

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

العنوان

دور صناع السوق في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية
في زمن الأزمات

-دراسة تجارب عربية مع الإشارة لتجربة الجزائر-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

د. سمير محي الدين

إعداد الطلبة:

-بوهالي نهاد

-جعفري خديجة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: بودخدخ كريم
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	الأستاذ: محي الدين سمير
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: بوسالم فاطمة

السنة الجامعية: 2021/2020

شكر وعرفان

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على النبي المصطفى سيدنا
محمد صلى الله عليه وسلم

نشكر الله ونحمده حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه على هذه النعم
الطيبة والنافعة نعمة العلم والبصيرة

يشرفنا أن نتقدم بجزيل الشكر إلى أستاذنا الفاضل

"محيي الدين سمير" على الملاحظات القيمة والمساعدة الكبيرة
والتوجيهات التي لم يبخل علي بها.

وبطبيعة الحال، الشكر الكبير للعائلة والأصدقاء على التشجيع
والوقوف معنا لإكمال الدراسة وإنهاء المذكرة في الوقت
المناسب.

زهادة خديجة

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم وعلى الله تعالى صاحب الشفاعة سيدنا محمد النبي الكريم وعلى آله
وصحبه أجمعين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين أما بعد:
أهدي ثمرة جهدي هذا إلى من علمني العطاء بدون انتظار... إلى من أحمل إسمه بكل
إفتخار...

أرجو من الله أن يمد يدي عمرك لتري ثمارا قد حان وقتها...

"والدي العزيز"

إلى ملائكي في الحياة... إلى من كان دعامتها سر نجاحي... وحنان بلسم الجراح... إلى أغلى
الحبايب

"أمي الغالية"

إلى إخوتي وأخواتي وأولادهم الذين لطالما كانوا سندا لكل شيء في هذه الحياة.
إلى صديقتي وزميلتي التي تعبنا معا وبحثنا معا وسهرنا معا صديقتي "نهاد".
إلى من معهم سعدت وبرفتهم بدروب الحياة الحلوى والحزينة سيرت إلى زهرات حياتي
صديقتي من قريب ومن بعيد

خديجة

إهداء

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على أهدي وأصدق خلق الله سيدنا وحبیبنا محمد صلى الله عليه وسلم، أما بعد :

إنه ليسعني في هذه اللحظات التي لعلي لا أملك أغلى منها أن أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع:

إليكما يا أحب إثنين على قلبي، إليكما قبل نفسي يا أعز ما أملك في هذا الوجود ، يا أرق صوتين على مسمعي، وأعذب كلمتين على لساني، يا رمز الحب والحنان :

"أمي و أبي العزيزين أطال الله في عمركما"

إلى أختي الوحيدة و قدوتي في الحياة "نسرين" و أخي الوحيد نورعيني "هارون"

إلى كل أفراد العائلة الكريمة كبيرهم و صغيرهم

إلى من أرى التفاؤل في عينيها و السعادة في ضحكتها و المتعة في صحبتها، إلى من لا أعرفه كيف وجدتها و لا أستطيع مفارقتها "رفيقة"

إلى رفيقة دربي في مشواري الجامعي التي كانت دائما معي في كل حالاتي

التي تعبنا معا و درسنا معا و سهرنا معا صديقتي "خديجة"

نهاد

فهرس المحتويات

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
-	البسمة
-	التشكر
-	الإهداء
-	قائمة الجداول
-	قائمة الأشكال
أ- هـ	مقدمة
الفصل الأول: إطار نظري حول الأسواق المالية وصناع السوق	
07	تمهيد
08	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية
08	المطلب الأول : نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية
12	المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية وأهدافها
14	المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية
16	المبحث الثاني : تقسيمات وتنظيم أسواق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه
16	المطلب الأول : تقسيمات سوق الأوراق المالية
19	المطلب الثاني : تنظيم سوق الأوراق المالية
25	المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية
35	المبحث الثالث: مفاهيم أساسية حول صناع السوق
35	المطلب الأول : مفهوم صناع السوق وأهميته
36	المطلب الثاني: الشروط الواجب توافرها في صناع السوق ودورهم وكيفية عملهم
38	المطلب الثالث: النماذج العالمية الرائدة لصناعة الأسواق
42	خلاصة
الفصل الثاني: إطار نظري للأزمات المالية	
44	تمهيد
45	المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
45	المطلب الأول : مفهوم الأزمات المالية
47	المطلب الثاني: عناصر الأزمات المالية ومراحلها
49	المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية

قائمة المحتويات

53	المبحث الثاني: أنواع الأزمات المالية وقنوات انتشارها والآثار المترتبة عنها
53	المطلب الأول : أنواع الأزمات المالية
56	المطلب الثاني: قنوات انتقال الأزمات المالية
58	المطلب الثالث: الآثار المترتبة عن الأزمات المالية
59	المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية التي أثرت في الأسواق المالية
59	المطلب الأول: أزمة الكساد العظيم سنة 1929
61	المطلب الثاني: أزمة جنوب شرق آسيا 1997
63	المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008
67	المطلب الرابع: أزمة الديون السيادية الأوروبية 2009
73	خلاصة
الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية	
75	تمهيد
76	المبحث الأول: تجارب صناع السوق في بعض الأسواق المالية العربية
76	المطلب الأول: سوق أبو ظبي للأوراق المالية
84	المطلب الثاني : سوق الكويت للأوراق المالية
91	المطلب الثالث: سوق مصر للأوراق المالية
98	المبحث الثاني: صناع السوق غير الرسميين ودورها بالأزمات المالية
98	المطلب الأول: صناديق الثروة السيادية
107	المطلب الثاني: صناديق التحوط
110	المبحث الثالث: مساهمة صناع السوق في تنشيط واستقرار بورصة الجزائر
110	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر
111	المطلب الثاني: مؤشرات أداء بورصة الجزائر (2010-2019)
113	المطلب الثالث: ضرورة إيجاد صناع السوق لبورصة الجزائر-نموذج مقترح-
119	خلاصة
121	الخاتمة
125	قائمة المراجع

قائمة

المجداول والأشكال

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
32	- المقارنة بين الأسهم والسندات.	01
82	- تطور أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية (2010-2020).	02
83	- صناع السوق المرخصين في سوق أبوظبي للأوراق المالية.	03
88	-تطور سوق الكويت للأوراق المالية (2010-2020).	04
90	- صناع السوق المرخصين في سوق أبوظبي للأوراق المالية.	05
95	-تطورأداء سوق مصر للأوراق المالية.	06
96	-التزامات صناع السوق في البورصة المصرية: الفرق سعري بين العروض والطلبات وفقا لفئات السيولة.	07
104	- تدخلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية و الأوروبية.	08
112	- تطور أداء بورصة الجزائر (2010-2019).	09

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
38	- كيفية عمل صناع السوق.	01
39	- نموذج "NYSE" لصانع السوق,	02
40	- نموذج بورصة ناسداك لصانع السوق,	03
41	- نموذج السوق الالكترونية المقادة بالأمر اللامركزي لصانع السوق.	04
56	-قنوات إنتشار الأزمات المالية.	05
116	-نموذج مقترح لصانع السوق لبورصة الجزائر و البورصات العربية.	06

مقدمة

إن البدايات الأولى لظهور وتشكل الأسواق المالية تعود إلى القرن السادس عشر ميلادي، ومن المعروف أن نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجئ وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه الأسواق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل المشروعات الاقتصادية.

ولعبت أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط وحدات الفائض الاقتصادي بوحدات العجز، مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض، ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز فأصبحت الوسيلة المناسبة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية وخطط التنمية الاقتصادية والتوجيه الفعال للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها، وبروزها كأداة قوية بين الادخار والاستثمار، كما تواجه هذه الأسواق المالية أزمات عديدة تضرب باستقرارها وتوازنها مما يؤدي إلى انعكاسات بالغة على جميع مستوياتها.

إن الأزمات المالية ومنذ نشأتها خلفت آثار سلبية على اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية، والتي أدت في غالب الأوقات إلى انهيار الأسواق المالية، وإفلاس العديد من البنوك والمؤسسات وتدهور العملات في أوقات متعددة، وقد أظهرت الأزمات المالية المتكررة عبر السنين عدم القدرة على التنبؤ بها وعدم تجانسها وهو ما جعلها تحدث تأثير سريع على مستوى الأسواق المالية العالمية والنظام المالي والمصرفي ككل، يعد الإفصاح وعدم مصداقية المعلومات من أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور هذه الأزمات بوتيرة متكررة وفي كل أنحاء العالم ومن أهم هذه الأزمات أزمة الكساد 1929، أزمة جنوب شرق آسيا 1997، أزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية 2009

إن وجود صناع السوق أصبح ضروري في الأسواق المالية لما تعيشه هذه الأخيرة من تقلبات، ويلعب صانع السوق دورا هاما في البورصة، إذ يمارس مهنته بموجب ترخيص تمنحه له لجنة البورصة، ويقع على مسؤوليته تحقيق التوازن بين العرض والطلب، وانحصار الفجوة بين سعر البيع والشراء ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة على تسهيل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، مما يحد من تقلبات الأسعار صعودا أو نزولا، يوجد أدوات مالية دولية تؤدي دور صانع للسوق بشكل فعال في الأزمات المالية على غرار صناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط وصناديق الاستثمار ويؤدي إلى تحقيق استقرارها ويزيد من أدائها ونشاطها، كما.

ولا تزال هذه التجربة حديثة في الدول العربية، حيث سارعت العديد من الأسواق المالية العربية إلى سنّ قوانين ونظم لاعتماد صناع السوق ولعل أهم التجارب التي يمكن الخوض فيها تجربة سوق المالي لأبوظبي وبورصة الكويت وبورصة مصر باعتبارهم من أكثر البورصات العربية انفتاحا وتأثرا وحساسية للأزمات التي تعصف بالأسواق، والجزائر كغيرها من الدول أنشأت سوق مالي منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي، إلا أنّ بورصة الجزائر لازلت تعاني جمود وضعف كبير في الأداء ما جعلها تحتل المراتب الأخيرة في الأسواق المالية

العربية، لهذا وجب التفكير في كيفية الاستفادة من آلية صناع السوق لتنشيط بورصة الجزائر في جو من النمو المستقر يحميها من تقلبات الأسواق.

1- الإشكالية الرئيسية

بناء على ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

كيف يمكن أن يساهم صناع السوق في تحقيق الاستقرار والتوازن في البورصات في زمن الأزمات المالية؟

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بسوق الأوراق المالية وفيما تتمثل أدواته؟ وما تقسيمات ومكونات السوق وآلية عمله؟
- ما المقصود بالأزمات المالية؟ وفيما تتمثل أسبابها؟
- ماهي قنوات انتقال الأزمات المالية بين الأسواق؟
- ماهو المقصود بصناع السوق؟ وماهو دورهم في الأسواق المالية المحلية والدولية؟
- ما هي الشروط الواجب توفرها في صناع السوق؟ وكيف تساهم في صناعة السوق؟
- ماهو واقع صناع السوق في الأسواق المالية العربية؟ كيف يمكن أن يساهم صناع السوق في تنشيط وتحقيق الاستقرار في بورصة الجزائر؟

2- فرضيات البحث

- يستوجب علينا الاستعانة بالفرضيات التالية من أجل الوصول إلى إجابات السؤال المطروح في الإشكالية الرئيسية.
- هناك علاقة إيجابية بين الأسواق المالية وصناع السوق من خلال التدخل في حجم وقيمة التداول.
 - يؤدي صناع السوق دورا محدودا في زمن الأزمات المالية بسبب ضعف قدراتهم المالية وقلة عددهم.
 - يؤدي صناع السوق دورا فاعل ومؤثر في الأسواق المالية العربية.

3- أهمية البحث

يستمد هذا البحث أهميته من كونه يعالج موضوع من المواضيع المهمة المرتبطة بالأسواق المالية من خلال التركيز على صناع السوق باعتبارهم عنصر فعال في تحقيق الاستقرار والتوازن في الأسواق المالية في ظل الأزمات المالية، يؤدي صانعو الأسواق المالية دور بالغ الأهمية في كل الأسواق المالية العالمية رغم حداتها في الأسواق العربية، تبقى أهميتها في مواجهة الظروف الغير عادية خاصة الأزمات التي تؤثر بشكل كبير على الأسواق وتؤدي إلى خسائر بمليارات الدولارات، وقد تؤدي إلى إفلاس شركات وانهيارات مالية واقتصادية.

4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- فهم آلية عمل سوق الأوراق المالية وأهم أدواتها.
- دراسة الأزمات المالية التي تصيب الأسواق المالية والأنظمة المالية والمصرفية والاقتصاد ككل وتحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها، وإبراز أهم أنواعها.
- إبراز طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية وصناع السوق.
- التعرف على دور الذي يؤديه صناع السوق في الأسواق المالية العربية مع الإشارة إلى حالة بورصة الجزائر من خلال إبراز أساليب وأدوات تفعيلها وتنشيطها كونها تعاني من جمود.

5- منهجية الدراسة:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية المطروحة تطلبت الدراسة اعتمادنا على منهجين، فقد تم الاعتماد على الوصفي في الجوانب النظرية من خلال تتبع المراحل التي عرضها تطور سوق الأوراق المالية وصناع السوق و إبراز المفاهيم وآلية العمل والأنواع، وكذا طبيعة الأزمات المالية وأسبابها ونتائجها كما اعتمدنا على المنهج التحليلي من خلال تحليل للبيانات والجداول والمنحنيات والنسب المتاحة الخاصة بأداء سوق الأوراق المالية وصناع السوق (الرسميين وغير الرسميين) محل الدراسة من أجل معرفة دورها في تحقيق الاستقرار في سوق الأوراق المالية محليا ودوليا في زمن الأزمات العالمية.

6- أسباب اختبار الموضوع:

- ندرة وقلة الدراسات والأبحاث التي تناولت الموضوع.
- يتناسب الموضوع مع تخصص الدراسة.
- محاولة التعرف على الدور البالغ الذي يلعبه صناع السوق في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية في زمن الأزمات.
- التعرف على بعض التجارب العربية في مجال صناع السوق على غرار مصر، الكويت، أبو ظبي.

7- صعوبات الدراسة:

لقد واجهتنا صعوبات تتمثل أساسا فيما يلي:

- نقص المراجع المتخصصة في معالجة موضوع صناع السوق بكثرة.
- قلة وجود المعلومات والبيانات في مواقع البورصات العربية محل الدراسة.

8- حدود الدراسة:

تناولنا في هذا البحث دراسة دور صناع السوق في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية في ظل الأزمات المالية، ول يتم التركيب على الدور الذي يؤديه صناع السوق في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية في دول مصر، الكويت وأبو ظبي والجزائر كإطار مكاني وتم اختيار الفترة من 2010 إلى 2020 كبعد زمني من توفر المعلومات.

9- الدراسات السابقة:

يعتمد هذا البحث على دراسات سابقة حول مواضيع متشابهة لبحثنا هذا من أهم هذه الدراسات:

- **الدراسة الأولى:** بوكساني رشيد معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير في جامعة الجزائر 2016 والتي تتضمن الإشكالية حول: المتطلبات الأساسية للإقامة سوق أوراق مالية عربية فعالة وسبل تطويرها ويهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى محاولة البحث في خصوص الأسواق الأوراق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها، وتقديم إسهامها لتطوير الأسواق الأوراق المالية العربية.

- **الدراسة الثانية:** العقود نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية الوقاية والعلاج "دراسة للأزمة الرهن في العقاري الولايات المتحدة الأمريكية " أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة 2012/2013، تناولت هذه الدراسة الجوانب النظرية للأزمات المالية وحاولت فيها إبراز دور العولمة في تكريس الأزمات المالية وتوسيع نطاقها، وقامت بدراسة تحليلية وقياسية للأزمة المالية لسنة 2008 لمعرفة أهم وأبرز أسبابها وتجدد الإشارة. إنها سميت الأزمة المالية لسنة 2008 بأزمة رهن العقاري وفي الختام وضعت بعض السبل التي تقلل من حدوث الأزمات المالية

- **الدراسة الثالثة:** خولة مناصرية، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسته حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014 مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة 2015، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر السياسة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية ومختلف الأساسيات المرتبطة بكل منهما، ثم الربط بين المتغيرين السابقين من خلال التعرض إلى قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وأخيرا دراسة حالة سوق الأوراق الأردني خلال الفترة (1990-2014)، وذلك لكونها سوق مالية تضم الكثير من الشركات .

-الدراسة الرابعة: سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر 2012، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة 2010-2011، وذلك من خلال تتبع حركة أسعار الأسهم، وإجراء تحليل فني قصد اكتشاف نمط للتغيرات التي تطرأ على حركة أسعار الأسهم من أجل التنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، إضافة إلى نماذج خاصة تتعامل مع تقلب أسعار الأسهم غير سلسلة زمنية.

10-تقسيم الدراسة:

من أجل الإحاطة بالموضوع ككل وإعطاء إجابة مقدمة للإشكالية المطروحة في هذا البحث ومحاولة اختبار صحة الفرضيات قمنا بتقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول مقدمة عامة، مع إرفاق كل فصل بتمهيد و إتمامه بخلاصة، و في الأخير إدراج خاتمة عامة يليها ملخص البحث.

➤ الفصل الأول: "إطار نظري لسوق الأوراق المالية"

وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث حيث تناولنا في المبحث الأول مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية، وتناولنا في المبحث الثاني تقسيمات وتنظيم سوق الأوراق المالية والأدوات المتداولة، أما في المبحث الثالث فتطرقنا إلى عموميات حول صناع السوق.

➤ الفصل الثاني: "إطار نظري للأزمات المالية"

تناولنا في المبحث الأول ماهي الأزمات المالية، وأما في المبحث الثاني عرجنا على أنواع الأزمات و قنوات انتشار و الآثار المترتبة عنها، وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى أهم الأزمات المالية التي أثرت في الأسواق المالية.

➤ الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

وقد قسمناه إلى ثلاث مباحث، فالأول تطرقنا فيه إلى تجارب صناع السوق في بعض الدول العربية، والمبحث الثاني تناولنا فيه أدوات صناع السوق (الرسميين وغير الرسميين) ودورها في الأزمات المالية، المبحث الثالث والأخير تطرقنا إلى دراسة حالة بورصة الجزائر.

الفصل الأول :

إطار نظري حول الأسواق المالية

و صناع السوق

تمهيد:

تؤدي الأسواق المالية دورا كبيرا في النشاط الاقتصادي فهي همزة وصل بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز والوحدات الاقتصادية ذات الفائض، وقد برز هذا الدور أكثر فأكثر في العقد الأخير من القرن العشرين نتيجة للتطور المالي وتكنولوجيا المعلومات، وهذا ما أدى إلى بروز منتجات مالية متنوعة من أسهم وسندات تطرحها مختلف الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية، وهو ما يسمح للمستثمرين بتتويج محافظهم المالية والحصول على السيولة في أي وقت وذلك بالتنازل عنها في هذا السوق، الأمر الذي يجعله أداة هامة في الاقتصاد، إذ يعتبر مؤشرا للحالة الاقتصادية في أي دولة سواء كانت متقدمة أو نامية، كما أن لصناع السوق دور هام وفعال في على الحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية.

و لدراسة مختلف الجوانب الرئيسية لسوق الأوراق المالية تم تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: تقسيمات وتنظيم سوق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه

المبحث الثالث: عموميات حول صناع الأسواق.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية

يمتلك العالم اليوم أداة تمويلية مهمة تسعى لتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاقتصادية موفرة لأصحاب المشاريع فرص للحصول على أموال بتكاليف مناسبة لإنشاء مشاريع اقتصادية والقيام بتوسيع مشاريعهم القائمة موفرة في نفس الوقت للمستثمرين الصغار فرص القيام باستثمار مدخراتهم وتعرف هذه الأداة بـ "بورصة الأوراق المالية" أو "سوق الأوراق المالية"، ويعد موضوع سوق الأوراق المالية من بين الموضوعات التي حظت باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار، نظرا لتزايد أهميتها والوظائف التي تؤديها ولدورها الاستراتيجي في عملية التنمية الاقتصادية، خاصة في شقها التمويلي وجانب تخصيص الكفاء للموارد المالية، وسنعرض من خلال هذا المبحث المفاهيم العامة حول سوق الأوراق المالية وقمنا بتقسيمه إلى أربعة مطالب وهي كالآتي:

المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية

أولاً: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

ارتبط تطور بورصة الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الصناعي والاقتصادي الذي شهدته أغلب دول العالم خاصة منها الدول الرأسمالية، حيث يعود أصل نشأة بورصة الأوراق المالية إلى فكرة تعدد النقد التي ولدت مهنة الصرافة، فقد كلف حكام اليونان في عام 527 قبل الميلاد الصرافين بتبديل عملات الزبائن بالمدن المتواجدين بها، لتنتشر هذه المهنة وتتطور بعد ذلك بشكل سريع.¹

وقد تأثرت هذه المهنة بعد دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة، لتشهد هي بدورها مرحلة سكون وغياب كامل باستثناء المنطقة العربية وقد دامت هذه المرحلة حوالي 550 عام، وقد عادت لتظهر في بعض الجمهوريات الإيطالية (كجنوة، فينيسيا وفلورنسيا) بفضل ازدهار تجارتها مع الشرق أين تبوأ مركزاً مرموقاً عالمياً، وبدأت رؤوس الأموال تتدفق عليها بكثافة ما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة وفي بداية القرن الرابع عشر تحولت نحو مدينة (بروج) البلجيكية، أي كانت تتجمع العائلات الست الكبرى في مجال الصرافة بشكل دوري في منزل الرئيس الذي كان يدعى (فان دي بورز).²

وقد كانت هذه الاجتماعات تتولى كتابة بوالص التأمين وكل ما يمد بصلة لعمليات بيع وشراء النقود وأصبح الفندق الذي يمتلكه عائلة "فان دي بورز" قبلة للتجار من كافة مناطق العالم، وقد تطور التعامل بين التجار بعد ذلك وأصبحت التعاملات فيما بينهم تتم بشكل عقود وتعهدات، كما استبدلت البضائع الحاضرة

¹ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص21.

² عصام حسن، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص8.

بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة بين الأطراف المتعاملة، وأصبح بذلك لفظ 'Bourse' يعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين، وقد كانت هذه الاجتماعات تتم بشكل دوري ومنظم.¹

وقيل أن لفظ بورصة يعني (كيس النقود) ويرجع إطلاق هذا اللفظ إلى أكياس النقود التي كان التجار يحملونها معهم إلى هذه السوق.²

ويعتقد المؤرخون أن سنة 1339م هي السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة نسبتا إلى اسم العائلة (فان دي بورز)، وقد ارتفع عدد وسطاء الصرافة بشكل كبير بعد ذلك لأجل تسيير العمليات التجارية بين البائعين والمشتريين، وكانت تتحدد أسعار العملات وفقا لغزارتها أو نذرتها (أي وفق لعرضها وطلبها)، وقد انتقل هذا الدور الهام إلى مدينة بلجيكية أخرى بعد ذلك هي (إنفرس)، والتي اعتبرت كمركز رسمي لكافة أنواع التجارة الدولية، وتعتبر أول سوق نقدية ظهرت في أوروبا، وهكذا تبلور مفهوم البورصة كسوق منظم للتداول، غير أن طبيعة الصفقات والعقود المبرمة داخلها كانت مختلفة ومتنوعة وغير مفرزة، حيث كان يجري بها تداول السلع المختلفة وتداول الأوراق التجارية لأن الأوراق المالية من أسهم وسندات لم تظهر بعد في ذلك الوقت.

وتعتبر بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية في فرنسا ظهر في سنة 1595م، أما بورصة باريس لم تحظى بأهمية كبيرة إلا بعد سنة 1639م، خاصة بعد ظهور عملاء الصرف الذي تخصصوا في حسم الكمبيالات التجارية، وقد تحولت هذه البورصات في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى منظم لحركة وتداول رؤوس الأموال، وبرز هذا الدور بشكل لافت بعد انتشار شركات المساهمة وتوجه الحكومات والملوك الافتراض من أجل تمويل نفقات الدول وتمويل الحروب فضلا عن احتياجات شركات المساهمة للتمويل ما أعطى دفعة قوية للتعامل بالصكوك المالية، والذي أدى بدوره إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب.³

كما أن تطور سوق الأوراق المالية مر بمجموعة من المراحل ارتبطت بالتطورات المالية واقتصادية هي:⁴

- **مرحلة إنشاء بورصات البضائع:** إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدهار السكان فيها وبذلك أصبح تمويل هذه

¹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص10.

² محمد وحي حنين، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار نفائس لنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص31.

³ عصام حسن، مرجع سبق ذكره، ص90.

⁴ خولة مناصرية، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية-دراسة حالة الأردن - خلال الفترة 1996-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، الجزائر، 2016، ص98-99.

المدن تمويها منظما بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة فاقترضى هذا وجود سوق عالمي للإتجار بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمتضاربيين ليحملوا مخاطر تقلبات الأسعار وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الإتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في باريس عام 1304م، وأنشأت بورصة أمستردام 1008م.

- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية:** بدأت مرحلة التعامل بالأوراق المالية مبكرا في القرن الثالث عشر في فرنسا، حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة السماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وتتمثل أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية خاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات مجهولة بأنواعها، وعندما انتشرت شركات المساهمة وأقبلت الحكومات والمؤسسات والأفراد على الاقتراض، نشأت حركة رائجة للتعامل في الصكوك مستمدة من حركة التعامل السابقة في الأوراق التجارية، واستمر التداخل بين الأوراق المالية والتجارية بعد قيام أسواق الأوراق المالية، حيث أن بورصة باريس في عام 1724م كانت تقتصر عملياتها على سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكمبيالات.
- **مرحلة التعامل بالأوراق في المقاهي وعلى قارعة الطرق:** أصبح التعامل بالأوراق المالية هنا يجري على قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة، ففي لندن بعد أن خرج المتعاملون في البورصة الملكية للبضائع كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي.

وفي أمريكا عام 1790م خلال حرب الاستقلالية أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد، كان التعامل بها يتم في المقاهي والطرق، وكان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ستريت كما انتقل التعامل إلى مقهى (توننين)، وفي فرنسا قبل افتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع كانانبوا.

- **مرحلة استقلالية الأوراق المالية:** استقلت أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها، حيث صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بأعباء المالية المترتبة عليها، ومع نمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول، ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، هذا التطور بالإضافة إلى رواج التعامل في الأوراق المالية ألقى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، وطورت نظمها في البورصات المشهورة في العالم، والتي استقلت بنظمها في وقت مبكر بورصة لندن التي أنشأت عام 1773م، بورصة باريس 1808م، بورصة نيويورك عام 1821م، بورصة طوكيو 1878م، وبورصة هونغ كونغ 1891م.

ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية شيء ضروري في تمويل المشاريع والمؤسسات، وبالتالي أحد أهم الحلول التمويلية للدول المتقدمة أو النامية على حد سواء.

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك تعريف عديدة خاصة بسوق الأوراق المالية، إلا أنه يمكن أن نحصرها فيما يلي:

التعريف الأول: "تعرف سوق الأوراق المالية بأنها "الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي و مشتري الأصول المالية بغرض تسيير عملية التداول"¹

التعريف الثاني: "سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المستثمرين والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية طويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها."²

التعريف الثالث: "السوق تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، قد تكون الأسواق منتظمة أو غير منتظمة، كما قد تكون محلية أو عالمية."³

التعريف الرابع: "بأنها الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً وتحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي."⁴

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو سوق يتم فيه بيع، شراء و تبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية، في مكان معين وفي ساعات محددة ومعلنة من قبل، بواسطة متخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين كالماسرة، وكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية وتسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وقد تكون هذه الاسواق منظمة أو غير منظمة.

2- خصائص سوق الأوراق المالية:

¹ عبد الباسط و محمد حسن، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص49.

² مرجع نفسه، ص25.

³ بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص106.

⁴ عاطف وليد اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص6.

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها ما يلي:¹

- التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات، لاسيما إذا علمنا أن بعض المشروعات تتحمل في بداية عمرها الإنتاجي مصاريف تأسيسية كبيرة، مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الاحتمال، وبالتالي تحتاج الأموال يتم سددها بعد طول أجل؛
- من أجل نجاح سوق رأس المال لابد من توفر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران حتى يتمكن حامل الورقة من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها بزمن، وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي وتتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات على حد سواء؛
- يعتبر سوق رأس المال أقل اتساعا من سوق النقد لكنه في نفس الوقت أكثر تنظيما، كما يمتاز المتعاملين فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية أكثر مخاطرة وأقل سيولة مقارنة بالسوق النقدي ، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، تنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا؛
- الاستثمار في الأسواق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العادية قد تكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة للمجتمع والأفراد.

المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية وأهدافها

أولا: أهمية سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة تتمثل فيما يلي:²

- جذب الفائض غير المعبأ من خلال جذب المال الغير موظف وتحويله من مال عاطل إلى مال مشغل له أثر إيجابي؛
- تعد سوق الأوراق المالية من منافذ توظيف الأموال، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائد مناسب لهم؛

¹ نور الهدى غريب، تقييم دور سوق الأوراق المالية في تمويل القطاع السياحي-دراسة حالة سوقيين عمان ومصر في الفترة 2013-2016، مذكرة مقدمة الاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-، الجزائر، 2018، ص9-10.

² محسن أحمد الخضيري، كيف تعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص 17-20.

- تحسين الكفاءة التسعيرية من متابعة أسعار أسهم شركاته في البورصة، وبالتالي تعمل الهيئات المشرفة على سير المنشأة على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تتراجع أسعار أسهمها؛
- توجيه مجالات الاستثمار، فهي توجه مستثمرين إلى المشروعات الناجحة والتي من شأنها رفع قيمة أسهمها؛
- ترشيد الإنفاق الاستثماري من خلال توجيه المستثمرين إلى الاستثمارات المناسبة وتحذيرهم من الاستثمارات الغير مناسبة؛
- توفير الموارد والأموال للمشروعات، فسوق الأوراق المالية يقوم بتوفير السيولة للمشروعات التي تكون بحاجة إلى رؤوس الأموال وإنماء الصناعة والتجارة؛
- تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها؛
- الحد من معدلات التضخم، وذلك من خلال امتصاص فائض السيولة وتوجيهه نحو الاستثمار؛
- نشر الوعي الادخاري لتعبئة الموارد التمويلية في المجتمع للمساهمة في دعم المشروعات الاقتصادية؛
- تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية من خلال جذب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات.

ثانيا: أهداف سوق الأوراق المالية

- يسعى سوق الأوراق المالية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:¹
- بناء بيئة استثمارية آمنة قادرة على تحقيق المنافسة التي تتميز بالمصداقية؛
- تطوير كافة الأساليب والوسائل المستخدمة في التداول، من خلال تطبيق أفضل وأحدث الطرق؛
- تنمية العمل في سوق الأوراق المالية من خلال التميز في الخدمات المقدمة إلى الأفراد والمنشآت؛
- توفير المعلومات حول التداول للمستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية؛
- دعم الوعي الخاص في الاستثمار والذي يشمل كافة الأفراد في المجتمع وخصوصا المتعاملين مع سوق الأوراق المالية؛
- التنوع في الأدوات المالية المستخدمة من قبل المستثمرين في سوق الأوراق.

¹ بسام مليكة وجلودي حسن، دور صناديق الثروة السيادية في تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة تجارب دولية مع الإشارة لحالة الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2019، ص16.

المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية

وجدت سوق الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ولم تقتصر على هذه المهمة، بل تعددت وظائفها إلى:

1- إيجاد سوق دائمة، مستمرة وحرّة: تتيح سوق الأوراق المالية سوق مستمرة حرّة لا تسطير عليها فئة بعينها، بل تمدن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية طلباً للعائد المتولد منها أو تغيير النوع الاستثماري، ليتناسب مع رغبات المدخر، وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حلم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية، وهو الأمر الذي مكن المتعاملين من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار إن الذي جعل سوق الأوراق المالية مكاناً ملائماً لبيع وشراء الأوراق المالية، هو ثقة جمهور المتعاملين فيها، وهي ثقة ناتجة عن:

- توافر الإفصاح المالي عند الشركات المدرجة أسهمها في السوق.
- تحقيق العدالة في إشهار المعلومات لكافة المتعاملين، إذ إنها تشهر في الوقت نفسه درجة واحدة ذات مستوى من الوضوح.
- إمكانية تدخل إدارة السوق لضبط حركة الأسعار إذا تولدت عن عوامل غير عادية، وإمكانية وقف التبادل أو عقد صفقة إذا هدفت لتلاعب أو خداع ناتج عنها.

2- تسجيل حركة أسعار التداول: تقوم البورصة بتسجيل حركة أسعار التداول لجميع الصفقات وبيان عروض البيع وطلبات الشراء في سوق منافسة تامة تتحدد فيها الأسعار طبقاً لظروف العرض والطلب، وذلك في إطار من الإفصاح والشفافية التي حرص القانون على توافرها في السوق، وحتى تكون القرارات حرّة تماماً وبناء على المعلومات الصحيحة والمعلنة للجميع دون أن يحتكرها أحد سواء ما تعلق بمعلومات الإفصاح عن الأوضاع الإنتاجية والمالية والإدارية الحالية للشركات مصدرة الأوراق المالية، أو المعلومات الخاصة بالاتجاهات المستقبلية عن النشاط الإنتاجي والاستثماري والتسويقي لتلك الشركات، وحتى يكون المتعاملين على علم تام بحقيقة الأوراق المالية التي يتداولونها، فضلاً عن اضطرار إدارة البورصة إلى التدخل لضبط المضاربة غير الطبيعية عند اللزوم مثل: حالات المضاربة الجامحة التي تضطر الإدارة إلى وقف التعامل لفترة زمنية خلال جلسات التداول الكلية لبعض الأوراق المالية.¹

3- توزيع رأس المال على مختلف الصناعات: البورصة وإن كانت دوراً هاماً كجهاز توزيع الادخار على مختلف الفعاليات الاقتصادية، فهي تجعل من كل فرد آلة حاسبة تعمل في سبيل معرفة صحة الأسعار

¹ عبد العظيم حمدي، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم المكتبة العربي الحديث، دار الكتاب، مصر، 2012، ص 36-37.

وصلاحية المشروعات والمؤسسات التي تضع أسهمها في السوق التجارية، ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة، ولعل ما يحدث من تقلبات في الأسعار يعد من أهم الأضواء التي تعكس حالات المشروع من حيث سيره في طريق التقدم والازدهار أو انحرافه نحو الانهيار والفشل، وعلى ذلك تعد تقلبات الائتمان عند رجال الأعمال التي يقيسون بها مدى نجاح المشروعات كلما أرادوا استثمار أموالهم.

4- تعد حلقة وصل بين جميع الفعاليات الاقتصادية: سوق الأوراق المالية والمصارف التجارية ومصارف الادخار والمضاربيين والمستثمرين، عبارة عن حلقة من حلقات سلسلة مرتبطة أجزاءها ببعض تتوقف قوتها الكلية على قوة كل حلقة منها، فإذا ضعفت واحدة من تلك الحلقات لم تقو السلسلة على تحمل العبد، فإذا افترضنا أننا في نظام اقتصادي لا سوق الأوراق المالية فيه، فلن تستطيع الشركات والمؤسسات التجارية والصناعية أن تجد ما تحتاجه من قروض في بعض الأحيان، كما أنها لن تستطيع أن تضع في التداول الأسهم والسندات الكفيلة بتجميع مدخرات الأفراد، كما أن المصارف والمستثمرين لن يستطيعوا الوقوف على حالة الشركات أو قياس ما أصابها من نجاح أو ما انتهت إليه من فشل، بينما هم يستطيعون قياس ذلك كلما لجؤوا إلى دراسة أسعار الأسهم والسندات ومراقبة تطورها في البورصة.¹

5- مؤشر للحالة الاقتصادية: إن البورصة مرآة عاكسة لمدى نجاح السياسات الاقتصادية والمالية، وتشير الأرقام القياسية للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية، كما أنها من عوامل التنبؤ بالمشروعات المطلوبة ووقتها المناسب، فالبورصة من أبرز وأهم الجهات، التي تتيح التعرف على مدى الأفعال اتجاه تلك التشريعات.

6- نشر الوعي المالي والاستثماري: أن معظم قوانين سوق المال والبورصات تلزم الشركات بنشر كافة البيانات المالية دورياً على الجمهور لزيادة المعلومات لديهم عن الشركات المتداولة كما تقوم طبقة من المستثمرين، بالإضافة إلى البورصات وكذلك السماسرة بتنمية الوعي الاستثماري لدى الجمهور من خلال البرامج التي تتعرض للموضوعات الاقتصادية، مع محاولة تبسيطها وتسييرها.

7- زيادة النشاط التجاري: يحتاج النشاط التجاري إلى تمويل قصير ومتوسط الأجل، وفي الإمكان الحصول على تلك القروض بضمان الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية واستقرار الأسعار، وبالتالي فإن وجود البورصة يؤدي إلى توسيع رقعة النشاط التجاري.²

¹ عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص 10-11.

² مصطفى كما طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص 20-21.

8-دفع المنظمات الاقتصادية إلى تحسين كفاءة الإدارة: إن عملية متابعة تغيرات أسعار الأوراق المالية التي تنتجها البورصة تحت رعاية الشركات صاحبة هذه الأوراق تعمل على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها، حتى لا تتعرض أوراقها إلى الهبوط أو إلى انخفاض حجم التعامل فيها.

المبحث الثاني: تقسيمات وتنظيم أسواق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه

إن بورصة الأوراق المالية تنقسم إلى عدة تقسيمات، في المقابل أيضا توجد عدة أنواع من الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، كما تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال التعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: تقسيمات سوق الأوراق المالية

أولاً: السوق الأولية (سوق الإصدار)

التعريف الأول: هو السوق الذي يكون تحت إشراف مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة، لحساب منشأة أو جهة حكومية، وعادة ما يكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة، ولا يخرج بنك الإصدار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، والجهة التي قررت إصدارها.¹

التعريف الثاني: هو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة والتي أصدرتها المؤسسات والمنشآت والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.²

التعريف الثالث: هو السوق الأولية تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها، وهكذا يعني أن المؤسسات كان اكتتابا عاما أو اكتتابا خاصا، وهذا ما يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال.³

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2005، ص 457.

² حليلة عطية، دور السوق المالية في الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008 إلى 2013، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص11.

³ حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، جامعة منتوري، قسطينة، الجزائر، 2010، ص121.

وتوجد طريقتين لطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام في السوق الأولية هما:¹

1-الاكتتاب العام: حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لمجموع المستثمرين في السوق.

2-الاكتتاب الخاص (أو المغلق): يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين ويتم بطرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاث أساليب.²

- أسلوب البيع المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء، ومقابل الحصول على الثمن النقدي (للإصدارات)، والهدف من هذا الأسلوب هو توفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، إلا أنه قد يترتب على إتباع هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية، بالإضافة لعدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة.

- أسلوب المزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكمية المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى بيع كامل الإصدار.

- أسلوب البيع الغير مباشر: ويتم من خلال قيام طرف ثالث وسيط نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع للمستثمرين، وذلك من أجل تلافي التكاليف العالية والشروط القاسية، وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف وعمولات إضافية لا بد من أن يتقاضاها هذا الوسيط، والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بإسداء النصح والمشورة حول الحجم والتوقيت والجدوى من الإصدار، ويتولى كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار والبيع.³

ثانيا: السوق الثانوي (سوق التداول)

1- تعريف السوق الثانوي:

هناك عدة تعريفات للسوق الثانوي نذكر ما يلي:

هو السوق الذي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها ويطلق عليها بسوق التداول، يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل وأهم ميزة لهذه السوق أنها توفر للأوراق المالية التي سبق

¹ جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016، ص50.

² بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص26.

³ حريزي رايح، مرجع سبق ذكره، ص122-123.

إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا فإن السوق الأولية تستمد قوتها من السوق الثانوية¹، ويكون بيع الأوراق المالية فيها بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في الأوراق المالية البديلة ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية.²

ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية ليمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق مالية عند الحاجة لقيمتها نقدا.³

2- أنواع السوق الثانوية:

تتقسم السوق الثانوية إلى:⁴

- **السوق المنظمة:** وهي تلك الأسواق التي تعرف بالبورصات، والتي تتميز بأن لها مكان محدد يتم فيه تداول الأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق، كما أنها تدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء العاملون به وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط لموافقة على إدراج الشركات في البورصة، إذ تختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى، وبعبارة أبسط السوق المنظم هو عبارة عن مكان منظم يتم فيه التقاء العرض والطلب للتعامل في الأوراق المالية للشركات المدرجة.

- **السوق غير منظم:** يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (أي خارج البورصات)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، حيث يقوم بالتعامل هم الشركات المالية أو البنوك أو الوسطاء وفقا للأسعار المعلنة، ويلعب الوسيط دورا أساسيا في هذا السوق التي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين أي التداول يكون بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور المصدرين ويحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين، وغالبا ما ينظم المتعاملين في السوق غير منظم بجمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجار السوق المالية ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص على سوقين.

¹ عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص30.

² محمد صلاح الحناوي، جلال العبد وآخرون، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص26.

³ عبد الغفار حنني، رسمية قري لقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركة التأمين، شركة الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001، ص295.

⁴ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص25.

كما تتسم أسواق الأوراق المالية الثانوية بما يلي:

- **السوق الثالث:** تتكون من بيوت السماسرة ومن غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة، مهما كبر حجم الصفقة أو صغر، والمستثمرين في هذه السوق هو من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية، الأسهم التي تركز عليها هذه السوق للتعامل لا تتجاوز 200 سهم، تصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة لتمنعها بخصم العمولة، التي لا يمكن الحصول عليها في السوق المنتظمة، التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة، إذن السبب الرئيسي في أن انخفاض العمولة بهذه السوق لكون بيوت السماسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق كما هو الحال في السوق المنتظمة هذا يعني انخفاض التكاليف الثانية للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.¹
- **السوق الرابع:** يتعامل في السوق الرابع المؤسسات الاستثمارية المالية الكبيرة المملوكة للأغنياء الذين يتعاملون فيها بينهم في شراء وبيع الأدوات المالية ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، بمعنى أنه يتم التبادل بصورة مباشرة قد يستدعي ذلك وسيط واحد يعمل لإتمام الصفقة، وعليه يتم إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، كما لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها الطرفين، في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر، وذلك إن الاتصال يكون مباشر، ويتكلفه أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنتظمة وغير المنتظمة.²

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية

تنظيم سوق الأوراق المالية يقوم وفقا لآلية تتضمن العناصر التالية:

- ✓ نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية.
- ✓ المتعاملون.
- ✓ الأوامر.
- ✓ شروط الدخول إلى البورصة.

¹ آيت اكان عزيزة، بوصيق فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 2015، ص22.

² سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص26.

أولاً: نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية¹

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتداول، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغيير الأسعار كلما كان ذلك ضرورياً، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

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

1-صالة التداول: هو المكان المخصص للتداول.

2-الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق: وهو الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في البيع أو الشراء للأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من صناع السوق وموجهوه، والمحرك الرئيسي لسوق الأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فالوسيط يعتبر أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة، كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل، ولهذا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، وكذلك بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة في مجال السوق المالي.

3-طرق التداول بسوق الأوراق المالية:

يتم تحديد سعر الصفقة وتنفيذها في البورصة من خلال طريقتين:²

- طريقة المفاوضة: يقوم كل سمسار بوضع سعر الشراء لأوراق مالية معينة في حالة الطلب ووضع سعر البيع في حالة العرض والكميات المتوفرة، ويتم التفاوض على سعر تنفيذ الصفقة لتحديد السعر العادل، وتختلف الأسعار على حسب حجم الصفقة.

- طريقة المزيدة: في هذه الطريقة يتم المزيدة على سعر إلى غاية الوصول إلى أحسن عرض للمشتريين يناسب البائع ويتم الإعلان عن الأسعار نهائية علناً وينتهي تداول بعقد الصفقة.

¹ سامية فقير، تسيير المحافظ الاستثمارية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة

أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2018، ص13.

² صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص32.

ثانياً: المتعاملون

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

1- تصنيف المتعاملين حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

- **المضاربون المحترفون:** تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

- **المضاربون الهواة:** يرغبون في الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن يهتموا بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا يقومون بدراسة اتجاهات السوق، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق عند تحقيق خسائر.¹

- **المتحفظون والمراجعون:** أما المتحفظون فهم الشريحة المتعاملة في الأصول المالية المساعدة على تحقيق المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في أسواق الأوراق المالية، وعليه تحتفظ هذه الفئة بالأوراق المالية من أجل الحيطة وتقليل المخاطر، ويتحفظون باستعمال المشتقات المالية التي تسمح لهم بتحقيق مستوى تأكيد أكثر مما هو عليه في الأوراق المالية الأصلية (غير المشتقة)، أما المراجعون فهو فئة استثمارية تمارس العملية الاستثمارية بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فروق في الأسعار ولأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من سوق المنخفضة الأسعار وبيع في السوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربحاً عديماً بالمخاطرة، حيث ساعد التطور التكنولوجي هذه الفئة في إتمام صفقاتها.²

- **المتأمرون والمستثمرون:** المتأمرون هم المجموعة التي تهدف إلى التحكم بالأسعار وتوجيه السوق نحو الصعود والهبوط مستخدمة بذلك بعض الوسائل المصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب ويحققون ذلك بفضل مواردهم المالية الضخمة والمستثمرون يمثلون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر مما الذي يشمل الفوائد والتدفقات والعوائد بمختلف أشكالها، ويوجد نوعين من المستثمرين المتأمرون الداخلي والذي يهدف إلى

¹ محمود أمين زويل، يونس البطريق، "بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص51.

محمود محمد داغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة الأولى، مصر، 2005، ص125-126.²

السيطرة على الشركة من الداخل من خلال تملك أكبر عدد ممكن من أسهمها، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق ربح طويل الأجل بالإضافة إلى دخل جاري.¹

2- تصنيف المتعاملين إلى عارضين وطالبيين للأوراق المالية:

يمكن تصنيف المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من المعارضين والطلابين للأوراق المالية:

-**الطالبون للأوراق المالية:** وهم أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض في مواردهم على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبوا الأوراق المالية إلى فئتين:

- **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، تتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها.
- **الفئة الثانية:** تضم البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية.

- **العارضون للأوراق المالية:** وهم الطالبون للقيم المنقولة من مختلف البنوك وشركات التأمين، وصناديق الإيداع... الخ مهمتهم توظيف أموالهم وأموال عملائهم في البورصة والحصول على عوائد وأرباح أو بتعريف آخر هي الفئة من الأفراد الذين يوجد لديهم مدخرات نقدية تزيد عن احتياجاتهم، إضافة للمؤسسات المالية مثل البنوك وشركات الاستثمار يرغبون في الاستثمار بمشاريع تعود عليهم بعوائد عالية مع وجود مقدرة على مواجهة المخاطر.²

بالإضافة للعارضين والطلابين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع السوق، ويمكن تقسيمهم:

- **السمسار:** هو شخص ذو علم ودراية في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال البورصة في المواعيد الرسمية مقابل عمولة، ويعتبر السمسار مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعا وشراء ويشترط فيه أن يكون مؤهلاً علمياً وأن لا يقل عمره عن 25 سنة وأن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية.

- **مساعد السمسار (المندوب الرئيسي-الوسيط):** يتعاون السمسار في تنفيذ الأوامر على مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسي الذي لا يجوز له أن يشغل باسم السمسار الذي يتبعه ويعمل لحسابه وتحت مسؤوليته، ولا يجوز لهذا المندوب أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار، أما الوسيط فهو أداة اتصال بين

¹ عباس كاظم الدعيمي، **السياسية النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار الصفاء، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 140-141.

² بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 51.

العميل والسمسار المقيد له والسمسار مسؤول مالي بالتضامن مع المندوبين الرئيسيين والوسطاء التابعين عن الغرامات التي يحكم بها عليهم.¹

- **المحكمون والمراقبون:** إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبين والتوفيق بين الرغبات المتعارضة، وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى سمسار فإن وظيفة السوق المالية ليست إتمام العمليات فقط، وإنما ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت ومنع أي انحراف والتأكيد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، ومن أجل ذلك لابد أن يكون لكل بورصة مجلس إدارة ومحكمين تكون مهمتهم التنظيم والتثمين وتوفير المعلومات اللازمة للمتعاملين وكذا الرقابة.²

ثالثاً: الأوامر

1-تعريف الأوامر في سوق الأوراق المالية:

هو أمر مكتوب أو شفهي أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال الحديثة يعطى للسمسار الأمر بعقد صفقة (بيع أو شراء) على نوع معين من الأوراق المالية أسهم أو سندات أو معا، ويتبع فيما بعد بخطابات منفصلة تؤكد هذا الأمر إن الضامن الأساسي لحسن تنفيذ هذا الأمر يقف على مدى وضوحه من خلال:³

- تحديد نوع الورقة بدقة؛

-الجهة المصدرة لها؛

- السعر والكمية المطلوبة بدقة؛

2-أنواع أوامر سوق الأوراق المالية:

هناك عدة أنواع من الأوامر التي يتلقاها السمسار عن العميل لأجل القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية وتتمثل هذه الأنواع فيما يلي:

- الأمر حسب طريقة تحديد الأسعار

تقسم أوامر السوق في هذه الحالة إلى ما يلي:

● **الأمر بالسعر المحدد:** يقوم من خلال هذا الأمر العميل بتحديد سعر الشراء أو سعر البيع مسبقاً ومن الطبيعي أن يعتبر سعر الشراء الذي يأمر به العميل هو الحد الأعلى، أما ان سعر البيع الذي يأمر به العميل يمثل الحد الأدنى، لذلك فإن من عيوب هذا الأمر أنه يمكن أن لا تتم الصفقة فقط لوجود فروق طفيفة في السعر.

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية، تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2013، ص34.

² بن دحمان ليندة، فعالية الأسواق المالية في دعم الاقتصاد حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية نقود وتأمينات، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2015، ص17-18.

³ بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم تكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص10.

• **أمر السوق:** من أكثر أنواع الأوامر انتشاراً في البورصات، ويسمح هذا الأمر للسماسر بالشراء أو البيع وفقاً للأسعار السائدة في السوق ما يعطي للسماسر مجالاً لاستغلال خبرته في الحصول على أفضل الأسعار.

- **الأمر حسب سعر ووقت التنفيذ:**

هذا التمييز لأوامر السوق بدمج بين السعر والوقت أو مدة تنفيذ الأمر، ويوجد نوعان من هذه الأوامر وهي:¹

• **الأمر المحدد للسعر من خلال فترة معينة:** هي الأوامر التي تحدد سعراً معيناً لتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة الزمنية.

• **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** يقصد به الأمر الذي لا يحدد له فترة زمنية معينة لتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

- **الأوامر من حيث توقيت الأمر:**

وتقسم إلى الأنواع التالية:²

• **الأمر المؤقت بمدة معينة:** كيوم أو أسبوع أو شهر أو أكثر فالأمر المؤقت ببوم يظل قابلاً للتنفيذ إلى النهاية ذلك اليوم الذي صدر فيه، وهذا يعني أنه إذا لم يتمكن السماسر من تنفيذ خلال الساعات الباقية من اليوم، فإنه يبطل بنهاية وقت العمل في السوق ذلك اليوم.

• **الأمر المفتوح المدة:** هذا الأمر يظل قائماً إلى أن يتم تنفيذه أو إلغاؤه من قبل الموكل، إلا أن بعض الأسواق تشترط تأكيد هذه الأوامر من قبل مصدرها، بعد مضي فترة محددة كأسبوع أو ثلاثة أشهر أو ستة أشهر.

- **الأوامر الخاصة:**

من أبرز أنواع الأوامر الخاصة ما يلي:³

• **أوامر الإيقاف:** يقصد بها الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، فإن كانت أوامر الإيقاف تتعلق بالبيع يكون السعر المحدد في الأمر أقل من سهم السوق، أما إذا كانت أوامر الإيقاف تتعلق بالشراء فإن السعر المحدد يكون أعلى من سعر السوق.

• **أوامر الإيقاف المحددة:** تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي ينفذ الصفقة، في حالة استخدام أوامر الإيقاف حيث يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع وحد قصي لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه.

¹ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 130.

² مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، السعودية، 2010، ص 60.

³ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 131-134.

• أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: ويقصد به أن يترك السمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر المطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر، مما إذا كانت الصفقة شراء أم بيعاً، وتوقيت تنفيذها أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، ويقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.

رابعاً: شروط الدخول إلى البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة، ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية، وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند الطلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.¹

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

يتداول في سوق الأوراق المالية مجموعة من المنتجات المالية المتنوعة من أهمها الأسهم والسندات بمختلف أنواعها، والتي تسمح لحاملها بالحصول على السيولة في أي وقت.

أولاً : الأسهم (أدوات الملكية)

1- تعريف السهم ومختلف قيمه:

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص53.

قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم ينبغي التطرق أولاً لتعريفه

- **تعريف السهم:** يمكن تقديم عدة تعريفات للسهم:

التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموماً مشاركة في رأس مال إحدى الشركات الأموال ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها.¹

التعريف الثاني: عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكاً تناسيبياً في الشركة، كما تعد هذه الأوراق أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس مال شركة الأموال.²

التعريف الثالث: السهم هو حق المساهم في شركة الأموال وفق قواعد القانون التجاري، وتتمثل الأسهم حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأفضلية في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة تشكل رأس مال شركات الأموال، تعبر عن حق ملكية وقابلة للتداول حسب القانون التجاري، بحيث تحدد الحصة التي يملكها في الشركة وحقوقه اتجاهها.³

2- قيم السهم:

للسهم عدة قيم منها ما يلي:

- **القيمة الإسمية للسهم:** وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون من رأس مال الشركة.

- **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال، وتكون متساوية للقيمة الإسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها.

¹ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير

في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2004، ص 17

³ صالح بوزطوط، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر شعبة الحقوق، تخصص قانون أعمال، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2014، ص 53.

- القيمة السوقية: فهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام.¹

- القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم: وهي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.²

- القيمة الدفترية أو المحاسبية: هي القيمة التي تحسب من خلال جمع قيم الموجودات المالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات وبما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة... ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية.³

3-أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس متنوعة كما يلي:

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:⁴

- أسهم إسمية: وصدور هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبت في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.
- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.
- أسهم الأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها للأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت قيمتها الإسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية، الطبعة الأولى، السعودية، 2015، ص114.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص210.

³ جهاد بهلول، متطلبات تحسين أداء سوق الأوراق المالية في ظل اقتصاد معرفة، دراسة حالة بعض أسواق رأس المال العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2019، ص20.

⁴ شعبان محمد وإسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، دمشق، 2002، ص90.

-تقسيم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:¹

- **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات أو براءة اختراع، مقدره ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.
- **أسهم نقدية:** هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.
- **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي نقدا.

- **تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:** وتقسّم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

- **الأسهم العادية:**² وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وانقسامات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

ويتميز هذا السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية من أهمها:³

- القابلية للتداول توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية كالمناولة من يد أخرى كما هو الحال بالنسبة للسهم الحامل لها أو المقيدة في سجل الشركة كالأسهم الإسمية أو عن طريق عمليو التطهير للأسهم الأمر وإن كانت هذه الخاصية تتوفر ولكن باستثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة غير أن القوانين التجارية غالبا ما تضع شروطا منها.

¹ علي طيوب، أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر

أكاديمي في علوم التسيير، تخصص إدارة تخصص إدارة أعمال التجارة الدولية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2013، ص54.

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص، 57-58.

³ بن دحمان ليندة، مرجع سبق ذكره، ص19.

- عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين من تأسيس الشركة نهائياً أو بعد توزيع أرباحها على المساهمين.

- تعتبر مخزناً لقيمة أي أن قيمة الأوراق المالية تتزايد مع زيادة نشاط المشروع المصدر لهذه الأسهم وذلك فضلاً على ما تدرکه من دخل على حائزها من دخل سنوي، المسؤولية المحدودة للمساهم تنص قوانين الشركات أن المسؤولية المساهم محدودة في الشركة من خلال الأسهم التي يمتلكها وهذا يختلف في شركات أخرى مثل شركات التضامن وشركات الأشخاص حيث تكون المسؤولية غير محدودة.

- تقادم حق المساهمة وهما حق المساهم لا يتقادم بسبب استعمال ما دامت الشركة قائمة، ولا يبدأ التقادم إلا بعد اليوم الأول الذي يتحول فيه حق المساهم من حق الملكية إلى حق دين أي عندما تنخفض الشركة المساهمة بالتصفية أو عندما يستهلك السهم أو يدفع رأس المال.

• **الأسهم الممتازة:** وهي التي تعطي صاحبها حقوق إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم لجذب الاكتتاب بها، وهذه الحقوق تختلف من شركة لأخرى حسب الشروط المتعلقة بإصدار الأسهم الممتازة.¹

وهي كذلك عبارة عن شهادات تصدرها الشركات للتزويد برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم، كما أن للسهم الممتاز قيمة إسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق.²

ثانياً: **السندات (أدوات الدين):**

1-تعريف السند: هناك عدة تعريفات للسندات إلا أنها تؤدي إلى نفس المعنى وفيما يلي بعض التعريفات :
التعريف الأول: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لعامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محددة.³

التعريف الثاني: السندات صكوك متساوية القيمة، وتمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، وثبت حق حاملها فيما قدموه من مال، أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية.⁴

2-خصائص السندات: تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي:¹

¹ حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص17.

² جبار محفوظ، الأوراق المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار الأمين للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص27.

³ أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علم التسيير، تخصص مالية، تأميمات وتسيير المخاطر، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2014، ص16.

⁴ نور الهدى غريب، مرجع سبق ذكره، ص13.

- السند عبارة قرض أو التزام على جهة التي قامت بإصداره؛
- إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها؛
- للسند قيمة إسمية، معدل فائدة، وتاريخ استحقاق؛
- يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة؛
- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة؛
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم، يعني القيمة الاسمية للسند.

3- أنواع السندات:

- تتنوع السندات باختلاف وجهات نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:
- أنواع السندات حسب الشكل: يمكن تصنيف السندات طبقا لشكل السند إلى:²
 - **السندات الإسمية:** هي السندات التي يكتب فيها اسم المالك، يسجل هذا الاسم عند الإصدار على وجه السند، وتحتفظ الشركة بسجل خاص لحاملي السندات ويتم فيه تسجيل أي تغيرات تطرأ على الملكية نتيجة لتداول السندات.
 - **السندات لحاملها:** عندما يصدر السند خاليا من اسم المستثمر تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وعند تاريخ الاستحقاق يحق لحاملها استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.
 - أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:³
 - **سندات عامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض.
 - **سندات خاصة:** تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.
 - أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

¹ حفيظ عبد الجميد، أدوات سوق الأوراق المالية و مناهج تقييمها-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2004، ص7

² آيت اكان عزيزة، بوصفية فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص30.

³ دفع الله المكي حسن الرخي، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الخرطوم لأوراق المالية خلال الفترة

(2013-2018م)، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد كلية الدراسات العليا، قسم الاقتصاد، جامعة نيلين، السودان، 2018،

- **سندات مضمونة:** من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأموال لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.¹
- **سندات غير مضمونة:** على عكس السندات المضمونة، فإن هذه السندات تمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة.²
- **أنواع السندات حسب معدل العائد:** نميز نوعين هما:³
- **سندات ذات معدل ثابت:** هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، لأنه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكبر.
- **سندات ذات معدل متغير:** هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات تصاعدية.
- **أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها:**
- وتصنف من حيث القابلية للتحويل إلى:⁴
- **السندات قابلة للتحويل:** تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطى لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سنداته إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.
- **السندات غير قابلة للتحويل:** مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدره بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.
- **أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:** وتنفرع إلى:
- **سندات عادية:** لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.
- **سندات الدخل:** هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.
- **أنواع السندات حسب طريقة السداد:** يمكن أن نميز نوعين من السندات حسب طريقة السداد:⁵

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 63.

² رمزي عثمانى، انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال، دراسة حالة سوق الدرجة لأوراق المالية 2005-2015، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 89.

³ علي طيوب، مرجع سبق ذكره، ص 56-57.

⁴ فقير سامية، مرجع سبق ذكره، ص 11.

⁵ أحلام عكنوش، مرجع سبق ذكره، ص 16-17.

- **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.
- **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات يمكن رصد الفوارق التالية الملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم(1): المقارنة بين الأسهم والسندات

السند	السهم	نوع الورقة طبيعة المقارنة
دين على الشركة وحامله دائن لها بقيمة السند.	جزء من رأس مال الشركة وحامله شريك فيه بقدر رأس ماله	التعريف
أغلبيتها يتطلب رهن بعض العقارات أو الضمانات.	ليس ضروريا رهن الموجودات في حالة إصدار السهم بالذات في السهم العادي	الضمانات
حامله ليس له الحق في الإدارة.	حامله له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة	دور حاملها في إدارة الشركة
الشركات، الحكومة والمؤسسات المالية المتخصصة والمرخصة	شركات المساهمة	المصدرون
لا يتعرض للأخطار لأن حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق.	حامله لا يسترد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة وعقد تصفية الشركة.	الأخطار
ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة	ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة وقد تكون هناك خسارة.	الدخل الذي يوفره لحامله
حامله تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامله الباقي بعد تسديد كافة الديون.	الأولوية في التسديد
السند له أجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمته لحامله.	الأسهم ليس لها أجل استحقاق محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة	أجل الاستحقاق

المصدر: مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 40.

ثالثا: المشتقات المالية

بالإضافة إلى الأدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارهم أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتها وخصائصها معا.

1-تعريف المشتقات المالية: المشتقات المالية هي " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو سلعة أو عملات أجنبية، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة.¹

2-أنواع المشتقات المالية: هناك العديد من أنواع المشتقات من بينها نذكر:

-**عقود الخيار:** الخيار هو الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك، ومن الخيارات خيار أوروبي وخيار أمريكي والفرق بينهما أن الأول لا ينفذ إلا في تاريخ محدد، أما الخيار الأمريكي فيمكن أن ينفذ في أي لحظة منذ شراءه حتى تاريخ التنفيذ المحدد وهي:²

- **خيار الشراء:** الذي يعطي الحق لمالكة شراء أي من الموجودات المالية.
- **خيار البيع:** الذي يعطي الحق لمالكة في بيع الموجودات المالية بسعر محدد في المستقبل
- **العقود المستقبلية:** قد عرفت العقود المستقبلية على أنها اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في مستقبل بسعر معين، ويتم تداول العقود المستقبلية في السوق، ومن أجل جعل التداول ممكن تعد السوق سمات معيارية معينة للتعدد،³ ومن أهم أنواعها ما يلي:

- **العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:** هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عليها في البداية ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.
- **العقود المستقبلية التي تنص على مؤشرات السوق:** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض

¹ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، بسكرة، الجزائر، 2012، ص29.

² آيت كان عزيزة، بوضيعة فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص35.

³ أحلام عكنوش، مرجع سبق ذكره، ص19.

في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددتها السوق مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

• عقود مستقبلية على السلع: هي بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.¹

- العقود الآجلة: وهي التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، إذن فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتري وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق يحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية.²

- عقود المبادلة: عرفها بعض الكتاب بأنها اتفاق تعاقدي على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق، وتتكون عمليات المبادلة من عقد بين طرفين يعتمد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد إلى الطرف الثاني الذي يعتمد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول.³ من أشهر أنواع عقود المبادلات ما يلي:

• مبادلات العملات: مبادلة العملة هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في تاريخ استحقاق آخر، حيث يقوم طرفاً بعقد اتفاق بينهما تضمن عمليتين:⁴

العملية الأولى: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآتي بسعر الصرف الآتي بين العملتين.

العملية الثانية: عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين.

• مبادلات أسعار الفائدة: يتم التعامل بهذا النوع من العقود في سوق الأوراق المالية بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلبات أسعار الفائدة من جهة أخرى. هذه المبادلات تعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم

¹ زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص 100.

² مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 41-42.

³ منير إبراهيم هنيدي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1989، ص 237.

⁴ جلال بن دهان، مرجع سبق ذكره، ص 31.

أحدهما يدفع معدل فائدة ثابت (طويل أو متوسط الأجل) على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ بينما يعتمد الطرف الثاني بدفع معدل فائدة متغير (قصير الأجل).

المبحث الثالث: مفاهيم أساسية حول صناع السوق

إن صناع السوق يحرصون على نجاح السوق وذلك من خلال ضبط توازن السوق وفقاً لمعايير تصدرها هيئة السوق المالية، وفي مبحثنا هذا سوف نتطرق إلى المفاهيم الأساسية لصناع السوق من خلال ثلاث مطالب.

المطلب الأول: مفهوم صناع السوق وأهميته

أولاً: مفهوم صناع السوق

1- صناعة السوق:

هو النشاط الذي يعتمد بصفة أساسية على بناء محفظة استثمارية متنوعة بهدف التعامل بالأوراق المالية من خلال تقييم أسعار مستمرة لشراء وبيع للورقة المالية من أجل خلق التوازن سعري من خلال زيادة سيولة هذه الورقة المالية.¹

2- صناع السوق:

هي مؤسسة تمارس نشاط التداول (وقد يكون مستمر) تقوم بموازنة تعاملات عملائه وفق آلية تشمل موازنة هذه التعاملات والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة المطلوبة ورأس المال، حسب تقديراته المالية والفنية، وإيجاد العلاقة بين صناع السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على التأثير في قوى العرض والطلب، ويكون صانع السوق بنكا أو مؤسسة مالية وسيطة أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحاظف مالية تمتلك القدرة المالية الضخمة التي تمكنها من حفظ التوازن في الأسعار، بالتدخل بالشراء في حال انخفاض أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة أو بالبيع في حال بلغت الأسعار مستويات سعريّة مبالغ فيها.

وينشأ غالبية صناع السوق في الأسواق العالمية والإقليمية من خلال:

- شركة مساهمة يساهم في رأس مالها شركات الوساطة والشركات المساهمة وبنوك الاستثمار المدرجة للتداول في السوق المالي، مع إمكانية استمرار دخول شركات مساهمة جديدة وشركات وبنوك استثمار حال تأسيسها وترخيصها لتلك الشركة.

- أو تأسيس محافظ استثمارية و تعمل كصانع سوق أسهم أو لأسهم منتقاة وموافق عليها وكما هو سائد في الأسواق المالية العالمية.

¹ نغم حسين نعمة، آليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية- نموذج مقترح-، مجلة دراسات محاسبية ومالية، (JAFS)، العدد 45، المجلد الثالث عشر، العراق، 2018، ص 32-33.

ومن بين المزايا التي يحققها صانعي السوق:¹

- توفير الطلبات والعروض للأسهم غير المتداولة في السوق الرئيسية؛
- توفير أسعار بشكل مستمر وحقيقي؛
- توفير الكميات اللازمة سواء في حالة الشراء أو البيع؛
- صناعة السعر من خلال إدخال طلبيات أو عروض؛
- الإعلان عن وجود عروض أو طلبيات على سهم معين دون الإشارة إلى السعر.

ثانياً: أهمية صناع السوق

تظهر أهمية وجود صناع الأسواق المالية خاصة عندما ما تكون أسعار مثير من الأسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والمضاربات، ومن دون مبررات منطقية، بحيث تصبح أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها ويلعب صانعي الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في كل أسواق الأوراق المالية العالمية، والبعض لا يتصور إمكان الاستغناء عنهم من دون التسبب في تعطيل حركة التداول وتهميش آليات السوق وانخفاض كفاءتها، فلا يمكن في وجود صناع للسوق أن تتدفق عروض بيع من دون أن يقابلها طلب شراء، أو وجود طلبات شراء من دون أن يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع، وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحال من التوازن بين العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة على تسهيل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من الثمن العادل، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها.²

المطلب الثاني: الشروط الواجب توفرها في صناع السوق ودورهم وكيفية عملهم

أولاً: الشروط الواجب توفرها في صناع السوق

هناك شروط لا بد من توفرها في صناع السوق وهي:³

- إن صناع السوق جزء من عملية التداول؛
- أن يكون متواجداً على مدى الطويلة؛
- أن يكون لديه القدرة على تأمين كمية الأسهم المطلوبة؛

¹ رمضان الشراح، صناع السوق التجريبية الكويتية، الكويت 2006، ص 4. 2021/04/15.

<https://www.unioninvest.org/Researches/A/1Markt%20Makers2.doc>.

² رمضان الشراح، مرجع سبق ذكره، ص 3.

³ مرجع نفسه، ص 2.

-إضافة إلى أن يكون لديه نظام إشرافي وتنفيذي؛

- يجب أن يكون عبارة عن مؤسسات مالية قوية ومتعهدة للشراء والبيع؛

-يجب أن تكون علاقة صناعة السوق عكسية مع اتجاه السوق، وذلك لأن صناعة السوق هي خلق استقرار واضح للسوق.

ثانيا: دور صناعة السوق

- يؤدي صناعة السوق دورا بالغ الأهمية في معظم الأسواق المالية العالمية، وغياهم يؤدي إلى تهميش آليات الأسواق وانخفاض كفاءتها وارتفاع مخاطرها ويمكن رصد أهم أدوار صانع السوق فيما يلي:¹

- إيجاد حالة التوازن بين عمليتي العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، مما يحقق للأسواق أهم وظائفها، وهي قدرة أي مستثمر على بيع الأوراق المالية التي يمتلكها بسرعة وسهولة، بعكس ما نلاحظه في الأسواق المالية العربية، حيث نلاحظ سهولة وسرعة بيع أي كمية من أسهم الشركات التي يركز عليها المضاربون، بينما يصعب بيع كميات كبيرة من أسهم الشركات الأخرى.

- المساهمة في توفير السيولة وتعزيزها في أسواق الأوراق المالية، خاصة في أوقات عدم توفر أوامر شراء وبيع متطابقة أو حين يغيب الاهتمام بالشراء أو البيع.

- كبح سيطرة المضاربين على عمليات التداول داخل أسواق الأوراق المالية، من خلال قيام صانع السوق بشراء أسهم الشركات المدرجة عندما تنخفض أسعارها السوقية عن قيمتها العادلة أو عندما تنخفض دون وجود معلومات جوهرية تؤدي إلى هذا الانخفاض، كما يقوم ببيع أسهم الشركات التي تحدث مضاربة على أسهمها وترتفع أسعارها السوقية إلى مستويات غير مبررة.

- الاحتفاظ بعدد كبير وكان من أسهم الشركات المدرجة التي يمثلونها لتسهيل ضخها بالسوق عند الحاجة.

- المحافظة على سوق مستقر من خلال العمل على منح التقلبات الحادة في الأسعار قدر الإمكان.

- جذب مستثمرين محتملين وخاصة المستثمرين المؤسساتيين لأسهم الشركات التي يمثلونها.

- تنفيذ الطلبات وفق أفضل عروض الشراء أو البيع بعيدا عن العيش وتلاعب وقد وضعت بعض الهيئات الرقابية وخاصة الأمريكية ضوابط لذلك.

ثالثا: كيفية عمل صناعة السوق:²

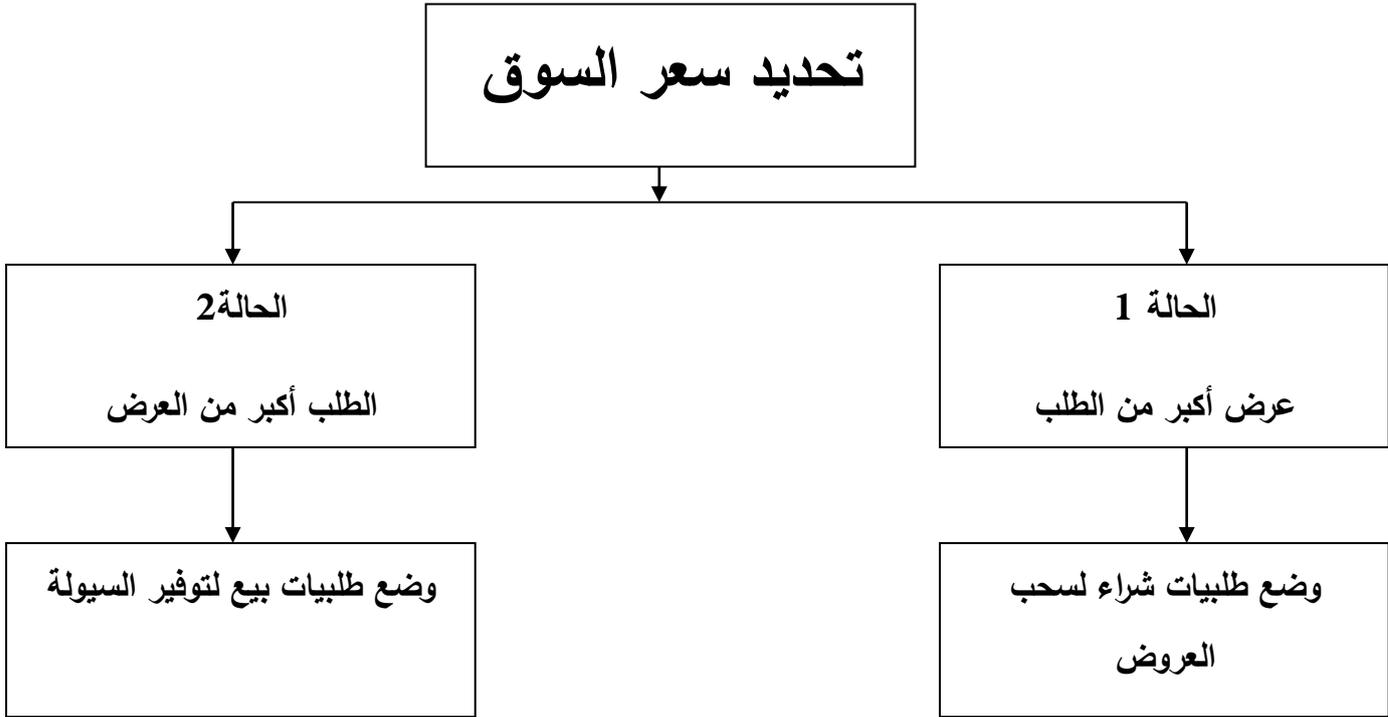
تتحدد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بواسطة صناعة السوق، هذا الأخير يبدي صانع السوق استعداداته الدائم لبيع الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما و يبدي استعداداته بنفس الحماس بنفس

¹ نغم حسين نعمة، مرجع سبق ذكره، ص 35-36.

² سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص35.

الأسهم التي يرغب المستثمرون في بيعها. ونظرا لأن الراغبين في الشراء و الراغبون في البيع يبيع أسهم ما، عادة ما يتخذون قرارهم في توقيت مختلف، و بالتالي فإن مخزوننا كافيا من ذلك السهم لابد أن يكون متاحا لذا صناع السوق لتلبية طلبات العملاء، و الشكل الآتي يوضح كيفية عمل صانع السوق.

الشكل رقم (1): كيفية عمل صانع السوق



المصدر: سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 41.

المطلب الثالث: النماذج العالمية الرائدة لصناعة الأسواق

وهنا سيتم استعراض مجموعة من التجارب العالمية والمختلفة عن بعضها البعض وهي الآتي:¹

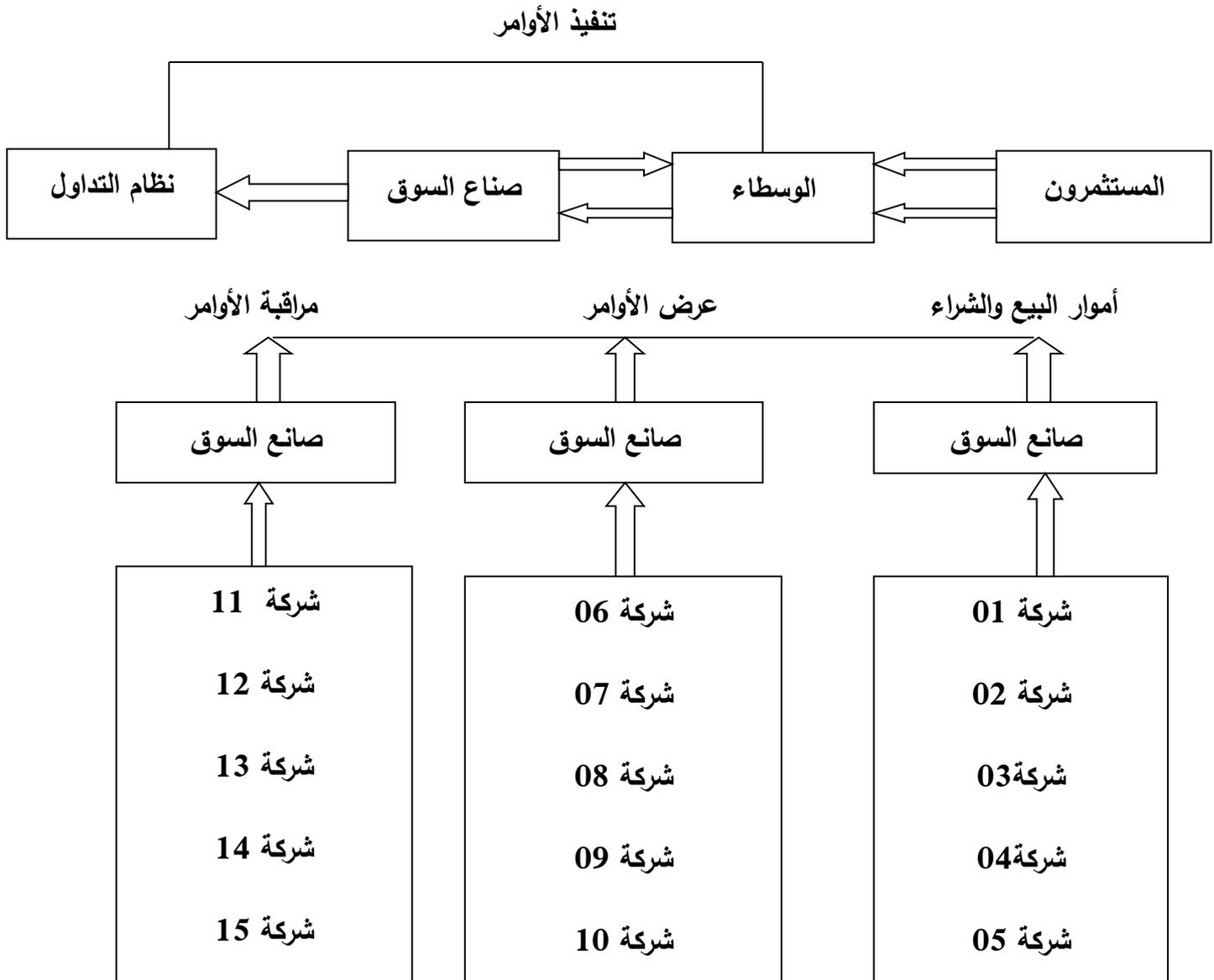
أولاً: نموذج سوق نيويورك (NYSE): ويتميز هذا النوع بانفرادية ومركزية صانع السوق، وصلاحياته الواسعة في الاطلاع على أوامر البيع والشراء، وهو الذي يقرر إلى حد كبير معلومات أوامر البيع والشراء من المستثمرين الذين ينبغي إظهارها للعموم.

ومن ميزات هذا النموذج ارتفاع المستثمرين المؤسساتيين له بسبب قناعتهم بخيرات ومهارات وسطاء القاعة وقدراتهم في تبادل المعلومات بشكل أسرع وبالتالي حصولهم على أسعار جيدة، ويوجد في هذا السوق

¹ نغم حسين نعمة، مرجع سبق ذكره، ص 36-37.

قاعة مخصصة الوسطاء الذين يعطون أوامرهم بلغة إشارات متعارف عليها، ثم تذهب هذه الأوامر إلى صناع السوق-والبالغ عددهم سبعة- الذين يقوم بدورهم بالبيع والشراء إذا اقتضت الحاجة بناء على هذه المعلومات، بالإضافة إلى المعلومات التي تعلمهم إلكتروني حيث يحرصون على استمرار السيولة في التداول ويحدد صانع السوق وفق هذا النظام سعر الافتتاح للسهم الذي لا يكون بالضرورة هو سعر اليوم السابق كما أسلفنا، ويتم إعفاء صانع السوق من الرسوم عندما يتداول لمصلحته.

الشكل (2) نموذج "NYSE" لصانع السوق.



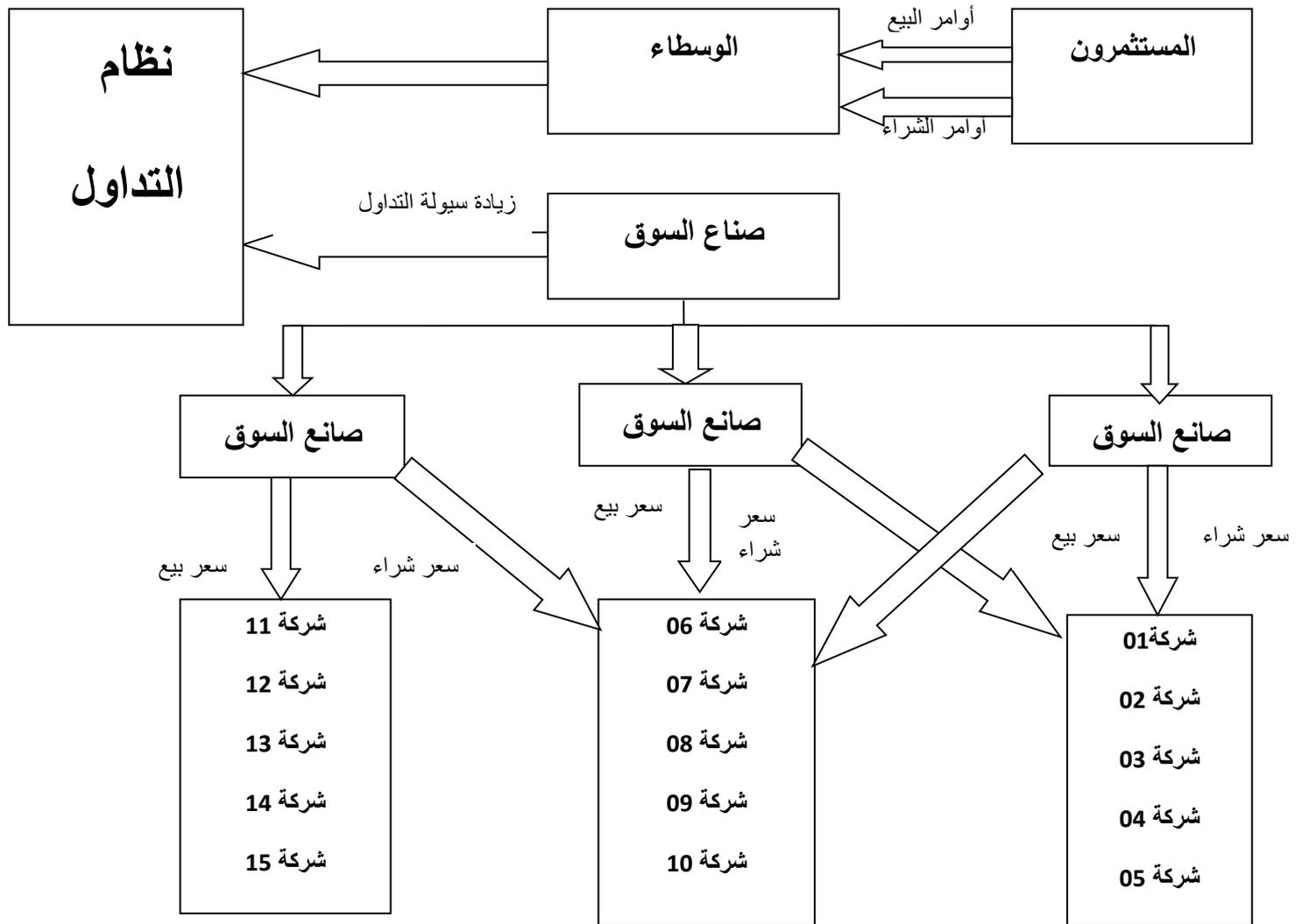
المصدر: نغم حسين نعمة، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ثانياً: نموذج بورصة ناسداك NASDAQ تتم جميع التداولات في هذا النموذج الكترونياً وإن كل شركة مدرجة لها العديد من صناع السوق يتنافسون فيما بينهم من له الأكثر الإيجابي في دعم كفاءة السوق وزيادة السيولة فيه ولا يتداول المستثمرون العاديون في هذا النوع من البورصات مباشرة فيما بينهم، إنما يتم ذلك عن طريق صناع السوق الذين يبلغ عددهم (500) في سوق ناسداك وحده.

وعلى صناع السوق وفق هذا النموذج عرض كل من سعري البيع والشراء بنفس الوقت ولذلك يسمى نظام "Quote-Driven"، ولا يرى الشخص المستثمر العادي أمره بالبيع والشراء ويعتبر ذلك أحد الانتقادات على هذا النظام بسبب ما يعتبرونه نقصاً في الشفافية رغم أنه قد يسمح صانع السوق في بعض الأحيان بعرض الأسعار على المستثمرين، وبشكل عام، قد يزيد صانع السوق وفق هذا النظام السعر نسبي، إذا شعر بقرب نفاذ مخزونه من الأسهم، أو يقلله إذا زاد مخزونه من الأسهم.

الشكل رقم (3): نموذج بورصة ناسداك لصانع السوق

تنفيذ الأوامر



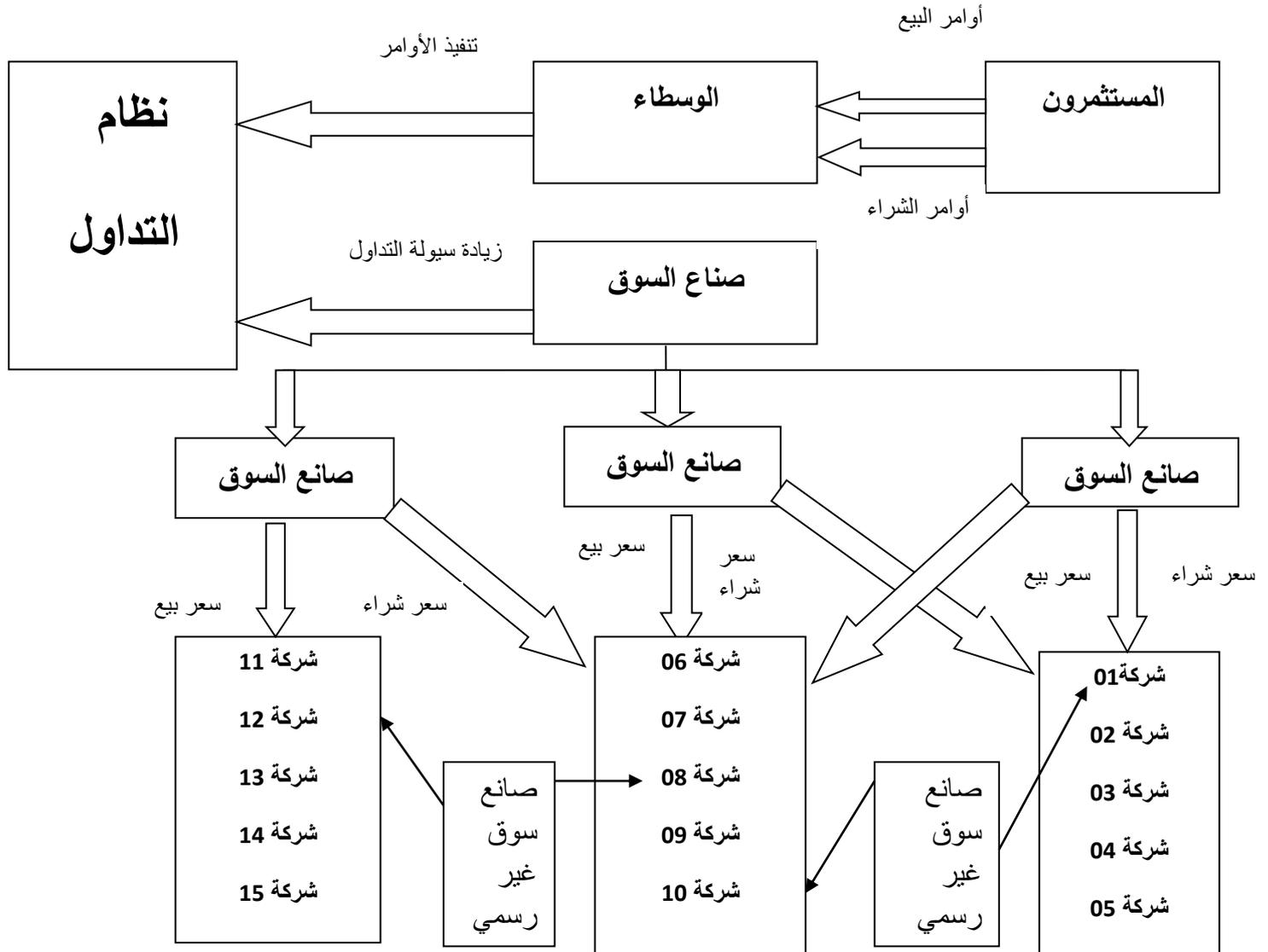
المصدر: نغم حسين نعمة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

3- نموذج السوق الإلكترونية المقادة بالأمر اللامركزي: يتواجد هذا النظام لصانع السوق في يورو نكست وبورصة إيطاليا والبورصة اليونانية، وفيه يمكن أن يكون أكثر من صانع سوق للشركة الواحدة يتنافسون بينهم، كما أنهم يتنافسون مع المستثمرين العاديين من دون احتكار المعلومات التداول كما هو الحال في بورصة نيويورك (NYSE).

وتتمثل المهمة الرئيسية لصانع السوق هنا في زيادة سيولة التداول ويكون ذلك باتفاق ما بين صانع السوق والشركة المدرجة التي يصنع سوقها مقابل رسوم معينة، وذلك ضمن آليات وشروط سوق الأوراق المالية.

ويمكن تصوير سير هذا النموذج في الشكل رقم (4)

الشكل رقم (4): نموذج السوق الإلكترونية المقادة بالأمر اللامركزي لصانع السوق



خلاصة:

يعد سوق الأوراق المالية من أهم الكيانات الاقتصادية في أي دولة لأنه يقوم بتوجيه المدخرات وتوفير السيولة اللازمة لتمويل مختلف المشاريع، الأمر الذي يعمل على تحقيق التنمية الاقتصادية. كما أن التعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال الأدوات المالية طويلة الأجل أسهم وسندات سواء كان هذا التداول على مستوى سوق الإصدار.

حيث أن سوق الأوراق المالية يعمل بنظام خاص يحدد إجراءات التعامل فيها وشروطه، وتحكم عملها لوائح وقوانين ذات صلة إضافة إلى القوانين التي يتم الالتزام بها من قبل المتعاملين بالأوراق المالية سواء أكانت أسهم بمختلف أنواعها أو سندات أو أوراق مالية مختلطة ويقوم الراغبون في استثمار هاته الأدوات المالية الذين يستهدفون تحقيق مكاسب مالية اعتماد على التغيرات على أسعار الأوراق المالية التي يتم تداولها والتعامل بها في البورصة وبالذات من خلال الوسطاء الماليين الذين ينفذون الأوامر التي يكلفون بها من قبل المتعاملين سواء كان متعاملين بائعين أو مشتريين كما أن لصناع السوق دورا هاما في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية وتنشيطها.

الفصل الثاني:

إطار نظري للأزمات المالية

تمهيد

إن الأزمات المالية و منذ نشوئها خلفت آثار وانعكاسات سلبية على اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية والتي أدت في غالب الأوقات إلى انهيار الأسواق المالية، وإفلاس العديد من البنوك والمؤسسات وتدهور العملات في أوقات متعددة، ولقد أظهرت الأزمات المالية المتكررة عبر السنين عدم مصداقية المعلومات وتجانسها على مستوى الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية العالمية، وهي أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور هذه الأزمات بوتيرة متكررة و في كل أنحاء العالم، وباعتبار المفهوم النظري الركيزة الأساسية التي يبنى عليها أي موضوع قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية:

-المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية.

-المبحث الثاني: أنواع الأزمات وفتوات انتشار والآثار المترتبة عنها.

-المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية التي أثرت في الأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

تطرق العديد من الكتاب إلى تحديد مفهوم الأزمات المالية من وجهة نظر متعددة، فكل عرفها تبعا لطبيعة أبحاثه وكذلك تعدد أنواع المشكلات وتصنيفاتها، ومما كانت براعة القادة والمستثمرين في التخطيط والتنبؤ بالمشكلات إلا أن حدوث الأزمات لا مفر منها، ولهذا وجب اتخاذ الحيطة والحذر لتجنبها والوقاية منها ولإعداد العدة لتجاوزها وإن لم يكن فإدارتها بالأسلوب العلمي للحد من أضرارها ومنع انتشارها، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى الجانب النظري للأزمات المالية من ناحية المفهوم وعناصر الأزمة المالية ومراحلها وأسبابها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

يعد موضوع الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها وارتباطها بالاقتصاد المالي والحقيقي، لذا سنتطرق لتعريف الأزمة المالية وخصائصها.

أولاً: تعريف الأزمة

التعريف الأول: "تعرف بأنها أحداث مفاجئة في أي نظام أو كيان إداري تتطوي على تهديد واضح لاستقرار هذا النظام أو الكيان في ظروف ضيقة الوقت".¹

التعريف الثاني: "تعرف بأنها فترة تتميز بالشدة على الصعيدين النفسي والاجتماعي، والتي تجعل النظام غير قادر على المقاومة و المواجهة".²

ثانياً: تعريف الأزمة المالية

ظهرت عبارة الأزمة المالية لأول مرة عند الكاتب "الكونت دي لاس كاز" "cases comet de las" (1766-1842)، وذلك عام 1823 وتتضمن الأزمات المالية عموماً توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها.

التعريف الأول: تعرف الأزمة المالية بأنها: "انهيار النظام المالي برمته بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي ككل".³

¹ زيدان محمد و جبار عبد الرزاق، دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة ، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، جامعة دالي إبراهيم، يومي 8-9 سبتمبر، الجزائر، 2015، ص77.

² بوصبع بلال، غيغوب عبد اللطيف، إصلاحات اليات صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمات المالية ،مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2019، ص39.

³ فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصادات العربية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، ليبيا، 2009، ص2.

أما من الناحية الاقتصادية فإنها: "ظاهرة تعرف بنتائجها ومن مظاهرها انهيار البورصة، وحدث مضاربات نقدية كبيرة ومقاربة وبطالة دائمة".¹

التعريف الثاني: تعرف على أنها الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول الحقيقية كالألات والأبنية والأصول المالية كالأسهم والسندات والمشتقات، فإذا انهارت قيمة أصولها فجأة فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات المالية تمتد بعد ذلك إلى باقي القطاعات الاقتصادية".²

من مجمل التعاريف السابقة يمكن القول أن الأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف .

1- خصائص الأزمة المالية

تتمثل خصائص الأزمة المالية بما يلي³:

- إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة من التوتر والقلق، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها؛
- إن مواجهتها تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة، التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة؛
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها؛
- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد؛⁴
- نقص المعلومات الكافية عنها؛

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية، الملتقى الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009، ص4.

² خميس خليل، الأزمات الاقتصادية والمالية وأثارها على مسارات التنمية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 05، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016، ص124.

³ بوصبيح صالح رحيمة، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة العالمية، دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الاقتصادي-دراسة حالة اليونان ضمن التكتل الأوروبي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2011، ص55

⁴ ماجد السلام الهدمي، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات: الاستراتيجية والحلول، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص20.

-تصاعدها المتواصل يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة؛¹

-سيادة حالة الخوف قد تصل إلى حد الرعب من المجهل التي يضمها إطار الأزمة، وتوجد عدة مؤشرات لحدوث الأزمة المالية والتي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية وكذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية ويترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة لتحقيق طموحاتهم الاستثمارية تتدرج هذه المؤشرات فيما يلي:²

- ارتفاع معدلات البطالة ومعدلات التضخم والمستوى العام للأسعار؛
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع؛
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع ناتج المحلي الإجمالي؛
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى الإجمالي الناتج المحلي الإجمالي؛
- تسرب الضعف إلى جهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك؛
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق.

المطلب الثاني: عناصر الأزمات المالية ومراحلها

سننظر في هذا المطلب إلى أهم عناصر الأزمات المالية والمراحل التي تمر بها.

أولاً: عناصر الأزمات المالية

هناك ثلاث عناصر للأزمة وهي:³

1- المفاجأة وعدم التوقع:

لا يجد صاحب القرار نفسه في أزمة ما إلا إذا حدثت ظروف تتسم بعدم التوقع تهدد المصالح الأساسية المنوط به حمايتها، وفي هذه الحالة يمكن أن تتسم قراراته بعدم الرشادة وينقصها التخطيط الكافي المبني على أسس موضوعية وقواعد علمية، ويقدر المفاجأة في حدوث الأزمة وقدر عدم توقعها تكون قوة قسوتها وعدم مقدرة صاحب القرار على اتخاذ الإجراءات الملائمة والكفيلة لمواجهتها.

¹ لامية مدفوني، تداعيات أزمة الرهن العقاري على الاستثمارات الأجنبية المباشرة دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2007-2011)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2013، ص43.

² ناصر مراد، الأزمة والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر، الجزائر، 2009، ص3.

³ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص19-20.

2- التهديد المصالح الأساسية:

إن مجرد المفاجأة في حدوث المشكلة لا يكفي لكي تدخل هذه المشكلة في مصاف الأزمات، وإنما يجب أن تتصف المشكلة بإحدى أو بعض المصالح الأساسية للدولة، ولاشك في أن المصالح الاقتصادية والمالية تأتي على رأس المصالح الأساسية للدولة، وهذا يعني أننا نكون إزاء أزمة مالية، كلما حدث تهديد مفاجئ وغير متوقع لهذه المصالح المالية وبقدر قيمة هذا التهديد تكون خطورة الأزمة المالية.

3- الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار:

كلما كانت الحاجة ملحة لإصدار قرار ما في مواجهة الأزمة، كلما كان ذلك دليلاً على حدتها وهذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرقه الأزمة يشكل أحد عناصر حدتها، حيث تشتد خطورتها كلما كان العمر الزمني لها قصيراً ومرتبباً بمدى تشابك موضوعاتها أو تعدد أطرافها.

ثانياً: مراحل الأزمات المالية

تمر الأزمات المالية بعدة مراحل تبدأ من النشوء والميلاد إلى الاختفاء وفق المسار التالي¹:

1- مرحلة الميلاد:

وهي المرحلة التي يظهر فيها إحساس غامض بوجود شيء ما يلوح في الأفق، وهذا الإحساس ينذر بخطر غير محدد المعالم أو المدى الذي سيصل إليه ويتوجب على صاحب القرار أن يستوجب هذه المرحلة يتم التعاطي والتعامل معها وإلا سوف تنقل إلى المراحل التالية.

2- مرحلة النمو والانتعاش:

وفي هذه المرحلة تبدأ الأزمة بالنمو عندما لم يتم السيطرة عليها في المرحلة الأولى، حيث تستمد قوة نموها من عوامل داخلية وخارجية عندها تظهر الأزمة للعيان ولا يمكن إنكارها أو تجاهلها.

3- مرحلة الانفجار:

وفي هذه المرحلة تصل إلى أقصى قوتها وعنفها، حيث تنفجر مولدة طاقة ضخمة ذات أبعاد مختلفة، يصعب حصرها وحتى قياس حجمها.

¹ علي بن لههول الرويلي، الأزمات - تعريفها، أبعادها، أسبابها، الحلقة العلمية الخاصة بمنسوجي وزارة الخارجية، إدارة الأزمات، كلية العلوم الاستراتيجية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، يومي 4-5 ماي، السعودية، 2011، ص 10-11.

4-مرحلة الانحصار والتقلص:

عندما يتم مجابهة الأزمة بعد انفجارها، للتخفيف والتقليص من شدة آثارها، تبدأ في الانحصار والتقلص وتفقد جزء هاماً من قوة الدفع لديها.

5-مرحلة الاختفاء:

تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكل شبه كامل قوة الدفع المولدة لها، أو لعناصرها التي تنتمي إليها، ومن ثم تتلاشى مظاهرها، وينتهي الاهتمام والحديث عنها، إلا باعتبارها حدث تاريخي قد انحصر وانتهى.¹

المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

1-عدم استقرار الاقتصاد الكلي:²

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تتخفف شروط التجارة يصعب على عملاء المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة شكل انخفاض شروط التجار سبب رئيسي للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل الأهم مع ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، ودرجة جاذبيتها ويقدر ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً.

¹ كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات، الفرص، الآفاق)"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، يومي 10-11 نوفمبر، عمان، 2009، ص6.

² ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص4.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، والتي كانت سببا مباشرا لحدوث العديد من الأزمات المالية، وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وبعد وقوع الأزمات المالية حدث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما على المستوى المحلي، فالتقلبات في معدل التضخم الذي يعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا لحدوث الأزمات في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي. كما أن هناك آثار سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

2- اضطرابات القطاع المالي:¹

شكل التوسع في منح الائتمان، وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا، فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينات والتسعينات توسعا كبيرا.

وأدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركز الائتمان، سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية مثلما في حالة الأزمة المالية بكوريا الجنوبية، أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري مثلما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلندا، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية والصناعية حصول انتعاش كبير في منح القروض.

كما كانت انتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية، وكانت الانتكاسة أكبر من الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية خلال حقبة الثمانينات والتسعينات، ودلت دراسة مشكين (Mishkin,1994) على أن من الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية انهيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة، كما حدث في فنزويلا في بداية التسعينات، كما أن هناك أسباب أخرى هي:²

¹ شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، مركز الوحدة العربية، بيروت، 2010، ص51.

² عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010، ص8-9.

- عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف:

يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم تلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كان من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتا، مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج، وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الاستحقاق.

- تحرر مالي غير وقائي:

إن التحرير المتسارع، غير الحذر وغير وقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد، وقد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، وعموما فإن تجارب الدول النامية عبرت عن اضطرابات في أسعار الفائدة المحلية بعد انتهاج أسلوب التحرر المالي خصوصا خلال المرحلة الانتقالية وعموما يؤدي التحرر المالي إلى عدة آثار سلبية على المصارف والقطاع المالي منها:

- يؤدي التحرر المالي المرفق بالتوسع في منح الائتمان إلى ارتفاع أسعار الفائدة خصوصا في القروض العقارية، أو القروض المخصصة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية.
- إضافة إلى ذلك ينتج عنه استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف أو في القطاع المالي يعجز العاملون في المصارف على تقييمها أو التعامل معها بحذر أو الوقاية منها.
- كما يعني التحرر المالي دخول مصارف أخرى أجنبية تسبب ضغوطا مع مختلف النشاطات وتحمل تنوع المخاطر.

- تدخل الدولة في تخصيص الائتمان:

من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول كان لها الدور الكبير في العمليات المصرفية خصوصا في عملية تخصيص القروض الائتمانية، وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على القطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي:¹

حيث تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف

¹ بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية- أزمة الرهن العقاري-، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009، ص 11.

الائتمانية، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقرض واحد ونسبتها من رأس مال المصرف، كما يظهر النتبع التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم والرقابة يأتیان دائماً بعد حدوث الأزمة، كما يظهر إن السلطات النقدية في الدول النامية التي تعرضت للأزمات المالية، لم تنجح في التنبؤ بحدوثها أو الوقاية منها، حيث وضعت بعد حدوث الأزمات التشريعات المنظمة والممانعة من تكرار حدوثها بعد تعديلها.

والملاحظ أيضاً التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية بمجرد زوال حدة الأزمة ما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية، وفي معظم الأحوال تمت معالجة الجوانب الفنية المسببة لأزمة وتجاهل الجانب الهيكلي والتنظيمي، وبالتالي تصبح المحافظة على مقدار التحسن في العمليات المصرفية صعبة الاستمرار والدوام.

- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي:

مثل الاستغلال والكذب والشائعات المفترضة والغش والتدليس والاحتيال والمعلومات الوهمية، وهذا الفساد يؤدي إلى الظلم وبالتالي يقود المظلومين إلى التذمر عندما لا يستطيعون تحمله وبالتالي تدمر المدينين وحدث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم.¹

- نشوء نظام الحوافز:

أن ملاك المصارف والإدارات العليا فيما لا يتأثرون مالياً من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة، خصوصاً عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلاً في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونغ كونج، ومن ناحية أخرى، فقد دلت التجارب العالمية أيضاً على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة، وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية، والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

¹ رواج عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي، دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011، ص6.

- سياسات سعر الصرف:

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياجاتها من النقد الأجنبي، وحدثت أزمة عملة مثل المكسيك والأرجنتين قد تمخضت عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات، ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع الأسعار الفائدة المحلية، مما يزيد الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي من جهة، ومن جهة أخرى عند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.¹

المبحث الثاني: أنواع الأزمات المالية وقنوات انتشارها والآثار المترتبة عنها

إن شكل وتكرار وانتشار الأزمات المالية عبر دول العالم ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، لذا ارتأينا في هذا المبحث التطرق إلى أنواع الأزمات وقنوات انتشارها والآثار المترتبة عنها.

المطلب الأول: أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات المالية وتتنوع وفقاً لمسبباتها وطبيعتها القطاع الذي حدثت فيه، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين الأشكال التالية:

1- أزمة العملة:

يطلق عليها أحيانا أزمة الصرف الأجنبي، أو أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغب السلطات النقدية (البنك المركزي) الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.

ويميز المحللون بين أزمات العملة ذات "الطابع القديم" أو الحركة البطيئة، وبين أزمات "الطابع الحديث"، فالأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري، وهذا ما يكون غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء منهم من

¹ صباغ رفيقة، الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية-دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014، ص17.

الاقتصاد (سواء كان عام أم خاص) بالثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية الأكثر تحررا وتكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.¹ ومن ثم تحدث الأزمة.

2- الأزمة المصرفية:

تتجم الأزمة المصرفية عندما يواجه المصرف ارتفاعا مفاجئا وتزايدا كبيرا في الطلب على سحب الودائع، فالمصرف يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض، ويحتفظ بنسبة محدودة من هذه الودائع لتلبية طلبيات السحب اليومية المعتادة، ويواجه المصرف أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع، والتي تتجاوز النسب المعتادة للسحب، فتحدث الأزمة في هذا المصرفية في صورة أزمة سيولة، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى المصارف الأخرى، فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية، وليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فهذه الأزمة قد تكون أزمة ائتمان وتحدث هذه الأزمة عندما تمتنع المصارف عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب.²

3- أزمة الديون:

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المفترض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام) وتؤدي المخاطر المتوقعة بأن يتوقف "القطاع العام عن سداد التزاماته، إلى تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص، وإلى أزمة في التصرف الأجنبي.³

4- أزمة الأسواق المالية:

تعرف أيضا بأزمة انفجار الفقاعة المالية، وتحدث عند قيام المضاربين بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الأساسية في ظل توقع مكاسب رأس مالية عالية، ولعل أهم ما يميز ظاهرة الفقاعة المالية هو طريقة انفجارها؛ بمعنى التدهور المفاجئ في الأسعار، الذي يلحق خسائر كبيرة بالمدخرين ويؤدي إلى انخفاض مستمر في قيمة الأصول المعنية، وحتى تدهور مستمر في مجموع الاقتصاد.⁴

¹ كريستانملدر، "عين العاصفة- يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية، عدد4، المجلد 39، ص6.

² يوسف أبو فارة، "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات-الفرص-الآفاق)"، المؤتمر العلمي الدولي السابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، يومي 10-11 نوفمبر، عمان، 2009، ص6.

³ كريستانملدر، مرجع سبق ذكره، ص6.

⁴ عمر ومحي الدين، أزمة النمر الآسيوية، دار الشروق للنشر، القاهرة، مصر، 2000، ص93.

5- أزمة السيولة الدولية:

وتعرف أيضا بأزمة شح السيولة الدولية، وهي تنتج عن عدم الاتساق أو التوافق بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم الدولية لهذا النظام فإذا عجزت أصول البلد المقومة بالعملة الأجنبية قصيرة الأجل عن تغطية خصومه والتزاماته قصيرة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية فإن النظام المالي يفقد سيولته الدولية ويصبح عاجزا عن الاستجابة والتصدي لأي صدمة خارجية.¹

6- الأزمة المالية المنظومة:

حتى نتمكن من تحديد فكرة حول خطر النظام يجب أولا تعريف "الحدث المنظومي"، وهنا نجد نوعين، الأول يخص شعور مسبق بـ "أثر الدومينو"، أي أن أي خبر سيء يخص مؤسسة مالية أو أكثر يؤثر في سلسلة من المؤسسات المالية الأخرى.

أما الحركة الثانية وتتم من خلال شعور مسبق "بالكارثة" أي أن صدمة على مستوى الاقتصاد الكلي تؤثر في نفس الوقت على الظروف المالية لعدد كبير من المؤسسات والأسواق، وتقوم على ردة فعل سلبية ومشتركة. وفي كلتا الحالتين فإن العدوى هي القناة التي من خلالها يتحول حدث منظومي إلى أزمة مالية، وعلى هذا الأساس فإن الأزمة لا تقتصر على قطاع واحد ولكنها تمتد إلى المنظومة ككل، وهذا يعني أن النظام يحمل مسببات الاضطراب، كما أن الأزمة يمكن أن تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل عولمة الأسواق المالية، وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعدا عالميا.²

7- أزمة المخاطر المعنوية:

تتحقق المخاطر المعنوية في مجال الأسواق المالية إذا اعتقد المستثمرون أو الموزعون لدى البنوك أن الحكومة سوف تضمن استثمارهم وودائعهم في حال فشل هذه الاستثمارات، أو في حال انهيار البنوك، ويترتب على هذا الاعتقاد تراخي المستثمرين والمودعين في مراقبة ومتابعة نشاط الشركات والبنوك وضمان الحذر في قراراتهم، حيث تقوم البنوك بالإفراط في الإقراض عما كان يمكن أن يكون عليه الحال في غياب الاعتقاد بوجود الضمانات الحكومية ويرتكز الخطر المعنوي على طرح بسيط مفاده أن التدخل البعدي، من طرف الدولة أو أي هيئة محلية، أو من طرف هيئة دولية كصندوق النقد الدولي، يخلق شعورا قويا في الإفراط في منح قروض أكثر مخاطرة.

8- الأزمة المالية التوأم:

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية الوقاية والعلاج -دراسة الأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد تنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2013، ص11.

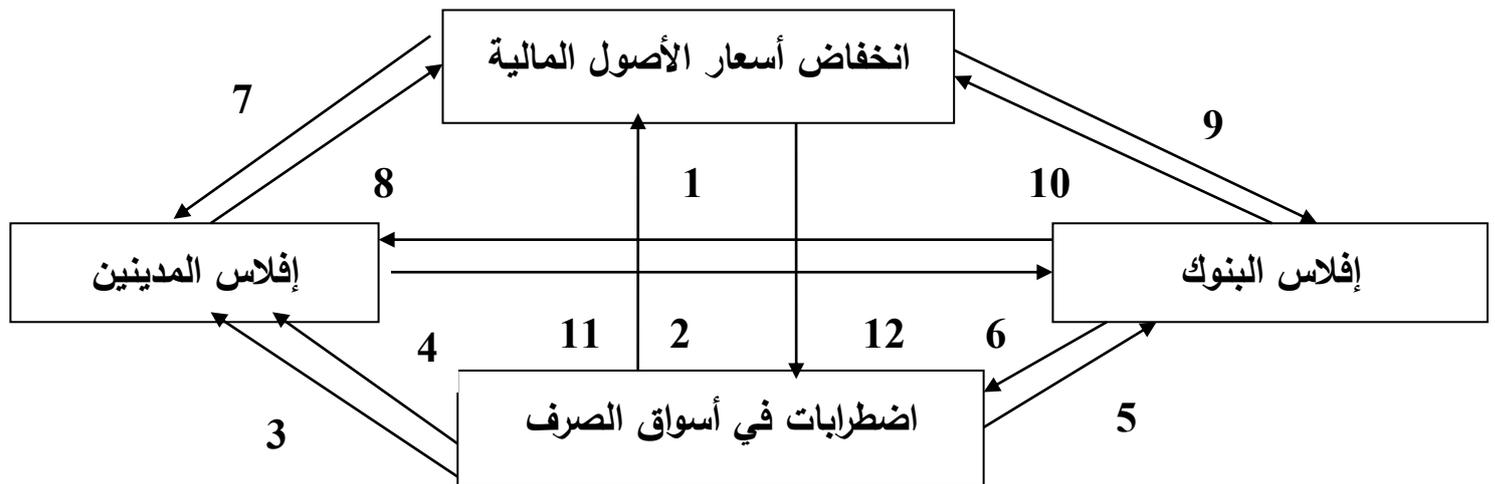
² المرجع نفسه، ص12.

تولد شكل جديد من الأزمات المالية لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية وهي الأزمات المالية التوأم وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيب مضاربة حادة على العملة الوطنية وموجة من حالات الإفلاس وضعف البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، كذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى.¹

المطلب الثاني: قنوات انتقال الأزمات المالية

تعرف الأزمة المالية على أنها مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار، هذه الاضطرابات تمس أحد الأسواق التالية: سوق الاستدانة (سوق القروض والسندات)، سوق الصرف، سوق الودائع المالية لكن سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار، يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم (5): قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: أوكيل نسيم، "الأزمات المالية وإيجاد الآلية لتنبؤ بها في البلدان الناشئة، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008، ص 63.

أولاً: الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

يوضح الشكل السابق مختلف القنوات المحتملة لنشوء الأزمات المالية وفيما يلي سوف نشرح هذه القنوات:²

¹ المرجع نفسه، ص 13.

² نسيم حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009، ص 41-42.

- القناة الأولى: وتتمثل في انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمالية إفلاسها.
- القناة الثانية: تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.
- القناة الثالثة: أزمة سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى؛
- القناة الرابعة: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعا لدى المستثمرين (الأجانب خاصة)، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة؛
- القناة الخامسة: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك؛
- القناة السادسة: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج؛
- القناة السابعة والثامنة: وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم؛
- القناة التاسعة والعاشر: وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عددا كبيرا من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية؛
- القناة الحادية عشر والثانية عشر: وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال، والعكس فمثلا عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون على تخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

ثانيا: الانتقال من دولة إلى أخرى

تنتسج الأزمة المالية لتنتقل إلى دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة وذلك بالطرق والقنوات التالية:¹

¹ كمال رزيق، حسن توفيق، مرجع سبق ذكره، ص14.

-الاتفاقيات التجارية وما قد ينجر عنها م ضغوطات على سعر الصرف والانخفاض السريع المعترف لسعر صرف العملة المحلية لبلدها الذي يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلبا على الثقة التي يضعها هؤلاء والمستثمرين في هذه البلدان؛

-وجود علاقات وروابط بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية وانتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

المطلب الثالث: الآثار المترتبة عن الأزمات المالية:

تترتب على الأزمات المالية سلسلة من الانهيارات ويمكن حصر نتائجها فيما يلي:¹

-ضياح مدخرات المودعين وثرواتهم وضعف الثقة في النظام المصرفي باعتباره وسيطا بين المدخرين والمستثمرين؛

-توقف الكثير من المشاريع التي تعتمد في تمويلها على المصارف المتعكرة، كما أن الكثير من الشركات لن تجد التسهيلات الائتمانية للحصول على متطلباتها التشغيلية، ويرتفع معدل إفلاس الشركات مما يؤدي إلى ارتفاع معدل البطالة؛

-تباطئ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض قيمة الأصول مما يدخل النظام الاقتصادي في معضلة خصوصا عندما نستخدم هذه الأصول كضمان للقروض المصرفية؛

-عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الوطني، وإذا كانت لديهم استشارات مباشرة أو غير مباشرة في محافظ الأوراق فإنهم سيرعون إلى سحب هذه الاستثمارات إلى خارج الدولة مما يشكل ضعفا على أرصدة العملات الأجنبية وبالتالي يؤدي إلى تدهور أو انهيار قيمة العملة الوطنية؛

-تضائل الثقة بالأنظمة الاقتصادية خاصة المالية منها والسياسية القائمة.

-انخفاض في الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم في المديونية للخارج؛

-تدهور مؤشرات البورصات العالمية، وانخفاض في أسعار الأسهم وخاصة الشركات متعددة الجنسيات؛

-حدوث انخفاض في الدخل الوطني وانكماش في التجارة الخارجية للدول المعينة بالأزمة؛

¹ كمال رزيق، عبد السلام عقون، سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص33.

-انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين ومعدل استخدام الطاقة الإنتاجية.¹

- عدم ثقة المستثمرين في البورصات العالمية وإيقاف التعامل معها.

المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية التي أثرت في الأسواق المالية

شهد العالم أزمات أصابت الاقتصاد الرأسمالي وكان لها وقع وأثر كبيراً على اقتصاديات البلدان ومن أبرزها أزمة الكساد (1929-1933) وأزمة المالية العالمية 2008 ومن هنا سيتم التطرق إلى أهم النقاط المتعلقة بالأزمات المالية، من حيث الأسباب والنتائج.

المطلب الأول: أزمة الكساد العظيم سنة 1929

تعد من أشهر الأزمات التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً، حيث انتصف الاقتصاد الأمريكي خلال تلك المرحلة بإصابات حادة، خاصة في سوق العقارات أين تضاعف سعر الأراضي والبيوت كما أدى ذلك إلى ارتفاع الأسهم بشكل كبير من قيمته الحقيقية، ومن هنا انفجرت الأزمة فانهارت بورصة نيويورك، وتهاوت أسعار الأسهم وخسرت من قيمتها نحو 32 مليار دولار أفلس على إثرها حوالي 3500 مصرف في يوم واحد.²

أولاً: أسباب أزمة الكساد العظيم:

يمكن إرجاع أسباب أزمة الكساد الكبير إلى الأسباب التالية:

-سأهم رفع النظام الاحتياطي لسعر الخصم في أوت 1929 في حدوث صدمة في النظام المالي، مما أدى إلى حدوث الكساد الاقتصادي الكبير.

-البيع على المكشوف من طرف المضاربين للأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار مرتفعة على أصل شرائها عند انخفاض أسعارها مقابل هامش ربح.

-الممارسات غير الأخلاقية واستغلال ثقة العملاء والتلاعب في أسعار الأوراق المالية.³

-انهيار سوق الأسهم، وانخفاض مؤشر داوجونز في الأعوام الثلاثة التي تلت سنة 1929 بـ 89%

¹ عبد الله إبراهيم القويز، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها الاقتصادية على دور مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 4، ديسمبر 1998، ص5.

² عبد الرحمان تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد 13، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، سبتمبر 2013، ص126-127.

³ مريم طبني، واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات "20-2012"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص81.

-تقليص حجم القروض جراء إفلاس المصارف التجارية بعد انهيار أسواق الأسهم بشهور

-إفلاس ما يقل عن 608 مصرفا منها (Bank of America)

-قيام الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض سعر الفائدة بصفة دورية وضح أموال كبيرة في السوق.

-تهافت الناس على بيع الدولار إثر انتشار الإشاعات عن نية إدارة الرئيس فرانكلين روزفلت بخفض سعر الدولار.¹

ثانيا: خصائصها²

-تسبب في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.

-كان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.

-الاستمرارية في المدة، حيث استغرقت حوالي 04 سنوات.

-عمق وحدة الأزمة بشكل استثنائي في الولايات المتحدة مثلا انخفض الودائع لدى البنوك بمقدار 33% كما انخفضت عمليات الخصم والاقتراض بمقدار الضعف، وكان عدد البنوك المفلسة منذ بداية عام 1929 في منتصف عام 1933 حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك مما أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار منهم.

-الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة حيث تراجعت الفائدة من 55% سنة 1929 لتصل إلى 31% سنة 1933، وقد كان هذا الانخفاض في البداية ناتجا عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة، لكن مع استمرارية الأزمة انخفض الطلب على القروض بشكل حاد بسبب انخفاض الإنتاج الصناعي والمبادلات وزيادة عرض رؤوس الأسواق.

-توافق الأزمة مع التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات وهذا ما أدى إلى انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وتزامن ذلك مع تدهور القدرة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية.

¹ عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية أزمة (Sup-Prime)، ليجند للنشر، الجزائر، 2009، ص 137-138.

² مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005، ص 100-103.

3- نتائج أزمة 1929:

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.
- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل، دعه يمر".
- قيام الاقتصاديون في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.
- ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.
- انخفاض الأرباح وتراكم رأس المال وارتفاع معدلات البطالة وانخفاض الأجور.
- انكماش التجارة الخارجية بـ 40% مقارنة بسنة 1929 و 74% مقارنة بحجمها قبل 1929.¹
- انتشار بطاقة على نطاق واسع قدرت بحوالي 100 مليون عامل في مختلف بلاد العالم.
- انهيار قيم عملات 56 بلدا رأسماليا وحدث تدهور بالغ في التجارة العالمية.
- انهيار نظام النقد الدولي.²
- انهيار أسعار البورصة تواصل حتى جوان 1932 حيث أن أسهم الشركة الاقتصادية (Golde-Mansachs) انخفضت من 104 دولار للسهم إلى 1.75 دولار في سنة 1932، أي خسارة بـ 98%.
- شركة (Groope Foonders Ameecan) قسمت قيمة أسهمها على 100 أي من 75 دولار إلى 0.75 دولار بين 1929 و 1935.

المطلب الثاني: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا انهيار كبيرا منذ الاثنين الموافق لـ 1997/10/27 بدأت الأزمة من تايلاندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حيث سجلت أسعار الأسهم انخفاضا حادا ، فانخفض مؤشر (Hang seng) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين عاما ، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة دون أن يكون متوقعا لانهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة بين 7-8 % كمتوسط وتنوع قاعدتها التصديرية ، واندماج أسواقها واقتصاداتها في الأسواق العالمية.

¹ نادية بلورغي، تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشركة الأوروبية متوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص23.

² نشأة عبد العزيز، الأزمة المالية العالمية، من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الوهمي، مكتبة الآداب، القاهرة، مصر، 2010، ص79.

أولاً: أسباب الأزمة الآسيوية :

يمكن تفسير أسباب الأزمة المالية التي داهمت دول شرق آسيا لسنة 1997 إلى عدة عوامل من بينها¹:

- الإفراط في الإقراض والاقتراض: أدت إجراءات التحرير المالي إلى زيادة حجم التدفقات الخاصة إلى دول الأزمة ، وحسب بيانات معهد التحويلات الدولي فإن قيمة تلك التدفقات زادت من 80.4 بليون دولار أمريكي سنة 1995 إلى 102 بليون دولار أمريكي 1996. ثم انخفضت إلى الصفر سنة 1997 بصفة مفاجئة ثم إلى السالب (-27.6) بليون دولار سنة 1998.

- التحرير المالي: ويشتمل بشكل أساسي على تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات، كما يسمح التحرير المالي للبنوك بتلقي الودائع و الاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج مباشرة، وإقراض الأموال في الداخل والخارج.

- الاختلالات الاقتصادية داخل الدول الآسيوية التي جعلتها عرضة للأزمات ومن بينها نذكر:

- الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو.

- الاعتماد الكبير على التدفقات المالية في شكل قروض أو استثمارات أجنبية مباشرة ، بالإضافة إلى الاقتراض الخارجي غير المغطى من قبل القطاع الخاص المحلي.

- الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية.

- ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساسا.

- نقص الشفافية، وخاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطيات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي، مما تسبب في فقدان كبير للثقة، وهروب رؤوس الأموال للخارج.

ثانياً: نتائج الأزمة الآسيوية وآثارها

وفيما يلي أهم النتائج والآثار التي ترتبت على الأزمة الآسيوية²:

- تشير بعض التقديرات إلى مجموع الخسائر التي تكبدها أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا ما لا يقل عن 600 مليار دولار أو ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول ،حيث نتج عن الأزمة انخفاض

¹ زغدار أحمد، ناصر المهدي، الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009، ص 6-5.

² مرجع نفسه، ص9.

حاد في القيم، فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة من أول جويلية 1997 حتى فيفري 1998.

- تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، كما جعلهم يسارعون إلى بيع حجم كبير من الأسهم لتقليص خسائرهم، وهو ما زاد تدهور قيمة الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين.
- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي أسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة.
- إفلاس وانهيار العديد من البنوك والشركات، مما أدى إلى ارتفاع قيمة البطالة والتضخم.
- الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وارتفاع معدلات الفقر والخلل الاجتماعي، وسوء توزيع الثروات والتحول.
- انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وتباطؤ النمو الاقتصادي، وهروب رؤوس الأموال ونقص في الإنفاق العام والخاص، وزيادة عجز الحسابات الجارية وموازين المدفوعات وتفاقم في المديونية للخارج بدول الأزمة.

المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008

تعتبر الأزمة الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد العالمي منذ أغسطس 2008 من أسوأ الأزمات التي يمر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال، هذا ما جعلنا نبحت في مفهوم هذه الأزمة وهذا ما سنعرضه في هذا المطلب.

أولاً: مفهوم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

شهد العالم في نهاية سنة 2008 أزمة مالية احتلت جانبا مهما من صفحات الجرائد ووسائل الإعلام والندوات الاقتصادية والملتقيات العلمية نظرا لتداعياتها واختلاف الآراء حولها، حيث وقف العالم مدهوشا أمامها. يجمع الكثير من الباحثين والمتخصصين على أن هذه الأزمة المالية لم تكن وليدة اللحظة، وإنما لها جذور تاريخية ارتبطت ببعض الأحداث الاقتصادية التي أثرت سلبا على أداء الاقتصاد الأمريكي.¹

فالأزمة المالية هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين في شراء المساكن والعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى

¹ حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر، الجزائر، 2009، ص3.

ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاد أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تفلح مئات المليارات التي ضحت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعمل تحت الشطح حتى تطورت الأزمة إلى أزمة مالية عالمية انفجرت في سبتمبر 2008، ولم يخف الكثير من المسؤولين خشيته من أن تطيح بنظم اقتصادية عالمية وأن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم.¹

ثانيا: خصائص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ومظاهرها

1- خصائص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

فيما يخص خصائص ومميزات هذه الأزمة فيمكن القول أن هذه الأزمة مختلفة سابقاتها التي مر بها الاقتصاد العالمي، حيث أنها ليست ناجمة عن ارتفاع سعر الفائدة وإنما بفعل تراجع الطلب خاصة على قطاع العقارات وانتشار الديون المعدومة التي أدت إلى انهيار عدد كبير من المؤسسات المالية والعقارية حول العالم.² كما أنها تتميز بمجموعة من الخصائص فيما يلي:³

-أزمة النظام الرأسمالي:

الأزمة المالية العالمية هي السوق الحرة، مع غياب الشفافية وتراجع دور أجهزة الرقابة الحكومية والدولية وسيادة منطق الجشع ومذهب النفعية المفرطة.

-أزمة مالية عالمية:

تتميز عن سابقتها بشمولية تأثيرها وتحولها إلى أزمة اقتصادية عالمية حيث أخذت تنتشر بوتيرة متسارعة، ونظرا لانفتاح العلاقات الاقتصادية الدولية وانتشار الشركات متعددة الجنسيات والأسواق المالية والتدفق الهائل للتجارة الدولية وتشابك العلاقات الاقتصادية المالية النقدية بين الدول ولاسيما الصناعية، كان من السهولة أن تنتقل تداعياتها إلى باقي بلدان العالم.

¹ سامح نجيب، الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلزال والتوابع، مركز الدراسات الاشتراكية، الطبعة الأولى، مصر، 2008، ص7.

² المناسب رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011، ص98.

³ عدنان السيد حسين، قضايا دولية: الأزمة العالمية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2010، ص26.

-أزمة شاملة التهديد:

إذ أنها أزمة لم يسلم منها أحد حيث ضغطت الأزمة على الحكومات والشعوب معا بمثل ما ضغطت على الشركات الكبرى ورجال الأعمال وعلى الفقراء وذوي الدخل المحدود وراحت تهدد الإمبراطورية الأمريكية في عظمتها المالية والاقتصادية والعسكرية والتقنية، كما هددت الدول الصناعية في عالم الشمال والدول النامية في الجنوب، لذلك فهي أزمة عالمية بامتياز من حيث التهديد والضغط والمفاجأة عندما أخذت تتوسع وتنتقل من دولة إلى أخرى خارج نطاق التوقع أو التصور العالمي.

-أزمة عميقة:

ذلك نظرا لحجم الخسائر التي تسببت فيها حيث فاقت الخسائر تريليوني دولار في بداية عام 2009، مما تطلب التدخل المباشر للدول لإنقاذ أنظمتها المالية التي كانت على وشك الانهيار لثبات عدم جدوى الأساليب التقليدية للسياسة النقدية التي عجزت على تقويم الاحتلال ومعالجة أزمة السيولة التي أصبحت تعاني منها الأنظمة المالية وخاصة المصرفية.

-أزمة معقدة:

الأزمة المالية العالمية أكثر تعقيدا من الأزمات السابقة لأن الابتكار المالي (عن طريق التوريق) أدى إلى ظهور أصول مالية غاية في التعقيد ومن الصعب تحديد مستوى المخاطر فيها.

2-مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

وتتمثل فيما يلي:¹

-الهرولة إلى سحب الإيداعات من البنوك؛

-قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفا من صعوبة استيرادها؛

-نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية مما أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي؛

-انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد، وهذا أحدث ارتباكا وخلا في مؤشرات الهبوط والصعود؛

-انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدا وضمانات مغلطة؛

¹ وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية (حالة الدول العربية)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2013، ص9-10.

- انخفاض المبيعات ولاسيما في قطاع العقارات بسبب ضعف السيولة؛
- ازدياد معدل البطالة بسبب توقف بعض الشركات والمصالح عن العمل أو الإفلاس والتصفية، أما التي مازال بها رمق حياة فصار موظفوها مهددين بالفصل؛
- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

ثالثا: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

تعود أسباب الأزمة العالمية إلى:¹

- توسع المؤسسات المالية الكبرى في مح القروض في المؤسسات العقارية وشركات المقاولات والتي زادت عن 700 مليار دولار.
- ارتفاع سعر الفائدة أدى إلى حدوث تغير في طبيعة السوق الأمريكية، وتتمثل ذلك في انخفاض أسعار المنازل وتزايد عدد العاجزين عن سداد قروضهم العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية.
- تزايد حالات التوقف عن الدفع، وزيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات وكثرة المواجهات بين المقرضين والبنوك.
- زيادة حجم القروض المتعثرة للأفراد بنحو 100 مليار دولار.
- ازدياد عدد المنازل المعروضة للبيع بالولايات المتحدة الأمريكية 75% عام 2007 حيث بلغ عددها 2.2 مليون وهو ما يمثل نحو 1% من عدد السكان بالولايات المتحدة الأمريكية.
- ضعف قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد، الأمر الذي أدى على انخفاض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي وهدد بحدوث كساد.

رابعا: نتائج الأزمة المالية العالمية²

يمكن تلخيص أهم النتائج فيما يلي:

¹ زهية كواش، فتيحة بن حاج جيلالي مغراوة، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، النظام المالي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009، ص13

² أحمية خالد ، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2005-2011)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص22.

1- أظهرت الأزمة المالية والاقتصادية فشل السياسات الليبرالية المالية والاقتصادية الجديدة سواء على المستوى المحلي، أو في العلاقات الاقتصادية بين دول العالم المنخرطة في الاقتصاد العالمي وهذا يعني فشل توجيهات السياسة الاقتصادية وفشل الاستراتيجية الأمريكية المتمثلة في توجيهات اليمين المحافظ الذي آمنت به الإدارة الأمريكية.

2- فشل الافتراضات التي يقوم عليها اقتصاد السوق الحر وأهم الافتراضات قدرة السوق على تصحيح الاختلافات والانحرافات ذاتيا.

3- أبرزت الأزمة أهمية وضرورة دور الدولة الاقتصادي والاجتماعي، وأهمية وجود تنظيم ورقابة على الأسواق فضلا عن أهمية وضرورة التدخل الإيجابي من قبل الدولة في الأسواق.

4- أظهرت هذه الأزمة وتداعياتها أهمية البحث في النظام الاقتصادي والاجتماعي عن بدائل مما أعاد طرح مسألة مستقبل الرأسمالية، ومستقبل عملية التنمية في بلدان العالمين الثالث والرابع .

المطلب الرابع: أزمة الديون السيادية الأوروبية 2009

تعتبر أزمة الديون السيادية من أهم الأزمات التي كادت تؤدي بتصدع في منطقة اليورو ، وقد أظهرت هذه الأزمة حقيقة هشاشة بعض اقتصاديات دول منطقة اليورو ، كما أظهرت أن وجود دولة في تكتل معين لا يعني أنها أصبحت بعيدة عن الانزلاق نحو الأزمة .

أولا: مفهوم أزمة الديون السيادية الأوروبية

1- **تعريف الديون السيادية:** هي الديون التي تترتب على الحكومات ذات السيادة، و يكون أغلب هذه

الديون في صورة سندات، ويجدر الإشارة إلى أن الحكومات تصدر سنداتها بأحد الأسلوبين هما:

- **الأسلوب الأول:** إصدار سندات بالعملة المحلية للدولة، وتكون هذه السندات في الأغلب موجهة نحو المستثمرين المحليين، ويطلق على الديون الناجمة عن استخدام هذا الأسلوب ديونا حكومية.

- **الأسلوب الثاني:** إصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج، وتكون في الأغلب بعملة غير العملة المحلية للدولة (غالبا تكون هذه السندات بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو) ، ويطلق على الديون الناجمة عن استخدام هذا الأسلوب ديونا سيادية.

ونظرا لعدم إمكانية إجبار الحكومات على سداد أية ديون (تخلفت عن دفعها) فإنه يتم اللجوء إلى سبل

أخرى لمعالجة هذا الأمر مثل إعادة الجدولة الإلزامية لهذه الديون أو تخفيض معدلات الفائدة¹.

¹ يوسف أبوفاة، **الأزمات المالية والاقتصادي بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2015، ص37.

إذا فالديون السيادية هي عبارة عن قروض في شكل سندا، تصدرها دول سيادية ما بعملة دولية أجنبية غير عملتها المحلية، بغرض الحصول على أموال من مستثمرين غير محليين، وغالبا ما تلجأ إليه هذه الدول عندما لا تستطيع مواجهة نفقاتها وإيراداتها.¹

2- خصائص الديون السيادية :²

- الديون السيادية هي ديون آمنة بشكل عام، غير أن ضخامة حجمها تجعل المخاطر الكامنة المصاحبة لها على الأسواق الكبيرة جدا وهذا في حالة تعرض إحدى الدول المدينة إلى أزمة سيولة تهدد قدرتها على السداد في المواعيد المجدولة لهذه الديون؛
- تتميز الديون السيادية بأنها تحقق إقبالا كبيرا من قبل المستثمرين في العالم، نظرا لانخفاض مستويات المخاطر المصاحبة لإقراض الحكومات بشكل عام، مقارنة بديون مؤسسات الأعمال الخاص.

3- تعريف أزمة الديون السيادية:

التعريف الأول: تحدث أزمة الديون السيادية إما عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث وثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة أما أزمة الديون السيادية هي الحالة التي تواجه فيها الدولة تزايدا مستمرا في مستويات ديونها بحيث تصبح هذه المستويات من الدين والفوائد عليها غير مستدامة (غير قابلة للسداد) ، ما يؤدي في النهاية بالدولة عن التوقف عن خدمة ديونها وإعلان عجزها أو حتى إفلاسها.³

التعريف الثاني: يقصد بأزمة الديون السيادية فشل الحكومة في أن تقوم لتسديد ديونها المقومة بالعملات الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي . وتجدر الإشارة إلى أن معظم حكومات العالم تحرص على ألا تفشل في سداد التزاماتها نحو ديونها السيادية ، وذلك حرصا منها على الحفاظ على تصنيفها لائتماني في سوق الاقتراض وتفاذي تدهوره.

ويمكن أن يكون لأزمة الديون السيادية درجات مختلفة من الجدية: يمكن أن تتحول أزمة السيولة (قدرة إعادة التمويل لتغطية خدمة الدين) إلى أزمة تشعب (ضمان قدرة الدين) وتعرض للخطر على المدى الطويل ، واستدامة الدين العام فيما يتعلق بمسار الاقتصاد الحقيقي والنمو المحتمل .فإن أزمة الديون السيادية اليونانية والأزمة التي أعقبت ذلك قد سلطت الضوء بوضوح على حلقة مفرغة خطيرة للغاية بين المخاطر المصرفية

¹ حنان رحمون، حسين بورغدة، دور صندوق النقد الدولي في إدارة الديون السيادية الأوروبية - دراسة حالة اليونان ، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، العدد 45، جامعة سطيف، الجزائر، مارس 2016، ص199.

² مناصرية أنور، انعكاسات أزمة اليونان على دول منطقة اليورو، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، ص73.

³ رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص59.

والمخاطر السيادية، بسبب ارتفاع حيازة الديون لمختلف الدول من قبل البنوك في منطقة اليورو، ترتبط أزمات الديون السيادية والأزمات المصرفية ارتباطا وثيقا.¹

ثانيا: حقيقة أزمة الديون السيادية الأوروبية²

بدأت ملامح أزمة الديون السيادية الأوروبية في البروز نهاية عام 2009، حينما تراكم الدين الحكومي في اليونان، وتبين أهم المخاطر المصاحبة للدين السيادي اليوناني هي أسوأ بكثير مما كان يعتقد، وسرعان ما انتقلت هذه الأزمة إلى عدة دول أوروبية أخرى مثل إيرلندا، البرتغال، إيطاليا وإسبانيا، ومدى قدرتها على سداد ديونها، الأمر الذي أدى إلى تكلفة الاقتراض.

وقد أدى تحمس بعض الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي لاستيفاء شروط الانضمام إلى اليورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، وتعتمد تلميح بعض مؤشرات، خاصة ما يتعلق بمؤشر عجز الموازنة العامة، وهو ما جعل بعض هذه الدول تعلن في وقت لاحق حقيقة وضعها المالي، وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان خاصة في اليونان، البرتغال وإسبانيا.

وبذلك أصبحت معظم هذه الدول مثقلة بالديون السيادية صعبة السداد، مما يؤدي بها إلى إعلان إفلاسها عن سداد هذه الديون، وما قد يترتب عن ذلك من التسبب في أزمة للقطاع المصرفي الأوروبي، أو اللجوء إلى طلب المساعدة من الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي من خلال برامج الإنقاذ.

ثالثا: أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية

عدم قدرة بعض الدول في منطقة اليورو عن الالتزام بوفاء مديونيتها تجاه دائنيها من أسباب الأزمة، علما أن هذه الدول تعاني من عجز مسجل في الميزانية العمومية وديون عمومية متراكمة لسنوات قديمة قبل الأزمة وأدى هذا العجز إلى انكماش اقتصادي الذي مس الاقتصاديات في أعقاب الأزمة المالية العالمية سنة 2008، التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت أثارها إلى باقي دول العالم وبحسب درجة الاندماج في الاقتصاد العالمي لكل دولة، وعليه يمكن بيان بعض الأسباب الرئيسية لتطور الأزمة في منطقة اليورو:

1- ديون عمومية مفرطة وارتفاع في معدلات الفائدة: هي مجموعة التعهدات المالية التي تمت تحت صيغة قروض بنكية أو إصدار سندات حكومية أو أدوات الخزينة المصدرة من طرف الدولة أو الجهات المحلية والمؤسسات العمومية التابعة لها، وقد نصت اتفاقية ماستريخت على أن لا تتجاوز نسبة المديونية إلى الناتج

¹ Laurent Braquet ,David Mourery économie monétaire et financière ,paris,juin 2018 , p219

² يرقى حسين، غزالي عماد، عدوى الأزمات المالية دراسة حالة أزمة اليونان، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، العدد 26، جامعة المدينة، الجزائر، 2012، ص 177-178.

الداخلي الخام نسبة 60% لكل دولة منطقة اليورو غير أن أغلب الدول الموقعة على المعاهدة لم تلتزم بهذه النسبة.¹

2- نقص لقواعد معاهدة الاستقرار المالي: وقد تفاقمت أزمة الديون الأوروبية بشكل خاص بسبب ضخامة مديونيتها مقارنة بالنتائج المحلي بالإضافة إلى انكشاف البنوك الأوروبية، خاصة الألمانية والفرنسية بشكل كبير على الديون الأوروبية، ويبلغ مجموع الديون على قائمة هذه البنوك ما يعادل نحو تريليون دولار، وهو تقريبا نصف انكشاف البنوك الأوروبية إجمالاً، وهذا يعني أن عجز الحكومات الأوروبية عن سداد ديونها سيهدد النظام المصرفي الأوروبي وبالرغم من إنشاء صندوق إنقاذ بحجم تريليون دولار للدول الأوروبية المعنية، لو نتج الجهود في احتواء تدهور الوضع الائتماني لهذه الدول وتم تخفيض الجدارة الائتمانية بمستويات متفاوتة لعدد من الحكومات الأوروبية.²

3- تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008: وانعكس ذلك عندما قامت بعمليات الإقراض الواسعة للحيلولة دون إفلاس العديد من بنوكها والمؤسسات المالية، ففي إيطاليا مثلاً قامت الحكومة بتوفير تمويل بقيمة 20 مليار يورو لقطاع البنوك ومن دون ضمانات، وهي إجراءات قامت بها الدول للحد من آثار الأزمة المالية العالمية التي هددت بالفعل استقرار الاقتصاد العالمي، فما كان من هذه الدول صاحبة الملاءات المالية الضعيفة إلا اللجوء إلى المديونية الخارجية لتمويلها بالأموال اللازمة لذلك، وهو ما أدى إلى تفاقم ديونها والاتجاه نحو الصعود، استمرت الأزمة إلى أن أفلست العديد من المصارف في حين جرى إنقاذ بعضها الآخر بتدخل الدولة عبر مخططات إنقاذ.³

4- اختلالات التجارة لدول منطقة اليورو: تعود جذور الأزمة إلى تفاقم الاختلالات في التجارة بين دول الشمال ودول الجنوب فخلال مرحلة تداول اليورو ازداد التباعد بين دول منطقة اليورو وتضخمت الفجوة التجارية فلقد أدى اليورو إلى ارتفاع الأسعار والأجور في الدول ذات العملات الأضعف سابقاً بينما كان التأثير معكوساً على ألمانيا بسبب قوة المارك الألماني في وقت سبق على اليورو مما زاد في تنافسية البضائع الألمانية في الأسواق الأخرى معززا الفجوة التجارية لدول الأطراف.⁴

¹ محمد عماد عبد العزيز، سعد صالح عيسى، الأزمة المالية والمصرفية والسيادية الناجمة عن الأزمة المالية العالمية لعام 2008، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 13، مجلد رقم 11، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، 2015، ص 332-333.

² سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق، مشروع 13 فيفيري، 2012، ص 9.

³ غراية زهير، معزوز لقمان، أزمة الديون بمنطقة اليورو 2010 جذورها وتداعياتها وآليات إدارتها، مجلة دفاقر اقتصادية، العدد 02، جامعة الجلفة، الجزائر، 2011، ص 9.

⁴ بوزرب خير الدين، معيزي نجاة، الإصلاحات التنظيمية المصرفية في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 13، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2018، ص 52.

5-التأخر الكبير في معرفة حجم الديون التي تعاني منها بنوك منطقة اليورو: ففي 25 مارس 2009 قام بنك جولدمان ساكس (Goldman Sachs) بتقييم الخسائر المحتملة للبنوك في منطقة اليورو حيث وصلت إلى 922 مليار أورو، وهو ما يمثل 10.1% من الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو، من هذا المبلغ المقدر تم الاعتراف بحوالي الثلث (346 مليار أورو) لأغراض محاسبية، وهو ما يعني أن البنوك في منطقة اليورو لا تزال لديها أكثر من 584 مليار أورو من خسائر لم يصرح بها.¹

6- قوة الصدمة وهشاشة الوحدة النقدية الأوروبية : حيث أوضح "Aglieta Michel" في هذا الصدد أن ما حدث لمنطقة اليورو غير مفاجئ لأنها وحدة غير كاملة وهشة ، وجعل ذلك بشكل رئيسي إلى ضعف فعالية التنسيق في السياسات الكلية للدول الأعضاء خاصة في حالات عدم الاستقرار الناجم عن الصدمات الخارجية ، فمنذ عام 2008 زادت شدة هذه الصدمات وتناقضت قدرة السلطات العمومية على التصدي لها.²

7- دور وكالات التصنيف: تقييم وكالات التصنيف الائتماني مثل "ستاندرز أند بورز " لتصنيفاتها السيادية على المدى الطويل لدول منطقة اليورو التي تعاني من الأزمة المالية أدى إلى ارتفاع معدلات أسعار الفائدة خصوصا على الدول التي تعاني عسرا ماليا ومنه فإن الدور الذي لعبته كان دورا سالباً.

كذلك من بين الأسباب الداخلية التي أدت إلى تفاقم الأزمة ما يلي:³

- الفساد في النظام المصرفي وضعف الرقابة عليه، حيث تبين أن العديد من المصارف قامت بعمليات تزوير في أسعار الفائدة وتلاعبت في أسعار الصرف، وتقربت من دفع الضرائب، وقدمت قروضا لمؤسسات متعثرة دون دراسة علمية، وأعطت قروضا عقارية لأفراد دون مراعاة لمستوى دخولهم، ودون مراعاة للقيمة الفعلية للعقار.
- عدم قدرة الحكومات على تنفيذ، برامج التقشف لأسباب سياسية واجتماعية واستمرارها في سياسية الاقتراض.
- ارتفاع نسبة القروض المتعثرة للأفراد والمؤسسات، وانتقال تلك القروض لكاهل الدول التي ضمنت القروض.
- الخلل في الميزان التجاري، حيث خسرت العديد من دول جنوب أوروبا حصصها في السوق لصالح دول الشمال كألمانيا بسبب الضعف في التنافسية و التنظيم، وكذلك خسارة أوروبا لحصتها من السوق

¹ بوزرب خير الدين، مرجع سبق ذكره، ص53.

² زرارز العياشي، ومداحي محمد، فعالية التكتلات الاقتصادية في مواجهة الأزمات المالية والاقتصادية العالمية - أزمة الديون السيادية نموذجا - ، مجلة المستقبل الاقتصادي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2020، ص 195.

³ عزيزة بن سميحة، ليندة رزقي، أثر الأزمات الاقتصادية الحالية على جهود مكافحة الفقر - أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو-، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 03، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص173.

- العالمية لصالح الولايات المتحدة الأمريكية بسبب انخفاض سعر الدولار ولصالح الصين والهند بسبب الأسعار المنافسة.
- مشكلة بنية منطقة اليورو الاقتصادية، حيث توجد وحدة نقدية دون وجود تشابه أو انسجام في بنية المؤسسات، وبوجود اختلاف في قوانين الضرائب والتقاعد، ومستوى التطور والنمو.
 - عدم وجود مرونة في الجهاز النقدي الأوروبي، حيث لا يسمح للدول بصك النقود لتغطية احتياجاتها لتسهيل تجارتها، وهذا دفع الدول إلى رفع الضرائب للحصول على سيولة نقدية، مما أدى إلى خفض قدراتها التنافسية.
 - تردد المصارف والأفراد في شراء سندات الدول المتعثرة ورحيل رؤوس الأموال أدى إلى استفحال الأزمة.
 - التنافس بين الدول الأوروبية في كثير من الأحيان يفوق التنسيق بينها، وذلك بسبب الصراع بين مراكز القرار السياسي والاقتصادي، ولعدم وجود هوية أوروبية موحدة، ففي كثير من الأحيان يكون السعي إلى معاقبة الدول أكثر من السعي لمساعدتها.

خلاصة

تعتبر الأزمات المالية بمختلف مفاهيمها ظاهرة مثيرة للقلق وهي مشكلة مالية لا ينتج عنها فقط مشاكل اقتصادية والمتمثلة في الركود وانخفاض الإنتاج والبطالة بل عددا من المشاكل تتزايد ويتكاثر حجمها وتشكل تهديدا للاستقرار الاقتصادي والسياسي لأي دولة معينة، إضافة إلى انتقال عدواها لتشمل دولة أخرى نامية ومتقدمة وتتمثل أهم هذه الأزمات في الاقتصاديات المتقدمة في أزمة الكساد العظيم 1929 وأزمة المالية العالمية 2008.

الفصل الثالث:

مساهمة قطاع السوق في تحقيق الاستقرار

ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية

العربية والدولية

تمهيد:

إن لصناع السوق أهمية ودور فعّال في تحقيق الاستقرار داخل الأسواق المالية العربية والدولية، كما لها تأثير كبير في زمن الأزمات المالية المختلفة، وتؤدي دور ممتص للصدمات في السوق المالي لهذا سارعت الكثير من الدول لاعتماد آلية صناع السوق للحماية أسواق من الانهيارات التي تحدث بشكل مفاجئ، مما يؤثر على السوق بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص، ويضر بالنظام المالي والاقتصاد في الدولة، ويمكن أن تستمر آثاره لعدة سنوات، وبالتالي تؤكد أهميتها لهذه الأسواق في الوقت الحاضر لتنشيط التعامل بالأسهم والسندات وخلق توازن الأسعار بشكل متواصل والتخفيف من تذبذبها بين الارتفاع والانخفاض دون مبررات حقيقية، والتي تمكنا من الاقتراب من حالة التوازن بين العرض والطلب.

ولازلت هذه التجربة حديثة في الدول العربية، حيث سارعت العديد من الأسواق المالية العربية إلى سنّ قوانين ونظم لاعتماد صناع السوق ولعل أهم التجارب التي يمكن الخوض فيها تجربة سوق المالي لأبوظبي وبورصة الكويت وبورصة مصر باعتبارهم من أكثر البورصات العربية انفتاحا وتأثرا وحساسية للأزمات التي تعصف بالأسواق، والجزائر كغيرها من الدول أنشأت سوق مالي منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي، إلا أنّ بورصة الجزائر لازلت تعاني جمود وضعف كبير في الأداء ما جعلها تحتل المراتب الأخيرة في الأسواق المالية العربية، لهذا وجب التفكير في كيفية الاستفادة من آلية صناع السوق لتنشيط بورصة الجزائر في جو من النمو المستقر يحميها من تقلبات الأسواق.

ولإبراز هذا الدور قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: تجارب صناع السوق الرسميين في بعض الأسواق المالية العربية.

المبحث الثاني: صناع السوق غير رسميين ودورهم في الأزمات المالية.

المبحث الثالث: مساهمة صناع السوق في تنشيط واستقرار بورصة الجزائر.

المبحث الأول: تجارب صناع السوق الرسميين في بعض الأسواق المالية العربية

صناعة السوق في الأسواق المالية العربية لازلت حديثة جدا، هناك بعض الأسواق سارعت في السنوات الأخيرة لاعتماد هذه الآلية، خاصة الأسواق المالية الكبيرة على غرار دول الخليج ومصر، كما هناك العديد من الأسواق العربية لم تدرج صناع السوق إلا أنها بدأت في تحضير الأرضية التشريعية لها. وسيتم دراسة أهم التجارب العربية في مجال صناعة السوق، والمتمثلة في سوق المالي لأبوظبي، بورصة مصر والكويت.

المطلب الأول: سوق أبو ظبي للأوراق المالية

أولا: نشأة سوق أبو ظبي للأوراق المالية¹

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم 3 لسنة 2000 وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعدل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية، بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة 3 سنوات، وقد تم تشكيا أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم 8 لسنة 2000.

¹ سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية- دراسة قياسية- ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، 2008، ص123

ثانياً: صناعة السوق في سوق أبوظبي¹

صناعة السوق هي النشاط الذي يعتمد بصفة أساسية على توفير أسعار مستمرة لشراء وبيع ورقة مالية معينة بغرض زيادة سيولة هذه الورقة وفقاً لأحكام هذه الضوابط، ويعرف صانع السوق بأنه الشخص الاعتباري المرخص أو الحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق وهو صانع سوق المحلي، أما صانع السوق الأجنبي فهو مؤسس خارج الدولة، أو في منطقة حرة مالية داخل الدولة والحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق في الدولة، والأوراق المالية المؤهلة في هذا السوق هي الأوراق المالية التي تتوافق مع المعايير التي يضعها السوق والتي يتم تداولها بدعم من صناع السوق.

ثالثاً: شروط مزاولة النشاط في سوق أبو ظبي

يشترط لمزاولة نشاط صناعة السوق الحصول على ترخيص أو موافقة من السوق وفق الآتي:

1- الحصول على ترخيص من السوق، وفق للشروط أدناه:

- أن يتخذ طالب الترخيص أحد الأشكال الآتية:
 - شركة مؤسسة الدولة، ويكون أحد أغراضها مزاولة نشاط صناعة السوق، أو مرخصة من الهيئة مع الالتزام بضوابط مع التعارض بين الأنشطة الصادر عن الهيئة.
 - مصرف تجاري أو شركة استثمار مرخصة من مصرف الإمارات المركزي، أو فرع مصرف أجنبي بشرط أن يكون مرخصاً للمصرف الأم بمزاولة هذا النشاط، ويشترط الحصول على موافقة مصرف الإمارات المركزي في أي من هذه الحالات.
- أن لا يقل رأس المال المدفوع أو المخصص لمزاولة هذا النشاط عن مبلغ وقدره (30) مليون درهم إمارتي أو ما يعادله بأية عملة أخرى.
- توافر الملاءة المالية، والكوادر الإدارية والفنية المؤهلة اللازمة لمزاولة نشاط صناعة السوق وفقاً للشروط والضوابط والمتطلبات التي يضعها السوق والضوابط التنظيمية للأنشطة والخدمات المالية الصادرة عن الهيئة.
- توفير دليل لقواعد السلوك المهني، ودليل للإجراءات الداخلية للشركة، و نظام لإدارة المخاطر.
- سداد رسم الترخيص الذي يقرره السوق.
- أن يتوافر لطالب الترخيص - و بصورة مستمرة - جميع شروط الترخيص.

¹ تاريخ الاطلاع 2021/06/17، على الساعة 21:00، أنظر إلى الموقع:

2- حصول صانع السوق الأجنبي على موافقة السوق لمزاولة النشاط، وفقا للشروط أدناه:

- ان يكون طالب الموافقة شركة أجنبية مرخص لها لمزاولة نشاط صناعة السوق في البلد الأم من جهة رقابية مثيلة للهيئة، وعضوا في المنظمة الدولية لهيئات الاوراق المالية (الأياسكو)، وتطبق ضوابط و إجراءات لا تقل عن المطبقة في الدولة بشأن اعرف عميلك ((KYC، و تدابير العناية الواجبة ((CDD، و غسل الأموال و تمويل الإرهاب ((CFT AML، و أن يكون طالب الموافقة شركة مرخصة لمزاولة نشاط صانع السوق في منطقة حرة مالية داخل الدولة.

- حصول صانع السوق الأجنبي على موافقة السلطة المختصة لمزاولة نشاط صانع السوق داخل الدولة حال كان شركة أجنبية أو استفتاء مشروط مجلس الوزراء المتعلقة بالقيود و التسجيل حال كان شركة مؤسسة في منطقة حرة مالية في الدولة، و ذلك وفقا لأحكام قانون الشركات.

- أن تكون الجهة الرقابية المتمثلة في البلد الأم تتعامل بالمثل مع صانع السوق المرخص في الدولة.

- أن يتوفر لدى صانع السوق الأجنبي خبرة في ذات المجال لا تقل عن 5 سنوات.

- سداد رسم الموافقة الذي يقرره السوق.

- التعاقد مع شركة وساطة (عضو في السوق) لتنفيذ الأوامر من خلالها.

رابعا: مراحل مزاولة صناعة السوق في سوق أبو ظبي

1- طلب مزاولة نشاط صناعة السوق:

يتعين على طالب الترخيص أو الموافقة لمزاولة نشاط صناعة السوق تقديم طلب إلى السوق وفقا للنموذج المعد لذلك مشفوعا بالمعلومات والبيانات والمستندات المؤيدة للطلب، وبشكل خاص الآتي:

- طالب الترخيص:

- الشكل القانوني لطالب الترخيص مع توضيح أسماء أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، والأشخاص المفوضين بالتوقيع وتقديم الطلب.
- تقرير نظام حفظ السندات الخاص بمزاولة النشاط.
- تقرير يوضح نظام وأسس الرقابة الداخلية والمراجعة المالية.
- كتاب من الهيئة حال كان طالب الترخيص جهة مرخصة من الهيئة لمزاولة أي من الأنشطة أو الخدمات المالية الأخرى يفيد الآتي:

❖ عدم ارتكاب الشركة لمخالفات جوهرية لمعايير الملاءة المالية وضوابط فصل الحسابات المعتمدة من

قبل الهيئة خلال الستة أشهر السابقة لتاريخ تقديم طلب الترخيص

❖ توافر الملاءة المالية اللازمة للشركة لمزاولة النشاط وفقا للمعايير الصادرة في هذا الشأن

- طلب الموافقة، بالنسبة لصانع السوق الأجنبي:

- عدم ممانعة من الجهة الرقابية المثلثة للهيئة في البلد الأم، ومن الجهة الرقابية في المنطقة الحرة المالية حال كان مؤسساً في تلك المنطقة.
- تقديم تعمد للسوق بالإفصاح عن أية معلومات يطلبها أية تغييرات قد تطرأ على وضعه التنظيمي والمالي، أو تؤثر على مزاولته لنشاطه، أو أي قرارات متخذة بحقه سواء في البلد الأم أو أي بلد آخر أو في المنطقة الحرة التي يزاول فيها نشاط صناعة السوق.
- تزويد السوق بنسخة عن العقد المبرم بينه وبين شركة الوساطة المرخصة (عضو في السوق).
- للسوق طلب أي إيضاحات أو معلومات أو مستندات أخرى إذا ارتأى ضرورة لذلك.

2- قرار السوق:

- يصدر السوق قراره بالموافقة على الطلب أو رفضه خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تقديم الطلب مستوفياً الشروط والمتطلبات والمعايير الفنية التي يضعها السوق.
- على مقدم الطلب، تسجيل الموافقة الصادرة عن السوق لدى الهيئة خلال فترة لا تتجاوز (5) أيام عمل من تاريخ صدورهما.

3- مدة الترخيص أو الموافقة والتجديد:

- مدة الترخيص أو الموافقة هي سنة واحدة تنتهي في نهاية ديسمبر من كل عام. أما الترخيص أو الموافقة الأولى فتكون مدتها اعتباراً من تاريخ منحها و حتى نهاية ديسمبر من السنة نفسها.
- ويستوفى الرسم المستحق بنسبة مدة الترخيص أو الموافقة للسنة وذلك مع اعتبار جزء الشهر شهراً كاملاً.
- يتم تجديد الترخيص أو الموافقة بموجب طلب يقدم للسوق قبل انتهاء مدته بشهر على الأقل مرفقاً به رسم التجديد المقرر من السوق، على أن يتم تجديد التسجيل لدى الهيئة خلال فترة لا تتجاوز (5) أيام عمل من تاريخ تجديد الموافقة لدى السوق.
- لمدير عام السوق الحق في إلغاء الترخيص أو الموافقة الصادرة من السوق في حال عدم تقديم طلب تجديد الموافقة مكتملاً خلال المدة المحددة.

4- الضمانات المطلوبة من صانع السوق:

- يحدد السوق نوع ومقدار الضمانات التي يجب على صانع السوق تقديمها.
- تلتزم شركة الوساطة الذي يتم من خلالها تنفيذ أوامر صانع السوق الأجنبي بالتحقق من ملاءته المالية وقدرته على الوفاء بالتزاماته، ويحدد السوق نوع ومقدار الضمانات التي يجب على شركة الوساطة تقديمها.

5- التزامات صانع السوق:

مع عدم الإخلال بأي التزامات أخرى واردة في قانون أو أنظمة أو قرارات أو تعاميم الهيئة يلتزم صانع السوق بالآتي:

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

- توقيع اتفاقية مع السوق قبل البدء بمزاولة نشاطه تتضمن شروط ومتطلبات وضوابط عمله وتداوله بالسوق، وبيان الأوراق المالية المؤهلة المسؤول عنها.
- إبلاغ السوق بأي تداول غير معتاد يتم على الأوراق المالية التي تقع تحت مسؤوليته.
- الامتناع عن استخدام التسهيلات الخاصة به كصانع سوق في التداول نيابة عن العملاء.
- الاحتفاظ بالملاءة المالية اللازمة لمزاولة النشاط وفقا لمعايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة، أو المعايير الصادرة عن الجهة الرقابية بالنسبة لصانع السوق الأجنبي.
- تزويد السوق بالتقارير الآتية:
 - تقرير شهري بالأرباح والخسائر وحجم المحفظة فيما يتعلق بأنشطة صناعة السوق.
 - القوائم المالية الربعية المراجعة من قبل مدقق الحسابات إذا كان صانع السوق شركة تزاوّل نشاط صناعة السوق فقط.
 - القوائم المالية السنوية المدققة إذا كان صانع السوق شركة تزاوّل نشاط صناعة السوق فقط.
 - تقرير نصف سنوي عن نشاط الرقابة الداخلية يغطي الجوانب التالية كحد أدنى:
 - إجراءات تنظيم الرقابة الداخلية.
 - قائمة بعمليات الرقابة الداخلية التي تم تنفيذها و نتائجها.
 - قائمة بالمشاكل التي تم اكتشافها و خطة العمل التصحيحية لها، لاسيما تلك المتعلقة بمخاطر السوق، والتسوية والسيولة.
- الاحتفاظ بالسجلات التجارية، والسجلات والكشوف وجميع البيانات والمعلومات المتعلقة بالتداول ومزاولة النشاط لمدة لا تقل عن (10) سنوات والاحتفاظ بنسخ احتياطية إلكترونية ((Backup)) عن تلك البيانات لذات المدة.
- مزاولة النشاط بعناية الرجل الحريص وفقا لأحكام القانون و الأنظمة و القرارات و الضوابط والتعاميم الصادرة بمقتضاه، و بمراعات الأعراف التجارية في هذا الشأن ومبادئ الأمانة والعدالة والمساواة.

6- كيفية مزاولة صانع السوق:

- يحدد السوق أرقام تداول خاصة لصانع السوق بحيث تتميز عن باقي أرقام التداول، وتضمن الفصل التام بين نشاط صناعة السوق وأي نشاط آخر يمارسه.
- يحدد نظام التداول في السوق الصفقات الخاصة بصانع السوق، ويصنفها على أنها من صانع السوق.
- يقوم صانع السوق بإدخال الأوامر في نظام التداول مباشرة، أو من خلال شركة وساطة (عضو السوق المتعاقد معه) في حال كان صانع السوق أجنبي.
- صانع السوق له نفس أولويات غيره من المستثمرين في تنفيذ الصفقات.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

- تطبق على تداولات صانع السوق قانون الهيئة والأنظمة والقرارات والضوابط الصادرة بمقتضاه، وأحكام هذه الضوابط.

- يلتزم صانع السوق بإدخال أوامر بيع أو شراء قابلة للتنفيذ على الأوراق المالية المؤهلة المسؤول عنها بما لا يخالف أو يتعارض مع البيانات الواردة بالاتفاقية المبرمة بينه وبين السوق ومن ذلك:

- الحد الأدنى من حجم الأوامر.
- الحد الأقصى للفرق بين أمر البيع وأمر الشراء.
- الحد الأدنى لنسبة مدة تواجد أوامر صانع السوق في سجلات الأوامر إلى مدة جلسة التداول المستمرة خلال اليوم.
- تحديث أوامر الشراء والبيع بمرور الفترة الزمنية الدنيا وتحديثها عند تنفيذ أمر البيع أو أمر الشراء أو كليهما بالكامل وعند إلغاء الأمر أو انتهاء مدته.
- أن يكون أمر البيع أو الشراء المدخل ضمن أفضل ثلاث طلبات مدخلة في سجل الأوامر في الوقت الذي يتم فيه إدخال أمر صانع السوق.
- يستثنى صانع السوق من التزاماته بإدخال أوامر بيع أو شراء قابلة للتنفيذ على الأوراق المالية المؤهلة المسؤول عنها في الحالات الآتية:
 - ❖ خلال فترات المزايمة المجدولة وغير المجدولة، مثل فترة مزايمة الافتتاح وفترة مزايمة الإغلاق.
 - ❖ خلال فترة تعليق الورقة المالية المؤهلة المسؤول عنها عن التداول.
 - ❖ تجاوز نسب الملكية المسموح له بها.
 - ❖ إذا تجاوز سقف التداول المسموح له به.
 - ❖ خلال فترات الافتتاح والإغلاق.
- للسوق إعفاء صانع السوق مع التزاماته كليا أو جزئيا بناء على طلب مقدم منه وذلك وفقا للشروط وفي الحالات التي تنص عليها الاتفاقية، أو في الظروف التي يقدرها السوق.

خامسا: أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية

سجل مؤشر الخاص بسوق أبوظبي للأوراق المالية ارتفاعا في نهاية الربع الرابع من سنة 2020 بنحو 11.67%، بتحقيق مكسب ب 527.2 نقطة ليغلق عند مستوى 5045.5 نقطة في نهاية ديسمبر 2020 وانعكاسا للتحسن في المؤشر حققت القيمة السوقية ارتفاعا بلغ نحو 16 مليار دولار أمريكي في نهاية 2020 والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (2): تطور أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية (2010-2020)

الوحدة: المليون دولار الأمريكي

عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول	حجم التداول	رأس المال السوقي	
64	9807	19276.5	77081	2010
67	6970	16396.2	71329	2011
66	7897	21879.6	77647	2012
66	23123	51518.7	109647	2013
65	39573	58499.6	113740	2014
68	16400	27823.1	111903	2015
68	13333	29483.7	120947	2016
67	13048	26838.3	124529	2017
70	10772	19996.5	137591	2018
69	15388	155108	144689	2019
69	19815	21831	202218	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على قواعد بيانات صندوق النقد العربي:

-صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للربع الرابع: للسنوات 2010-2020.

من خلال الجدول أعلاه (الجدول رقم 2) نلاحظ أن القيمة السوقية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية حققت نمو سنة 2020 بـ 39.76% مقارنة بسنة 2019، أما خلال فترة الدراسة فقد حققت القيمة السوقية قفزة معتبرة بـ 162.34% مقارنة بسنة 2010.

أما على صعيد نشاط التداول شهدت مؤشرات التداول ارتفاعاً خلال الربع الرابع من عام 2020، مقارنة مع الربع السابق. حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ نحو 8.5 مليار دولار، مقارنة مع 5.6 مليار دولار خلال الربع السابق. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى نحو 7.6 مليار سهم مقارنة مع 7.2 مليار سهم عن الربع السابق.

كما نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية حققت استقراراً خلال فترة الدراسة (2010-2020)، حيث سجلت سنة 2020 نمو بنسبة 7.8% مقارنة بسنة 2010، وهو ما يوضح حالة الاستقرار في حجم عدد الشركات من جهة، وكذلك هو مؤشر على عدم اتساع السوق بمعدل كبيرة مقارنة مع أسواق ناشئة مماثلة، لأنه يؤدي إلى زيادة عدد الشركات المدرجة يؤدي إلى زيادة رأس المال السوقي، وهو ما ينعكس بشكل مباشر على كمية وحجم التداول.

سادساً: مساهمة صناع السوق في سوق أبوظبي للأوراق المالية

رغم بدء تطبيق عمل صانع السوق في أسواق الإمارات قبل نحو أربعة أعوام، لكنه لا يزال غير فاعل ولا يقوم بدوره المنوط لدعم الأسواق وتعزيز التداولات وتحقيق التوازن المنشود للأسهم عبر تخفيف حدة التذبذبات وخلق نوع من الاستقرار والتوازن بين العرض والطلب، وكانت الهيئة أقرت في أكتوبر 2012 إصدار نظام صانع السوق، وثلاثة أنظمة أخرى مرافقة هي: إقراض واقتراض الأوراق المالية، وبيع الأوراق المالية على المكشوف، ونظام توفير السيولة، حيث تضمن النظام (13) مادة فيما حدد مبلغ 30 مليون درهم، حداً أدنى من متطلبات رأس المال، لصانع السوق.

وخدمة صانع السوق وموفر السيولة في سوق أبوظبي التي دخلت السوق في العام 2017 تضم حالياً 4 شركات تنشط في مجال صناعة السوق، وهي تمنح الشركات المدرجة أداة لتعزيز سيولة أسهمها وتنشيط التداول عليها وتحقيق توازن العرض والطلب عبر تكليف موفر للسيولة، أو أكثر، بتقديم هذه الخدمة ضمن اتفاقية ثنائية بين الجانبين، الجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم(3): صناع السوق المرخصين في سوق أبوظبي للأوراق المالية

شركة كيو لصناعة السوق		الرمز كابتال		بي اتش مباشر	
DANA	ADAVIATION	ADNOCDIST	ETISALAT	ADCB	FAB
ESHRAQ	ADCB		ALDAR	RAKPROP	ADNOCDIST
ETISALAT	ADIB		FAB	MANAZEL	ADIB
FAB	ADNH		ADCB	DANA	ETISALAT
JULPHAR	ADNIC		DANA	ARKAN	TAQA
MANAZEL	ADNOCDIST		NBQ	IHC	NMDC
NBS	AGTHIA		OILC	ADSB	PALMS
NMDC	ALDAR		RAKBANK	AGTHIA	ZS
RAKCC	CHAEIN		ADIB	SIB	ALDAR
RAKCEC	CHAESH				
OILC	RAKPROP				
ALPHADHABI	TAQA				
24		10		18	

<https://www.adx.ae/arabic/pages/marketparticipants/brokers/marketmaker.aspx>

من خلال الجدول رقم (3) نلاحظ وجود عدد قليل من شركات صناع السوق (ثلاث شركات محلية وشركة أجنبية دخلت حديثاً)، فزيادة عدد صناع السوق يعني بالضرورة تغطية أكبر عدد من الأسهم المدرجة، ما سينعكس إيجابياً على حركة التعاملات ويقلل من هامش التذبذب الذي نراه بالأسواق في الوقت الراهن، كما

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

سيعطي الأسواق مزيداً من الثقة، إضافة إلى أن تعزيز نشاط صانع السوق يسهم في زيادة تنافسية أسواق المال الإماراتية على المستوى الإقليمي، كلما زاد عدد صناع السوق زاد تأثيرهم واستقرار السوق.

شركة بي انش مباشر تغطي 18 سهم مدرج من أصل 69 سهم مدرج أي نسبة تغطية للشركة تقدر بـ 26.08%، أما شركة الرمز كابيتال تغطي بنسبة 6.9%، وتعد شركة كيو لصناعة السوق أكبر صانع للسوق في سوق أبوظبي يغطي السوق بنسبة 34.7%، أما إجمالي تغطية صناع السوق للسوق ككل فعدد الشركات المدرجة في بورصة أبوظبي يقدر بـ 34 شركة أي بنسبة تغطية إجمالية 49%.

ففي سوق أبوظبي للأوراق المالية، بلغ إجمالي قيمة عمليات صناعة السوق، خلال الفترة من 2014 وحتى الربع الأول من العام 2019، نحو 4.7 مليار درهم، فيما سجلت خدمة صناع السوق نمواً خلال الخمسة أشهر الأولى من 2019 بقيمة 942 مليون درهم، مقارنة بـ 525 مليون درهم، خلال نفس الفترة من 2018، بزيادة تقدر بنحو 80%.

المطلب الثاني: سوق الكويت للأوراق المالية

أولاً: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية:

تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداول يومياً من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات وفي نوفمبر 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وفي شهر أبريل من عام 1977، تم افتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت 1983. ويتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفق لأحكام المرسوم المؤرخ 18/4/1983، إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها حتى التقاضي.¹

وتطور سوق الكويت للأوراق المالية وفق للمراحل التالية:²

- خلال عام 1962 صدر القانون رقم (37) أهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج؛
- خلال عام 1970 صدر القانون (32)، وهو يعتبر أول خطوة هامة نحو تنظيم تجارة الأسهم الكويتية، وقد تكونت بموجب هذا القانون لجنة استشارية لتنظيم نشاطات سوق الأوراق المالية وسن اللوائح الضرورية للاحتفاظ بالفوائد الاقتصادية للبلاد، وإخضاع الشركات الأجنبية للقيام بتسجيل أسهمها؛
- خلال عام 1972 تم إنشاء شعبة مستقلة للأوراق المالية في مدينة الكويت؛

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 216-217.

² سليمة حشايشي، مرجع سبق ذكره، ص 119-120.

- خلال عام 1976 صدر أول قرار وزاري رقم (61) لتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية حيث تم بموجبه تشكيل أول لجنة للأوراق المالية، حيث كان التداول يتم في تلك الأثناء عن طريق المفاوضات المباشرة على السعر بين كل من البائع والمشتري؛
- خلال عام 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في الكويت حيث سميت سوق الكويت للأوراق المالية وقد استمر التعامل بهذا النظام حتى عام 1983؛
- في 14/08/1983 صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد؛
- في أبريل 2014 تأسست شركة بورصة الكويت بهدف تسيير مرفق البورصة في الكويت و تطوير عملياتها تدريجياً بشكل يحفز الشفافية والفعالية والانفتاح .

ثانياً: صناع السوق في سوق الكويت للأوراق المالية¹

1- تسجيل صناع السوق في البورصة الكويتية:

يسجل صناع السوق لدى البورصة لمزاولة نشاطه على ورقة مالية مدرجة أو أكثر، لمدة سنة قابلة للتجديد ولا يحق له طلب إعفائه من مزاولة نشاطه على هذه الورقة خلال الثلاثة أشهر الأولى من بدء مزاولته لنشاطه عليها.

ويشترط لتسجيل صانع السوق على ورقة مالية مدرجة أن يكون حاصلاً على ترخيص لمزاولة نشاط صانع السوق من الهيئة، ويخضع ترخيص صانع السوق لإحكام الكتاب الخامس (أنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون) من اللائحة التنفيذية، ويتوقف التسجيل تلقائياً أو يلغى في حالة توقف الترخيص أو إلغاؤه.

ويجوز للبورصة تسجيل صانع السوق لمزاولة نشاطه على أكثر من ورقة مالية، ولا يجوز تسجيل صانع السوق على حقوق الأولوية، كما يجوز لها أن توافق على تسجيل أكثر من صانع لمزاولة نشاطه على ورقة مالية واحدة.

¹ الموقع الرسمي لبورصة الكويت، تاريخ الإطلاع 2021/06/15، على الساعة 10:15، أنظر إلى الموقع:

<https://WWW.boursakuwit.com.Kw/ar/regulation/bursa-kuwait/rulebook>

كما يجب على صانع السوق قبل أن يزاوّل نشاطه أن يبرم مع البورصة اتفاقية صانع السوق التي تحدد تفاصيل والتزاماته وضوابط عمله.

تقوم البورصة - بعد إبرام اتفاقية صانع السوق بالإعلان عن الإفصاح الذي تقدم به صانع السوق، ويزاوّل صانع السوق نشاطه على الورقة المالية ابتداء من جلسة التداول التالية للنشر الإعلان.

2-التزامات صانع السوق:

تقسم الأوراق المالية إلى فئات وفق سيولة هذه الأوراق المالية، وذلك على النحو الموضح باتفاقية صانع السوق وتحدد التزامات صانع السوق المسجل على ورقة مالية معينة وفق الفئة التي تقع بها الورقة المالية. ويجوز للبورصة أن تقوم بتعديل التزامات صانع السوق حسب فئة السيولة والموضحة في اتفاقية صانع السوق على أن تخطر الهيئة وصانع السوق فور قيامه بذلك يلزم صانع السوق بتنفيذ أوامر البيع والشراء (الصفقات) على الورقة المالية المسجل عليها بما لا يقل عن نسبة معينة من إجمالي قيمة التداولات الشهرية على تلك الورقة، وذلك وفق ما تنص عليه اتفاقية كما يلتزم بإدخال أوامر البيع والشراء على الورقة المالية المسجل عليها الضوابط التالية:

- أن يستمر إدخال أوامر البيع والشراء خلال الفترة الزمنية الموضحة باتفاقية صانع السوق.
- أن تكون أوامر البيع والشراء مقترنة ببعضها مع فارق سعري محدد وفق ما تنص عليه اتفاقية صانع السوق.
- أن لا يقل حجم أو قيمة أوامر البيع والشراء عن الحد الأدنى وفق ما تنص عليه اتفاقية صانع السوق.

كما يلتزم صانع السوق بتوفير الحد الأدنى المحدد وفق اتفاقية صانع السوق - من المبالغ النقدية المخصصة لأنشطة صناعة السوق على ورقة مالية معينة، وذلك طوال فترة سريان الترخيص

وفي حالة إخلال صانع السوق - لأي سبب من الأسباب- بالوفاء بالتزاماته على النحو الموضح في هذا الفصل فيتوجب إخطار البورصة على الفور بهذا الإخلال مع توضيح الأسباب التي أدت إليه.

وفي حالة زوال الأسباب التي أدت إلى إخلال صانع السوق عن الوفاء بالتزامات الموضحة في هذا الفصل فتوجب عليه إخطار البورصة على الفور بذلك.

كما يجوز للبورصة إعفاء صانع السوق من بعض الالتزامات المقررة إذا رأت أن صانع السوق لا يستطيع تنفيذ هذه الالتزامات لسبب خارج عن إدارته، أو بسبب خطأ الغير، كما يجوز للبورصة، بعد موافقة الهيئة، إعفاء صانع السوق من بعض التزاماته لدواعي المصلحة العامة.

3- إعفاء صانع السوق من التزامات:

يعفى صانع السوق من التزاماته بمزاولة نشاطه على ورقة مالية معينة في الأحوال العادية التالية:

- خلال فترات مزادات الافتتاح والإغلاق لجلسة التداول في البورصة.
- خلال المزادات على ورقة مالية معينة أثناء فترة التداول نتيجة تجاوز الحدود السعرية.
- إذا وجدت أوامر لشراء الورقة المالية بالحد السعري الأعلى دون وجود أوامر بيع عليها، أو وجدت أوامر لبيع الورقة المالية بالحد السعري الأدنى دون وجود أوامر شراء عليها.
- أي حالات أخرى تقرها البورصة إذا رأت أن صانع السوق لا يستطيع تنفيذ هذه الالتزامات لسبب خارج عن إدارته، أو بسبب خطأ الغير، كما يجوز للبورصة بعد موافقة الهيئة إعفاء صانع السوق من التزاماته لدواعي المصلحة العامة.

يعفى صانع السوق من التزاماته بمزاولة نشاطه على ورقة مالية معينة في الأحوال غير الاعتيادية التالية:

- إذا قررت الهيئة تغيير الفارق السعري بين العرض والطلب في حالة التقلب الشديد لتداولات السوق.
- وقف الورقة المالية عن التداول.

4- حالات وقف نشاط صانع السوق:

يوقف صانع السوق عن مزاولة نشاطه في حالة وقف أو إلغاء ترخيصه الصادر من الهيئة، كما يجوز للبورصة بعد موافقة الهيئة -إصدار بوقف نشاط صانع السوق نهائياً في حالة تكرار إخلاله بالالتزامات الواجبة عليه.

يجوز للبورصة إصدار قرار بوقف نشاط صانع السوق أو تقييد نشاطه على الورقة المالية المسجل عليها، وذلك لمدة محددة في الأحوال التالية:

- فقدان متطلب أو أكثر من متطلبات التسجيل.
- إخلال صانع السوق بأحد التزاماته المنصوص عليها في هذه القواعد أو اتفاقية صانع السوق.
- إخلال صانع السوق بالتزاماته المترتبة على الصفقات التي يبرمها في البورصة .

تقوم البورصة بالإعلان عن قرار الوقف على موقعها الإلكتروني فور صدوره منها، أو فور تلقي قرار الوقف من الهيئة

5- ضوابط عامة:

- يلتزم صانع السوق بأن يزود البورصة بكافة التقارير والبيانات والمعلومات والوثائق التي تطلبها البورصة من وقت لآخر، ويجوز للبورصة أن تطلب من صانع السوق تقارير مدققة.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

- ويجوز للبورصة أن تعرض على موقعها الإلكتروني تقريراً يوضح أداء صانع السوق ومدى تطابق هذا الأداء مع التزاماته المقررة بموجب اللائحة وهذه القواعد.
- لا يجوز لصانع السوق القيام بعمليات البيع على المكشوف إلا في حال تغطية عملياته-بشكل مسبق- من خلال إقراض واقتراض الأسهم من وكالة المقاصة.
- يجوز للبورصة بعد موافقة الهيئة تعديل بنود هذه القواعد على أن تقوم بإخطار صانع السوق بذلك فور صدور موافقة الهيئة.

6-إلغاء تسجيل صانع السوق:

يمكن لصانع السوق إلغاء التسجيل دون الاخلال بمدة الثلاثة أشهر، المنصوص عليها، يجوز لصانع السوق ان يطلب من البورصة إلغاء تسجيله لمزاولة نشاطه كصانع سوق على ورقة مالية معينة ويحدد صانع السوق في هذا الطلب الوقت المقترح لإلغاء التسجيل على ألا يقل عن مدة 30 يوماً من تاريخ تقديمه، ويجوز للبورصة الموافقة على المدة المقترحة من صانع السوق قبل إلغاء التسجيل أو تمديدتها، ولا يجوز لصانع السوق أن يطلب إعادة تسجيله على ذات الورقة خلال سنة من تاريخ تقديم الإلغاء المشار إليه، تصدر البورصة قرارها بالبت في طلب إلغاء تسجيل صانع السوق على ورقة مالية معينة، على أن يتضمن القرار الوقت الذي يسري فيه إلغاء التسجيل وتخطر به الهيئة والوسطاء المرخصين، وتعلن عنه على موقعها الإلكتروني فور صدوره ويستمر صانع السوق في القيام بالتزاماته خلال المدة التي تلي تقديم طلب إلغاء التسجيل وحتى حلول الوقت الذي حددته البورصة لسريان إلغاء تسجيل صانع السوق على ورقة مالية معينة.

ثالثاً: أداء سوق الكويت للأوراق المالية

سجل مؤشر الخاص بسوق الكويت للأوراق المالية ارتفاعاً في نهاية الربع الرابع من سنة 2020 بنحو 2.75% عن الربع السابق عليه. أما مؤشر سوق الكويت للأوراق وراق المالية، فقد ارتفع بدوره بنحو 0.50% خلال نفس الفترة، ليغلق عند مستوى 6051.1 نقطة في نهاية ديسمبر 2020، وانسجاماً مع الارتفاع في مؤشرات الأسعار، حققت القيمة السوقية مكاسباً بنحو 2.9 مليار دولار في نهاية 2020، والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (4): تطور سوق الكويت للأوراق المالية (2010-2020)

الوحدة: مليون دولار أمريكي

عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول	حجم التداول	رأس المال السوقي	
214	43772.1	74768.9	113383	2010
216	24494	41641	86295	2011
219	22010	73726	79262	2012
210	40044.46	130921.4	1083521	2013
216	21501.5	54659.7	100334.2	2014
216	13326.7	43193.1	87766.7	2015

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

216	14745.7	28298.8	87288.5	2016
216	18866	50623	95577.6	2017
216	13691.8	21710.6	94399.2	2018
216	25986.2	8.63872	118067.1	2019
216	35299.2	52694.9	106249.5	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على قواعد بيانات صندوق النقد العربي:

-صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للربع الرابع: للسنوات 2010-2020.

من خلال الجدول أعلاه (الجدول رقم 4) نلاحظ أن القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية حققت نمو في سنة 2020 ب 11.12% مقارنة بسنة 2019، أما خلال فترة الدراسة فقد حققت القيمة السوقية قفزة معتبرة ب 6.71% مقارنة بسنة 2010.

أما على صعيد نشاط التداول، شهدت مؤشرات التداول ارتفاعاً خلال الربع الرابع 2020، ذلك بالمقارنة مع الربع السابق عليه. حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى نحو 14مليار دولار مقابل 7.5 مليار دولار عن الربع السابق عليه. كما عرف عدد الأسهم المتداولة ارتفاعاً خلال الفترة ليصل إلى نحو 16.6 مليار سهم، مقابل 15.2 مليار سهم تم تداولها في الربع السابق.

كما نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية قد سجلت استقراراً خلال فترة الدراسة حيث سجل ارتفاعاً بنسبة 0.92% مقارنة بسنة 2010، ويوضح حالة الاستقرار في حجم عدد الشركات أو بالتالي في حجم السوق ككل.

رابعاً: مساهمة صناع السوق في بورصة الكويت

بلغ عدد الشركات المسجلة لدى صناع السوق الثلاثة المرخصين رسمياً من هيئة أسواق المال 61 شركة مدرجة فقط، وصندوق عقاري من إجمالي 216 شركة مدرجة في البورصة. وينتظر دخول لاعبين جدد في السوق خلال الربع الأول من العام الحالي، وأبرز تلك الشركات «الاستثمارات الوطنية»، إذ تعمل على إضافة النشاط ضمن النظام الأساسي في الجمعية العمومية المقبلة للشركة.

الجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (5): صناع السوق المرخصين في سوق أبوظبي للأوراق المالية

شركة الكويتي المركز المالي	شركة بيتك كابيتال للاستثمار	شركة ثروة للاستثمار	شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي (كميفك)
البورصة	بيتك ريت	وطني	دبي الاولى
العيد	القرين	صالحة	أسيكو
	الإنماء	ميزان	تمدين ع
	ميزان	الجزيرة	
		العيد	
		م الأعمال	
		المنار	
		تسهيلات	
		المركز	
2	4	9	3

<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/participants/market-makers/market-maker-list>

من خلال الجدول رقم (5) نلاحظ وجود عدد قليل من شركات صناع السوق (أربعة شركات محلية وشركة)، وهذا ما يعكس التغطية الضعيفة للأسهم المدرجة على مستوى البورصة، فزيادة عدد صناع السوق يعني بالضرورة تغطية أكبر عدد من الأسهم المدرجة، ما سينعكس إيجابياً على حركة التعاملات ويقلل من اللاإستقرار الذي نراه بالأسواق في الوقت الراهن، كما سيعطي الأسواق مزيداً من الثقة، وأن تعزيز نشاط السوق أصبح من الضروريات اليوم لما له من مساهمة في زيادة تنافسية بورصة الكويت على المستوى الإقليمي، غير أنه كلما كان عدد صناع السوق كبير زاد تأثيرهم في تحقيق الاستقرار.

شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي (كميفك) تغطي 03 سهم مدرج من أصل 216 سهم مدرج أي نسبة تغطية للشركة تقدر بـ 1.38%، أما شركة ثروة للاستثمار تغطي بنسبة 4.16%، وتعد شركة بيتك كابيتال للاستثمار يغطي السوق بنسبة 1.85%، وشركة بيتك كابيتال للاستثمار تغطي شركتين فقط، أما إجمالي تغطية صناع السوق للسوق ككل فعدد الشركات المدرجة في بورصة الكويت يقدر بـ 16 شركة أي بنسبة تغطية إجمالية 7.4%، حيث حقق صناع السوق نمو في تغطية مقارنة بسنة 2020 أين كان المعدل 6.5%.

المطلب الثالث: سوق مصر للأوراق المالية

أولاً: نشأة سوق مصر للأوراق المالية¹

يعتبر سوق المال في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، فقد أنشئ أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1898، وقامت الحكومة المصرية في عام 1903 بتنظيم سوق للمعاملات الآجلة وإعادة تنظيم بورصة القاهرة والإسكندرية وبورصة العقود، وفي عام 1933 صدرت لائحة جديدة منظمة لبورصة الأوراق وعدلت فيها بعد عام 1940 ونمت هذه السوق وازدهرت وظلت تمارس نشاطاتها خلال عقد الخمسينات. ومنذ عام 1970 أعلنت الدولة عن انتهاج سياسة الانفتاح الاقتصادي وضرورة الاستفادة من جميع إمكانيات هذا القطاع ومدخراته ووجود سوق للأوراق المالية يوفر للاقتصاد القومي سوق للاستثمار في كافة المشروعات، بدأت الدولة في البحث عن الوسائل والأساليب لتنشيط سوق الأوراق المالية وإجراء الدراسات، وتشكيل اللجان بهدف تنمية هذا السوق، وتركزت التطلعات خلال عام 1997 على تحقيق طموحات كثيرة كان أهمها:

- تطوير برنامج الخصخصة بهدف تحسين التكنولوجيا.
- العمل على سرعة تطوير وتحديث أساليب العمل واستحداث أدوات مالية وخدمات جديدة.
- تعزيز دور المصارف وصناديق الادخار وهيئة التأمين والمعاشات في الأوراق المالية حتى يمكن خدمته أكبر عدد من المستثمرين.

ومرت البورصة المصرية في عهدها الحديث بتطورات هامة نوجزها فيما يلي:²

- في عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين. تلاها في عام 2000 صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات، ولكن الركود الاقتصادي في ذلك الوقت سرعان ما أثر على أداء البورصة ودفع حركة التداول إلى الركود وكان الركود هو الاتجاه السائد ليس في مصر فقط ولكن في غالبية الأسواق المالية؛
- في عام 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID وتلاها في نفس العام استبدال النظام الإلكتروني المحلى الصنع بنظام آخر مصمم من قبل EFA العالمية، والذي تم تحديثه مرة واحدة في عام 2008 بالنظام الأكثر تطوراً X Stream المصمم من قبل Nasdaq OMX؛
- في عام 2002 ثن لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً، كما تم إعادة تنظيم السوق خارج المقصورة ليضم سوق للأوامر وآخر للصفقات؛

¹ بنان أحمد سعيد الفلاح، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة تحليلية مقارنة"، أطروحة

دكتوراه قسم العلوم المالية والمعرفية، جامعة العلوم المعرفية، عمان، الأردن، 2010، ص 25-26

² سليمة حشاشي، مرجع سبق ذكره ص 125-126.

- في عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر CASE 30 ليحل محل مؤشر CASE 50؛
- في عام 2005 تم إتمام الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة، وفي نفس العام تم قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات؛
- في عام 2006 نجحت البورصة المصرية في إدخال نظام التداول عبر الانترنت، كما شهد العالم قيام شراكة إستراتيجية بين البورصة المصرية Nasdaq OMX من خلال التشارك في شركة مصر للنشر المعلومات؛
- في عام 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+2 بدلا من T+1 وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس العام؛
- في عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية، ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات تأثرا بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة.

ثانيا: صناع السوق في سوق مصر للأوراق المالية¹

1- تسجيل صناع السوق بالبورصة:

تتقدم الشركة المرخصة لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولة نشاط صناع السوق للبورصة بطلب للقيود بسجل العضوية وفقا لقواعد العضوية والعقود المبرمة بينها وبين البورصة على أن ترفق طلبها بمستندات من ملاحق قواعد العضوية.

ويلتزم صانع السوق بتوفير الآليات والتجهيزات الفنية الخاصة بالربط الآلي مع البورصة لمزاولة نشاطه على أن يقوم قطاع نظم المعلومات بالبورصة بتقديم تقرير فني للجنة العضوية الفنية للبنية الأساسية لنظم المعلومات الخاصة بصانع السوق للأوراق المالية.

2- معايير تحديث الأوراق المالية المسموح عليها مزاولة نشاط صناع السوق وتصنيفها:

تحدد اللجنة المختصة بالبورصة للأوراق المالية المسموح عليها مزاولة نشاط صانع السوق من خلال قوائم تصنيف الأوراق المالية وفقا لمعدلات تداولها بعد استبعاد تلك التي ترى أن التعامل عليها شهد ممارسات تتعارض مع الأحكام المنظمة للتعامل بالسوق وتؤثر سلبا على استقرار السوق وعلى الأخص الحالات التالية:

- صدور قرارات لجنة القيد ضد الشركة المصدرة نتيجة مخالفات إفصاح جسيمة من جانب الشركة خلال آخر ستة أشهر.

¹الموقع الرسمي لبورصة مصر، تاريخ الاطلاع 2021/06/15، على الساعة 17:00، أنظر إلى الموقع:

https://WWW.egx.com.eg/getdoc/6e5aacc0-a203-4f82-9376-d850e4f7310c/Membership_rules.aspx

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

- صدور قرارات من اللجنة المختصة برصد مخالفات للتداول خاصة في حال مشاركة أيا من مسؤولي الشركة المصدرة أو أشخاص مرتبطة بهم في التأثير غير المبرر على الأسعار على النحو الوارد بالباب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال خلال ستة أشهر.
- تحريك دعوى جنائية من الهيئة العامة للرقابة المالية ضد أيا من مسؤولي تلك الشركات تتعلق بالتلاعب على أوراقها المالية خلال ستة أشهر، وتحديث البورصة قوائم التصنيفات المشار إليها عالية كل ثلاثة أشهر بحد أقصى وتعلن عنها بالوسائل المعدة للنشر بالبورصة.

3- التعاقد على ورقة مالية أو أكثر لصناعة سوقها:

لصانع السوق العضو بالبورصة التقدم بطلب لصناعة سوق ورقة مالية أو أكثر من الأوراق المالية المدرجة بالتصنيف المعلن، ويوقع على عقد يلحق بعقد العضوية محدد فيه هذه الأوراق.

تقوم اللجنة المختصة بدراسة الطلبات المقدمة من الأعضاء ويجوز السماح للعضو مزاوله نشاطه على أكثر من ورقة مالية، كما يجوز للبورصة السماح لأكثر من عضو من مزاوله النشاط على ورقة مالية واحدة وذلك وفقا لدراسة اللجنة للطلبات المقدمة.

4- المبالغ المخصصة لصناعة السوق على الورقة المالية:

يلتزم صناع السوق بتخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن 20% من متوسط قيم التداول اليومية للورقة المالية التي يتم صناعة السوق لها، على أن تقوم البورصة بمراجعة هذه النسبة كل ثلاثة أشهر على الأقل، ويجب أن لا تقل هذه النسبة في جميع الأحوال عن ما قيمته (مائتين وخمسين ألف جنيه مصري) أو ما يعادلها بالعملات الأجنبية المقيدة بها الورقة المالية، وذلك للورقة المالية المقيدة بجداول البورصة المصرية وعن ما قيمته (مائة ألف جنيه) أو ما يعادل بالعملات الأجنبية المقيدة بها الورقة المالية وذلك للورقة المالية المقيدة لسوق الشركات المتوسطة والصغيرة (بورصة النيل).

5- الضوابط المتعلقة بالعروض والطلبات:

يسمح لصانع السوق ببيع وشراء الأوراق المالية التي يصنع سوقها لحسابه الخاص وفقا للمحددات الآتية:

- إدراج العروض والطلبات على كل ورقة مالية يصنع سوقها بأسعار قابلة للتنفيذ في ضوء أسعار التنفيذ السائدة أن تكون أوامر مزدوجة ويتم تعديلها أو تحديثها كل ثلاث دقائق على الأكثر، وذلك فيما لا يقل عن 75% من الوقت المخصص لجلسة التداول.
- الالتزام بالحد الأقصى للفرق بين سعري العرض والطلب، وذلك وفقا لما تحدده البورصة.
- الالتزام بالحد الأدنى لكمية أو قيمة العروض والطلبات عند إدخال كل أمر أو عند تحديثاته.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

- كما يلتزم صانع السوق بإدراج العروض والطلبات بكميات متقاربة على كل ورقة مالية يصنع سوقها فيما لا يقل عن 40% من الوقت المخصص لجلسة التداول، وحتى تكون الكميات متقاربة يجب أن لا يتجاوز الفرق بين الكميات المدرجة بجانب العرض والطلب 50%.

6-الإعفاء المؤقت من التزامات صانع السوق:

يجوز للبورصة إعفاء صانع السوق مؤقتاً خلال جلسة التداول من الوفاء بكل أو بعض التزاماته بناءً على طلب موجه للبورصة على الوسائل المعدة لذلك إلكترونياً يوضح به الالتزامات المطلوب الإعفاء منها متضمناً مبررات طلب الإعفاء ويتم إخطار الهيئة بالإعفاءات المؤقتة، وذلك في الحالات الاستثنائية ومنها على سبيل المثال:

- إيقاف التعامل على ورقة مالية أو أكثر من المسموح له التعامل عليها.

- عدم توافر عروض أو طلبات على الورقة المالية على الرغم من وفاء صانع السوق بكل التزاماته.

- ظروف السوق الاستثنائية مثل حالات التقلب الشديد غير المعتادة في الأسعار.

ويجب على صانع السوق في الحالات الأخرى التي تحددها البورصة الإفصاح الفوري للمتعاملين من خلال البورصة عن الوقف والظروف الاستثنائية التي تعرض لها، ولا يعفى ذلك صانع السوق من أي التزامات منصوص عليها في أي قرارات أخرى وفي جميع الأحوال لا يحق لصانع السوق طلب الإعفاء النهائي من مزاولته نشاطه على تلك الأوراق المالية خلال ثلاثة أشهر الأولى من بدء مزاولته لنشاطه عليها.

7-تقارير الأداء:

يلتزم صانع السوق بموافاة الهيئة والبورصة بأية التزامات أو تقارير فور طلبها وعلى الأخص تقرير دوري بما يلي:

- بيان يوضح عمليات الشراء والبيع التي قام بها في كل جلسة تداول.

- متوسط الفرق بين سعري الشراء والبيع اليومي لكل ورقة مالية.

- نسبة قيمة الأوامر التي تم تنفيذها خلال اليوم إلى إجمالي قيمة الأوامر التي تم إدراجها.

ويلتزم صانع السوق بتقديم قائمة للبورصة بنسبة ملكيته للأوراق المالية التي يزاول نشاطه عليها كصانع للسوق بصفة دورية تحدها البورصة، وكذلك التغييرات التي طرأت عليها.

ثالثاً: أداء سوق مصر للأوراق المالية

سجل مؤشر الخاص بسوق مصر للأوراق المالية انخفاضا طفيفا في نهاية الربع الرابع من سنة 2020 بنحو 0.35% ، مقارنة مع ارتفاعه بنحو 1.45% في الربع الذي سبق. أما المؤشر المحلي للبورصة المصرية (أيجي اكس30) ، فقد سجل بدوره انخفاضا بنحو 1.31% عن نفس الفترة، ليغلق عند مستوى 10845 نقطة في نهاية ديسمبر 2020، فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد سجلت ارتفاعا بلغ نحو 32.12 مليار جنيه (نحو 1.84 مليار دولار) في نهاية 2020، والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (6): تطور أداء سوق مصر للأوراق المالية

الوحدة : مليون دولار أمريكي

عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول	حجم التداول	رأس المال السوقي	
212	57560	27950	84109	2010
214	43715	118059	48679	2011
213	29860	367743	61621	2012
212	22128	29165	61517	2013
215	40528	57230	69908	2014
222	31759	49143	54913	2015
222	25202	68754	34463	2016
257	17851	79507	44433	2017
256	19257	60122	41791	2018
248	23045	54581	42358	2019
256	41216	94971	41195	2020

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على قواعد بيانات صندوق النقد العربي:

صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للربع الرابع: للسنوات 2010-2020.

من خلال الجدول أعلاه (الجدول رقم 6) نلاحظ أن القيمة السوقية لسوق مصر للأوراق المالية حققت نمو سنة 2020 بـ 2.82% مقارنة بسنة 2019، أما خلال فترة الدراسة فقد حققت قفزة معتبرة بـ 104.17% مقارنة بسنة 2010.

أما على الصعيد نشاط التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى 10.3 مليار دولار عن الربع الرابع من 2020 مقابل نحو 9.2 مليار دولار عن الربع الثالث من العام 2020. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع 2020، ليصل نحو 31 مليار سهم، مقابل 28.4 مليار سهم تم تداولها في الربع السابق عليه.

كما نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية قد سجلت استقرار خلال فترة الدراسة حيث نسجل ارتفاعها بنسبة 20.75% مقارنة بسنة 2020، ويوضح حالة الاستقرار في حجم عدد الشركات أو بالتالي في حجم السوق ككل.

رابعاً: مساهمة صناع السوق في سوق مصر للأوراق المالية

على خلفية قرار وزير الاستثمار رقم 293 لسنة 2007، بإضافة نشاط صناع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، أصدرت البورصة المصرية في شهر يناير من عام 2019 القرار المنظم لعمل نشاط صناع السوق للأوراق المالية المقيدة بالبورصة، لتعزيز السيولة والتداول، حيث قامت البورصة بتحديد الأوراق المالية المسموح بالتعامل عليها بنظام صناع السوق، فضلاً عن التزامات صناع السوق، ومنها الفرق سعري بين العروض والطلبات الذي يتم تحديده وفقاً لفئات السيولة ومعدلات نشاط الأسهم على النحو التالي:¹

الجدول رقم (7): التزامات صناع السوق في البورصة المصرية: الفرق سعري بين العروض والطلبات وفقاً

لفئات السيولة

مستوى السيولة الأول	مستوى السيولة الثاني	مستوى السيولة الثالث	مستوى السيولة الرابع	مستوى السيولة الخامس	مستوى السيولة السادس
الشركات التي يزيد المتوسط اليومي لقيمة التداول لديها عن 8 مليون جم، ونسبة أيام التداول لديها يساوي 100%	الشركات التي يزيد المتوسط اليومي لقيمة التداول لديها عن 2.5 مليون جم، ونسبة التداول لديها يساوي 100%	الشركات التي يزيد المتوسط اليومي لقيمة التداول لا تقل عن 90%	الشركات التي يزيد المتوسط اليومي لقيمة التداول لديها عن 100 ألف جم، ونسبة أيام التداول لديها لا تقل عن 80%	الشركات التي يزيد المتوسط اليومي لقيمة التداول لديها عن 52 ألف جم، ونسبة أيام التداول لديها لا تقل عن 60%	الشركات التي يزيد المتوسط اليومي لقيمة التداول لديها عن 52 ألف جم، ونسبة أيام التداول لديها لا تقل عن 60%
*فرق سعري: 1.50%	*فرق سعري: 2%	*فرق سعري: 3.50%	*فرق سعري: 5%	*فرق سعري: 7%	*فرق سعري: 10%
**حد أدنى لقيمة الأمر: 5000	**حد أدنى لقيمة الأمر: 3000	**حد أدنى لقيمة الأمر: 2000	**حد أدنى لقيمة الأمر: 2000	**حد أدنى لقيمة الأمر: 1000	**حد أدنى لقيمة الأمر: 1000

*الفرق سعري بين عروض البيع وطلبات الشراء.

**الحد الأدنى لقيمة العروض والطلبات عند ادخال كل أمر.

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الشهرية لأسواق المال العربية، العدد الثاني، أغسطس 2020، ص 18-19.

¹ صندوق النقد العربي، النشرة الشهرية لأسواق المال العربية، العدد الثاني، أغسطس 2020، ص 18-19.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

كما وضعت ادارة البورصة معايير وخطوات تسجيل صانع السوق على ورقة مالية أو أكثر، متضمنة المتطلبات الفنية وقواعد الخبرة والكفاءة المحددة لمباشرة النشاط وما تتطلبه قواعد العضوية، والمحددات التي يجوز من خلالها إعفاء صانع السوق مؤقتا من الوفاء بكل أوقات التزاماته.

يأتي ذلك في إطار حرص مجلس إدارة البورصة على استمرار بذل الجهود لتطوير السوق واستحداث آليات وأدوات مالية لزيادة عمق ورفع كفاءة وتنافسية سوق رأس المال المصري، وأن يسهم صانع السوق في تنشيط حركة التداول، وخلق السيولة أكبر على الأوراق المالية المقيدة والتي يصنع سوقها إحدى الشركات المرخص لها من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية، حيث عملت البورصة المصرية على دراسات الممارسات الدولية في الأسواق المتقدمة والناشئة في مجال تنظيم مزاوله نشاط صانع السوق، فضلا عن إجراء عدد من اللقاءات مع أطراف السوق الفاعلة والجمعيات المهنية لاستطلاع آرائهم ودراسة مقترحاتهم.

كانت الهيئة العامة للرقابة المالية قد أصدرت في عام 2014 قرارا يتضمن قواعد تنظم عمل كل من صناديق المؤشرات المتداولة ونشاط صانع السوق. ويقوم صانع السوق بتوفير السيولة الدائمة على وثائق صندوق المؤشرات المتداولة الذي يقوم بصناعة سوقه من خلال تقديم عروض البيع وطلبات الشراء على وثائق الصندوق بالبورصة، ويلتزم بتوفير الآليات والتجهيزات الفنية للربط الآلي مع البورصة وشركة الإيداع و القيد المركزي. كما يلتزم بالمواصفات الفنية للبنية التحتية لنظم المعلومات الصادرة من البورصة والمعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية وبالمقابل تلتزم صناديق المؤشرات الحاصلة على موافقة إدارة الهيئة بالتعاقد مع صانع السوق بما يلي:

- عدم تجاوز قيمة الوثائق التي يجوز للصندوق إصدارها عن عشرين مثل إجمالي حقوق الملكية و القروض المساندة لصانع السوق.
- أن يتضمن عقد الصندوق مع صانع السوق التزام صانع السوق في هذه الحالة بألا يقل إجمالي كميات كل من عروض البيع وطلبات الشراء التي يلتزم بها كل جلسة 100 في المائة من التزامات الخاصة بصانع السوق في الحالات المعتادة.

ويكون الترخيص للشركات بمزاوله نشاط صانع السوق وفقا للضوابط التالية:

- أن يكون أكثر من 50 في المائة من مساهمتها في أسهم شركات عاملة في مجال الأوراق المالية لإشراف رقابة الهيئة.
- تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيه لكل ورقة مالية يقوم بصناعة سوقها.
- فصل نشاط صانع السوق عن الأنشطة الأخرى التي يزاولها وإمساك حسابات وسجلات منفصلة لهذا النشاط .

وتنفيذا لقرار الهيئة، تم في 2014 منح الترخيص لشركة بلتون لصانع السوق لبدء نشاط صناعة السوق كأول شركة في مصر تحصل على هذا النشاط.

المبحث الثاني: صناع السوق غير رسميين ودورهم في الأزمات المالية.

كما تطرقنا في المبحث السابق إلى الدور الذي يؤديه صناع السوق الرسميين والمعتمدين من طرف البورصات التي ينشطون فيها، ومساهماتهم من خلال الإشراف على عدد من الأسهم والسندات المدرجة وحمايتها من التقلبات والأزمات المفاجئة، وسنتطرق من خلال هذا المبحث إلى صناع السوق غير الرسميين وليس لهم الاعتماد بالنشاط داخل البورصات، إلا أنهم يقومون بمهام صناع السوق بدور فعال وقد ظهرت ذلك جليا خلال الأزمة المالية العالمية 2008، وأهم هؤلاء الصناع صناديق الثروة السيادية، صناديق الاستثمار وصناديق التحوط.

المطلب الأول: صناديق الثروة السيادية:

يعتبر مفهوم صناديق الثروة السيادية من المفاهيم الحديثة التي ظهرت منتصف القرن الماضي، إلا أن بروز هذا المصطلح تحقق مؤخرا بفضل اجتماع العديد من الظروف الاقتصادية التي شهدها الإقتصاد الدولي وعلى رأسها الأزمة المالية العالمية 2008.

أولا: نشأة صناديق الثروة السيادية وتطورها التاريخي¹

تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية، وعرفت نموا سريعا في بداية القرن العشرين و بدايات الألفية الثالثة، ويرى كثير من الأكاديميين أن أول صندوق سيادي ظهر في فرنسا عام 1816م، ويؤكد المتتبعون لهذه الصناديق أن تاريخ إنشائها يعود إلى خمسينيات القرن العشرين عندما أنشأت دولة الكويت هيئة الاستثمار الكويتية KIA عام 1953م وهو أقدم صندوق للثروة السيادية في العالم، و في عام 1956م تأسس ثاني صندوق في العالم و هو صندوق جزر كيريباني حيث انتهت مرحلة التسعينيات من القرن الماضي بإنشاء أربع صناديق سيادية.

وقد شهدت مرحلة السبعينيات من القرن الماضي ظهور صناديق نوعية من الحجم وعلى رأسها جهاز أبو ظبي للاستثمار الذي أنشأ سنة 1976م، والذي يعد أضخم الصناديق السيادية في العالم وهو ملك لدولة الإمارات العربية، وقد أنشأت أيضا عدة صناديق في مجموعة من الدول على غرار كندا، سنغافورة، حيث وصلت عدد الصناديق في نهاية السبعينات إلى 9 صناديق.

¹ سمير محي الدين، صناديق الثروة السيادية بين طموحات الدول النامية ومخاوف الدول المتقدمة، دراسة تجارب دولية مع استشراف صندوق سيادي استثماري جزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة يحي فارس-المدية-، الجزائر، 2018، ص 5-9 .

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

أما مرحلة الثمانينات فقد عرفت ظهور 6 صناديق أخرى من أهمها الصندوق العربي الثاني في سلطنة عمان سنة 1980م، وصندوق حكومة سنغافورة للاستثمارات سنة 1981م، كما أنشأت الإمارات العربية صندوقها الثاني سنة 1984م، وقد بلغ إجمالي صناديق الثروة السيادية في نهاية الثمانينات إلى 15 صندوقاً.

شهدت مرحلة التسعينيات من القرن الماضي ارتفاع عدد الصناديق السيادية، حيث تأسس صندوق من أكبر الصناديق في العالم وهو صندوق المعاشات الحكومي العائلي للنرويج سنة 1990م، وكذلك نتيجة تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام اتفاقيات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركات رأس المال الأجنبي، حيث وصل عدد الصناديق في نهاية القرن العشرين إلى 24 صندوقاً.

وكذلك بداية القرن الواحد والعشرين وبسبب النجاحات التي حققتها صناديق الثروة السيادية قد شجعت الكثير من الدول في العالم على تأسيس صناديق الثروة السيادية بمختلف أنواعها وأحجامها، حيث بلغت حوالي 44 صندوقاً محققة قفزة بأكثر من 110% مقارنة بسنة 1999 وارتفاع عددها ليصل إلى 53 صندوق سنة 2008، و بالتالي فإن توقعات نمو حجم أصول الصناديق تفوق 20% سنوياً في الفترة المستقبلية.

ثانياً: مفهوم صناديق الثروة السيادية.

1-تعريف صناديق الثروة السيادية:

لا يوجد تعريف موحد لصناديق الثروة السيادية، وهذا يعود لعدم وجود اتفاق عالمي موحد حول ما يمكن اعتباره صندوق سيادي، ونتيجة لهذا سنقوم بطرح بعض التعريفات حول ما يعرف بصناديق الثروة السيادية أهمها.

التعريف الأول: تعريف معهد صناديق الثروة السيادية "الصندوق السيادي عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من أصول مالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية، علماً أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية، وبالتالي فإن صندوق الثروة السيادية لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة، بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية."¹

التعريف الثاني: تعريف صندوق النقد الدولي "صناديق الثروة السيادية عبارة عن صناديق استثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسة الحكومة، وهي مجموعة متغايرة الخصائص فمنها صناديق استقرار المالية العامة

¹ بولنج نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود مالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2016، ص 101.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطيات، وصناديق التنمية وصناديق الاحتياطيات، وصناديق التنمية وصناديق الاحتياطيات الغير مقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة.¹

التعريف الثالث: تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDEM) "صناديق الثروة السيادية عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية والممولة إما باحتياطيات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مدا خيل أخرى.²

التعريف الرابع: تعريف وزارة الخزانة الأمريكية "صناديق الثروة السيادية هي صناديق حكومية تمول من احتياطيات العملات الأجنبية، وتهدف إلى الريح من خلال الاستحواذ على حصص في أسهم الشركات الأجنبية.³

2- خصائص صناديق الثروة السيادية:

تتميز الصناديق السيادية بالعديد من الخصائص عن باقي الكيانات الاستثمارية و يمكن حصرها في النقاط التالية:⁴

- هذه الصناديق ملك للحكومات أي أصولها ملك للدولة و ليس للقطاع الخاص، كما أنها تخضع لإدارة و مراقبة الدولة من خلال هيئة مستقلة عن باقي الهيئات الحكومية مثل البنك المركزي؛
- أصول هذه الصناديق عبارة عن احتياطيات ناتجة عن فوائض التصدير (تصدير المواد الأولية كالبتترول، تصدير المنتجات الصناعية)، أو فوائض الميزانية العامة للدولة؛
- تختلف الصناديق السيادية عن البنك المركزي من حيث أهدافها فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف من جهة، ومن جهة أخرى نوعية الأصول المستثمر فيها فصناديق الثروة السيادية تستثمر في السهم في حين أن البنوك المركزية كونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف فتستثمر في السندات؛

¹ أودا بيرداس، وعدنان مزراعي، وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع السياسات، الطبعة العربية صندوق النقد العربي، واشنطن، 2010، ص62.

² A.B lunellwi gnall, Yu-weihaJAUan, yermo, Souerignand Pension FundIssues, Oecd Working Paperson Insurance and Private:14,2008,OECD Publishing France.P04.

³ بن إسماعيل حياة، صناديق الثروة السيادية من.....إلى.....أين.....؟ مجلة العلوم الانسانية، العدد 29، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص83.

⁴ أحمد نصير وآخرون، صناديق الثروة السيادية كآلية حديثة لتمويل الاقتصادية المستدامة"صندوق الترويجي نموذجا"، مجلة جيجل للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، جيجل، الجزائر، 2018، ص2.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

- تبنى الصناديق السيادية استراتيجية استثمارية طويلة المدى ومرتفعة المخاطر كما أن تستثمر في أصول خارج البلد؛

- صناديق المعاشات تتميز عن صناديق الثروة السيادية في كون مواردها تأتي أساسا من اشتراكات المنتسبين لها وهدفها تمويل معاشات التقاعد للأجيال القادمة؛

- تأخذ المؤسسات العمومية من الناحية القانونية شكل مؤسسات وليس صناديق استثمار وظيفتها الأساسية إنتاج السلع والخدمات على خلاف الصناديق الاستثمارية التي وظيفتها استثمار الأصول المالية.

ثالثا: أنواع صناديق الثروة السيادية

يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لمعايير شكل بعض منها:

1- وفقا لغرض التأسيس:

تشير تحليلات صندوق النقد الدولي في تقرير الاستقرار المالي العالمي الصادر في أكتوبر 2007 إلى أربعة أنواع من صناديق الثروة السيادية، يمكن التمييز بينها عموما وفقا لهدفها الأساسي وهي:¹

- **صناديق الادخار للأجيال القادمة:** التي تهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافضة أصول أكثر تنوعا.

- **شركات استثمار الاحتياطيات:** و هي صناديق استثمار تدرج أصولها في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحتفظ بها لدى البنك المركزي.

- **صناديق الاستقرار:** التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الموازنة و الاقتصاد ككل من تذبذبات اسعار سلع البترول في العادة.

- **صناديق التنمية:** التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية الاقتصادية أو تشجع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط التي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعفى.

¹ عبد السلام بريزة، دور صناديق الثروة السيادية في ادارة الفوائض البترولية- دراسة مقارنة بين صناديق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي الترويجي، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة سطيف، الجزائر، 2013، ص113-114.

2-وفقا لمصادر دخل الصندوق:

نميز وفق هذا المعيار ما يلي:¹

- **الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (صناديق سيادية نفطية):** وهي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساس النفطية، ومن بين هذه الصناديق صندوق هيئة الاستثمار الكويتية، والصندوق الترويجي.
- **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات التجارية (صناديق سيادية غير نفطية):** تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف، مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية، على غرار سنغافورة والصين.
- **الصناديق الممولة بفوائض الخصوصية:** دخلت كثير من الدول برامج واسعة لخصوصية القطاع العمومي مما أدى إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة، وانطلاقا من كون المؤسسات المخصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخصوصية إلى صناديق سيادية.
- **الصناديق الممولة بفائض الميزانية:** تلجأ بعض الحكومات عند تحقيق فائض في الموازنة العامة إلى تحويل هذا الفائض وارتفاع مستواها إلى استثمار الأصول المالية، وبالتالي اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل، مثل الصندوق الترويجي.

3-وفقا لمجال عمل الصندوق:²

وتنقسم الصناديق السيادية وفقا لمجال عمل الصندوق إلى:

- **صناديق سيادية محلية:** يرتكز نشاطها داخل البلد، و نعني بها توظيف الفوائض المالية لهذه الصناديق في مختلف المجالات و الفرص المتاحة للاستثمار في الداخل.
- **صناديق سيادية دولية:** تستثمر بعض الدول صناديقها في الخارج كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الخاص أو لتجنب أسباب أخرى.

¹ عمر غزالي، حسينة سلاوي، **تطور حجم صناديق الثروة السيادية العربية وأهدافها**، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، جامعة الجبالي بونعامة خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، ص5.

² سليمان عبد الكريم، **دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الارادات النفطية العربية مع الإشارة - حالة أبوظبي -**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص 6-8.

4-وفقا لدرجة استقلالية الصندوق:

وتنقسم بدورها إلى:¹

- **صناديق سيادية غير مستقلة:** وهي صناديق سيادية تابعة تتمتع للحكومة و لا تتمتع باستقلالية القرار كما لا تخضع للرقابة و المسائلة و الإفصاح.
- **صناديق سيادية مستقلة نسبيا:** وهي صناديق سيادية تتمتع باستقلالية نسبية عن الحكومة، إذا تديرها الحكومة بالإضافة على البنك المركزي، كما أنها تخضع للرقابة المستقلة و المسائلة و الإفصاح.

5-وفقا على المعيار السلعي:²

تصنف الصناديق السيادية إلى صناديق سلعية وهي تلك الناتجة عن تصدير مواد أولية طاقوية بالأساس، ومن ثم فمصدر تمويلها فوائض داخلية (الميزانية عوائد الخوصصة) و(أو خارجية لمميزات المدفوعات)، وكلاهما مرتبط بالسياسات الاقتصادية للدول المنشأة للصناديق ومن تم اهدافها تختلف عن الأولى (التصنيف الأول).

ومن خلال ما سبق نستنتج أنه توجد علاقة وطيدة بين صناديق الثروة السيادية وأسواق الأوراق المالية، حيث كل صندوق ثروة سيادي يستثمر في الأسواق المالية وان اختلفت نسبة استثمار في الأوراق المالية في الأسواق المالية.

رابعا: مساهمة صناديق الثروة السيادية في الأزمة المالية العالمية 2008

الولايات المتحدة الأمريكية تعد مصدر الأزمة العالمية التي نشأت في شكل أزمة مالية واقتصادية عالمية مع نهاية عام 2008 وبداية عام 2009 بالنظر إلى ارتباط معظم اقتصاديات دول العالم بالاقتصاد الأمريكي، وبالتالي فإن المدة الزمنية التي استغرقتها الأزمة للتحوّل من أزمة رهون عقارية خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة عالمية تعادل عام ونصف، وهذا التباطؤ النسبي المسجل في سرعة تحول وانتقال الأزمة يرجع إلى المساهمة الفعالة لصناديق الثروة السيادية في الحد من توسعها.³

-في منتصف عام 2007 ظهرت أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية لتنتقل عداها بسرعة إلى السوق المالية الأمريكية ومعظم الأسواق المالية الأوروبية، مما أدى إلى فقدان ثقة المستثمرين بهذه الأسواق، وبالتالي تسجيل انخفاض في درجة سيولتها، وتدني رهيب في قيمة الأسهم الشركات والمؤسسات المالية الناشطة بها، الأمر الذي هدد الشركات و البنوك بالإفلاس، إلا أن تدخل أبرز و أهم صناديق الثروة

¹ فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية (دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر)، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد4، جامعة المسيلة، الجزائر، 2015، ص14.

² بوعتروس عبد الحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الادارية والاقتصادية، العدد19، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص3.

³ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الازمة المالية و الاقتصادية العالمية، بحوث اقتصادية عربية، العددان47-49، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص101.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

السيادية في الأسواق المالية الأمريكية ساهم في تقليل من حد الخطر، إذ قامت هذه الصناديق في الفترة الممتدة من شهر ماي 2007 إلى أكتوبر 2008 بشراء 65.35 مليار دولار أمريكي من أسهم مختلف الشركات و البنوك و المؤسسات المالية الناشطة في السوقين الأمريكية و الأوروبية.¹

وفي تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) الصادر في أبريل 2008 أن "مساهمة صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة في المنطقة في ضخ الكتلة النقدية في المؤسسات المالية كان له أثر إيجابي في تحقيق الاستقرار المالي، وذلك نتيجة تدخلها في الأوقات الحرجة، وكذا في الوقت التي كان فيه ازدياد التهرب من المخاطر، كما ينص التقرير أن صناديق الثروة السيادية تؤدي دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي على المستوى المحلي والدولي.²

وللتوضيح أكثر لدور هذه الصناديق خلال الأزمة ارتأينا فيما يأتي تقديم تدخلاتها و مساهماتها، كما هو في الجدول التالي:

جدول رقم(8): تدخلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية و الأوروبية:

تاريخ التدخل	الصندوق المتدخل	البلد	الشركات المستفيدة	إستثمارات الصندوق	سنة المساهمة في رأس المال %
02-05-2007	هيئة دبي للإستثمار	الإمارات	HSBK Bank	2.1	-
06-2007	شركة الصين للإستثمار	الصين	Blackstone	3	9.99.9
23-07-2007	صندوق تيماسك سنغافورة	سنغافورة	Bareloys	1.4	2
23-07-2007	بنك الصين للتنمية	الصين	Bareloys	03	4.3
20-09-2007	شركة مبادلة أبو	الإمارات	Carelyle	1.35	7.5

¹ سماي علي، قشرو فتحة، صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي و دورها في تحقيق الاستقرار، جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة يومي 29-30 افريل، الجزائر، 2015، ص18.

² عبد الله بلوناس و حاج موسى نسيمه، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السادس بعنوان التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية، كلية العلوم الادارية و المالية، جامعة فيلا دلفيا، يومي 13-14 ماي، الاردن، 2009، ص16.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

				ظبي	2007
20	1.65	London Stock Exchange	الإمارات	صندوق DIFIC دبي	-09-20 2007
4.9	7.5	Citi Groupe	الإمارات	هيئة أبو ظبي للإستثمار	-11-26 2007
الأغلبية	1.2	Almatis Siderurgie	الإمارات	هيئة دبي للإستثمار	-11-30 2007
9.8	9.75	UBS	سنغافورة	صندوق حكومة سنغافورة للإستثمار	-12-30 2007
9.9	5	Morgan Stanley	الصين	شركة الصين للإستثمار	-12-10 2007
9.4	4.4	Merrill Lynch	سنغافورة	صندوق تيماسك	-12-24 2007
18	1.4	Standerd	سنغافورة	صندوق تيماسك	-12-26 2007
03	02	Chartered	كوريا	شركة كوريا للإستثمار	-12-26 2007
03	02	Merrill Lynch	كوريا	شركة كوريا للإستثمار	-01-15 2008
3.7	6.8	Merrill Lynch	سنغافورة	صندوق حكومة سنغافورة للإستثمار	-01-15 2008
1.6	3	Citi Group	الكويت	هيئة الإستثمار الكويتية	-01-15 2008
1.6	2.7	Citi Group	الصين	صندوق سيف الصين	-04-04 2008
-	0.4	ToTal	سنغافورة	صندوق تيماسك	-06-25 2008

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

25-06-	هيئة الإستثمار القطرية	قطر	Barelays	3.5	-
2-07-	صندوق تيماسك	سنغافورة	Barelays	0.9	-
31-10-	هيئة الإستثمار القطرية	قطر	Merrill Lyuch	3.2	-
					المجموع
					65.35

المصدر: سمباي علي، قشرو فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص18

من خلال الجدول رقم (8) أعلاه تظهر مساهمة صناديق الثروة السيادية في الحد من الأزمة المالية العالمية، حيث استثمرت صناديق الثروة السيادية ما يقدر بـ 65,35 دولار أمريكي كأقل تقدير، ويعد جهاز ابوظبي الإستثمار، وجهاز قطر للاستثمار، وهيئة الإستثمار الكويتية أكبر المستثمرين في الشرق الاوسط من وجهة، ومن وجهة اخري نجد الصناديق الصينية والسنغافورية والكورية في جنوب شرق آسيا التي أسهمت من خلال عمليات استثمار ضخمة في المؤسسات المالية الدولية المتأثرة بالأزمة.¹

وقد نال بنك باركليز BANK BARCLQYS حصة مهمة باعتباره من أهم البنوك الإنجليزية حيث يعد بنك باركليز البنك رقم 18 على مستوى العالم تبعا لتصنيف فوريس جلويال FOIBESGLOBALGS لسنة 2007 ورقم 4 من حيث تقديم الخدمات المالية على مستوى العالم لتصنيف تيرون كابيتال TYROHE CA PITAL، وثالث أكبر بنك في المملكة المتحدة.

وقد أسهمت صناديق الإمارات وقطر والصين وسنغافورة في تعزيز الأوضاع المالية لبنك باركليز البريطاني، وذلك عبر شراء حصة استراتيجية في المصرف بلغت 8,8 مليار دولار أمريكي في خصم تداعيات الأزمة المالية في عام 2008.

كما أسهمت في انقار ميريل لينش "MERRILL LYNCH" من خلال تدخل صناديق جنوب شرق آسيا و سنغافورة و كوريا إضافة لجهاز قطر بحصة تقدر 16,4 مليار دولار أمريكي، و نفس الأمر بالنسبة لسيتي غروب "CITY GROUP" الأمريكية وهي شركة خدمات تمويلية عالمية.

لقد كان تأثير الاستثمارات على سعر سهم مجموعة من البنوك (أي دويتشه بنك، سيتي جروب، يو بي إس، ميريل لينش، مورجان ستانلي، كريدي سويس، بنك باركليز)، كما استخلصت كيرن KERN سنة 2008 أن استثمارات صناديق الثروة السيادية قد كسرت الاتجاه التنازلي القوي الذي تبعه أسهم أسعار البنوك المختارة بين

¹ سمير محي الدين مرجع سبق ذكره، ص 93-94.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

منتصف 2007 ومنتصف 2008، و هذا له تفسير واحد هو انه من دون استثمارات صندوق الثروة السيادية قد كانت الأسهم الفردية انخفضت أكثر و أسرع.

وتعتبر صناديق الثروة السيادية مستثمرا عالي السيولة ويستثمر على المدى الطويل، وهو أقل حساسية لظروف السوق مقارنة صناديق التحوط ذات الملكية الخاصة، وبالتالي صناديق الثروة السيادية في وضع جيد للاستثمار في فترات ضغوط السوق من خلال فترة الأزمات العالمية الأخيرة، وأدت دورا بارزا في إعادة رسملة بعض البنوك التجارية والاستثمارية من الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي، حيث استثمرت خلال عام 2007 ما بين 60 و 92 مليار دولار أمريكي في حصص أقلية في المؤسسات المالية (أقل من 10%) وثلاثي الاستثمارات خلال عام 2007 وبداية عام 2008 من صناديق الثروة السيادية الآسيوية (13% من الصين)، وصناديق الشرق الأوسط.

المطلب الثاني: صناديق التحوط

أولاً: نشأة صناديق التحوط وتطورها¹

مرت صناديق التحوط بالعديد من التطورات حيث أنه في 17 ديسمبر 1930 أطلق المختبر الإحصائي كارل كارستن صندوق يعمل على أساس توقعاته الإحصائية عن طريق شراء وبيع الأسهم على المكشوف، وبعد ستة أشهر كان أداء الصندوق قد حقق 78% أي ما يعادل 250% سنويا، وفي سنة 1931 قام كارستن بنشر التنبؤات العلمية التي أسست لعمل صناديق التحوط.

إلا أن الظهور الفعلي لصناديق التحوط كان في 1949 على يد ألفريد وينسلوجونز، حيث كان يعمل على كتابة مقال عن طرق التحليل التقني للأسواق المالية، حيث بدأ يفكر في تركيبة لمحفظه مالية تعطى عوائد أعلى من السائد، مركزا في مقارنته على إعطاء أوزان للمخاطر الخاصة بكل سهم قد تم الاستثمار فيه، كما ركز على دراسة الفارق بين سعر السهم وقيمه الفعلية.

عرفت صناديق التحوط انتعاش كبير في الفترة الممتدة ما بين 1975 و 1997 من خلال العوائد المرتفعة المحققة من قبل الصناديق، كما أدت إلى نشوء نوع جديد من الصناديق يعتمد على عوامل الاقتصاد الكلي أطلق عليه اسم global macro، وقد زاد عدد هذه الصناديق بعد ذلك زيادة كبيرة بحيث قدر عدد بنحو 196 صندوق في عام 2005 وبمجموع أصول قدره 743 مليار دولار أمريكي وزاد هذا المجموع إلى 1442 مليار دولار أمريكي في عام 2006 أي نحو 94% مقارنة بسنة 2005، ويقدر مجموع أصول هذه الصناديق نحو 2.68 تريليون دولار في الربع الثالث من سنة 2007.

¹ عديلة مريم، صناديق التحوط كأسلوب لإدارة المخاطر و الوقاية من الأزمات المالية دراسة صندوق LTCM و صندوق soros **Fond Management**، مجلة الباحث، العدد2، جامعة 8 ماي 1945 قالة، الجزائر، 2018، ص223-224.

ثانيا: مفهوم صناديق التحوط

1-تعريف صناديق التحوط:

التعريف الأول: تعرف بأنها أوعية استثمارية تضم عددا من المستثمرين لا يزيد غالبا على نحو 499 مستثمر وتقوم فلسفة تلك الصناديق على ضمان تحقيق ربح المستثمرين فيما يصرف النظر عما قد يحدث في أسواق العالم من تقلبات، وقد سميت بهذا الاسم نظرا لأنها تتبنى استراتيجية استثمارية تهدف إلى التحوط أو الحيلة من مخاطر التعرض لأي خسارة.¹

التعريف الثاني: يعرفها رئيس سلطة الخدمات المالية (FSA) Financial Services Authority بأنها " كل وسيلة استثمار جماعية أو خاصة تدار من قبل مسيرين محترفين ولا تفتح رأسمالها للجمهور الواسع".²

التعريف الثالث: أما بنك فرنسا، فهو يعتبر بأن صناديق التحوط هي " صناديق استثمار خاصة تستثمر في وسائل قابلة للتفاوض، وتستعمل أثر الرفع المالي، وغالبا لا تخضع للقوانين".³

يمكن القول من كل ما سبق بأن صناديق التحوط هي صناديق استثمار من نوع خاص، تعتمد على تقنيات مختلفة للتغطية من المخاطر التي تحدث على مستوى الأسواق المالية باستعمال المنتجات المشتقة والاعتماد على السحب على المكشوف والرفع المالي.

2-خصائص صناديق التحوط:

تتميز صناديق التحوط بخصائص تميزها عن باقي المستثمرين المؤسساتيين، حيث إن دراسة هذه الخصائص بإمكانه أن يكون نقطة الانطلاق، لتحديد كيفية تأثيرها على الأسواق المالية.

يمكن أن نذكر خصائصها كمايلي:⁴

- لا تخضع صناديق التحوط لأي قوانين خاصة بالاستثمار أو التسجيل؛
- تتمركز غالبا أنشطتها في الواحات الضريبية؛
- تعمل علة تنويع حوافظها تنويعا كبيرا، ولا يرتبط عملها بمؤشر معين؛
- لا تتأثر بأداء الأسواق، لأنها تراهن على تغيرات الأسعار، لتحقيق مردودية مطلقة؛
- تستعمل أثر الرفع المالي والبيع على المكشوف في تعاملاتها؛
- لا تفتح رأسمالها إلا لعدد محدد ومميز من العملاء، خصوصا المستثمرين المؤسساتيين؛

¹ نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص88-89.

² هدى كرماني، دور صناديق التحوط في الأسواق المالية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 44-، مجلدP، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2015، ص74.

³ سمير محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص 14.

⁴ هدى كرماني، مرجع سبق ذكره، ص76.

ثالثا: أنواع صناديق التحوط¹

1-صناديق التحوط المفتوحة: يتم إصدار الأسهم بشكل مستمر للمستثمرين وتسمح بسحب دوري لصافي قيمة الأصول لكل سهم.

2-صناديق التحوط المغلقة: يصدر عدد محدود فقط من الأسهم من خلال طرح أولي ولا يصدر أسهما جديدة حتى إذا زاد طلب المستثمر.

3-أسهم صناديق التحوط المدرجة: يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية، مثل الاستثمار في الأسهم والسندات تسمح البورصات للشركات بزيادة رأس المال والمستثمرين لاتخاذ قرارات مستنيرة باستخدام معلومات الأسعار في الوقت الفعلي. يمكن أن تكون التبادلات موقعا فعليا أو منصة تداول الكترونية ويجوز للمستثمرين غير المعتمدين شراء الاسهم.

وبالرغم من الدور الإيجابي الذي تؤديه صناديق التحوط على مستوى الأوراق المالية، إلا أنها تعد مصدرا من مصادر الخطر الذي يهدد استقرار هذه الأسواق خصوصا عند المبالغة في الاقتراض، وعندما تستعمل كطريقة لتبييض الأموال والتهرب من الضرائب.

رابعا: مساهمة صناديق التحوط بالأزمة المالية العالمية²

في بدايات، كانت صناديق التحوط تدار من قبل بعض ألمع النجوم في صناعة الخدمات المالية، الذين حملوا شعار "أطرق جميع الأبواب"، بحيث وصلوا حد إقامة علاقات مباشرة مع الوسطاء الماليين كما كان المحور الأساسي لصناديق التحوط يتمثل في "العوائد تغطي المشكلات" والمبدأ الذي ترتكز عليه، الذي سرعان ما أضعفه تدفق موجة كبيرة من المستثمرين، والتي ساهمت بصعود عديمي الموهبة و الخبرة من المدراء على حساب المدراء الموهوبين اللامعين.

فمع انفجار أزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2007، وجهت أصابع الاتهام مباشرة إلى صناديق التحوط على أنها السبب وراء انفجار فقاعة الرهن العقاري إلا أن هذه الأخيرة أيضا تضررت من جراء الأزمة فقد قاومت الأزمة في البداية، إلا أن حالتها تعقدت أيضا بعد ذلك حتى إن بعضها اضطر إلى إلغاء طلبات شراء زبائنهم أو تصفية محافظهم، حيث بلغ المتوسط النزولي لصناديق التحوط 18% في 2008، في وصل معدل هبوط بعضها إلى 100% حيث خسرت الصناديق التالية كثيرا: صندوق سيتاديل كين غريفين" خسر 58%، وصندوق "استثمار الأطفال" خسر 42.8%، وصندوق "هارينغر كابيتال بارتنرز أوفشور-فليب فالكوني" خسر 22.7% و "هايبريدج كابيتال" سجل صندوقا من بين 20 صندوقا تابعا لها انخفاضا في عام 2008.

<https://ar.pharoskc.com>

¹ تاريخ الاطلاع 2021/06/10 ، على الساعة 2:00. أنظر إلى الموقع:

² مريميت عديلة، مرجع سبق ذكره، ص234-235.

وتفاقت الخسائر الضخمة التي نكبت صندوق التحوط في عام 2008 بسبب أكبر برنامج احتيال كان بطله "بيرني مادوف"، رئيس بورصة ناسداك حيث فقد المستثمرون فيه 65 مليار دولار، وكان الخبراء يطلقون على ذلك البرنامج لقب "أم صناديق التحوط" لكن أغلبية الأموال تبخرت فيه، لهذا لا يمكننا أن نستغرب من وجود بعض الكلمات من قبيل "الشفافية" و"إدارة المخاطر التشغيلية" الأكثر ما ترددت على الألسنة خلال عام 2009.

على الرغم من جميع الخسائر التي تكبدتها صناديق التحوط حتى أن هناك البعض منها حلّ محفظته إلا أن هاته الصناديق لا تزال تعاني من حالة الهستيريا التي ارتبطت بأزمة الرهن العقاري، إضافة إلا أن البعض يرى أنها ينبوع لكافة الأشياء السيئة التي تحصل سواء في أسواق الأوراق المالية أو أسواق العملات.

فعلى الرؤساء التنفيذيون لهاته الصناديق أن تتحمل جزء من اللوم بسبب ضآلة الفهم العام لهذه الصناديق، إضافة إلى أن هذه الصناديق الصناعة لم تستطع أن تكتسب التأييد لنفسها كما صرح "ميشال هنتز" الرئيس التنفيذي لصندوق "سي كيو أس" بأن المشكلة الأخرى هي الافتقار إلى فهم عمليات البيع على المدى القصير.

كما صرحت المنظمة الدولية للجان أوراق المال بان هذا القطاع الذي يقدر بنحو 1.4 تريليون دولار لم يكن سببا في أزمة الائتمان، مضيفا أن صناديق التحوط ساعدت على وجود السيولة في الأسواق وفعالية الأسعار وتكامل السوق العالمية فعلى سبيل المثال: قام صندوق "توسكافوند" المعروف، أوائل شهر أبريل 2009 بإطلاق صندوق من أجل شراء وإعادة حزم الرهون العقارية، التي هبطت قيمتها بشكل حاد منذ أزمة الرهون العقارية الرديئة في عام 2007.

المبحث الثالث: مساهمة صناع السوق في تنشيط واستقرار بورصة الجزائر

يتم تخصيص هذا المبحث لدراسة الملامح الرئيسية لبورصة الجزائر من حيث نشأتها ومؤشراتها، والمشاكل التي يعاني منها ومحاولة إيجاد حل لجمودها من خلال نموذج مقترح لصناع السوق يعمل على النهوض بالبورصة وحل جميع المشاكل.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م¹، و جاء المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 227.

الفصل الثالث: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار ومواجهة الأزمات في الأسواق المالية العربية والدولية

تم بموجبه إنشاء بورصة الجزائر وتنظيمها، وذلك وفق هيئتين وهما شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (CoSoB)، وتشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منهما.¹ بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين)، حيث تولت لجنة ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق استعانة بالخبراء الكنديين، وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي قد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للمشروع في العمل نهاية سنة 1997 وتم الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر في 17 ديسمبر 1997م، حيث كان مقرها بالعرة الوطنية للتجارة في الجزائر العاصمة، وقد عرفت هذه البورصة أو جلسة للتداول في سبتمبر 1999 لتتطلق بعدها انطلاقة متواضعة، حيث تم تسعير سهم رياض وبعد أسبوع تم تسعير سهم صيدال، أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر، وفيما يخص السندات فقد تم تسعير سند سوناطراك في شهر أكتوبر 1999م وكانت سوناطراك قد طرحت قبل القرض السندي، وذلك بداية سنة 1998م بفائدة 13% وعلى هذا الأساس أصبحت أول متعامل اقتصادي يدشن سوق للرسميل في الجزائر.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء بورصة الجزائر (2010-2019)²

تعتبر بورصة الجزائر الأضعف عربيا ومن أضعف البورصات عالميا، وهو مالا يتوافق مع قدرة الاقتصاد الجزائري وحجمه فخلال نشاط البورصة الجزائرية في الفترة (2010-2019) لم تحقق نمو كبير، حيث ارتفعت القيمة السوقية إلى 44.21 مليار دينار سنة 2019 مقارنة مع سنة 2010 التي كانت القيمة السوقية 7.9 مليار، ويشكل سهم بيوفارم الذي انظم للبورصة سنة 2016 بقيمة سوقية 30.7 مليار دينار جزائري نسبة 69.6% للقيمة السوقية للبورصة بينما تشكل أربعة أسهم المتبقية نسبة 30.4% أما من حيث قيمة التداول فقد تراجعت من 670.06 مليون دينار سنة 2010 إلى 248.9 مليون دينار جزائري سنة 2019، كما يوضح حالة الانكماش التي تعاني منه البورصة الجزائرية، وعدم القدرة على النشاط وهو ما ينعكس بشكل مباشر وسلبي على الأسهم المدرجة.

¹ العربي غويني، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة بورصة الجزائر -، مجلة المناجر، العدد 01، المجلد

01، المدرسة التحضيرية في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير-درارية-، الجزائر، 2015، ص 108-109.

² سمير محي الدين، معضلة البورصة في الجزائر بين مظاهر الجمود وآليات التفعيل، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 3، جامعة بجبل، الجزائر، جوان 2021، ص 8-9.

الجدول رقم (9): تطور أداء بورصة الجزائر (2010-2019)

السنوات	الشركات المدرجة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول دج	عدد الصفقات	القيمة السوقية مليار دج
2010	2	851	644404	27420	670069575	125	7.90
2011	3	1393	1190526	231997	231222985	413	14.96
2012	3	4412	2503066	49471	673186960	143	13.02
2013	4	3987	2635612	120681	101027990	132	13.81
2014	4	3402	2920751	90111	148946340	251	14.79
2015	4	2717	7519494	2213143	1259536825	259	15.54
2016	5	2037	3063954	788860	805500430	339	45.72
2017	5	3150	3700972	468145	302261260	438	41.22
2018	5	3758	10996457	226505	206127271	444	44.02
2019	5	3290	12871191	249696	248990023	437	44.21

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

من خلال الجدول رقم (9) يمكن تقويم بورصة الجزائر انطلاقاً من مؤشرات الأداء لعشر سنوات (أي من سنة 2010 إلى غاية 2019) من حيث القيمة السوقية تعتبر بورصة الجزائر الأضعف عربياً ودولياً، حيث لم تتجاوز القيمة السوقية 45.72 مليار دينار جزائري، حيث قدرت قيمتها في 2010 بـ 7.90 مليار دينار جزائري وبعد عشر سنوات من النشاط ارتفعت القيمة السوقية بنسبة 459.62% لتصل إلى 44.21 مليار دينار جزائري منذ 2010 عرفت بورصة الجزائر تزايد لتصل سنة 2011 لـ 14.96 مليار دينار جزائري وذلك راجع للهدوء المالي بعد الأزمة العالمية، إلا أن مستوى حجم التداول ارتفع ليصل إلى 231997 سهم متداول بيع وشراء سنة 2011 وذلك راجع لإدراج سهم شركة أليانس الذي ساهم في ارتفاع القيمة الاسمية بنسبة 89.6%، كما ارتفع حجم التداول كما ارتفع حجم التداول بنسبة 84.7% وهو ما زاد من حجم الصفقات بنسبة 230.4% حيث كان لشركة أليانس أثر في تنشيط بورصة الجزائر، إلا أن دخول شركة رويبة للمشروبات سنة 2013 أثرت بشكل محدود على مؤشرات البورصة لعدة أسباب من بينها انخفاض قيمة السهم وطبيعة الشركة، أما شركة بيوفارم للصناعة الدوائية التي أدرجت سنة 2016 ساهم في زيادة القيمة الاسمية 194.2%، بسبب ارتفاع قيمة سهم بيوفارم بـ 1225 دج وطرح أكثر من 25 مليون سهم، وانعكس تأثير إدراج هذا السهم على حجم التداول بشكل كبير وعلى حجم الصفقات، وفي ظل غياب أطراف فاعلة في تنشيط البورصة بدأ البورصة في التراجع مرة أخرى بدأ من سنة 2017 إلى 2018، حيث تراجع حجم التداول بـ 62.8% و 31.8% على التوالي، ويعتبر سهم أليانس أكبر المتأثرين حيث تراجع من 830 سنة 2011 إلى 417.5 إلى 2019 ما دفع شركة أليانس إلى طلب تعليق تداول السهم ثم طلب الانسحاب من البورصة، وهو ما سيكون أثره على بورصة الجزائر بحيث يدفع إلى انسحاب شركات أخرى على غرار صيدال وشركة رويبة للمشروبات بسبب جمود بورصة الجزائر والتي تتجه إلى جمود أكبر في ظل تراجع أحجام التداول وهو ما ينعكس سلبياً على القيمة السوقية للسهم خصوصاً ورسملة السوق عموماً.

المطلب الثالث: ضرورة إيجاد صناع السوق لبورصة الجزائر-نموذج مقترح-

أولاً: مساهمة صناع السوق في تحقيق الاستقرار وحل جمود بورصة الجزائر

1- مفهوم جمود البورصة:¹

جمود البورصة ظاهرة أصابت العديد من الأسواق بسبب عزوف المستثمرين على شراء وبيع الأسهم المعروضة وهي حالة مؤقتة في الأسواق المتقدمة والناشئة تصيب حركة مؤشر البورصة بسبب ترقب القرارات الحكومية، أو الأزمات المالية العابرة...، أما في بعض الدول النامية يمكن أن يكون الجمود دائماً ويكون الجمود على مستوى الشركات المدرجة التي تمثل مصدر قوة السوق، أو من حيث القيمة السوقية للبورصة (رسملة السوق) بسبب عدم القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، أو من حيث حجم التداول الذي يمثل نشاط وسيولة البورصة من خلال إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وبسرعة.

ويمكن القول بأن جمود البورصة كان نقطة الخلل الأساسية في نموذج النمو الصيني حتى عام 2006، ويرجع إلى عوامل يأتي في مقدمتها أن الشركات الصينية المملوكة بنسبة كبيرة للدولة لم تكن تهتم كثيراً بالربحية لاعتمادها على التمويل السخي الذي تقدمه لها البنوك الحكومية وهي بنوك تتسم بدورها بعدم الكفاءة. ومن خلال ما سبق يمكن تقديم تعريف لجمود البورصة هي ظاهرة تصيب العديد من الأسواق سواء كان الجمود مؤقت أو دائم، كما قد يصيب أسواق متقدمة أو ناشئة، وقد يصيب الجمود في جانب من المؤشرات، وهي حالة تصيب الأسواق بالشلل شبه التام وعدم اهتمام المتعاملين بدخول البورصة أو شراء الأسهم المعروضة نتيجة عوامل متعددة.

2- أسباب جمود بورصة الجزائر وآليات حله:²

-أسباب جمود بورصة الجزائر:

هناك عدة أسباب أدت لجمود البورصة وضيعت على الاقتصاد تمويل من نوع آخر، يمكن حصرها في جوانب تشريعية وفنية وتسويقية.

- غياب إدارة سياسية حقيقية لدى السلطات العمومية ساهمت بشكل كبير في جمود البورصة.
- ضعف أداء سوق الإصدار (السوق الأولية) وعملية الإدراج، ففي شركة إسمنت عين الكبيرة نموذج واضح، التي طرحت أسهمها عبر 2000 وكالة بنكية على المستوى الوطني بإشراف بنك الجزائر الخارجي، سمحت العملية من تحقيق حصيلة ضعيفة، حيث لم يتم جمع سوى 3.4% من المبلغ المطلوب وهو 193 مليون دولار أمريكي، وهو معدل لا يسمح للجنة عمليات مراقبة البورصة بالموافقة على العملية التي تتطلب تحقيق 20% من المبلغ المطلوب، إن انتظار وقت الأزمة وتراجع الموارد المالية الداخلية والخارجية لإدراج شركات في البورصة أكبر خطأ، وهو ما زرع الخوف في باقي المؤسسات التي كانت لها نية الدخول، خاصة في ظل القرض الوطني للنمو وتراجع القدرة الشرائية للأسر، إضافة إشكالية الثقة في البورصة.

¹ سمير محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص7.

² مرجع نفسه، ص16-17.

- قلة عدد الشركات المدرجة في البورصة الذي لا يعبر عن اتساق السوق وزيادة رأس المال السوقي، وكلما انخفض عدد الشركات المدرجة تراجعت الاستثمارات وأدى إلى انخفاض كفاءة السوق وجموده.
- معضلة سيولة الأسهم المتداولة في السوق أهم مشكل تعافي منه بورصة الجزائر والتي يجب حلها، بمعنى أن أي مستثمر ليس بإمكانه بيع الأسهم التي اشتراها وهذا ناتج عن عدم وجود مستثمرين مؤسستيين يساهمون في حركة السوق أو صناعة السوق من خلال تدخلات قوية لها أثر على السوق، وحسب الدراسات والأبحاث والواقع فإن البنوك أفضل من يقوم بهذا الدور كما هو معمول به في كل بورصات العالم، وعندما لا يستطيع أي مستثمر بيع أسهمه فهي ستفقد قيمتها أو تستقر على الأقل، مهما كانت النجاعة أو النمو الجيد التي تحققة الشركة التي أصدرت هذه الأوراق المالية (الأسهم).
- غياب ثقافة بورصة لدى قطاع عريض من الجزائريين، والبورصة لم تقم ببرنامج على مستوى المؤسسات (المتعاملين الاقتصاديين) أو الأفراد لزيارة ثقافة البورصة واستقطاب المستثمرين من مختلف الشرائح.
- الممارسات السيئة لوسطاء البورصة العموميين في هذه السوق التي يحتكرونها، لذلك وجب فتح المجال أمام الوساطة المالية للخواص، وتشجيعهم على القيام بدور الاتصال وزيادة ثقافة البورصة لدى الجزائريين.
- القطاع الخاص بين أيدي مؤسسات عائلية تحفظ على فتح رأس مالها، وبالتالي عدم المساهمة في البورصة.
- طبيعة الاقتصاد المغلق الذي لا يشجع الاستثمار المحلي والأجنبي.
- في وقت سابق كان هناك سوق نقدية نشطة (القروض المصرفية متوفرة) وهو ما يؤدي إلى عدم اللجوء للسوق المالية.

-آليات حل جمود بورصة الجزائر:

- عملية فك جمود بورصة الجزائر يتطلب عمل متزامن قبل وبعد اكتتاب وإدراج المؤسسات وعلى عدة مستويات يمكن تلخيصها فيما يأتي:
- أهم منطلق للبورصة هو توفر إرادة سياسية حقيقية لبعث بورصة الجزائر لتكون رافد من روافد تمويل وتنشيط الاقتصاد الوطني ومساهم فعال في إنعاش الاقتصاد الوطني كوسيلة وأداة أساسية لدعم الاقتصاد خاصة في الوقت الراهن، وذلك من خلال التنازل عن جزء من أصول بعض المؤسسات العمومية، خاصة في قطاع البنوك والخدمات التي تؤدي دورا فاعلا في تنشيط البورصات في مختلف الدول (بنك التنمية المحلية، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الخارجي، شركة موبليس، اتصالات الجزائر، جيزي، الشركة الجزائرية للتأمين، الخطوط الجوية، مجمع كوسيدار....) ضرورة إعادة النظر في فتح رأسمال المؤسسات العمومية السبعة التي كانت مقترحة من قبل لأن قوة أي بورصة بحجم الشركات المدرجة فيها.
 - خطة عمل متزامنة على المستوى التشريعي والفني، التسويقي قبل الاكتتاب في المؤسسات العمومية تضمن عدم تكرار تجربة مؤسسة أسمنت عين الكبيرة، لكي يكون دخول المؤسسات العمومية الكبرى له

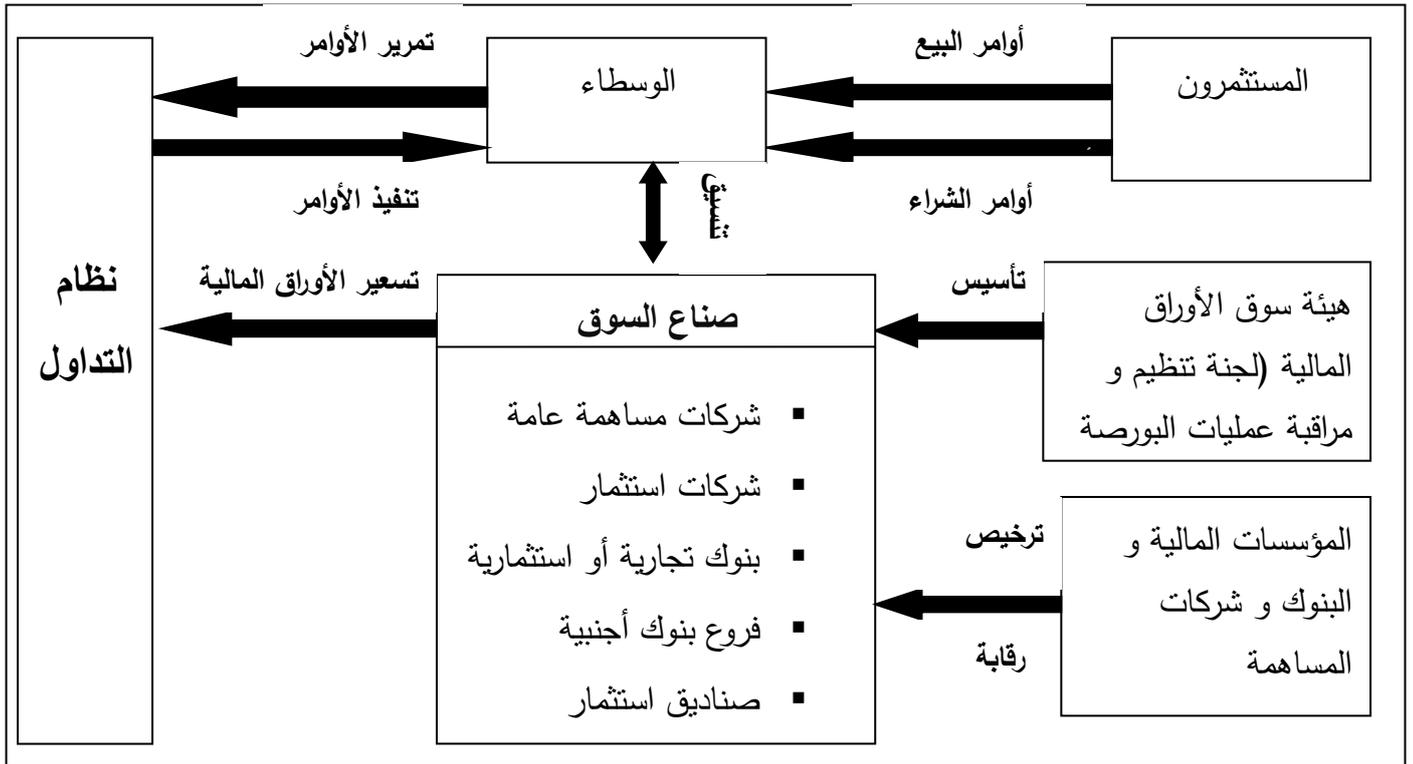
- تأثير حقيقي على بورصة الجزائر، ويعطى ثقة للمتعاملين الخواص من جهة، وتستقطب مستثمرين محليين (خاصة استقطاب الأموال في السوق السوداء) وأجانب.
- عملية الاكتتاب تتم بشكل متدرج تسبقها عملية تسويقية كبيرة على المستوى الأفراد والمؤسسات محليا ودوليا المناسب، فتح رأسمال الشركات العمومية عن طريق البورصة يؤدي دورا مهما في معالجة إشكالية الثقة لدى المتعاملين الخواص والمستثمرين.
 - إن نجاح السوق الأولية وعملية إدراج المؤسسات سواء العمومية أو الخاصة بشكل سلس، وعودة الثقة للمستثمر لا يكون إلا من خلال فتح المجال أمام الوساطة المالية للخواص، وتشجيعهم على القيام بدور الاتصال وزيادة ثقافة البورصة لدى الجزائريين (أفراد ومؤسسات) في ظل فشل وسطاء البورصة العموميين على التدخل.
 - حل معضلة تعطيل السوق الثانوية من خلال حل مشكلة سيولة الأسهم المتداولة في السوق، وذلك بإيجاد مستثمرين مؤسساتيين يساهمون في حركية السوق على غرار البنوك التجارية التي يمكن أن تؤدي دور صانع السوق، وذلك بإصدار نص تشريعي عبر قانون المالية أو إصدار نص خلال الجمعيات العامة للمؤسسات المالية التي يشرف عليه الوزير الأول أو وزير المالية، يقرر تخصيص نسبة 3% (تجربة فرنسا في تنشيط البورصة) من رقم الأعمال هذه المؤسسات لتنشيط بورصة الجزائر، وإصدار تشريع يتضمن دفع غرامات في حال عدم استعمال هذا المبلغ في تنشيط البورصة.
 - اختيار مؤسسات مالية تؤدي دور تفاوضي وتسويقي قبل بداية الاكتتاب سواء مع متعاملين محليين وأجانب خاصة أن المؤسسات المالية والخدمية العمومية تلقي إقبال من طرف المتعاملين الأجانب (خصوصة جزئية عن طريق البورصة).
- الجزائر من الدول القليلة في العالم التي مازلت تسيطر على المؤسسات العمومية 100% (أكبر بنك في العالم في الصين لا يملكه الصينيون 100%)، حيث يساهم فيه الصندوق السيادي الكويتي بحصة 720 مليون دولار أمريكي، إضافة لمساهمين استراتيجيين منهم بنك غولدمان ساكس الاستثماري، مجموعة اليانز للتأمين وشركة اميركان اكسبرس، الصندوق السيادي السنغافوري..، العصر عصر التحالفات، كذلك الأمر بالنسبة لمجموعة بنك قطر الوطني (QNB) وأكبر بنك في الشرق الأوسط وهو الذراع المالي والمصرفي لجهاز قطر للاستثمار يتقاسم ملكيته الصندوق السيادي القطري بنسبة 50% والقطاع الخاص بنسبة 50% الباقية كلما أن الأجانب يملكون 25% والأمثلة كثيرة العالم انفتح ودخل في شركات وأدى لتحقيق مكاسب مشتركة)، السلطات العمومية مطالبة أكثر من ذي قبل بالانفتاح على العالم والدخول في شركات مع مؤسسات العالمية مختلفة تحقق مكاسب مشتركة وتحرك الاقتصاد وتسمح بدخول رأسمال الأجنبي، وهو ما يخلق ديناميكية مالية واقتصادية يكون لها آثار على مختلف القطاعات بما فيها القطاع المالي وخاصة بورصة الجزائر وهو ما يؤدي لنجاح عمليات الاكتتاب وإدراج التداول.

ثانيا: متطلبات صناع السوق في بورصة الجزائر¹

1- مقترح نموذج لنظام صناع السوق لبورصة الجزائر:

انطلاقا من الشروط الخاصة بمنح الرخصة لمزاولة مهنة صناعة السوق، ووفقا على مبادئ وقواعد هذه المهنة، تكون لدينا تصور عن أركان وطريقة عمل نموذج جديد لصناع السوق قابل للتطبيق في بورصة الجزائر حاولنا تجسيده وتوضيحه في الشكل التالي:

شكل رقم (6): نموذج مقترح لصناع السوق لبورصة الجزائر والبورصات العربية



المصدر: مداني أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 12.

يقتضي النموذج المقترح مشاركة مؤسسات المالية والبنوك وشركات المساهمة في تأسيس شركات مساهمة عامة أو شركات أو صناديق استثمار تسمى "صناع السوق" يتم ترخيصها ومراقبتها من قبل هيئات الأوراق المالية الجزائرية كما يمكن لهذه الأخيرة أن تمنح رخص مزاولة مهنة صناعة السوق لبنوك تجارية أو استثمارية أو حتى لفروع بنوك أجنبية، وفي كلتا الحالتين يشترط على المرخص له استيفاء جملة من الشروط تحددها هيئة الأوراق المالية لأداء مهامه.

¹ مداني أحمد، نحو نموذج لنظام صناع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 15، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، جانفي 2016، ص 11-12.

وبعد الحصول على الترخيص، على صناع السوق التنافس في التسعير للوصول لأفضل الأسعار بيعا وشراء، كما لا بد من الإشارة إلى أن تنفيذ أوامر البيع والشراء للمستثمرين تكون من خلال الوسطاء فقط الذين يكون له اتصال مباشر بنظام التداول، مع ضرورة التنسيق بين الوسطاء وصناع السوق.

2- عوامل ومتطلبات نجاح صناعة السوق في بورصة الجزائر:

توجد العديد من المتطلبات التي تساعد على ضمان نجاح نشاط صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية، ومن أهمها ما يلي:

- **توفر الثقة المتبادلة:** ضرورة توافر الثقة من جانب صانع السوق في الشركات التي يقوم بشراء أسهمها، كما يشترط ثقة الشركات في صانع أو صناع السوق الذين يصنعون سوق أسهمها:
- **الشفافية:** يلتزم صانع السوق بمزاولة النشاط المرخص له به بعناية، وإبلاغ السوق وهيئة الأوراق المالية التي تقع تحت مسؤوليته، وتزويدهما بالتقارير والقوائم المالية المتعلقة بأنشطة صناعة السوق، والتقارير الخاصة بالرقابة الداخلية.
- **إمداد صانع السوق بالمعلومات:** بمعنى استعداد إدارة الشركة التي تتداول أسهمها في السوق وتكون محلا لعمليات صانع السوق لإمداد هذا الأخير بكافة المعلومات التي يطلبها عن الشركة أدائها (الحسابات الختامية، هيكل الملكية وتفاصيله، تقارير الأداء، إمكانيات الشركة وطموحاتها وخططها المستقبلية ومدى جاذبيتها في الوقت الراهن، مستقبل الأداء المالي والإداري للشركة،.....) وذلك لتسهيل عملية الترويج لها.
- **قدرة صانع السوق على التسعير الصحيح و العادل:** ويكون ذلك من خلال مقدرته على اكتشاف سعر حقيقي وعادل يعكس توازن قوى العرض والطلب وذلك عند تحديده للسعر في لحظة معينة، ولكي يتحقق ذلك يجب أن يكون عدد الأسهم المطروحة للبيع لشركة ما كبيرا وموزعا بطريقة صحيحة تضمن عدم الاحتكار، بالإضافة إلى تحديد الحد الأدنى للكميات المراد شرائها أو بيعها والتزام صانع السوق بها.
- **الحيادية والعدالة في التسعير:** ويكون ذلك بتشكيل لجنة لتسعير الأسهم للبيع والشراء لدى شركات صناع السوق وذلك للتأكد من الحيادية والعدالة في التسعير، ولمنع الضغوط الخارجية لتوجيه الأسعار في صالح بعض الشركات المدرجة صعودا أو هبوطا.
- **إعداد البحوث والتحليلات:** نظرا لعدم قيام شركات الوساطة بإعداد البحوث والتحليلات الخاصة بالأسهم المتداولة في السوق وتوفيرها للعملاء، فإن وجود مؤسسات صانع السوق من شأنه أن يعالج تلك المشكلة حيث تسعى المؤسسات التي تمارس مهمة صناعة السوق بإجراء تلك المهام مما يساعد على تحقيق التوازن النسبي لأسعار الأسهم بالسوق.

- **المعرفة الفنية للاقتصاد والسوق:** حيث يتطلب من العاملين لدى صانع السوق المعرفة الفنية للاقتصاد الكلي والجزئي والتحليل المالي، بالإضافة إلى الوقوف على أوضاع ونتائج الشركات المساهمة المدرجة، واخذ هذه الأمور في الاعتبار عند قرار التسعير اليومي للأسهم.
- **الملاءة المالية والكوادر البشرية:** وبموجبها يلتزم صانع السوق بتطبيق معايير الملاءة المالية المقررة من جانب هيئة الأوراق المالية ومن جانب البريد المركزي بما يمكن من شراء كميات كبيرة من الاسهم وللاحتفاظ بها لمدة طويلة نسبياً، كما يلتزم بتوفير الكادر الإداري والفني اللازم لمزاولة نشاط صناعة السوق، حيث يشترط في كل منهما الحصول على مؤهلات عملية وخبرة عملية مناسبة لأداء المهام وطبيعة العمل.
- **استكمال الإطار التنظيمي لعمل صانع السوق:** من خلال إصدار التشريعات مثل إيجاد كيان مستقل لعملية الإيداع والتحليل، ونقل الملكية وتفعيلها، والسماح لصانع السوق ممارسة البيع على الكشوف وإقراض الأوراق المالية وفقاً للأحكام المعمول بها والصادرة عن هيئة الأوراق المالية.
- **الرقابة على صناعة السوق:** من خلال قيام هيئة سوق الأوراق المالية بالرقابة والتفتيش بشكل دوري سابق إخطار على الشركات المرخصة بمزاولة نشاط صانع السوق بهدف التأكد من مدى إلزامها بقوانين وأنظمة الهيئة ولوائح السوق، كما يحق لها توقيع الجزاءات المتعلقة بالمخالفات الإنذار الغرامة المالية، الإيقاف وإلغاء الترخيص) في حال ثبوت ارتكاب صانع السوق للمخالفة المنسوبة إليه.

خلاصة:

إن تجربة صناعة السوق في الأسواق المالية العربية والمتمثلة في كل من بورصة أبو ظبي، الكويت ومصر لها علاقة إيجابية مع الأسواق المالية من خلال التدخل في حجم وقيمة التداول إلا أن دورهم ضعيف ومحدود خاصة في زمن الأزمات وذلك راجع إلى كون أن التجارب لا تزال في بدايتها حيث قامت الدول قيد الدراسة بسن قوانين ولوائح تضبط عمل صناع السوق في البورصات، كما أن بورصة الجزائر تعد الأضعف عربيا وعالميا ولذلك تضمنت دراستنا هذه استشراف لبورصة الجزائر وكيفية الاستفادة من آلية صناعة السوق والدور الذي سوف يؤديه صناع السوق في بورصة الجزائر من تطور وازدهار إذا ما انفردت بنموذج خاص بها.

الغائمة

تعتبر الأسواق المالية أحد الآليات المهمة لتجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاهية للأفراد، فهي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين، حيث يتم فيه تداول العديد من الأوراق المالية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، وينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي التي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي يتداول فيه الأوراق المالية، كما أن سوق الأوراق المالية تخضع لتنظيم متكامل وفق نظام تشغيل تتكون من قاعة تداول ووسطاء مرخص لهم بالعمل من خلال آليات لتداول هذه الأوراق المالية.

إلا أن هذه الأسواق المالية اصطدمت بالعديد من الأزمات المالية التي عرفت تزايداً في الآونة الأخيرة و توسعا في نطاقها من الثمانيات القرن العشرين، على مختلف الأنظمة خصوصا في عالمنا الحالي، وفي ظل سيادة الليبرالية الجديدة ومساعدة التكنولوجيا التي ساهمت في سرعة حركة الأسواق المالية، إلا أن الأزمات التي حدثت في العقود الأخيرة جاءت بسبب الانفتاح و تكامل الأسواق فيما بينها.

ويعتبر صانع السوق في الأسواق المالية في الدول المتقدمة دورا بالغ الأهمية في عملية المحافظة على استقرار أسعار وحجم التعامل داخل سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال دخوله للأسواق كمشتري في حالة انخفاض الأسعار، و كبائع في حالة ارتفاع الأسعار، ونتيجة للعوامل المؤثرة في حركة الأسعار و ما ينتج عنه من تدفقات في أوامر البيع و أوامر الشراء بشكل عشوائي، مما يؤدي تخفيض الهوة بين العرض والطلب وإزالة الخلل وتحقيق التوازن، وبالتالي تحقيق الاستقرار التي يعتبر أهم عامل في نمو الأسواق المالية.

ومن التجارب العربية في صناعة السوق التي تم تناولها في دراستنا هاته التجربة المصرية، التجربة الكويتية وتجربة أبو ظبي، كونهم من أكثر البورصات نشاطا وتأثرا بالأزمات المالية التي تضرب الأسواق المالية، إلا أن دور صناع السوق في البورصات سألقة الذكر محدود و ضعيف خاصة في ظل الأزمات وذلك راجع إلى كون هذه التجارب لا تزال حديثة النشأة في الدول العربية، حيث تعمل العديد من الأسواق المالية العربية إلى اعتماد صناع السوق وذلك من خلال سن ووضع قوانين ولوائح تضبط عملهم في الأسواق الأوراق المالية، كما تطرقنا أيضا إلى واقع بورصة الجزائر و ما تعانيه من شبه جمود منذ بداية نشاطها 1999 إلى غاية اليوم، حيث لازالت مؤشراتها تراوح مكانها مما جعلها في ذيل ترتيب البورصات العربية وقمنا باستشراف لدور صناع السوق وامكانية مساهمته في تنشيط البورصة و محافظته على استقرارها و نموها و ازدهارها.

نتائج الدراسة

بعد معالجتنا لمختلف المفاهيم النظرية والدراسة التطبيقية المقدمة عبر هذا البحث توصلنا إلى النتائج

التالية :

- ✓ هناك عدة تقسيمات لسوق الأوراق المالية حيث يتضمن سوق أولي وسوق ثانوي والسوق الثانوي بدوره ينقسم إلى سوق منظم وهو ما يطلق عليه بالبورصة وسوق غير منظم الذي هو الآخر ينقسم إلى سوق ثالث وسوق رابع، كما تتوفر سوق الأوراق المالية على عدة أدوات يتم تداولها منها الأسهم و السندات.
- ✓ تؤدي سوق الأوراق المالية دور أساسي في النشاط الاقتصادي من خلال ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في مجالات الأنشطة المختلفة.
- ✓ سوق الأوراق المالية هي عبارة عن آلية يتم بموجبها الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع و شراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق و ذلك عن طريق الوسطاء.
- ✓ تميزت الأزمات المالية العالمية في النظام الرأسمالي بالدورية، والدليل على هذا تعاقب الأزمات السابقة بين فترة وأخرى وكل منها لها ظروف نشأتها وخصائصها ونتائجها.
- ✓ يؤدي الترابط بين الأسواق المالية إلى الانتشار السريع للأزمات المالية باعتبارها قناة فعالة من قنوات انتقال الأزمات .
- ✓ رغم الآثار السلبية للأزمات المالية إلا أنها قد تكشف نقاط الضعف في النظام الاقتصادي، فالأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري) أعادت الأهمية مرة أخرى إلى أفكار المدرسة الكينزية و ضرورة تعزيز دور الدولة في الحياة الاقتصادية .
- ✓ يتخذ صانع السوق شكل رسمي من خلال محفظة استثمار يؤسسه بنكا أو مؤسسة مالية أو مجموعة بنوك و مؤسسات وشكل غير رسمي عن طريق صناديق استثمار وصناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط تمتلك إمكانية مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق، بالتدخل بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال وصلت الأسعار إلى مستويات سعرية مبالغ فيها .
- ✓ تؤدي تقلبات و تذبذبات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، و محدودية دور المستثمر المؤسسي في عمليات التداول و قيادة السوق إلى زيادة الحاجة الملحة إلى صانع السوق.
- ✓ يحقق صانع السوق مناخا لسوق عادلة ومستمرة للأوراق المالية عن طريق إيجاد أسلوب صحيح للتسعير، كما يساهم في زيادة سيولة وعمق السوق وقيادته في الاتجاه الصحيح .
- ✓ تحتاج صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية إلى اعتماد أحد النماذج العالمية الرائدة، إلا أن التفرد بصياغة نموذج جديد لصانع السوق يراعي خصائصها هو الخيار الأنسب رغم نقص الخبرة والتجربة.
- ✓ إن لخدمة صناعة السوق تأثير إيجابي للأسواق المالية العربية من خلال التدخل في حجم و قيمة التداول في الأسواق المالية و هذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

✓ تقدر نسبة تغطية صناع السوق لبورصة أبو ضبي ب49% (34 شركة مدرجة في البورصة)، أما في بورصة الكويت فتقدر نسبة تغطية صناع السوق ب7.4% (16 شركة مدرجة في البورصة)، وفي بورصة مصر نسبة تغطية صناع السوق ضعيفة جدا وذلك راجع لوجود شركة واحدة فقط خاصة بصناع السوق (شركة بلتون)، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية وينفي الفرضية الثالثة.

➤ التوصيات

- ✓ الاتصال بشركات تكنولوجيا المعلومات العالمية و العربية لبحث إمكانية وجود تطبيقات خاصة بتعاملات صناع السوق والاستفادة من تجارب الأسواق العالمية.
- ✓ اقتراح البنوك الجزائرية العمومية لتأدية دور صانع السوق لحل معضلة تعطيل السوق الثانوية من خلال حل مشكلة سيولة الأسهم المتداولة في السوق، والمساهمة في حركية السوق من خلال إصدار نص تشريعي، يقرر تخصيص نسبة 3% (تجربة فرنسا في تنشيط البورصة) من رقم الأعمال هذه المؤسسات لتنشيط بورصة الجزائر، وإصدار تشريع يتضمن دفع غرامات في حال عدم استعمال هذا المبلغ في تنشيط البورصة.

➤ الآفاق

ويبقى موضوع دور صناع السوق في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية في ظل الأزمات المالية واسع النطاق ومنتشعب الأبعاد، وما هذه الدراسة إلا جانب بسيط من جوانبه المتعددة وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى مجموعة من المواضيع المقترحة والتي تتناول أبحاث أخرى وتسلط الضوء على أدوار وجوانب أخرى لصناع السوق ودورهم في الاسواق المالية.

ومن المواضيع المقترحة:

- ✓ دور آلية صناع السوق في تنشيط بورصة الجزائر.
- ✓ واقع صناع السوق في الأسواق المالية الدولية دراسة تجرية نيويورك.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

أ - الكتب:

1. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
2. أودا بيرداس، وعدنان مزرعي، وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا قضايا لصناع السياسات، الطبعة العربية صندوق النقد العربي، واشنطن، 2010.
3. بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
4. جبار محفوظ، الأوراق المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار الأمين للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
5. زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1999.
6. سامح نجيب، الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلزال والتوابع، مركز الدراسات الاشتراكية، الطبعة الأولى ، مصر، 2008.
7. شعبان محمد وإسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية - ، دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى ، دمشق، 2002.
8. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً- عملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.
9. عاطف وليد اندراوس، السياسية المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
10. عباس كاظم الدعي، السياسية النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء، الطبعة الأولى الأردن، 2010.
11. عبد الباسط ومحمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية ، مصر، 1996.
12. عبد العظيم حمدي، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم المكتبة العربي الحديث، دار الكتاب، مصر، 2012.
13. عبد الغفار حنني، رسمية قري لقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركة التأمين، شركة الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001.

14. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2011.
15. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية أزمة (Sup-Prime) ليجدد للنشر، الجزائر، 2009.
16. عدنان السيد حسين، قضايا دولية: الأزمة العالمية، المؤسسة الجامعية للدراسات الجامعية والنشر والتوزيع، لبنان، 2010.
17. عصام حسن، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
18. عمر ومحي الدين، أزمة النمر الآسيوية، دار الشروق للنشر، القاهرة، مصر، 2000.
19. كمال رزيق، عبد السلام عقون، سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
20. ماجد السلام الهدمي، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات: الاستراتيجية والحلول، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
21. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، السعودية، 2010.
22. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية، الطبعة الأولى، السعودية، 2015.
23. محسن أحمد الخضيرى، كيف تعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1996.
24. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
25. محمد صلاح الحناوي، جلال العبد وآخرون، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
26. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
27. محمد وحي حنين، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار نفائس لنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
28. محمود أمين زويل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
29. محمود محمد داغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة الأولى، مصر، 2005.

30. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
31. مصطفى كما طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
32. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
33. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2005.
34. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1989.
35. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
36. نشأة عبد العزيز، الأزمة المالية العالمية، -من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الوهمي-، مكتبة الآداب، القاهرة، مصر، 2010.
37. يوسف أبوفاة، الأزمات المالية والاقتصادي بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2015.
- ب- المذكرات والرسائل الجامعية**
38. أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علم التسيير، تخصص مالية، تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2014.
39. أحمية خالد، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2005-2011)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
40. أوكيل نسيمية، "الأزمات المالية وإيجاد الآلية لتنبؤ بها في البلدان الناشئة، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008.
41. آيت اكان عزيزة، بوصيق فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 2015.

42. بسام مليكة وجلودي حسن، دور صناديق الثروة السيادية في تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة تجارب دولية مع الإشارة لحالة الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2019.
43. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
44. بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم تكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
45. بن دحمان ليندة، فعالية الأسواق المالية في دعم الإقتصاد حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية نقود وتأمينات، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر.
46. بنان أحمد سعيد الفلاح، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه قسم العلوم المالية والمعرفية ، جامعة العلوم المعرفية، عمان، الأردن، 2010.
47. بوصبع بلال، غيغوب عبد اللطيف، إصلاحات اليات صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمات المالية ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاد دولي ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى -جيجل-، الجزائر، 2019.
48. بوصبيع صالح رحيمة، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة العالمية، دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الاقتصادي-دراسة حالة اليونان ضمن التكتل الأوروبي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2011.
49. بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، الواقع والإفان مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود مالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2016.
50. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.

51. جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية، تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2013.
52. جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016.
53. جهاد بهلول، متطلبات تحسين أداء سوق الأوراق المالية في ظل اقتصاد معرفة، دراسة حالة بعض أسواق رأس المال العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2019.
54. حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، جامعة منتوري- قسطينة-، الجزائر، 2010.
55. حفيظ عبد الحميد ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2004.
56. حليلة عطية ، دور السوق المالية في الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008 إلى 2013، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصات،جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
57. خولة مناصرية، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية-دراسة حالة الأردن - خلال الفترة 1996-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، الجزائر، 2016.
58. دفع الله المكي حسن الرخي، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الخطوم لأوراق المالية خلال الفترة (2013-2018م)، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد كلية الدراسات العليا، قسم الاقتصاد، جامعة نيلين، السودان، 2018.
59. رمزي عثمانى، انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال، دراسة حالة سوق الدرجة لأوراق المالية 2005-2015، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.

60. روابح عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الإقتصادي الأوروبي، دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011.
61. رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
62. سامية فقير، تسيير المحافظ الاستثمارية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2018.
63. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
64. سليمان عبد الكريم، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة- حالة أبوظبي-، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014.
65. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية- دراسة قياسية- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، 2018.
66. سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
67. سمير محي الدين، صناديق الثروة السيادية بين طموحات الدول النامية ومخاوف الدول المتقدمة، دراسة تجارب دولية مع استشراف صندوق سيادي استثماري جزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة يحي فارس، المدينة، الجزائر، 2018.
68. صالح بوزطوطة، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر شعبة الحقوق، تخصص قانون أعمال، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر.
69. صباغ رقيقة، الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية-دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي- جامعة أبو بكر بلقايد-، تلمسان، الجزائر، 2014.
70. عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.

71. عبد السلام بريزة، دور صناديق الثروة السيادية في ادارة الفوائض البترولية- دراسة مقارنة بين صناديق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، مذكرة ماجيستر، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة سطيف، الجزائر، 2013.
72. عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010.
73. علي طيوب، أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص إدارة تخصص إدارة أعمال التجارة الدولية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2013.
74. لامية مدفوني، تداعيات أزمة الرهن العقاري على الاستثمارات الأجنبية المباشرة دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2007-2011)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، الجزائر، 2013.
75. محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، بسكرة، الجزائر، 2012.
76. مريم طبني، واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات "20-2012"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.
77. المناسيع رباح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011.
78. مناصرية أنور، انعكاسات أزمة اليونان على دول منطقة اليورو، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهدي أم البواقي محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2017.
79. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
80. نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية الوقاية والعلاج -دراسة الأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد تنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2013.

81. نادية بلورغي، تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشركة الأورومتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014.
82. نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009.
83. نور الهدى غريز، تقييم دور سوق الأوراق المالية في تمويل القطاع السياحي-دراسة حالة سوقيين عمان ومصر في الفترة 2013-2016، مذكرة مقدمة الاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018.

الملتقيات

84. بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية-أزمة الرهن العقاري-، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009.
85. حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر، الجزائر، 2009.
86. زغدار أحمد ، ناصر المهدي ، الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ، المركز الجامعي خميس مليانة ، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009.
87. زهية كواش، فتيحة بن حاج جيلالي مغراوة، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، النظام المالي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009.
88. زيدان محمد و جبار عبد الرزاق ، دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية الراهنة وإنعكاسها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الاوسط وشمال إفريقيا ،جامعة دالي إبراهيم، يومي 8-9 سبتمبر، الجزائر، 2015.

89. سامي بن إبراهيم السويلم ، الأزمة المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي ، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق ، مشروع 13فيفيري، 2012.
90. سماي علي، قشرو فتيحة، صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي و دورها في تحقيق الاستقرار، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
91. عبد الله بلوناس و حاج موسى نسيمه، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السادس بعنوان التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية، كلية العلوم الادارية و المالية، جامعة فيلا دلفيا، يومي 13-14 ماي، الاردن، 2009.
92. علي بن هلهول الرويلي، الأزمات- تعريفها، أبعادها، أسبابها-، الحلقة العلمية الخاصة بمنسوجي وزارة الخارجية، إدارة الأزمات، كلية العلوم الاستراتيجية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، يومي 4-5 ماي، السعودية، 2011.
93. عمر غزاري، حسينة سلاوي، تطور حجم صناديق الثروة السيادية العربية وأهدافها، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الإستقرار، جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2005 .
94. فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، ليبيا، 2009.
95. كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات، الفرص، الآفاق)"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، يومي 10-11 نوفمبر، عمان، 2009.
96. مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبدائل البنوك الإسلامية، الملتقى الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009.

97. ناصر مراد، الأزمة والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر، الجزائر، 2009.
98. يوسف أبو فارة، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات-الفرص-الآفاق)، المؤتمر العلمي الدولي السابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، يومي 10-11 نوفمبر، عمان، 2009.

المجلات

99. أحمد نصير وآخرون، صناديق الثروة السيادية كآلية حديثة لتمويل الاقتصادية المستدامة صندوق النرويجي نموذجا، مجلة جيجل للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، جيجل، الجزائر، 2018.
100. بن إسماعيل حياة، صناديق الثروة السيادية من.....إلى.....أين.....؟ مجلة العلوم الانسانية، العدد 29، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
101. بوزرب خير الدين ، معيزي نجاه، الإصلاحات التنظيمية المصرفية في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية ، مجلة جديد الاقتصاد، العدد13، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2018.
102. بوعتروس عبد الحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الادارية و الاقتصادية، العدد19، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.
103. حنان رحمون ، حسين بورغدة ، دور صندوق النقد الدولي في إدارة الديون السيادية الأوروبية - دراسة حالة اليونان -مجلة التواصل في الإقتصاد و الإدارة والقانون ،العدد 45،جامعة سطيف ، الجزائر ، مارس 2016.
104. خميس خليل، الأزمات الاقتصادية والمالية وآثارها على مسارات التنمية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد05 ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، الجزائر ، 2016.
105. زرارر العياشي ، ومداحي محمد ، فعالية التكتلات الاقتصادية في مواجهة الأزمات المالية والاقتصادية العالمية - أزمة الديون السيادية نموذجا - ، مجلة المستقبل الاقتصادي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة ، الجزائر، 2020.

106. سمير محي الدين، معضلة البورصة في الجزائر بين مظاهر الجمود وآليات التفعيل، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة ، العدد، جامعة جيجل ، الجزائر، جوان 2021.
107. شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 48،49، مركز الوحدة العربية، بيروت، 2010.
108. عبد الرحمان تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد 13، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، سبتمبر 2013.
109. عبد الله إبراهيم القويص، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها الاقتصادية على دور مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 4، ديسمبر 1998.
110. عديلة مريم، صناديق التحوط كأسلوب لإدارة المخاطر و الوقاية من الأزمات المالية دراسة صندوق LTCM و صندوق Soros Fond Management، مجلة الباحث، العدد2، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2018.
111. العربي غويني، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة بورصة الجزائر-، مجلة المناجر، العدد01، المجلد 01، المدرسة التحضيرية في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير-درارية-، الجزائر، 2015.
112. عزيزة بن سمينة ، ليندة رزقي ، أثر الأزمات الاقتصادية الحالية على جهود مكافحة الفقر - أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو- ،مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 03، جامعة محمد بوخيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
113. غراية زهير ، معزوز لقمان ، أزمة الديون بمنطقة اليورو 2010 جذورها وتدابيرها وآليات إدارتها، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد02، جامعة الجلفة ، الجزائر، 2011.
114. فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية(دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر)، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد4، جامعة المسيلة، الجزائر، 2015.
115. كريستانمدر، "عين العاصفة- يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية، عدد4، المجلد 39.

116. محمد عماد عبد العزيز، سعد صالح عيسى، الأزمة المالية والمصرفية والسيادية الناجمة عن الأزمة المالية العالمية لعام 2008، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 13، مجلد رقم 11، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، 2015.
117. مداني أحمد، نحو نموذج لنظام صناع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 15، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، جانفي 2016.
118. ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.
119. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الازمة المالية و الاقتصادية العالمية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 47-49، جامعة الشلف، الجزائر، 2010.
120. نغم حسين نعمة، آليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية- نموذج مقترح-، مجلة دراسات محاسبية ومالية، (JAFS)، العدد 45، المجلد الثالث عشر، العراق، 2018.
121. هدى كرمانى، دور صناديق التحوط في الأسواق المالية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 44-، مجلد P، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2015.
122. وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية (حالة الدول العربية)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2013.
123. يرقى حسين، غزالي عماد، عدوى الأزمات المالية دراسة حالة أزمة اليونان، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، العدد 26، جامعة المدية، الجزائر، 2012.

د- التقارير

124. صندوق النقد العربي، أداء أسواق المالية العربية، النشرات الفصلية الربع الرابع : للسنوات 2010-2020.
125. صندوق النقد العربي، النشرة الشهرية لأسواق المال العربية، العدد الثاني، أغسطس 2020.

هـ - المواقع الالكترونية

126. الموقع الرسمي لبورصة الكويت:

<https://WWW.boursakuwait.com.Kw/ar/regulation/bursa-kuwait/rulebook>

127. الموقع سوق دبي المالي:

<https://www.dfm.ae>

128. الموقع الرسمي لبورصة مصر:

https://WWW.egx.com.eg/getdoc/6e5aacc0-a203-4f82-9376-d850e4f7310c/Membership_rules.aspx

129. أسواق أوراق المالية العربية، تقرير الربع الرابع صندوق النقد العربي، أبوظبي، كويت، مصر :

<https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>.

130. <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/participants/market-makers/market-maker-list>

131. <https://www.adx.ae/arabic/pages/marketparticipants/brokers/market-maker.aspx>

132. <https://ar.pharoskc.com>.

133. رمضان الشراح، صناع السوق التجربة الكويتية، الكويت 2006:

<https://www.unioninvest.org/Reasearches/A/1Markt%20Makers2.doc>.

و - مواقع باللغة الأجنبية

134. A.B lunellwi gnall, Yu-weihaJAUan, yermo, Souerignand Pension Fundlssues, Oecd Working Paperson Insurance and Private:14,2008,OECD Publisning France.

135. Laurent Braquet ,David Mourery économie monétaire et financière ,paris,juin 2018 .

المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن دور الذي يؤديه صناع السوق في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية خاصة في زمن الأزمات التي تعصف بها وتكبتها خسائر ضخمة، ما جعل صناعة السوق تعد من الضروريات اليوم في الأسواق المالية، وقدرتها على تحقيق الموازنة بين العرض والطلب والحد من التقلبات العشوائية في الأسواق، وقد تكون من طرف صناع سوق رسميّون (المرخص لهم بالعمل في البورصة) أو صناع السوق غير الرسميّون (صناديق الثروة السيادية، وصناديق التحوط).

ولقد تم التطرق في هذه الدراسة إلى تجارب عربية (بورصة مصر، بورصة الكويت، السوق المالي لأبوظبي) في مجال صناعة السوق، من الجانب التشريعي وطبيعة وحجم وأداء صناع السوق في هذه البورصات، ومساهمة هذه الآلية في مواجهة الظروف غير العادية خاصة الأزمات التي تؤثر بشكل كبير على الأسواق وتؤدي إلى خسائر بمليارات الدولارات، وقد تؤدي إلى إفلاس شركات وانهيارات مالية واقتصادية.

وقد خلصت الدراسة إلا أن هذه آلية صناع السوق في الأسواق العربية ما زالت في بدايتها، وهو ما يعكس دورها الغير فعال والمحدود على مستوى هذه البورصات إلا أنه في تنامي مستمر، كما قمنا باستشراف لحالة بورصة الجزائر التي تعاني من جمود منذ بداية نشاطها إلى يومنا هذا، حيث اقترحنا نموذج في مجال صناعة السوق من أجل النهوض بالبورصة وتنشيطها مع الحفاظ على استقرارها.

الكلمات المفتاحية: صناع السوق، سوق الأوراق المالية، الأزمات المالية، صناديق الثروة السيادية،

صناديق التحوط، بورصة مصر، بورصة الكويت، سوق الأوراق المالية لأبوظبي، بورصة الجزائر.

Abstract :

This study aims to search for the role played by market makers in achieving stability in the financial markets, especially in times of crises that afflict them and incurred huge losses, which made the market industry one of the necessities today in the financial markets, and its ability to achieve a balance between supply and demand and reduce fluctuations. Random market makers, which may be formal market makers (who are authorized to operate in the stock exchange) or informal market makers (sovereign wealth funds, investment funds, and hedge funds).

In this study, Arab experiences (the Egyptian Stock Exchange, the Kuwait Stock Exchange, the Abu Dhabi Stock Exchange) in the field of market making, from the legislative side, the nature, size and performance of market makers in these stock exchanges, and the contribution of this mechanism in the face of unusual circumstances, especially crises that affect It could affect the markets and lead to billions of dollars in losses, and could lead to corporate bankruptcy and financial and economic collapse.

The study concluded, however, that this mechanism of market makers in the Arab markets is still in its infancy, which reflects its ineffective and limited role at the level of these stock exchanges, but it is constantly growing. Where we proposed a model in the field of market making in order to promote and revitalize the stock exchange while maintaining its stability.

Keywords: market makers, stock market, financial crises, sovereign wealth funds, hedge funds, the Egyptian Stock Exchange, the Kuwait Stock Exchange, the Abu Dhabi Stock Exchange, the Algeria Stock Exchange.