتداول في السوق بموجب النظام العام للجنة رقم 97 – 03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997.

يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول.

و لقد ضبط النظام العام مقاييس القبول كما يأتي:

- يجب على الشركة أن تنشر نسختين من حساباتها الاجتماعية (جدول حسابات النتائج و الميزانية المالية)، المتعلقة بالثلاث سنوات الأخيرة من نشاطها [92] ص(103).
- تقديم تقرير تقييمي لأصولها يعده خبير محاسب مستقل.
- يجب أن تكون أسهم الشركة مدفوعة قيمتها بكاملها.
- يجب أن تكون السنة المالية الأخيرة رابحة.

فيما يخص قيم موضوع القبول [93] :

- القيم المنقولة يجب أن تصدرها شركة ذات أسهم.
- يجب تحرير كل الأسهم.
- القيم المعطاة المتعلقة برأس المال لا يمكن قبولها في السوق السندي إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها هي ذاتها المقبولة في البورصة.
- الأسهم المعروضة على الجمهور يجب أن توزع على ما لا يقل عن 300 مساهم.

- إن أوراق الاقتراض موضوع طلب القبول يجب أن توزع بين 100 مكتسب على الأقل يوم إدخالها في مفاوضات البورصة.
- إن أوراق القرض المصدرة من طرف الدولة لا تخضع لشرط حد أدنى مسجل لا بالنسبة لقيمة الإصدار و لا لعدد المكتسبين.

فيما يخص الشركة الطالبة لقبول قيمها [94] ص(23):

- يجب أن يكون لديها رأسمال أكثر من 100.000.000 دج.
- يجب أن تقوم بنشر عدد من الأوراق يمثل 20 % على الأقل من رأسمالها الإجمالي.
- يجب أن تقوم بنشر أوضاعها المالية المصادق عليها لسنتين سابقتين و السنة الجارية التي قدمت خلالها طلب القبول.
- يجب أن تقدم مذكرة إعلامية تكون لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة قد صادقت عليها.
- يجب أن تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة السابقة للطلب.
- إذا كان لا بد من التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الأصول قبل دخولها في البورصة إذ يتعين عليها إعلام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بذلك.
- يجب أن تقدم تقريرا لتقييم أصولها معد من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر، غير محافظ حسابات الشركة.
- و يتعين عليها تبرير بنية المراجعة الداخلية و هذه البنية يجب أن تكون موضوع تقدير من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول المراقبة الداخلية للشركة.

2.1.2.3. إجراءات القبول

يحدد النظام العام ثلاث أنواع من إجراءات الإدخال و هي :

- الإجراء العادي.
- العرض العمومي للشراء.
- العرض العمومي للبيع.

1.2.1.2.3. الإجراء العادي

هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزعا بما فيه الكفاية على الجمهور، بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق، انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة استنادا إلى شروط السوق [88] ص(07).

2.2.1.2.3. العرض العمومي للشراء (OPA)

العرض العام للشراء هو عملية تتم في البورصة و تقضي بأن يعلن مستثمر ما (فرد أو مؤسسة) عن نيته في الاستيلاء على شركة مساهمة أخرى بشراء أسهمها الموجودة لدى الجمهور، بسعر عادة ما يفوق السائد في البورصة، و ذلك خلال فترة محددة [38] ص(105).

إذا كان هذا الشراء مقابل دفع نقدي فإننا أمام حالة العرض العمومي للشراء، و أما إذا كان هذا الشراء مقابل أوراق مالية أخرى فإننا نكون أمام حالة العرض العمومي للتبادل.

شروط العرض العمومي للشراء: يتم الترخيص لهذا العرض من طرف هيئات سوق رأس المال، و يتضمن ملف موضوع الطلب الوثائق التالية [93]:

- التعريف أو التسمية الاجتماعية لصاحب المبادرة.
- الهدف المرسوم من طرف صاحب المبادرة لهذه العملية.
- عدد الأوراق المالية التي يملكها.
- عدد الأوراق المالية المقدرّة للشراء.
- الأخذ بعين الاعتبار لتطلعات الشركة الخاصة بالسياسة الصناعية، المالية و التجارية و وجود أو عدم وجود اتفاق مع مسيري تلك الشركة.

3.3.1.2.3. العرض العمومي للبيع

العرض العام هو عرض للاكتتاب في إصدار جديد من الأوراق المالية بسعر عرض ثابت يطرح على عامة المستثمرين، و عادة ما يستعين مصدر الورقة المالية بمؤسسة أوراق المالية كفيلة أو بنك استثماري لإدارة الإصدار نيابة عنه [95] ص(106).

النظام العام في بورصة الجزائر يعرف نوعين من العروض العمومية للبيع:

• العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: سعر العرض يقترح في هذه الحالة سعر أدنى محدد من طرف الشركة المصدرة. هذا الإجراء يشبه كثيرا البيع بالمزايدة، حيث أن السوق يكون على معرفة بعدد الأوراق المقترحة و بسعر أدنى الذي من خلاله يقبل المدخلون التنازل عنها يوم الإدخال [96] ص(16).

• العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: هو الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المدخلون للتنازل عنها [88] ص(07).

2.2.3. الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

1.2.2.3. القرض السندي لسوناطراك

تم إصدار القرض السندي لسوناطراك في جانفي 1998 ليكون أول عملية في سوق رأس المال الجزائري، حيث أن نجاحه فتح الأبواب على الشركات الأخرى لدخول البورصة من أجل رفع رأسمالها الاجتماعي عن طريق العرض العمومي للادخار (الرياض سطيف في نوفمبر 1998) و فتح رأس المال عن طريق العرض العمومي للبيع (مجمع صيدال في فيفري 1999) و فندق الأوراسي في جوان 1999 [97] ص(13).

و يمكن أن نلخص عملية الإصدار فيما يلي:

- مبلغ الإصدار هو 05 مليار دج.

- سعر السند: ثلاث حقوق بقيم اسمية موزعة كما يلي: • 50.000 حق بقيمة 10.000 دج.

• 40.000 حق بقيمة 50.000 دج.

• 25.000 حق بقيمة 100.000 دج.

- علاوة الإصدار 2,5% من القيمة الاسمية.

- سعر الفائدة السنوي 13%

- مدة السند 5 سنوات ابتداء من 1998/01/04.

- فترة الاكتتاب: من 1998/01/10 إلى 1998/02/28.

2.2.2.3. مؤسسة الرياض سطيف

مؤسسة الرياض سطيف أنشئت سنة 1983 بعد إعادة هيكلة الشركة الوطنية لإنتاج السميد، طحن الحبوب، صناعة العجائن الغذائية و الكسكس المعروفة ب(SEMPAC) سنة 1982، هذه الشركة تحولت سنة 1990 إلى شركة ذات أسهم برأسمال قدر آنذاك بـ 100 مليون دينار.

و في إطار خصوصية المؤسسات العمومية فقد منح المجلس الوطني لمساهمات الدولة موافقته في 05 فيفري 1998 لمؤسسة الرياض سطيف على دخولها البورصة و ذلك بغية رفع رأسمالها الاجتماعي.

حيث حدد المبلغ المعروض بـ 01 مليار دج، و يمثل هذا المبلغ ما نسبته 25 % من رأسمالها الاجتماعي و هو مقسم على 01 مليون سهم، و قدرت قيمة كل سهم بـ 1000 دج.

فترة افتتاح الاكتتاب بدأت في 02 نوفمبر 1998 و انتهت في 15 ديسمبر 1998، و كان الهدف من هذه العملية هو [98] ص(19):

- رفع قدرات إنتاج المؤسسة.
- إدخال آلات و ماكنات جديدة لتحسين عملية الشحن على مستوى المطاحن.
- تحسين الإنتاج من خلال جلب آلات جديدة.
- تحسين تسيير الفروع من خلال إدخال المعلوماتية.

3.2.2.3. مؤسسة صيدال

انبثق مجمع صيدال بعد إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسة الصيدلانية المركزية الجزائرية سنة 1982، ثم أدمج إلى هذه الأخيرة سنة 1987 مركب إنتاج المضادات الحيوية بالمدينة.

وفي فيفري 1996 أصبحت المؤسسة بموجب إعادة الهيكلة الصناعية تحت سلطة الشركة القابضة العمومية – كمياء صيدلة – باسم مجمع صيدال حيث تتكفل الشركة بملكية وتسيير رأسمالها الاجتماعي كلية.

وفي فيفري 1997 تبنى المجمع برنامج تصحيحي جعله يحقق نتائج قياسية من حيث المنتجات والمبيعات، حيث بلغت نسبة النمو 23 %.

وفي فيفري 1998 تحولت الشركة إلى مجمع صناعي تحت تسمية المؤسسة العمومية الاقتصادية، شركة ذات أسهم المجمع الصناعي - صيدال، حيث في نفس السنة تم عقد اجتماع بين المجلس الوطني لمساهمات الدولة والشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة بهدف الخوصصة الجزئية لصيدال عن طريق تحويل 20 % من رأسمالها الاجتماعي للعرض العمومي للدخار وذلك بمساعدة مكتب دراسات كندي (أرثور أندرسون) في تحضير المذكرة الإعلامية لدخول البورصة.

وخلال الفترة ما بين 15 فيفري و 15 مارس 1999 قام المجمع بعرض مليوني سهم للاكتتاب العام بقيمة اسمية 250 دينار جزائري للسهم الواحد.

وقد لقيت عملية طرح الأسهم للاكتتاب قبولا واسعا من طرف المساهمين، خاصة من طرف الأشخاص الطبيعيين أين بلغت نسبة الاكتتاب أكثر من 89 بالمائة، وهذا ما أعطى للمجمع شهرة وائتمان كبيرين.

وبعد تسليم شهادات الأسهم للمساهمين الجدد تم دخول مجمع صيدال إلى البورصة فعلا بتاريخ 17 جويلية 1999 ، وكانت أول تسعيرة بتاريخ 20 سبتمبر 1999 .

دخلت مؤسسة صيدال البورصة بـ 20 % من رأسمالها الاجتماعي في 1998، عن طريق العرض العمومي للبيع و التي تظهر خصائصه فيما يلي [98] ص(29):

- التسمية الاجتماعية: المجمع الصناعي صيدال.
- نوع النشاط: مجمع عمومي للكيمياء الصناعية.
- الرأسمال الاجتماعي: 2.500.000.000 دج ، مقسم على 10.000.000 سهم بقيمة اسمية 250 دج/السهم.
- الكمية المعروضة 2.000.000 سهم أي ما يعادل 20 % من الرأسمال الاجتماعي.
- القيمة الاسمية للسهم: 250 دج .
- سعر العرض: 800 دج.
- فترة العرض: من 15 فيفري 1999 إلى 15 مارس 1999.

4.2.2.3. فندق الأوراسي

شيد فندق الأوراسي في 02 ماي 1975 و كان تحت تصرف الشركة الوطنية للسياحة، و في 12 فبراير 1991 تحول إلى مؤسسة عمومية اقتصادية مستقلة على شكل شركة ذات أسهم برأسمال قدره 400 مليون دج.

و طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال انعقاده في 05 فيفري 1998 في إطار الخصوصية، و الأمر رقم 95 - 22 بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، أقرت الجمعية العامة غير العادية بتاريخ 21 جوان 1998 لفندق الأوراسي و بعد اقتراح مجلس إدارة الفندق إدماج جزء من رأسماله في البورصة.

و يمكن أن نوجز مختلف خصائص العرض العمومي للبيع لفندق الأوراسي فيما يلي:

- الاسم التجاري : فندق الأوراسي.

- الرأسمال الاجتماعي: 1.500.000.000 دج مقسمة على 6.000.000 سهم بقيمة اسمية 250 دج للسهم.

- الكمية المطروحة: 1.200.000 سهم و هي تمثل 20 % من الرأسمال الاجتماعي.

- سعر العرض: 400 دج.

- فترة العرض: من 15 جوان 1999 إلى 15 جويلية 1999.

3.3. تقييم أداء بورصة الجزائر

سنعرض في هذا المبحث إلى نشاطات سوق القيم المنقولة و أداء بورصة الجزائر و أهم العراقيل التي توجهها و كيفية تطويرها

1.3.3. نشاط سوق القيم المنقولة

و في هذا المطلب نقوم بتقييم سوق الأسهم، أداء البورصة، و تقييم السوق السندية.

1.1.3.3. تقييم سوق الأسهم

لتقييم سوق الأسهم سوف نتعرض لعدد الأوامر المقدمة في السوق و حجم العرض و الطلب و تطور الأسعار فيها.

1.1.1.3.3. الأوامر المقدمة في السوق

لدينا الجدول التالي الذي يبين لنا عدد الأوامر المقدمة في بورصة الجزائر لسنتي 2004 و 2005.

الجدول رقم 07: عدد الأوامر المقدمة لسنتي 2004 و 2005.

عدد الأوامر لسنة 2005		عدد الأوامر لسنة 2004		الأسهم
بيع	شراء	بيع	شراء	
1	5	66	23	الرياض - سطيف
90	19	514	22	صيدال
45	66	96	99	نزل الأوراسي
136	90	676	144	المجموع

من خلال الجدول نلاحظ أن مجموع الأوامر لسنة 2004 بلغ 820 أمرا مقابل 1545 أمرا سنة 2003 حيث سجل انخفاض في عدد الأوامر بنسبة 48 % ، منها 676 أوامر بالبيع وتمثل ما نسبته 82 % من مجموع الأوامر، أما في سنة 2005 فقد سجل ما مجموعه 226 أمرا منها 136 أمرا بالبيع و تمثل نسبة 60.17 % من مجموع الأوامر المعروضة في السوق، و بمقارنة مجموع الأوامر في سنة 2005 مع سنة 2004 فنلاحظ وجود انخفاض قدرت نسبته 72.43 % .

2.1.1.3.3. حجم العرض و الطلب

لدينا الجدول التالي الذي يبين لنا حجم العرض و الطلب لسنتي 2004 و 2005

الجدول رقم 08: حجم الطلب و العرض لسنتي 2004 و 2005.

الأسهام	طلب و عرض الأسهم لسنة 2004		طلب و عرض الأسهم لسنة 2005	
	الطلب	العرض	الطلب	العرض
الرياض – سطيف	6397	9045	5000	4
صيدال	6776	72667	17373	17207
نزل الأوراسي	294100	22769	178005	11780
المجموع	307273	104481	200378	28991

نلاحظ من خلال الجدول أن الطلب الإجمالي المعروض في السوق يفوق العرض الإجمالي في سنة 2004، حيث بلغ مجموع حجم الطلب 307273 سهم مقابل 236607 سهم سنة 2003 حيث ارتفع بنسبة 30 %، أما العرض الإجمالي ف سجل انخفاض نسبته 33 % حيث بلغ سنة 2004 حوالي 104481 سهم مقابل 156911 سهم سنة 2003.

و في سنة 2005 انخفض حجم الطلب بنسبة 34.80 % حيث بلغ 200378 سهم للبيع مقابل 307273 سهم سنة 2004، و أما العرض الإجمالي فقد انخفض بنسبة 72.25 % ليبلغ 28991 سهم مقابل 104481 سهم سنة 2004.

ما يلاحظ من خلال هذا الجدول أن الطلب الإجمالي يفوق العرض و ذلك يحد من سيولة الأوراق المالية حيث يفضل أغلبية المستثمرين الاحتفاظ بالأوراق المالية بدل بيعها و بالتالي المساهمة بقدر كبير في تثبيط نشاط البورصة بدل إنعاشها.

3.1.1.3.3. تطور الأسعار

لدينا الجدول التالي الذي يبين لنا تطور الأسعار لسنوات 2003-2004-2005.

الجدول رقم 09: تطور الأسعار خلال السنوات 2003-2004-2005.

2005	2004	2003	
-	1050 – 1000	1050 – 945	الرياض – سطيف
360 – 345	365 – 345	470 – 380	صيدال
300 – 265	280 – 260	270 – 250	نزل الأوراسي

من خلال الجدول أعلاه فإن الأسعار الدنيا المسجلة في سنة 2003 كانت 945 دج و 380 دج و 250 دج بالنسبة للشركات المسعرة الثلاث: الرياض سطيف، صيدال و نزل الأوراسي، 59% ، 53% ، على التوالي مقارنة بأسعار الإدخال التي كانت على الترتيب 2300 دج، 800 دج، 400 دج.

أما في سنة 2004 كانت الأسعار الدنيا المسجلة 1000 دج و 345 دج و 260 دج بالنسبة للشركات المسعرة الثلاث، أي سجل انخفاض قدر بنسبة 56% ، 57% ، 35% على التوالي مقارنة بأسعار الإدخال.

و أما في سنة 2005 فكانت الأسعار الدنيا المسجلة 0 دج و 345 دج و 265 دج بالنسبة للشركات المسعرة الثلاث، أي سجل انخفاض قدر بنسبة 0% ، 57% ، 43% على التوالي مقارنة بأسعار الإدخال.

2.1.3.3. أداء بورصة الجزائر

1.2.1.3.3. مؤشر أسعار الصندوق

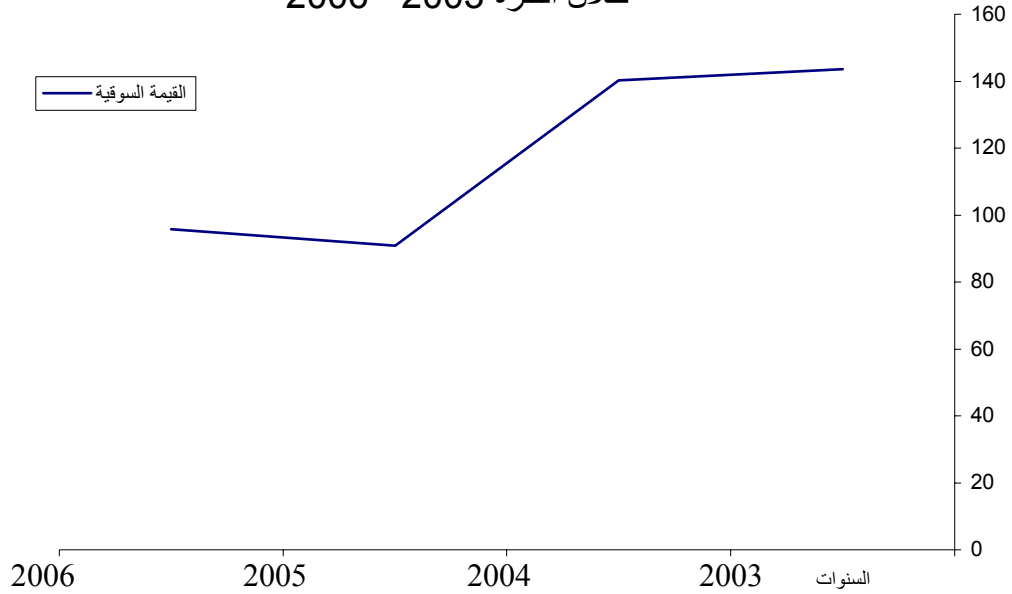
شكل رقم 10: مؤشر أسعار الصندوق ببورصة الجزائر
خلال الفترة 2003-2006



- أظهر مؤشر أسعار الصندوق ببورصة الجزائر في نهاية عام 2003 ارتفاعا طفيفا بلغت نسبته 0.4 % مقارنة مع العام الذي سبقه.
- أما في نهاية العام 2004 فقد انخفض بنسبة 2.3 % مقارنة بالعام 2003، ثم ارتفع هذا المؤشر سنة 2005 بنسبة 5.2 % مقارنة بالعام 2004.
- لينخفض خلال عام 2006 بنسبة 35.1 % مقارنة بسنة 2005.

2.2.1.3.3. أحجام السوق

شكل رقم 11: تطور القيمة السوقية
خلال الفترة 2003 - 2006

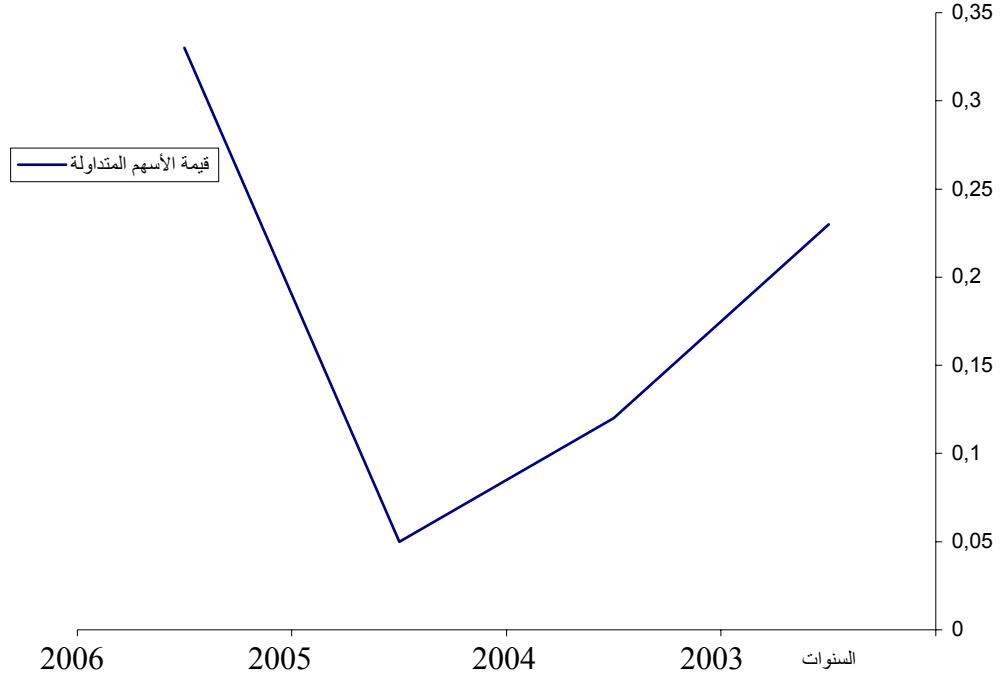


لقد بلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة في نهاية عام 2003 لتبلغ حوالي 143.6 مليون دولار، و بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة ثلاث شركات حيث تعتبر هذه النسبة متدنية جدا مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى.

- و في سنة 2004 سجل انخفاض في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة بنسبة 2.3 % مقارنة بالعام 2003 لتبلغ حوالي 140.3 مليون دولار، و لم يطرأ أي تغيير على عدد الشركات المدرجة.
- أما في سنة 2005 فقد واصلت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة البالغ عددها ثلاث شركات انخفاضها بنسبة 35 % مقارنة بالعام 2004 لتبلغ حوالي 90.8 مليون دولار.
- ثم ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في نهاية عام 2006 بنسبة 5.4 % مقارنة بالعام 2005 لتبلغ حوالي 96 مليون دولار، وقد سجل في هذه السنة شركتين مدرجتين في البورصة بعد انسحاب شركة الرياض سطيف بعد المشاكل التي كانت تتخبط فيها حيث حالت دون بقاءها في البورصة.

3.2.1.3.3. أحجام التداول

شكل رقم 12: القيمة السوقية للأسهم المتداولة



- بلغت قيمة الأسهم المتداولة سنة 2003 حوالي 230 ألف دولار حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة 40 ألف سهم.
- و في سنة 2004 انخفضت أحجام التداول بنسب كبيرة إذ انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 47.1 % مقارنة بالعام 2003 لتبلغ حوالي 120 ألف دولار، حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 43.8 % مقارنة بالعام 2003 ليبلغ حوالي 22 ألف سهم.
- أما في سنة 2005 فقد سجل انخفاض كبير في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 60 % مقارنة بالعام 2004 لتبلغ حوالي 48 ألف دولار، أما عدد الأسهم المتداولة خلال نفس العام انخفض بنسبة 44 % ليبلغ حوالي 12 ألف سهم.
- و في سنة 2006 شهدت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ارتفاعا بنسبة 601.5 % مقارنة بالعام 2005 لتبلغ حوالي 334 ألف دولار، و في المقابل ارتفع عدد السهم المتداولة خلال نفس العام بنسبة 417.1 % ليبلغ حوالي 64 ألف سهم مقابل 12 ألف سهم تم تداوله خلال العام الماضي.

3.1.3.3. تقييم السوق السنديّة

شهدت السوق السنديّة إصدارات معتبرة أثناء سنة 2005 حيث أصدرت 07 قروض سنديّة خلال السنة، و لقد تم رفع مبلغ 62.72 مليار دينار في سنة 2005 مقابل مبلغ 44.89 مليار دينار في سنة 2004 أي تسجيل ارتفاع بنسبة 40 % .

و يرجع هذا التطور الكبير الذي شهدته السوق السنديّة إلى لجوء العديد من المؤسسات الكبرى إلى هذا السوق من أجل تمويل استثماراتها المستقبلية.

*العمليات المنجزة:

• قروض سونلغاز السنديّة: فقد أصدرت الشركة قرضين سنديين، حيث أصدر الأول في شهر مارس من سنة 2005 و الثاني بين شهري ماي و جويلية من نفس السنة.

و الهدف من إصدار هذين القرضين هو تمويل الاستثمارات المتصلة بإنتاج الكهرباء و نقل الكهرباء و الغاز و توزيعهما.

و القرض السندي الأول بمبلغه 10 ملايين دينار مخصص للبنوك و المستثمرين المؤسسين و هو يحتوي على جزئين:

- جزء أول بمبلغه 01 مليار و 800 مليون دينار بنسبة 3.5 % و مدة إنضاج قدرها 07 سنوات و يتعلق الأمر بإعادة فتح السند بـ 07 سنوات و الذي أصدرته الشركة في شهر ديسمبر من سنة 2004.

- جزء ثاني بمبلغه 03 ملايين دينار بفائدة اسمية نسبتها 4.2 % و مدة إنضاج قدرها 11 سنة.

و أمل القرض السندي الثاني فكان بمبلغه 15 مليار و 09 ملايين دينار، و كان هذا القرض موجه إلى الجمهور حيث شهد إقبالا منقطع النظير إلى درجة أن مدة الاكتتاب المقررة على مدى شهر كامل أقيمت بعد مدة 15 يوما من افتتاحها، و كان هذا القرض الذي تبلغ مدة إنضاجه 06 سنوات مقرونا بنسبة سنوية تدرجية (3.50 % ، 3.75 % ، 4.00 % ، 4.25 % ، 5.00 % ، 7.00 %).

• القرض السندي للخطوط الجوية الجزائرية:

الخطوط الجوية الجزائرية أصدرت في مارس 2004 أول قرض سندي في السوق المالي الوطني بمبلغ 4,4 مليار دينار موجهة لتمويل أسطولها الجوي.

و يمكن أن نوجز مختلف خصائص السند القرضي الأول فيما يلي [99]:

مبلغ الإصدار و عدد السندات المصدرة:

المبلغ الإسمي للقرض هو 4.400.000.000 دج مقسمة على 440.000 سند عادي بقيمة اسمية 10.000 دج للسند.

هذا القرض أصدر على مرحلتين:

- القرض الأول بمبلغ 1.800.000.000 دج يحمل فائدة إسمية (3 %) ، حيث أن هذه الأصول تعوض سنويا بالتسلسل بسعر 450.000.000 دج (01 أبريل 2005 ، 2006 ، 2007 ، 2008).
- القرض الثاني بمبلغ 2.600.000.000 دج يحمل فائدة اسمية (3.75 %) لمدة 5 سنوات أي حتى 01 أبريل 2009.

الفائدة من هذه العملية بالنسبة للمستثمر:

- وفقا للمادة 26 من قانون المالية لسنة 2004 فإن الأصول المصدرة الأقل من 5 سنوات معفاة من الضرائب.
- الأصل المكتتب فيه له عائد أفضل من التوظيفات التتابعية الموجودة في السوق و تمنح أمان أفضل في التوظيف.
- القرض السندي يشكل كضمان من الضمانات لفائدة الكتل السندية الأخرى.
- في حالة الحاجة إلى السيولة، يحق للمكتتبين مفاوضة أصولهم في أي وقت لدى الوسطاء المعتمدين.
- الاكتتاب ليس محدد بسقف، إذ يستطيع المكتتبون شراء ما يشاؤون.

الفائدة من العملية:

هذه العملية تساعد في تطوير الاقتصاد على المستوى الكلي، حيث أن برنامج اقتناء الطائرات هو استراتيجية للاقتصاد الوطني و قد تم تمويله بالعرض العمومي للاذخار حيث ساهمت هذه العملية في:

- المساهمة في إنعاش و تطوير السوق المالي الجزائري.
- منح المستثمرين فرص توظيف متاحاتهم النقدية في السوق الوطني و بالتالي المساهمة في تمويل الخزينة بجزء من فوائضهم.
- منح ديناميكية جديدة بين الأعوان الاقتصاديين.
- المساهمة في الحد من ارتفاع الدين الخارجي للبلاد و الحد من التضخم.

تدعيم نشاط بنك الجزائر في مجال التسوية و ذلك بتوفير السيولة اللازمة (العملة الصعبة) لعملية شراء الطائرات.

ثم عادت شركة الخطوط الجوية الجزائرية إلى السوق المالية في سنة 2005 بإصدارها قرض سندي مبلغه 12 مليار و 320 مليون دينار، و سمحت الأموال المرفوعة للشركة بتمويل عملية اقتناء طائرات جديدة، و كان هذا القرض موجه للبنوك و المستثمرين المؤسسين على مدة إنضاج قدرها 06 سنوات و بنسبة فائدة سنوية قدرها 4% .

• قرض سيفيتال السندي:

تعتبر سيفيتال الشركة الأولى من القطاع الخاص التي تلجا إلى السوق السندية من أجل رفع رأسمالها لتمويل قسم من مخطط تطويرها على مدى السنوات الثلاث القادمة، و تمثل سيفيتال مجموعة صناعية مندمجة يقوم نشاطها في الوقت الراهن على تكرير الزيت و السكر، و لها سمعة واسعة في سوق المواد الغذائية الأساسية.

لقد تم إصدار السندات على دفعتين [100] ص(25):

الدفعة الأولى من السندات تستحق بعد 5 سنوات و نسبة فائدة اسمية قدرها 3.75 % مع خيار التحصيل المسبق في السنة الثالثة.

أما الدفعة الثانية فستحق بعد 6 سنوات بنسبة فائدة اسمية قدرها 4.00 % مع خيار التحصيل المسبق في السنة الرابعة.

الهدف من العملية:

الهدف من إصدار القرض السندي بمبلغ 05 مليار دينار هو تمويل جزء من استثمارات سيفيتال، حيث أن التوقعات المحتملة من هذه العملية خلال فترة الخمس سنوات القادمة هي تحقيق فائض يفوق 90 مليار دينار، و سيستعمل في تمويل [101] ص(14):

- الاستثمارات في إطار تقوية وضعها وإحكامه في السوق و تكامل نشاطاتها في هذا الميدان (عملية سحق حبوب الصوجا، وعملية التوزيع).
- تطوير البيئة التنافسية في سوق التغذية الزراعية الجزائري الذي سينعكس لاسيما على مستوى احتياجات سير أصول المجمع ابتداء من سنة 2008.
- تطوير نشاط الأطباق الزجاجية.

• قروض اتصالات الجزائر السنديّة:

أصدرت اتصالات الجزائر قرضا سنديا مبلغه 06 ملايين و 500 مليون دينار، و كانت هذه الأموال موجهة إلى تمويل اقتناء تجهيزات جديدة تهدف أساسا إلى عصرنة شبكتها الخاصة بالهاتف النقال.

و قد اشتمل هذا القرض المخصص للبنوك و للمستثمرين المؤسسين على جزئين:

- جزء أول بمدة إنضاج قدرها سنتين و نسبة فائدة اسمية قدرها 2.75 % .
- جزء ثاني بمدة إنضاج قدرها 03 سنوات و نسبة فائدة اسمية قدرها 3.00 % .

• قروض المؤسسة الوطنية للحفر السنديّة:

المؤسسة الوطنية للحفر هي فرع من فروع سوناطراك تتدخل في مجال القطاع شبه البترولي و قد لجأت هذه المؤسسة إلى السوق السنديّة من خلال إصدار قرض سندي قدره 08 ملايين دينار.

و قد اشتمل هذا القرض المخصص للبنوك و للمستثمرين المؤسسين على جزئين:

- جزء أول مبلغه 4 ملايين و 80 مليون دينار بنسبة فائدة اسمية قدرها 3.00 % و مدة إنضاج قدرها 05 سنوات.
- جزء ثاني مبلغه 03 ملايين و 920 مليون دينار بنسبة فائدة اسمية قدرها 3.50 % و مدة إنضاج قدرها 06 سنوات.

2.3.3. العراقل التي تواجه نشاط البورصة

1.2.3.3. معوقات تتعلق بأنظمة وآليات عمل البورصة

- ضعف الأطر القانونية و التنظيمية:

و التي تعتبر من أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية حيث أنها تفتقر إلى النصوص القانونية الواضحة و الصريحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات و سير أعمالها و كشف حقيقة مراكزها المالية [102] ص(141).

و هذا ما يدفع بالكثير من المستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمار في البورصة نظرا لصعوبة إطلاعهم على الوضعية المالية للمؤسسة و مدى صمودها، خاصة و أن السوق تشهد منافسة كبيرة في ظل انضمام الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة و ما يترتب عليها من آثار على الشركات الجزائرية التي تعتبر في بداية مراحلها الأولى نحو الخصوصية، حيث أن شفافية المعلومات و الإفصاح المالي يعتبران ضرورة ملحة لتطور أي سوق مالي، فالنظام المعلوماتي الجيد يتيح كافة المعلومات المالية و المحاسبية المتعلقة بالشركة و يجعلها في متناول المستثمرين.

- ضعف الكفاءة المعلوماتية للبورصة:

يعاني جهاز المعلومات في بورصة الجزائر من قلة مصادر المعلومات، إضافة إلى صعوبة الوصول إلى المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المدرجة في البورصة وكذا تطور الأسعار، بالإضافة إلى مدى مصداقية المعلومة التي يتم الحصول عليها من التقارير السنوية الخاصة بالمؤسسات، وهذا ما يدل على عدم شفافية وكفاءة المعلومات في بورصة الجزائر.

وعليه، فإن نظام المعلومات ببورصة الجزائر يعاني من قصور في المجالات الآتية [103]

ص(333):

- عدم وجود دراسات وإحصائيات دقيقة عن تطور أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

- عدم وجود سماسرة وصناع السوق يتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية.

- عدم وجود رقابة وإفصاح مالي دقيق عن شركات المساهمة وقصور في مهنة تدقيق الحسابات.

- عدم وجود إشارات مدربة لموظفي البورصة للعمل كوسطاء وسماسة في هذا المجال.
- البطء الكبير في تسوية الصفقات، حيث يستغرق إنهاء الصفقة ثلاثين يوما، بينما المعايير المعمول بها دوليا لا تتعدى ثلاثة أيام.
- عدم وجود أسعار معلنة وواضحة عن الأسهم المتعامل بها بين المواطنين، إضافة إلى غياب الإعلام المتخصص في مواضيع سوق الأوراق المالية.
- و من خلال ما سبق، يتضح أن رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة يتطلب القيام بدراسات معمقة من جميع الجوانب والتي قد تقود إلى نتائج تعالج القصور المتعلقة بتسيير أنشطة وتداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

● انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية: مقارنة بالعائد على أوجه الاستثمار الأخرى حيث ارتفعت أسعار الفائدة على الودائع بأجلها المختلفة على منوال أسعار الفائدة الدولية في وقت بقي فيه النظام الضريبي على ما هو عليه [76] ص(60).

حيث تبقى بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن توفير الجو الملائم لتحقيق أكبر عائد و يرجع ذلك إلى أن السوق المالي الجزائري مازال في مراحله الأولى من الإصلاح و لم يحن الوقت ليصبح سوق فتي أو ناشئ.

● غياب المنافسة داخل البورصة: إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا و نهجها نحو اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، و هو ما لا نجده في واقع الاقتصاد الجزائري الذي يطغى عليه القطاع العام، حيث أن تأخر عمليات الخصخصة التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة زاد من عرقلة نموها و تطورها إضافة إلى أن أغلب المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن، و هو ما يتعارض مع قوانين البورصة التي تشترط في الشركة أن تكون شركة ذات أسهم [104] ص(186).

فمن الواضح أن تطور السوق المالية في الجزائر مرتبط بشكل كبير بمسار الخصخصة، فبالرغم من أن هناك بعض الاهتمام من القطاع الخاص للبورصة إلا أن ضبابية المنظومة المالية التي تشهدها الجزائر و ما صاحبها من اهتزازات في القطاع المصرفي جعلت هذه الأخيرة مترددة في دخول هذه المغامرة.

2.2.3.3. معوقات تتعلق بالمحيط البورصي

- هيمنة القطاع العام وعدم نجاعة مؤسساته:

يمثل القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية، وأهم ما يتميز به هذا القطاع ما يلي [103] ص(335):

- غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى 50% في أحسن الحالات ويد عاملة غير مؤهلة.

- دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية ونظام تحفيز الأجور غير فعال مع إضفاء الطابع الاجتماعي على سياسة التوظيف.

- عدم خضوع تعيين مسيري المؤسسات العمومية إلى شروط موضوعية اقتصادية بل يخضع لاعتبارات غير اقتصادية منها الولاء...إلخ.

- أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن الشيء الذي يحول دون إمكانية إدراج هذه المؤسسات في البورصة باعتبار أن من بين شروط دخول المؤسسات العمومية وتطهيرها وتحويلها إلى شركات ذات أسهم قبل قيدها في البورصة وهذا من شأنه أن يرفع من عدد الشركات في البورصة، ويبعث فيها ديناميكية وحركية جديدة.

- التضخم و تذبذب النقود: لا شك أن تذبذب النقود و بالتالي قيمة الاستثمارات من شأنه أن يعرقل إقامة مشروعات جديدة، فالمقرض الذي يقدم دولارا اليوم لا يعرف ماذا سوف تكون قيمته بعد 3 أو 10 سنوات وهذا ما يؤدي إلى إحجام المقرضين عن شراء أسهم أو سندات وبالتالي التأثير في تمويل المشروعات [105] ص(98).

ولاشك أن قوة النشاط المالي وزيادته متوقفة على مدى الثقة في اقتصاد الدولة ذاتها ومدى الثقة في الشركة المقترضة وقوة عملة الدولة ذاتها المطروح فيها الأسهم أو السندات، كما أن ارتفاع نسبة التضخم يبعد المستثمرين عن شراء العقارات والأراضي التي ترتفع أسعارها مباشرة في مثل هذه الحالات.

و لاشك أن قيمة العملة في السوق الدولية تؤثر على الإصدارات الدولية ، فقد ترتب على انهيار سوق الدولار ركود في الأوراق المالية الدولية بالنسبة للإصدارات الصادرة بالدولار في حين أدى ارتفاع وثبات قيمة المارك الألماني والفرنك السويسري والين الياباني إلى تنشيط هذه الأسواق وزيادة الإقبال عليها في شراء أو تداول أوراقها المالية.

● ضعف الحوافز الجبائية

تخضع الشركات في الجزائر إلى الضريبة على أرباح الشركات بواقع 30% من إجمالي أرباحها السنوية، وهو ما يؤدي إلى تخفيض الأرباح الموزعة على المساهمين، إضافة إلى خضوع التوزيعات عند تحويلها للمساهمين إلى الضريبة على الدخل الإجمالي، الشيء الذي يدفع بالمستثمرين إلى التهرب الضريبي أو البحث عن بدائل استثمارية أخرى عادة ما تكون السوق الموازية [103] ص(336).

وإضافة إلى الضغط الجبائي، ما يلاحظ على النظام الضريبي الجزائري هو غياب التحفيزات الممنوحة للشركات المقيدة في البورصة.

3.2.3.3. معوقات اجتماعية و سياسية و دينية

● الظروف السياسية و الاجتماعية: لاشك أن الظروف السياسية و الاجتماعية التي تعيشها الدولة أدى إلى عدم القدرة على التأكد بالنسبة للتطورات الاقتصادية و المالية في داخل كل دولة ، وقد أدى هذا إلى حرص المدخرين وبالذات صغارهم على عدم الاكتتاب في أسهم أو سندات مطروحة في السوق المالية الدولية، كل هذه الظروف وعدم التأكد من استقرارها أو ثباتها نسبيا يعتبر من معوقات تنمية السوق إذ يدفع المدخرين غالبا إلى تفضيل إيداع مدخراتهم في البنوك المحلية حتى ولو كانت نسبة الفائدة أقل كثيرا من نسبة الفائدة إذا ما تم التوظيف في شراء سندات من السوق المالي الدولي [105] ص(98).

● عدم توافر الوعي الكامل بمميزات التعامل في الأدوات المالية الجديدة في أسواق المال لدى شريحة كبيرة من أبناء المجتمع [70] ص(36).

إذ أن غياب الثقافة البورصية لدى فئة واسعة من جمهور المستثمرين يجعلهم غير واثقين في استثمار أموالهم في سوق تعتبر حديثة النشأة لديهم، حيث أثبتت التجارب التي عاشتها الجزائر و خاصة الهزات التي عرفها النظام المصرفي الجزائري و ما خلف وراءه من فضائح

جعل شريحة كبيرة من المستثمرين يعزفون عن الدخول في مغامرة جديدة يجهلون مصير أموالهم فيها.

- العامل الديني: كما هو معلوم فإن للكثير من العائلات الجزائرية نظرة دينية فيما يتعلق بالتعامل في السوق المالي و بخاصة السندات التي يعتبر عائدها ثابت ، و بالتالي هناك فوائد ربوية تنجر عنها، و هو ما يدفع بالكثير من المستثمرين إلى العزوف عنها باعتبارها فوائد محرمة شرعا و هو ما يدفع بهم إلى البحث عن أدوات استثمارية أخرى غير البورصة لتوظيف أموالهم و بالتالي تهميش دور البورصة في عملية التنمية الاقتصادية.

3.3.3. آفاق تطوير بورصة الجزائر

- الإفصاح المالي: يعتبر الإفصاح المالي من أهم شروط حرية السوق و ضمان الفرص المتكافئة فيها، و القضاء على محاولات الغش و التلاعب [102] ص(148).

حيث أن ذلك من شأنه أن يوفر كافة المعلومات و البيانات المتعلقة بنشاط الشركة و بالتالي الإطلاع على وضعيتها المالية و هذا ما يسمح للمستثمر اختيار الشركة التي يريد أن يوظف فيها أمواله.

- أنظمة التداول: تلعب أنظمة التداول دورا مهما في تطوير و تنشيط السوق المالي، فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار و نشاط التداول، و لذلك فإنها و كلما ازدادت كفاءتها ستساهم بشكل أفضل في تحسين التعريف بالسوق و زيادة المنافسة و تعزيز السيولة [106].

حيث أن الشبكة المعلوماتية المتطورة تساهم بقدر كبير في تحسين تدفق المعلومات بكفاءة والتي تجعل الأسعار تستجيب لها بسرعة و بالتالي تخفف من أعباء المقاصة و التسوية، و يلاحظ في الجزائر أن النظام المتداول في إطار سوق غير منتظم و بشكل يدوي، و من أجل تنشيط السوق المالي في الجزائر و جب العمل بنظام تداول في إطار متطور و قائم على شبكة إلكترونية للتداول بين الوسطاء.

- تطوير أنظمة الحفظ المركزي والتسوية:

يمثل نظام مقاصة وتسوية عمليات تداول الأوراق المالية الحكومية إلى جانب أنظمة التداول الركن الأساسي للبنية التحتية اللازمة لسوق الأوراق المالية الحكومية ويتوقف تصميم هذا النظام على اعتبارات عديدة تتصل بمخاطر النظام المالي والمصرفي ومستوى المنافسة في السوق وطبيعة المشاركين وبغض النظر عن هذه الاعتبارات فإن القواعد الأساسية تلزم بوجود حسابات للسندات الحكومية بما يقود إلى تعاملات لا ورقية بهذه السندات من شأن ذلك أن يساهم في تحسين سرعة وكفاءة عمليات تسوية الأوراق المالية الحكومية ويرتبط العمل بحسابات للأوراق المالية الحكومية بوجود نظام للحفظ المركزي لهذه الأوراق ويتواجد مثل هذا النظام في جميع الدول العربية باستثناء اليمن وتختلف تجارب الدول العربية فيما يتعلق بالجهة المكلفة بإدارة هذا النظام ، إن من أهم متطلبات نظام التسوية الكفاء لمعاملات تداول الأوراق المالية الحكومية إدخال العمل بمبدأ التسوية مقابل الدفع علما بأن تطبيق ذلك بكفاءة يتوقف على تسوية المدفوعات المرتبطة بعملية تداول الأوراق المالية الحكومية بالوقت المناسب في نظام المدفوعات [107].

و من شأن هذا النظام أن يساهم بقدر كبير في تطوير السوق المالي حيث يوفر مزايا كثيرة للمستثمرين يجعلهم في منأى عن تزوير المعاملات و التقليل من المخاطرة و توفير كافة المعلومات و البيانات المالية بدقة ، مما يتيح الفرصة للمستثمرين التعامل في الأوراق المالية بكل حرية و بالتالي تنشيط السوق المالي و زيادة درجة سيولته.

- توسيع قاعدة المستثمرين:

يمثل توسيع و تنويع قاعدة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية الحكومية واحدا من أهم محاور تطوير و تعميق هذه الأوراق كما يساعد هذا التوسيع الحكومة على زيادة فترات استحقاق سنداتها وخفض كلفة مديونيتها ولا يعود الأمر لمجرد الزيادة في حجم الاستثمارات من جراء ذلك على أهميتها بل للتمايز الذي يمكن أن يتحقق من خلال وجود توجهات مختلفة لأنماط الاستثمار لدى المستثمرين المختلفين و تفضيلاتهم فيما يتعلق بفترات الاستحقاق ونوع المخاطر وعادات التداول و أن هذا التمايز من شأنه أن يعزز من سيولة السوق من جهة ويخفف من حدة التقلبات من جهة أخرى وكذلك أن تنويع المستثمرين في أسواق السندات الحكومية يخلق الفرص أمام إدخال ابتكارات مالية جديدة لمقابلة الاحتياجات المختلفة لهؤلاء المستثمرين مما يساهم في زيادة عمق وكفاءة هذه الأسواق [107] .

- تهيئة بيئة داعمة لتطوير الأسواق المالية: إذ يتعين على رسمي السياسة أولا توفير الظروف اللازمة مثل الاستقرار الاقتصادي الكلي، و النظام القانوني الذي ينظم إجراءات التعامل في السوق المالي ، و نظام حديث للدفع لتخليص معاملات الأوراق المالية و تسويتها.
 - وجود جهاز مصرفي متكامل : يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية و نمو سوق الأوراق المالية، ذلك لأن المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة، و من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار و توفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، و كذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية و الطلب الحقيقي عليها.
- وينبغي على الجهاز المصرفي أن يتصف بمرونة عالية و قدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية، و كذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات و العمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.
- و من أجل تطوير الجهاز المصرفي الجزائري، ينبغي العمل على إزالة الفارق بين المصارف الأجنبية و المصارف المحلية الناتج عن استخدام التكنولوجيا في توفير الخدمات المصرفية، و البدء بالعمل الإلكتروني و معلوماتية المصارف، و كذا العمل على تحقيق نوع من الاندماج فيما بين البنوك الوطنية أو الشراكة المصرفية لمواجهة البنوك العملاقة في السوق المصرفية. و بموجب ذلك، يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز، و الذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية [103] ص(343).

خلاصة الفصل 3

لقد تعرضنا في هذا الفصل إلى بورصة الجزائر حيث قمنا بتحليل أداءها وخلصنا على النتائج التالية:

- تعتبر النظم و الأطر التشريعية لبورصة الجزائر ضعيفة وغير متحكمة في تسييرها.
- بورصة الجزائر تعتبر سوق غير ناشئ بمقارنته مع الأسواق المالية العربية الأخرى، حيث نجد أن حجم السوق في الجزائر لا يتعدى ثلاث شركات مدرجة في البورصة بينما عددها في الأسواق الخليجية يفوق ذلك كثيرا.
- إن هناك جملة من العراقيل حالت دون تطوير بورصة الجزائر، و أبرزها النظام المالي الجزائري الذي تعرض لعدة اهتزازات خلال الفترات القريبة السابقة نظرا لوجود عدة ثغرات أدت إلى التلاعب بأموال المستثمرين و المودعين في البنوك الجزائرية.
- بإمكان بورصة الجزائر أن تتطور و ذلك من خلال القيام بعدة إجراءات تسمح لها بهذا التطور مثل سن القوانين، و تنظيم عمليات الإفصاح، و نشر الوعي الاستثماري لدى الجمهور.

خاتمة

لقد تعرضنا في دراستنا هذه إلى محاولة إبراز أهمية الأسواق في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية مع الإشارة إلى أداء بورصة الجزائر و أهم العراقيل التي تواجهها و البحث عن الحلول المثلى لمعالجة هذه المشاكل حيث تعرضنا في دراستنا إلى المحاور التالية:

- عرض مفاهيم عامة حول الأسواق المالية من حيث ماهيتها و أنواع و كفاءة السوق المالي، مع محاولة إبراز الدور الاقتصادي للبورصة من خلال دراسة نشأة و تطور البورصة و دورها في الحياة الاقتصادية و أهم الوظائف الاقتصادية التي تلعبها، وكذلك الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة كالأسهم و السندات و الأوراق المهجنة، و كذا تنظيم و سير سوق الأوراق المالية من خلال دراسة المتدخلون في سوق الأوراق المالية و العمليات و الأوامر في البورصة، و نظام التسعيرة فيها.
- علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية في ظل العولمة من خلال إظهار مفهوم العولمة، أسبابها و مظاهرها، و آثارها على البلدان النامية و إبراز دور تمويل النشاط الاقتصادي في الأسواق المالية العربية، حيث تعرضنا على ماهية التمويل، و أنواع أنظمتها، و نشأة الأسواق المالية العربية و أداءها، و كذا العلاقة الموجودة بين الأسواق المالية و التنمية الاقتصادية من خلال دراسة مفهوم التنمية الاقتصادية، و علاقتها بالأسواق المالية و دور هذه الأخيرة في عملية التنمية.

- نشأة بورصة الجزائر من خلال التعرف على الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر، و القيم المتداولة فيها، و نظام التسعيرة و الإدراج في بورصة الجزائر، و كذا التعرض إلى واقع بورصة الجزائر حيث درسنا موضوع قبول القيم المنقولة المتداولة في البورصة، و أهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر و تحليل أدائها.

اختبار الفرضيات:

يتضح لنا من خلال هذه الدراسة أن الفرضيات التي صيغت أثبتت صحتها حيث خلصنا إلى أن الأسواق المالية تعتبر قناة تمويلية أساسية في تنشيط الدورة الاقتصادية ، كما أنها تعتبر مقياس تقدم أو

تخلف البلد، و أن البورصة في الجزائر لازالت في بداية انطلاقها و تحتاج إلى المزيد من الإصلاح لغرض تطويرها.

نتائج البحث:

من خلال دراستنا لهذا الموضوع خلصنا إلى النتائج التالية:

- تعتبر الأسواق المالية البيئة المناسبة لتمويل احتياجات الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في تمويل نشاطاتها الاقتصادية.
- تلعب الأسواق المالية دورا مهما في تطوير و تنمية الاقتصاديات الوطنية إذ تعتبر المحرك الأساسي لها.
- إصلاح القطاع المصرفي له علاقة وطيدة بعملية تطوير الأسواق المالية في الدولة.
- إن السوق المالي في الجزائر ما زال بعيدا كل البعد عن مواصفات السوق المالي الناشئ و ذلك لصغر حجمه و قلة عدد الشركات المدرجة فيه.

الاقتراحات:

- إصلاح النظم التشريعية بما يكفل تماشيها و تطور الأسواق المالية.
- تنظيم عمليات الإفصاح المالي و ذلك بنشر كافة البيانات المالية المتعلقة بالشركات المدرجة و جعلها في متناول الجمهور.
- ضرورة إصلاح النظام المصرفي باعتباره الركيزة الأساسية التي تقوم عليها الأسواق المالية.
- إصدار أدوات مالية جديدة من أجل تنويع عمليات الاستثمار في البورصة.
- رفع عدد الشركات المدرجة لأجل خلق المنافسة و تنشيط السوق المالي.
- نشر الوعي و ثقافة الاستثمار في البورصة و إعلام الجمهور عن مدى أهمية هذا الاستثمار و مساهمته في عملية التنمية الاقتصادية.
- تحديد دقيق لدور القطاع العام و انتهاء سياسة التدرج في الخصخصة، وتوفير الدعم القوي لبرنامج الخصخصة، وتوفير القناعة التامة به، وإعادة هيكلة القطاعات الخدمية في النواحي التشريعية والتشغيلية، وتوفير البيئة الاستثمارية الجاذبة لمواكبة طرح مشروعات الخصخصة، و تفعيل دور أسواق راس المال في استيعاب مخرجات الخصخصة، وإسهام المؤسسات المالية

الوسيط، والصناديق في تفعيلها، وتعبئة المدخرات لإنجاح برامجها، والتوعية بأهميتها، والتقييم المستمر لها، مع العمل على زيادة كفاءة القطاع الخاص وتدعيم الحرية الاقتصادية اللازمة لحركته.

- التفكير الجاد في إمكانية تطوير التقنيات والأدوات اللازمة للتحوط وإدارة المخاطر التي تصاحب عمليات الاستثمار في أسواق راس المال، مع التأكيد على الأدوات المالية الحديثة التي يطلق عليها المشتقات الاستثمارية.

أفاق البحث:

بعد تعرضنا لهذا الموضوع و دراسته و استخلاص النتائج منه وجدنا أن هذا الموضوع له مجال واسع للدراسات المستقبلية نذكر منها على سبيل المثال:

- دور الجهاز المصرفي في تنمية الأسواق المالية في ظل التطورات الراهنة.
- تفعيل دور الخوصصة كأداة لتنمية السوق المالي الجزائري.

قائمة المراجع

1.OLIVIER PICON, La bourse ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placement, Edition DOLLOZ ,14 édition, PARIS 2000.

2.صلاح الدين حسن السيبي ،بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، الطبعة الأولى، مصر 2003.

3.عاطف وليم أندراوس،السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2005.

4.اسماعيل أحمد الشناوي+عبد النعيم مبارك،اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر 2001.

5.جلال إبراهيم العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية ، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر 2003.

6.أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر 1998.

7.عبد النافع الزرري+غازي فرح،الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن 2001.

8.ضياء مجيد،البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها (الأسهم و السندات)،مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2003.

9.http://www.arab-api.org/course9/c9_1_5.htm

10.طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية ، مصر 2000.

11.أبني سعيد - البورصة ... مغارة "علي بابا" الجديدة: www.islamonline.net

12.Frank Thibault , La Bourse en ligne de A à Z, Micro application 1^{ere} édition, Décembre 2000.

13. Didier Vitrac , Parler Bourse en 2000 mots , Gualino éditeur, Paris 2002.

14. جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة للطبع ، الطبعة الأولى ، الجزائر 2002.

15. جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية النقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع عمان، ط1، الأردن 2002.

16. علي العمودي، الأسواق المالية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية- حالة الجزائر- ، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر 2002.

17. حسام الدين مصطفى: www.islamonline.net

18. وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 2003/2002.

19. الطاهر لحرش: ترويج الأوراق المالية و دوره في تنشيط سوق الأوراق المالية-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر 2003/2002.

20. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية ط1، مصر 2000.

21. Paul-jacques Lehmann , la bourse de paris, manuel des mécanismes boursiers. DUNOD, 1^{ere} édition , PARIS 1991.

22. منير إبراهيم هندي ، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال(الأوراق المالية و صناديق الإستثمار)، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية 1999.

23. Amar Douhane, Jean-Michel Rocchi et Jacques Sigwalt. Vademecum de la bourse et des marchés financiers. Arnaud Franel Edition , 2^{eme} édition, France 2002.

24. عبد الغفار حنفي-رسمية قرياقص، أسواق المال-بورصات-مصارف-شركات تأمين-شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر 2003.
25. عبد الغفار حنفي:الإستثمار في الأوراق المالية،أسهم-سندات- وثائق الإستثمار - الخيارات، الدار الجامعية، مصر 2000.
- 26.محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال ابراهيم العبد،الإستثمار في الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2004/2003.
- 27.Didier Vitrac,Parler la bourse en 2000 mots,Gualino éditeur, Paris 2002.
- 28.Juliette Pilverdier : **Le marché boursier**, Economica, 2^{eme} édition , Paris2002.
- 29.جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، دار هومة للطبع، الطبعة الأولى 2002 ، الجزائر.
- 30.شمعون شمعون ، **البورصة بورصة الجزائر** ، دار هومة ، ط 02،الجزائر1999. ص33.
- 31.دادي عدون ناصر، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة،الجزائر 1998.
- 32.عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر 2001.
- 33.محمد عبد الحليم عمر، التفسير الإسلامي لأزمة البورصات العالمية، سلسلة المنتدى الإقتصادي، المنتدى الثالث(أزمة البورصات العالمية في أكتوبر 1998)، مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر 1998.
- 34.محمد سويلم ، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، مصر 1992.

35. جون وايت، ترجمة خالد العامري، الإستثمار في السندات و الأسهم، دار الفاروق للنشر و التوزيع، ط1، مصر2003.

36.l'article de Josette Pilverdier-Latrete , « Marché boursier français :structure et organisation » .Encyclopédie des marchés financiers. Yves Simon éd, Economica: 2^{eme}édition 1997.

37. محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر1997.

38. جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة للنشر، الجزائر2002.

39.Nelly Desbarrières , La Bourse et ses back-office , ed Economica 3^{eme} édition, Paris,France 2001.

40.Boukrami.Sid Ahmed, Vademecum de la finance, OPU, 1^{ere}édition Algérie1992.

41. زكريا مطر، العولمة...هدم الإقتصاد القديم

[http://www.islam-online.net/iol-arabic/dowalia/namaa-](http://www.islam-online.net/iol-arabic/dowalia/namaa-41/morajaat.asp#top)

41/morajaat.asp#top

42. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظماتها- شركاتها- تداعياتها)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر2006 .

43.Pierre De Senarcleans, La mondialisation, théories, enjeux et débats. 3^{eme} édition. Edition Dalloz, Armand Colin, Paris 2002.

44. ممدوح محمود منصور، العولمة: دراسة في المفهوم و الظاهرة و الأبعاد، الدار الجامعية الجديدة ، مصر 2003.

45. ثامر كامل الخزرجي و ياسر علي الشهداني، العولمة و فجوة الأمن في الوطن العربي ، دار مجدلأوي للنشر و التوزيع، ط01. عمان، الأردن 2004.

46.F.Allaouat, Mondialisation et globalization, Revue d'économie et de statistique. Revue publiée et editée par l'I.N.P.S, Algérie 1998.

47. ضياء مجيد الموسوي، العولمة و اقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط02، الجزائر 2005.

48. بن حمودة محبوب، قراءة مبسطة في عولمة المصارف، مجلة آفاق إقتصادية، العدد 02، جوان 2003، جامعة سعد دحلب البلدية.

49.Dominique Plihon , Les enjeux de la globalisation financière, Mondialisation au delà des mythes. Casbah Edition, Alger 1997.

50. عقيل نوري محمد، العولمة الظاهرة التي لم تكتمل: <http://www.ulum.nl/a64.htm>

51. محمد آدم، اقتصاديات العولمة و أثرها على الدول الإسلامية، مجلة النبأ، العدد 25، شباط 2000.
<http://www.annabaa.org/nba42/awlamah.htm>

52. ناصر مراد، مواجهة أخطار العولمة، مجلة آفاق إقتصادية، العدد 02، جوان 2003، جامعة سعد دحلب البلدية.

53. محمد محمود الإمام، الظاهرة الاستعمارية الجديدة و مغزاها بالنسبة للوطن العربي، ندوة حول: العولمة و التحولات المجتمعية في الوطن العربي ، مركز البحوث العربية، مكتبة مدبولي، الطبعة الأولى ، مصر 1999.

54.Dennis Horman : Mondialisation Excluante, Nouvelles solidarités, Edition L'Harmattan, paris 2001.

55. عبد الواحد العفوري، العولمة و الجات- التحديات و الفرص، مكتبة مدبولي، الطبعة الأولى، مصر 2000.

56. غازي الصوراني، العولمة والعلاقات الدولية الراهنة ،
<http://www.amin.org/look/amin/article.tpl?IdPublication=7&NrIssue=1&NrSection=2&NrArticle=39112&IdLanguage=17>

57.العولمة الاقتصادية، http://www.islamecon.com/publish/article_43.shtml

58. عبد الرحمن تومي، العولمة الاقتصادية و أثرها على العالم العربي ، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد الثالث، دار الخلدونية للنشر و التوزيع ، الجزائر 2004.

59. كريم نعمه النوري، كتاب آفاق العولمة في البلدان النامية:

<http://www.rezgar.com/debat/show.art.asp?aid=59334>

60. سمير أمين و آخرون، العولمة و النظام الدولي الجديد ، مركز دراسات الوحدة العربية ، ط01 ، بيروت 2004.

61. عرض كامل الموضوع ، منظمة التجارة العالمية (الجزء الثالث)

<http://www.akhawia.net/archive/index.php/t-3159.html>

62. ماضي محمد توفيق، تمويل المشروعات ، دار الفكر العربي، القاهرة 1972.

63. الناقة أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية و الأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1998.

64. Bertrand Jacquillat. Bruno Solnik :Marchés Financiers, gestion de portefeuille et des risques. 3^{eme} édition, Dunod, Paris 1997.

65. حسني علي خربوش و آخرون، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق، دائرة المكتبة الوطنية للنشر، عمان ، الأردن 1996.

66. Guy Caudamine et Jean Montier , Banque et Marchés financiers, Edition Economica ,Paris. P :230.

67. عبد المنعم السيد علي+ نزار سعد الدين العيسى: النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار حامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان ، الأردن 2004.

68. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر 2006.

69. Jean Matouk , Systèmes Financiers français et étrangers, Dunod, Paris 1991.

70. محمود عبد العزيز، الأدوات الجديدة في أسواق المال العربية، أسواق رأس المال العربية الفرص و التحديات، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة 1995.

71. هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن 2003.

72. الفصل السابع، التطورات النقدية والمصرفية والتطورات في أسواق الأوراق المالية:

<http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/JOINT%20REPORT%202005/CHPTR-7.pdf> .p:16. Consulté le 12/11/2005.

- نظرة جديدة إلى النمو الاقتصادي

73. جيمس هانسون، التحرير المالي، الخير و الشر، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 43، العدد 01، مارس 2006. صندوق النقد الدولي.

74. ميشيل تودور، ترجمة: محمود حسن حسني و محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية 2006.

75. مسعود علي ناجي، ورقة بحثية بعنوان المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال ورقة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية بعنوان دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، بتاريخ 2005/12/11، جامعة الفاتح ليبيا: <http://www.lsm.gov.ly/point/enconamy.ppt#2>

76. شذا جمال الخطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، الأردن 2002.

77. عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر 2001/2000.

78. هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، بنك الكويت الصناعي 1999.

79. قانون رقم 03 – 04، المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق لـ 17 فبراير سنة 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93- 10. الجريدة الرسمية، العدد 34.

80. Guide de la bourse et des opérations boursières : La bourse d'Alger, édition M.L.P. Alger 1998.

81. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: تنظيم اللجنة مهامها و صلاحياتها: 2004.

82. Guide de l'investisseur : les guides cosob, novembre 1997.

83. المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 ماي سنة 1993. الجريدة الرسمية، العدد 34.

84. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: المؤتمر المركزي على السندات: 2004.

85. Annales de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse : N° 01- Année 1998.

86. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة 2004.

87. شركة إدارة بورصة القيم: استثمار في البورصة، خطواتك الأولى في البورصة 2004.

88. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: سير البورصة 2004.

89. SGBV , Info - bourse, la négociation en bourse caractéristiques et règles de fonctionnement. Publication N° 3, décembre 1998.

90. لجنة تنظيم عمليات البورصة: دليل القيم المنقولة، أوت 2004.

91. COSOB , Guide des valeurs mobilières. Août 2004.

92. Muriel Goldberg – Darmon, le droit de l'introduction en bourse. Revue bank édition. Paris 2003.

93. COSOB : Guide de l'admission. Les guides cosob novembre 1997.

94. حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة: رقم 01، سنة 1998.
95. برايان كويل: ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق: نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر و التوزيع، مصر 2006.
96. SGBV , Guide pratique de l'introduction en bourse. Bourse d'Alger.
97. Media Bank , journal interne de la banque d'Algérie. N° 50, oct/ nov 2000.
98. COSOB , Bulletin de la commission, N° 01 – Année 1999.
99. Séminaire sur les emprunts obligataires, EL Aurassi le 27/09/2004 :
<http://www.cosob.org/archives/communication4.pdf>.
100. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: التقرير السنوي 2005.
101. Lies Kerrar , Marchés financiers – les obligations CEVITAL, Strategica ; Revue mensuelle de business et de finance N° 15, décembre 2005.
102. سليمان المنذري: السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي. ط2، مصر 2004.
103. الجودي ساطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير – فرع – مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2006/2005.
104. محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مذكرة ماجستير، فرع التخطيط، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر.
105. أحمد فهمي الإمامي، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان.

106. محمد يسر برنيه، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية و دور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي. أبو ظبي 2004: [www. Fma.org](http://www.Fma.org)

107. أسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم إنسانية السنة الرابعة: العدد (32) جانفي 2007 : <http://www.ulum.nl/>