

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية  
العنوان:

## آليات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية -دراسة حالة السعودية، مصر والجزائر-

مذكرة مقدمة استكمالا لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية  
تخصص: نقود ومالية دولية

إشراف الأستاذ  
\* بن بخمة سليمان

إعداد الطالبتين  
\* بوشويط زهرة  
\* بوسيس مفيدة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	بوشرمة عبد الحميد
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	بن بخمة سليمان
مناقسا	جامعة جيجل	صايفي عمار

السنة الجامعية: 2015 - 2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتِ  
الَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتِ  
الَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتِ

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

«.....قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنت العليم الحكيم.....»

نشكر الله عز وجل على منّه وكرمه إذ وفقنا في مسيرة البحث لإتمام هذه

المذكرة التي نرجو أن تكون عوناً و مرجعاً يعتمد عليه من يأتي بعدنا

و نتقدم بالتشكرات الخالصة إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل

من قريب أو من بعيد و أخص بالذكر كل من:

الأستاذ " بن بخمة سليمان" الذي شرفنا بإشرافه على مذكرتنا

ولم يبخل علينا بتوجيهاته طيلة فترة إنجازها

وإلى الأستاذين اللذين سننال شرف مناقشتهم لدراستنا هذه

ونسأل الله أن نكون قد وفقنا في إنجاز هذا العمل.

# فهرس المحتويات



الصفحة	المحتويات
I	الشكر.....
li	فهرس المحتويات.....
vi	فهرس الجداول.....
viii	فهرس الأشكال.....
x	قائمة الملاحق.....
أ - و	المقدمة العامة.....
	الفصل الأول: الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية.....
08	تمهيد.....
09	المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية.....
09	المطلب الأول: تعريف السوق المالية.....
11	المطلب الثاني: نشأة أسواق الأوراق المالية ومراحل تطورها.....
15	المطلب الثالث: مفهوم سوق الأوراق المالية.....
20	المطلب الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية وشروط إنشائها.....
22	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
22	المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية.....
23	المطلب الثاني: ماهية الأسهم.....
26	المطلب الثالث: ماهية السندات.....
28	المطلب الرابع: أدوات التعامل الحديثة في أسواق الأوراق المالية (المشتقات).....
32	المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية تنظيمها كفاءتها مؤشراتنا.....
32	المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية.....
36	المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية المفهوم المتطلبات المستويات.....
38	المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.....
42	خلاصة الفصل.....
	الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية.....
44	تمهيد.....
45	المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية العربية.....
45	المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية العربية نشأتها والعوامل المؤدية لنشأتها.....

46	المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية.....
49	المطلب الثالث: أسباب ضعف أسواق الأوراق المالية العربية.....
50	المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية.....
50	المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية العربية لدول الفئات المالي.....
55	المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية لدول العجز المالي.....
61	المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية القائمة ( الجزائر).....
63	المبحث الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية.....
63	المطلب الأول: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية.....
65	المطلب الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي.....
66	المطلب الثالث: قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية.....
67	المطلب الرابع: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية ومشكلة هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج.....
68	المبحث الرابع: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.....
69	المطلب الأول: آليات التفعيل والمتعلقة بالبعد التشريعي والتنظيمي.....
70	المطلب الثاني: : آليات التفعيل ذات البعد الاقتصادي.....
75	المطلب الثالث: آليات تفعيل مشكلة الربط بين الأسواق المالية العربية.....
76	خلاصة الفصل.....
	الفصل الثالث: دراسة حالة سوق السعودية مصر الجزائر للأوراق المالية.....
78	تمهيد.....
79	المبحث الأول: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2007-2014.....
79	المطلب الأول: الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية حسب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2007-2008.....
81	المطلب الثاني: الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية حسب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2009-2010.....
85	المطلب الثالث: الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية حسب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2011-2012.....
88	المطلب الرابع: الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية حسب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2013-2014.....
91	المبحث الثاني: أداء ومعوقات أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية السعودية

	.....مصر الجزائر.
91	المطلب الأول: أداء ومعوقات سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014
95	المطلب الثاني: أداء ومعوقات سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014
99	المطلب الثالث: أداء ومعوقات سوق الجزائر للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014
106	المبحث الثالث: بعض التجارب العربية في تفعيل وتطوير أسواق أوراقها المالية السعودية مصر الجزائر.....
107	المطلب الأول: آليات ومقترحات تطوير سوق السعودية للأوراق المالية.....
109	المطلب الثاني: آليات ومقترحات تطوير سوق مصر للأوراق المالية.....
116	المطلب الثالث: آليات ومقترحات تفعيل سوق الجزائر للأوراق المالية.....
121	.....خلاصة الفصل
123	.....الخاتمة العامة
128	.....قائمة المراجع
	.....الملاحق
	.....الملخص

# فهرس الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
91	تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال تداول السعودية للفترة 2014-2007	(01-03)
95	تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال في مصر للفترة 2014-2007	(02-03)
99	تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال في الجزائر للفترة 2014-2007	(03-03)

# فهرس الأَشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	مكونات سوق المال	(01-01)
79	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنتي 2007-2008	(02-03)
82	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنتي 2009-2010	(03-03)
85	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنتي 2011-2012	(04-03)
88	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنتي 2013-2014	(05-03)

# قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
(01)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2007
(02)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2007
(03)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية 2007
(04)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2008
(05)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2008
(06)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية 2008
(07)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2009
(08)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2009
(09)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض المؤشرات الأسواق الدولية 2009
(10)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2010
(11)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2010
(12)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية 2010
(13)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2011
(14)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2011
(15)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية 2011
(16)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2012
(17)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2012
(18)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية 2012
(19)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2013
(20)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2013
(21)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية 2013
(22)	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2014
(23)	عدد الشركات المدرجة الربع الرابع 2014
(24)	مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية 2014
(25)	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2007 - 2008

- 2007	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي	(26)
	2008	
- 2009	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي	(27)
	2010	
- 2009	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي	(28)
	2010	
- 2011	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي	(29)
	2012	
- 2011	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي	(30)
	2012	
- 2013	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي	(31)
	2014	
-2013	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي	(32)
	2014	
	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم السعودي الربع الرابع 2007	(33)
	متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2007	(34)
	متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2007	(35)
	متغيرات قياس أداء سوق السعودية للأوراق المالية الربع الرابع 2008	(36)
	متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2008	(37)
	متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2008	(38)
	متغيرات قياس أداء سوق السعودية للأوراق المالية الربع الرابع 2009	(39)
	متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2009	(40)
	متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2009	(41)
	متغيرات قياس أداء سوق السعودية للأوراق المالية الربع الرابع 2010	(42)
	متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2010	(43)
	متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2010	(44)
	متغيرات قياس أداء سوق السعودية للأوراق المالية الربع الرابع 2011	(45)
	متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2011	(46)
	متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2011	(47)

متغيرات قياس أداء سوق السعودية للأوراق المالية الربع الرابع 2012	(48)
متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2012	(49)
متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2012	(50)
متغيرات قياس أداء سوق السعودية للأوراق المالية الربع الرابع 2013	(51)
متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2013	(52)
متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2013	(53)
متغيرات قياس أداء سوق السعودية للأوراق المالية الربع الرابع 2014	(54)
متغيرات قياس أداء سوق مصر للأوراق المالية الربع الرابع 2014	(55)
متغيرات قياس أداء سوق الجزائر للأوراق المالية الربع الرابع 2014	(56)

# المقدمة العامة

ما هي المعوقات التي تحد من تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية تعتبر الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد والمرآة العاكسة له، ولقد تزايد الاهتمام بهذه الأسواق في العقود الأخيرة لما لها من دور مهم في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة عن طريق تنمية المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، فغياب هذه الأسواق في دولة ما لا يمكنها من الحصول على الموارد المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية التي تترافق دوماً مع بنية السوق المالي وذلك من خلال عدم وجود مؤسسات وشركات مختصة لاستثمار الأموال، فهذه الأسواق تعمل على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل وبالتالي هذا الشيء يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني وزيادة معدل النمو الاقتصادي وتحقيق مستوى إشباع أكثر لحاجات الأفراد.

واهتمت الدول العربية بسوق الأوراق المالية حيث تعود نشأتها إلى تطور الرأسمالية الصناعية إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي، ومع استمرارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وتعاضم قدراته التجارية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد فعالية الأدوات الاستثمارية فقد أدى هذا إلى تزايد أهمية أسواق الأوراق المالية ومنه زيادة اهتمام الدول العربية بإنشاء وتطوير هذه الأسواق نظراً للدور المهم الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، ولكن رغم الجهود المبذولة إلا أن بعض أسواق الدول العربية تعاني في أغلب الأحيان من الضعف والركود نتيجة عدة مشاكل تحول دون تطورها.

ومن هذا المنطلق فإنه يتبين أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية تواجه عدة صعوبات وعراقيل تقلل من قدرة هذه الأسواق على القيام بدورها الرئيسي والمتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها إلى الاستثمارات الجديدة، هذه المعوقات جعلت الدول العربية تبادر بآليات لتفعيل أسواقها من أجل النهوض والرقى بأسواقها وتطويرها.

## 1. الإشكالية:

على هذا الأساس فإن السؤال الجوهرى الذى تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالى:

- ما هي الآليات الكفيلة لتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؟
- ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الجزئية التالية:
- ما هي الجوانب النظرية والفنية لإقامة أسواق الأوراق المالية؟
- ما هو واقع أسواق الأوراق المالية العربية؟

؛

ما هي سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؟

**وللإجابة عن الإشكالية والأسئلة الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:**

- إن واقع البورصات العربية يجعلها تمثل دورا هامشيا في عملية تنمية اقتصادياتها؛
- إن الصعوبات التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية ناتجة عن جملة من المعوقات التي تؤثر في أدائها؛

- إن تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية يحتاج إلى تدليل كل العقبات المرتبطة بالاستثمار المالى داخل هذه الأسواق.

## 2. أهمية الدراسة

**تكمن أهمية الدراسة في:**

- يعد موضوع أسواق الأوراق المالية موضوعا شاسعا ومهما في الاقتصاد، حيث يرتبط ارتباطا كليا بكافة النشاطات والفعاليات الاقتصادية عن طريق توفير التمويل اللازم لها بداية من الاستثمار ثم التبادل فالتوزيع وأخيرا الاستهلاك، هذا التمويل يحقق التوسع في تنفيذ المشاريع والتطور والتقدم المستمر للاقتصاد في مختلف الدول؛

- تبيان مساهمة الأسواق المالية العربية في توفير التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المؤسسات والشركات التي تمكنها من تمويل احتياجاتها التي تفوق مواردها؛

- أيضا تكمن أهمية الدراسة في أنها جاءت من أجل معالجة معوقات أسواق الأوراق المالية العربية من خلال إبراز أدائها، ثم الوقوف على مختلف هذه المعوقات التي تقف أمام تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية ومن تم اقتراح الحلول المناسبة للنهوض بها.

## 3. أهداف الدراسة

#### تكمّن أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة؛
- معرفة المعوقات التي حالت دون أداء البورصات العربية للدور الذي كان منتظر منها وتشخيصها، ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصات العربية في عملية التنمية الاقتصادية؛
- معرفة الشروط الواجب توفرها لإقامة أسواق مالية متطورة؛
- الوقوف على الجهود المبذولة من أجل تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؛
- إبراز دور الأسواق المالية في مختلف البلدان العربية في توفيرها للموارد المالية في الاقتصاد.

#### 4. أسباب اختيار الموضوع

##### تتمثل أهم دوافع اختيارنا لموضوع الدراسة في الأسباب التالية:

- كون الموضوع جدير باهتمامات الباحثين به؛
- الأهمية الكبرى التي تحتلها أسواق الأوراق المالية؛
- محاولة تقديم من خلال هذه الدراسة رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة؛
- البحث والكشف عن أوجه القصور في عمل أسواق الأوراق المالية العربية؛
- محاولة البحث عن مختلف آليات تفعيل وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية.

#### 5. منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها تم المزج بين المناهج التالية:

تم الاعتماد على المنهج التاريخي في الجوانب النظرية الخاصة بنشأة ومراحل تطور أسواق الأوراق المالية عامة والعربية خاصة، كما تم أيضاً اعتماد المنهج الوصفي من الدراسة بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولناها من عرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية والتعرض لمختلف جوانب الأسواق المالية العربية من خلال ذكر أسباب ضعفها وإجراءات تأهيلها وتقديم اقتراحات لتطوير وتفعيل أسواق أوراقها المالية.

أما في الجزء التطبيقي فقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي عند رصد أداء تطورات نشاط السوق المالي السعودي والجزائري والمصري خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2014.

#### 6. حدود الدراسة

تتخصر هذه الدراسة حول آليات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية حيث حددت بدراسة حالة السوق المالي السعودي والجزائري والمصري بصفة خاصة كنموذج خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 إلى

2014 حيث قسمت إلى فترات عدة وكان ذلك قبل وقوع الأزمة وأيضاً بعد حدوثها وصولاً إلى سنة 2011 التي عرفت أحداثاً سياسية في البلدان العربية وتأثيرها على المنطقة وأخيراً سنة 2013 و2014 والتي عاودت خلالها هذه الأسواق النهوض من نكسة الأحداث السياسية.

## 7. الدراسات السابقة

ـ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها رسالة دكتوراه مقدمة في جامعة الجزائر 2006، حيث تدور إشكالية الدراسة حول ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وما هي سبل تطويرها قصد تريبطها، ولقد اعتمدنا على هذه الأطروحة كدراسة سابقة والتي تمت الإحاطة فيها بكافة المعوقات التي تواجه أسواق المال العربية وذلك بدراستها وتحليلها من كافة الجوانب وعرض المساهمات المبذولة في سبيل تفعيلها مع تقديم أداء هذه الأسواق بين الفترة 1999 و2003، وأخيراً تقديم بعض الحلول والاقتراحات لمعالجة نقاط الضعف والثغرات المكتشفة بعد أن عدد الأزمات المالية التي تأثرت بسببها بعض الأسواق واستخراج الدروس المستخلصة منها.

ـ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الدولية الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية وهي عبارة عن أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص تجارة دولية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر 2014 حيث تدور إشكالية البحث حول ما مدى مساهمة الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية.

وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة فصول تتناول في الفصل الأول المبادئ والمفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية، والفصل الثاني جاء تحت عنوان واقع الأسواق المالية العربية والفصل الثالث خصص لقطاع التجارة الخارجية للدول العربية وأساليب تمويلها أما الفصل الأخير فقد ألقى الضوء على مدى إسهام الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية.

## 8. هيكل الدراسة

بهدف الإلمام بجوانب الموضوع وللإجابة على التساؤلات المطروحة وتأكيد صحة الفرضيات تضمنت هذه الدراسة المحتوى التالي:

يتناول الفصل الأول الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية مقسماً إلى ثلاث مباحث تطرقنا في المبحث الأول إلى ماهية أسواق الأوراق المالية من خلال نشأتها، مفهومها، مكوناتها ووظائفها أما في

المبحث الثاني فأبرزنا الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات ومشتقات مالية ثم تعرضنا في المبحث الثالث إلى سوق الأوراق المالية تنظيمها، كفاءتها ومؤشراتها.

أما الفصل الثاني فتناولنا فيه أسواق الأوراق المالية العربية والذي يحتوي على أربعة مباحث

تطرقنا في المبحث الأول إلى ماهية أسواق الأوراق المالية العربية من خلال نشأتها، خصائصها وأسباب ضعفها أما المبحث الثاني جاء تحت عنوان الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية، ثم في المبحث الثالث تطرقنا إلى المعوقات التي تحول دون تطور أسواق الأوراق المالية العربية، وأخيرا المبحث الرابع كان بعنوان سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

أما الفصل الثالث يتضمن دراسة حالة السوق المالي السعودي المصري والجزائري وقد قمنا بتقسيم

هذا الفصل إلى ثلاث مباحث حيث تناولنا في المبحث الأول أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال

الفترة الممتدة من 2007 إلى 2014 وذلك بتحليل القيمة السوقية، عدد الشركات المدرجة وحجم التداول

لنشاط أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، في حين تطرقنا في المبحث الثاني إلى أداء ومعوقات

أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية وهي السعودية مصر الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2007

إلى 2014 أما المبحث الثالث فخصصناه لبعض التجارب العربية في مجال تطوير وتفعيل أسواق أوراقها

المالية وهذه الأسواق هي السوق المالي السعودي، المصري والجزائري.

الفصل الأول: الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية

تمهيد

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية تنظيمها كفاءتها ومؤشراتها

خلاصة الفصل

تمهيد

إن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الاقتصادية الصناعية والاجتماعية وازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها قد أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات وذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل. وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية حيث تعتبر آلية جديدة لتمويل المنشآت من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال وبذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول.

كما أن إنشاء سوق أوراق مالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط والتداول فيها ينطوي أيضا على مجموعة من المنتجات المالية من أسهم، سندات ومشتقات مالية. ومن هذا المنطلق استوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم وتحليل أسواق الأوراق المالية، وقصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية:

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية تنظيمها كفاءتها ومؤشراتها.

## المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

لقد تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة التي لديها فرص استثمارية لوحدة الفائض النقدي وللقطاعات التي لديها سيولة غير مشغلة بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزاً في السيولة النقدية (وحدات العجز).

المطلب الأول: تعريف السوق المالية

عادة ما ينصرف مفهوم سوق المال إلى ما أطلق بدون تحديد سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات وهذا المفهوم الضيق لسوق المال يطلق عليه البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الاقتراض طويل الأجل فقط غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد وهذا يعني أن سوق المال يتكون من شقين أساسيين هما أسواق رأس المال وأسواق النقد<sup>1</sup>.

أولاً: أسواق رأس المال: سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال ويتكون هذا السوق من شكلين هما<sup>2</sup>:

1. أسواق عاجلة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

2. أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة المالية ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.

ثانياً: سوق النقد: هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا يزيد تاريخ استحقاقها عن عام، حيث يحقق مستخدم الأموال أصحاب الاحتياجات القصيرة الأجل احتياجاتهم من سوق النقد والطبيعة التي تتميز بها الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد من حيث قصر أجلها تجعل التغيرات في

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية: أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 30.

<sup>2</sup> رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق رأس المال، المؤسسات، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص ص 11، 12.

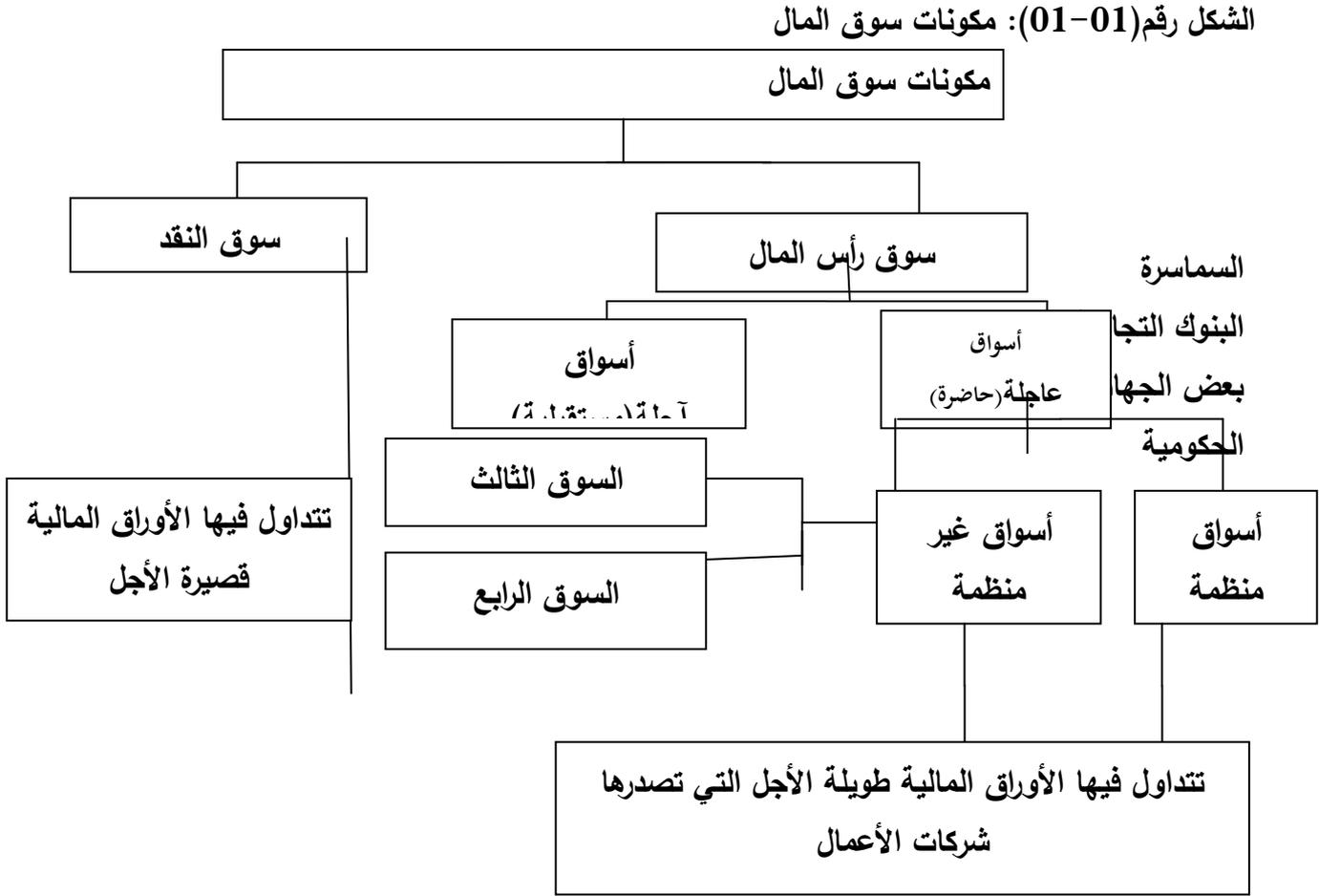
أسعار هذه الأوراق محدودة ويرجع ذلك إلى تعرضها لمخاطر سعر الفائدة بدرجة أقل مما تتعرض له الأوراق المالية طويلة الأجل، أما الأدوات أو الأوراق المالية التي تتداول في هذه الأسواق يصدر معظمها من خلال الشركات والحكومات للحصول على التمويل قصير الأجل مثل أذونات الخزينة<sup>1</sup>.

وتتميز سوق النقد بالميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة؛
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية؛
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.

---

<sup>1</sup> السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية: أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص 12، 13.



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 245.

#### المطلب الثاني: نشأة أسواق الأوراق المالية ومراحل تطورها

لقد نشأت الأسواق المالية وتطورت على مراحل وكان ذلك نتيجة لعدة عوامل، وسنتطرق إلى كل من نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية في النقاط التالية.  
أولاً: نشأة أسواق الأوراق المالية

أدى ظهور النقود إلى ولادة مهنة جديدة وهي الصرافة بدءاً من الحقبة اليونانية إلى الإمبراطورية الرومانية وتطورت هذه المهنة مع التبادلات التجارية بين مختلف المناطق في أوروبا حيث كان الصيارفة والتجار الكبار يجتمعون في أماكن محددة وعلى فترات دورية بهدف إتمام صفقاتهم فظهرت بذلك فكرة البورصة في شكلها البدائي، أما كلمة "البورصة" bourse فيرجع الكتاب أصلها إلى مصدرين المصدر

الأول هو اسم أحد الكتاب الأغنياء "Vander Bourse" كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء<sup>1</sup>.

أما المصدر الثاني فهو فندق في مدينة "Bruges" البلجيكية حيث كانت العائلات الست الأكبر العالمية في مجال الصيرفة تجتمع وذلك في بداية القرن الرابع عشر من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع ومن ثم كتابة بواليص التأمين إضافة إلى كل ماله صلة بعمليات بيع وشراء النقود.

ويعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذكر، أما إنشاء أول بورصة في العالم فكان عام 1536 والذي كان اسمها "Anvers" نسبة إلى المدينة البلجيكية التي كانت تخصص مكان لانتقاء الصيارفة والتجار والسبب في ظهور أول سوق رأس مالي في بلجيكا أنها كانت من أكبر المدن التجارية في أوروبا، وفي عام 1595م ظهرت بورصة "ليون" الفرنسية التي كانت الأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا على عكس بورصة باريس التي لم تحظى بأهمية كبيرة إلا بدءاً من عام 1639م عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع خصم الكمبيالات التجارية وتأكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريباً 1774 عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس، ثم ظهرت بورصة لندن عام 1666 وتلتها مجموعة من البورصات الأوروبية الأخرى وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي حيث عرفت باسم "البورصات" والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال<sup>2</sup>.

وزدادت الأهمية الاقتصادية للبورصات بظهور الرأسمالية الصناعية والتجارية التي ساعدت على ظهور طبقة جديدة من الأثرياء الذين جمعوا ثروتهم من المضاربة وبيع العقارات وتمويل صفقات الأسلحة وشراء أسهم الشركات الكبرى، ومنذ عام 1592 ظهرت قوائم أسعار الأسهم في سوق "أمستردام ولندن وباريس"، ومنذ بداية القرن السابع عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون في بورصة أمستردام التي احتلت المكان الأول في العالم، إلا أن السيطرة البريطانية التي احتلت المكان الأول في العالم لم تتمكن من الصمود بين الحربين العالميتين واحتلت بورصة باريس مكانة هامة في القرن التاسع عشر حيث كانت مدخرات الفرنسيين تمول أكبر الاستثمارات في العالم لم تحرك أضخم الشركات ومن جهة أخرى كانت بورصة "وول ستريت" في أمريكا هي بورصة العالم الجديد ورغم الأزمة العالمية الكبرى سنة 1929 التي أترت على العديد من المصارف والشركات إلا أن السوق الأمريكي سرعان ما عرف الثقة والاطمئنان

<sup>1</sup> صلاح الدين السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهداف، السبل، ومقترحات، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003، ص 05.

<sup>2</sup> محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، أترك للنشر والتوزيع، ط2، مصر، 2006، ص ص 05، 06.

والتوسع نتيجة لدور الدولار المتعاضم بعد الحرب العالمية الثانية وخروج الولايات المتحدة الأمريكية منتصرة سياسيا واقتصاديا<sup>1</sup>.

ثانيا: مراحل تطور سوق الأوراق المالية

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية بأنظمتها وإدارتها وهياكلها هكذا مرة واحدة وإنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور ويمكن بيان أربع مراحل لنشأتها وتطورها بالرغم من صعوبة الفصل الكامل بين هذه المراحل الأربعة لأنها تتميز بدرجة كبيرة من التداخل إلا أنه من الناحية النظرية يمكن تقسيم مراحل تطور أسواق الأوراق المالية إلى ما يلي:

### 1. المرحلة الأولى: مرحلة إنشاء بورصة البضائع

إن وجود الأسواق المخصصة لاجتماع التجار كان سابقا لقيام الأسواق المالية المتخصصة والمنظمة بفترة طويلة جدا فلقد أنشأ الرومان ما يسمى "مجتمع التجار" لاجتماع التجار، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا وذلك في القرن الخامس قبل الميلاد كما أنه في المدن العربية والإسلامية الكبرى كبغداد القيروان قرطبة وسمرقندة أيضا مركز للتجار يسمونه "بازار" يعرض فيه التجار أمتعتهم ويتفقون فيها على الأسعار وقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304، وبعد ذلك أنشأت بورصة أمستردام للبضائع عام 1608 وكانت مركزا للسوق الآجلة للبضائع<sup>2</sup>.

### 2. المرحلة الثانية: مرحلة التعامل بالأوراق المالية

بدأت هذه المرحلة في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسحابات الأذنية ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا فليب الأشقر لم يعرف بممارسة الصرف وفي انجلترا سنة 1688 كان يتم التعامل في سندات الاعتماد التي تمول التبادل التجاري وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599.

### 3. المرحلة الثالثة: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر عندما بدأت الحكومات تقترض من الجماهير وكذلك عندما لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات وكانت الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض عندما أصدر الملك وليام الثالث عام 1693 قرارا بمنح مالك الصك الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شراءه ، وهكذا نشأت الخطوة الأولى في تسهيل سيولة الاستثمارات بإقرار إمكانية تحويل الحق في صك الاستثمار وكان التعامل في هذه الصكوك يتم في الطرقات والمقاهي حيث أنه وقبل افتتاح بورصة لندن وبعد خروج المتعاملين بالأوراق المالية من بورصة البضائع يجدون

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010، ص ص 08، 09.

<sup>2</sup> صلاح الدين السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهداف، السبل، ومقترحات، مرجع سبق ذكره، ص 05.

مصاعب في الشراء والبيع لعدم وجود أماكن مخصصة لهم فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الباردة والممطرة.

#### 4. المرحلة الرابعة: مرحلة استقلال بورصة الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

لقد أدى التطور الصناعي والتكنولوجي إلى نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده التكفل بالأعباء المترتبة عليها ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى استوجب ذلك قيام أسواق أوراق مالية مستقلة مع ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن البورصات المشهورة في العالم والتي استقلت بمبانيها ونظمها في بورصة لندن نيويورك وطوكيو<sup>1</sup>.

#### ثالثا: العوامل المؤدية إلى نشأة أسواق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية فيما يلي:

1. **الانقلاب الصناعي:** بحدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا وتحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.
2. **زيادة السكان:** إن انتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان احتاج إلى تمويلها بالمواد الغذائية فافتضى ذلك إلى وجود سوق عالمي للتجار في الحاصلات الزراعية فنشأ فريق من التجار يلقبون "المضاربون" وفريق آخر من تجار الجملة فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات بين الفريقين.
3. **اقتراض الحكومات:** لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقترضين.
4. **اقتراض الشركات:** لجوء الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات للدائنين على أساس أنها رهون يمكن أن تباع في أي وقت ورغبة من هذه الشركات في زيادة رأس مالها والتوسع في مشاريعها.
5. **ضخامة المشروعات:** صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات وضخامة رأسمالها مما استلزم الحاجة للتمويل ولهذا أنشأت شركات المساهمة وجزأت رأسمالها إلى أسهم لمن يريد التمويل والمشاركة في هذه الأموال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001، ص ص 32، 33.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 34.

### المطلب الثالث: مفهوم سوق الأوراق المالية

#### أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية جزءاً من السوق المالي وللتدقيق أكثر نقدم عدة تعريف.

• **التعريف الأول:** يعرفه Bentrand Jacquillat على أنه سوق التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء في المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بهذه الأوراق في إطار منظم وإجراءات عمل محددة ويسمح السوق المالي بمقابلة العرض والطلب على رؤوس الأموال ويكون الطلب ممثلاً في الشركات من أجل تمويل استثماراتها والحكومات لتغطية العجز العام أما العرض فيتكون من قطاع العائلات للاستثمار مدخراتهم بالإضافة إلى قطاع الأعمال من أجل توظيف الفوائض المالية.<sup>1</sup>

• **التعريف الثاني:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات علي اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع وتختلف مصالحهم في ما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية، كما أنه يعتبر المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة إليها.<sup>2</sup>

• **التعريف الثالث:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك، وبهذا المعنى تنقسم هذه السوق إلي شقين رئيسيين هما سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية)<sup>3</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المكان الذي تتداول فيه الأوراق المالية من أسهم وسندات، أو هي الإطار الذي يجمع بين من يملك أموال و بين من يستثمرها وهم المستثمرين أي بائعي ومشتري الأوراق المالية وتتم عملية البيع والشراء بواسطة السماسرة (الوسطاء) والهدف منها هو استثمار الأموال للحصول علي عوائد مستقبلا.

ثانياً: مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية بدورها إلى<sup>4</sup>:

<sup>1</sup>JacquillatBentrand ,Solinique Bruno ,marchés financiers :gestion de porte feuilles et desrisques,4eme Edition ,EditionDunad ,Paris ,2002,P07.

<sup>2</sup>محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2007، ص 35.

<sup>3</sup>عاطف النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، مصر، 1999، ص 20.

<sup>4</sup>جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، ط1، مصر، 2003، ص 18.

**1. السوق الأولية (سوق الإصدار):** يتعامل هذا السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم العادية والسندات) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار ، وتعتبر السوق الأولية حلقة وسط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية فهو يتيح للأفراد فرصا متعددة لاستثمار مدخراتهم كما تتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو .

**2. السوق الثانوية (سوق ال تداول):** يجري التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في سوق الإصدار حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراد أو شركات ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم وسندات ، ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين رئيسيين هما:

**أ. السوق المنظمة (الرسمية):** ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية وهي تمثل الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق وتضع الدولة قواعد وشروط معينة يجب على أي شركة أو مؤسسة استيفاءها حتى يتم قيد أسهمها أو سنداتها في هذه السوق وتتعلق مثل هذه والشروط عادة بعدد المساهمين وعدد الأسهم وضرورة إصدار تقرير سنوي يتضمن الحسابات الختامية للشركة معتمدة من طرف محاسب قانوني ، والمتعاملون في هذه السوق إما سماسرة يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية لحساب عملائهم مقابل عمولة ويتم فيها أيضا تداول الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية<sup>1</sup>.

**ب. السوق غير المنظمة (غير الرسمية) OTC:** تعرف السوق غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة غير الرسمية وغير المركزية ويجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار السوق المنظمة وبالتالي هي أسواق تتم المعاملات فيها خارج نطاق البورصة وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات<sup>2</sup>. ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

<sup>1</sup> محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، دار الكتب العربية، مصر، 1993، ص 47.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 287.

• **السوق الثالث:** وهو قطاع من السوق غير المنظم بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج السوق المنظمة ويتم التعامل من خلال أعضاء بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم ، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية وكذلك نجد من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة<sup>1</sup>.

• **السوق الرابع:** هي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين وليس من خلال السماسرة ويتم التعامل فيها بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات<sup>2</sup>.

### ثالثا: خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق نذكر ما يلي:  
- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق؛  
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوقاً ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛

-التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

-التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية<sup>3</sup>؛

-الصفقات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبياً مقارنة مع الأسواق الأخرى الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء<sup>4</sup>؛

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص 93.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، سلسلة أسواق الأوراق المالية : الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق العقود المستقبلية المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، ط1، الأردن، 1994، ص 42.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2006، ص 46.

<sup>4</sup> محمد فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر، وسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومي، مصر، 1993، ص 161.

- توفير المعلومات التاريخية والاستجابة السريعة لأي أحداث جديدة خاصة فيما يتعلق منها بأسعار البيع وحركة وحجم التداول وبالتالي ضمان أن لا يستطيع أي شخص أن يحقق أرباحا غير عادية؛  
 - سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل كما أن الاستثمار فيها يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي؛  
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يكون ذا عائد مرتفع نسبيا وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة<sup>2</sup>؛  
 - تتمتع البورصة (سوق الأوراق المالية) بالمرونة اللازمة التي تسمح باستغلال التطور التكنولوجي؛  
 - يتم التداول داخلها من خلال وسطاء ذوي خبرة.

#### رابعاً: أهمية سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات كما أنها تلعب دورا بارزا في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي، ويمكن إبراز أهمية سوق الأوراق المالية في ما يلي:

**1. أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد :** تنبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوبا منظما لتوظيف أموالهم ومدخراتهم مهما بلغ حجمها بما يحقق لهم عائدا يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات وفي الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس المال وأيضا للمستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول، كما أن هذه السوق تمكنه من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة وإن لم يكن أكبر ربح ممكن وفي أسرع وقت بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابها لعملية السحب والإيداع في البنوك التجارية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، ط2، مصر، ص 68.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 48.

<sup>3</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في التكامل المالي العربي، باحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية والصناعة المصرية، مصر، ص 12.

2. أهمية سوق الأوراق المالية للشركات : تساهم أسواق الأوراق المالية في تحويل الخطر وذلك عن طريق تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها شركات المساهمة وكذلك تعتبر الأسواق المالية بمثابة أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات ، كما تساعد الشركات على توسيع نشاطها وذلك من خلال الحصول على المواد التي تحتاجها من خلال طرح أسهمها للاكتتاب<sup>1</sup>.

3. أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومي : تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومي حيث أنها تساعد في الإسراع بتنمية ورفع مستوى الناتج القومي فيه وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة مما يشجع على زيادة الاستثمار واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو ، من جهة أخرى فإن سوق الأوراق المالية النشطة تعتبر وعاء مناسباً للدخار والاستثمار مما يقضي على المضاربات في المجتمع ويقلل من الاكتتاب كما يؤدي كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم في تخفيف حدة البطالة التي هي إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين وسوق الأوراق المالية إذا ما توفرت لها سبل الكفاءة فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للدخار المحلي وليست -عوضاً عنه- وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة<sup>2</sup>.

4. أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برنامج الخصخصة: تبين الكثير من تجارب الخصخصة أنه كلما كانت هناك سوق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية وذات كفاءة كلما نجح برنامج الخصخصة الذي يتم تنفيذه ويتعاضد دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات النامية خاصة تلك التي تتبنى برامج الإصلاح الاقتصادي وتتميز بالكفاءة والانتساع وتساهم في إتمام عمليات الخصخصة من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد في حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة عن طريق شراء المدخرين مباشرة أو بطريقة غير مباشرة (بالوسطاء).

<sup>1</sup> رسمية قرياقص، أسواق المال، أسواق رأس المال، المؤسسات، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 47.

<sup>2</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في التكامل المالي العربي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

ومن ناحية أخرى فإن القيام بعمليات الخصخصة سوف يساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها حيث أن شركات قطاع الأعمال العام المطروح أسهمها للبيع في بورصة الأوراق المالية سوف تساهم في زيادة حجم الأوراق المالية المعروضة مما يؤدي إلى تنشيط حركة التعامل في البورصة ومن ثمة ازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية ككل<sup>1</sup>.

المطلب الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية وشروط إنشائها  
أولاً: وظائف سوق الأوراق المالية

تمثل أسواق الأوراق المالية الأداة التي تمكن من شراء وبيع الأوراق المالية فهي آلية نشأت لتسهيل عملية تبادل الأوراق المالية وقد وجدت هذه الأسواق لتحقيق عدة وظائف أهمها:

1. توفير سيولة للمستثمرين: ليس من المنطقي أن يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات وعندما يحتاج إلى تصفية هذه الأسهم وبيعها لا يجد الوسيلة التي تمكنه من ذلك ولذلك وجدت البورصات كأداة لتداول الأوراق المالية بين المستثمرين الراغبين في البيع والمستثمرين الراغبين في الشراء ولذلك فإن وجود البورصات ضروري لحدوث تنمية في المجتمع وتوفير السيولة للشركات لزيادة رأس مالها من ناحية وللأفراد لتسييل وتصفية أوراقهم المالية عند الحاجة إلى سيولة مالية.

2. وسيلة للشركات لترويج أسهمها وزيادة رأسمالها: حيث تمكن أسواق الأوراق المالية الشركات المساهمة من طرح أسهمها على الجمهور في الاكتتاب العام سواء عند الإصدار الأولي (بدء الشركة) أو عند زيادة رؤوس أموالها خاصة أن الشركات المساهمة تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة قد لا يمكن تدبيرها من خلال الاتصالات والمعرفة الشخصية بين عدد محدود من الشركات أو المؤسسين<sup>2</sup>.

3. تعتبر أداة أو مؤشر للحالة الاقتصادية: حيث تساعد أسواق الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار<sup>3</sup>.

4. توفير أوعية استثمارية مختلفة للمستثمرين: يؤدي زيادة حجم ونشاط السوق إلى زيادة الاختيارات أمام المستثمرين حيث يكون أمامهم إيداع أموالهم في البنوك أو الاستثمار العقاري أو في الأسهم والسندات ووثائق الاستثمار وغير ذلك.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 14، 15.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 23.

<sup>3</sup> رسمية قرياقص، أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 48.

5. توفير معلومات مستمرة عن أداء الشركات: تلزم قواعد القيد في الأسواق المالية الشركات بأن تقدم إفصاحات عن قوائمها المالية والمعلومات الضرورية للمستثمرين في إطار الشفافية، ولذلك فإن تدفق هذه المعلومات ومراقبة هيئة سوق المال والبورصة لها وضرورة الانتظام في تقديمها في مواعيد محددة يؤدي إلى زيادة فعالية النظم المحاسبية والرقابية في الشركات وتطوير مهنة المحاسبة والمراجعة لضمان الشفافية<sup>1</sup>.

#### ثانياً: شروط إنشاء أسواق الأوراق المالية

إن إقامة سوق أوراق مالية فعالة يتطلب مجموعة من المقومات أو الشروط والتي تعتبر ركائز ويمكن إجمال هذه الشروط فيما يلي:

- توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي؛
- سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة - حالة انتعاش اقتصادي - وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد..... إلخ
- ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الاقتصادية الملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل ، وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع؛
- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها؛
- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة؛
- توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات وشبكة إلكترونيات متطورة) لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها؛<sup>2</sup>

- العلانية والإفصاح وبالتالي يجب نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية للتعامل عليها في نشرة مكتوبة؛  
يجب أن تتحقق في هذه الأسواق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب لتكون أسواقاً متوازنة؛  
- توافر خبراء أكفاء لإدارة التداول داخل البورصة حفاظاً على أموال العملاء ولضمان استقرار نشاط السوق؛

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

يجب أن تتسم الأوراق المالية (بالمرونة) الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر<sup>1</sup>؛

ضمان سلامة الادخار وحمايته وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين ومراقبة ميزانيات الشركات؛

تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب؛

تمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبه لدى الأفراد وتوافر ما يعرف بالثقافة البورصية؛

وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى في أسعاره ومعدلاته؛

وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية<sup>2</sup>؛

كثرة شركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية وتوفر المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى؛

تلتزم كل بورصة بتقديم التقارير الدولية التالية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى هيئة سوق المال وهي:

• إخطار يومي عن حركة التداول.

• إخطار نصف شهري وشهري عن حركة التداول.

• إخطار سنوي عن حركة التداول.<sup>3</sup>

### المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تأخذ الأوراق المالية ثلاثة أشكال رئيسية هي الأسهم (أدوات الملكية) السندات (أدوات الدين)

وأدوات التعامل الحديثة (المشتقات) ، وسنتطرق إلى كل نوع من هذه الأنواع بشيء من التفصيل في المطالب التالية.

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية

أولاً: تعريف الأوراق المالية

تعرف الأوراق المالية بأنها عبارة عن أدوات الاستثمار المالي وهي تعد أصول مالية من وجهة

نظر المستثمرين فيها وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص ص 16، 17.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 22.

<sup>3</sup> أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

عائد محدد مسبقا كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت<sup>1</sup>.

وبصورة أخرى فهي عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة<sup>2</sup>.

### ثانيا: خصائص الأوراق المالية

تتوافر في الأوراق المالية عدة خصائص أهمها ما يلي<sup>3</sup>:

**1. المثليات:** تتميز الأوراق المالية بكونها من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء الأمر الذي يترتب عليه أن يتحدد لها بالسوق - سواء كانت البورصة أو غيرها - سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة وذات الإصدار سواء تعلق الأمر بالأسهم أو السندات.

**2. مخزن للقيمة:** تعتبر الأوراق المالية مخزن للقيمة - وخاصة الأسهم - حيث تتزايد قيمتها مع إضطراد نجاح الجهة المصدرة وذلك فضلا عما ندره لحائزها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ربحا وفي أسرع وقت، بحيث يكون التعامل مع هذه الأوراق مشابها للإيداع والسحب.

**3. تعبئة المدخرات:** تسمح الأوراق المالية بتعبئة المدخرات وتحسين الدخول نظر لإمكانية إصدارها بقيم تتناسب مع مختلف المدخرين الأمر الذي يمكن من تعبئة موارد مالية كبيرة.

### المطلب الثاني: ماهية الأسهم

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ويندرج ضمنها الصنف عدة أنواع وتتميز الأسهم بعدة خصائص وهذا ما سنحاول التفصيل فيه خلال هذا المطلب. أولاً: تعريف السهم

يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم هي:

• **التعريف الأول:** السهم عبارة عن صك أو وثيقة أو أداة ملكية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة ولحامله الحق في الحصول على عوائد متغيرة أو ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 49.

<sup>2</sup> نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات: منهج تنمية القدرات المعرفية والمهارية، مكتبة عين شمس، ط3، 2000، ص 88.

<sup>3</sup> مصطفى الشري شيخة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1992، ص ص 470، 469.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، ط1، الأردن، 2004، ص 30.

• **التعريف الثاني:** السهم هو حق المساهم في شركة الأموال وهو الصك الذي يثبت هـ ذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري<sup>1</sup>.

وللسهم ثلاثة قيم هي:

- **القيمة الاسمية:** تتمثل في القيمة التي تحدد عند الإصدار والاكنتاب العام وتتدخل التشريعات المحلية غالبا في وضع حدود هذه القيمة<sup>2</sup>.
- **القيمة الدفترية:** هي تلك القيمة المثبتة في السجلات المحاسبية للشركة من حقوق الملكية الأسهم<sup>3</sup>.
- **القيمة السوقية:** هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية والدفترية<sup>4</sup>.

**ثانيا: أنواع الأسهم**

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم والتي تقسم وفق معايير مختلفة كما يلي:

1. **من حيث نوع الحصة التي تدفع لحامل السهم:** حيث نجد:

- أسهم نقدية: تدفع قيمتها نقدا.

- أسهم عينية: عندما تأخذ شكل حصص عينية في رأس مال الشركة كموجودات لشركة قائمة.

- أسهم مختلطة: يدفع جزء منها نقدا والجزء الآخر يدفع عينيا.

2. **من حيث الشكل:** وتقسّم إلى:

- أسهم اسمية: هي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بالقيود في دفاتر الشركة.

- أسهم لحامله: لا يذكر فيها اسم المساهم وإنما يذكر أنها لحاملها ويحصل التنازل عن الأسهم لحاملها

بتسليمها من يد إلى أخرى.

- أسهم ذاتية: تصدر لإذن شخص معين لأول مرة ويتم تداولها بالتظهير ويشترط في هـ ذا النوع من

الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية قد دفعت بالكامل<sup>5</sup>.

3. **من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:** هناك نوعين هما:

<sup>1</sup> شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 21.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2003، 95.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، ص 250.

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 252.

<sup>5</sup> السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006، ص 58.

**الأسهم العادية:** تعتبر سند ملكية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تاريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة<sup>1</sup>.

ويتمتع أصحاب الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص التي يكفلها القانون نوجزها فيما يلي:

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية كالمناولة من يد إلى أخرى كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها أو بالقيود في سجل الشركة كالأسهم الاسمية أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم بأمر؛
- عدم قابلية حق المساهم للتقادم فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة لعدم الاستعمال مهما طال الزمن؛
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة؛
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة افتراض؛
- أن عائد السهم العادي يتحدد بمدى تحقيق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة العامة<sup>2</sup>؛

-مسؤولية المساهم تكون بقدر عدد الأسهم التي يحملها؛

-يمارس حامل السهم العادي دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي

يملكه من الأسهم؛

-لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق وإنما يتم التداول عليه بيعة وشراء في بورصة الأوراق المالية؛

-يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات

المرتتبة على الشركة؛

-تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات

السعرية بين الحين والآخر<sup>3</sup>.

-**الأسهم الممتازة:** الأسهم الممتازة هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوقاً أكثر مما هو مقرر لحملة

الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على الأرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة

من الأرباح التي يتقرر توزيعها.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز بيّيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2005، ص 79.

<sup>2</sup> سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص54.

<sup>3</sup> محمد عثمان حميدة إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص ص 58، 59.

ويعرف كذلك على أنه جزء من رأس مال الشركة والعائد يتوقف على تحقيق الشركة أرباحا والامتياز يأتي من حق الأولوية لحملة الأسهم الممتازة في الحصول على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم الأخرى<sup>1</sup>.

وهناك خمسة أنواع من الأسهم الممتازة هي:

- أسهم ممتازة متراكمة الأرباح: إذا لم تكن الشركة قادرة على دفع الربح فإن الربح غير المدفوع يتراكم ويدفع بمجرد حصول الشركة على أرباح كافية؛
- أسهم ممتاز غير متراكمة للأرباح: في هذا النوع من الأسهم لا يتراكم أي ربح غير مدفوع ويسقط إن لم تتمكن الشركة من دفعه من الأرباح المتوفرة لها؛
- أسهم ممتازة مشتركة الربح: يحصل حاملوها على ربح أساسي بالإضافة إلى منحهم بعض الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الزائدة؛
- أسهم ممتازة قابلة للاسترداد: يكون للشركة الحق في استردادها في وقت لاحق وقد يكون هناك تاريخ ثابت محدد لاسترداد الشركة للأسهم<sup>2</sup>؛
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل: يمكن تحويل الأسهم في تاريخ لاحق تبعا لرغبة حامل السهم إلى عدد محدد من الأسهم العادية في الشركة<sup>3</sup>.

وقد تجمع الأسهم الممتازة بين أكثر من هذه الأنواع فقد تكون قابلة للاسترداد ومتراكمة في الوقت نفسه.

المطلب الثالث: ماهية السندات

تمثل أدوات الدين اتفاقا تعاقديا بين المقرض والمقترض يحصل بموجبه المقترض على

مدفوعات ثابتة فضلا عن سداد قيمة الدين وتتمثل أدوات الدين بشكل رئيسي في السندات وه ذا ما سنحاول الإلمام به في هذا المطلب.

أولا: تعريف السندات (أدوات الدين)

-التعريف الأول: السند هو وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة

الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 54.

<sup>2</sup> برايان كويل، نظرة عامة عن الأسواق المالية، قسم الترجمة بدار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص ص 26، 27.

<sup>3</sup> جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 27.

-**التعريف الثاني:** هي عبارة عن أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل طويلة وتعتبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا وتتوزع بين السندات التي تصدرها الحكومة بأقل من قيمتها الاسمية أو بفوائد دورية منخفضة نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين وتتعهد باستعادتها بتاريخ استحقاق معينة بقيمتها الاسمية وبين السندات التي تصدرها الشركات<sup>1</sup>.

#### ثانيا: خصائص السندات

إن السند مثل السهم له مجموعة من الخصائص نذكر أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية؛
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة وكذلك يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة؛
- تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها؛
- السندات تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي؛
- قابلية تحويل السندات إلى أسهم عادية؛
- تتمتع بحق استردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق؛
- تتميز بثبات استمرارية العائد بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر؛
- محدودية الأجل: دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه ويسجل هـ ذا التاريخ في عقد الإصدار؛
- يتميز السند بكونه غير قابل للتجزئة وهو يشبه السهم في ذلك.

#### ثالثا: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة بحسب الأساس المستخدم في التقسيم كما يلي:

1. حسب جهة الإصدار: وتقسم إلى نوعين أساسيين كالتالي:
  - سندات حكومية: يتم إصدارها من قبل الحكومات لتمويل الإنفاق العام؛

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، ط 1، الأردن، 2008، ص ص75، 76.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 76.

- **سندات الشركات:** يتم إصدارها من قبل الشركات لتمويل توسعاتها في الأعمال وعمليات شراء الأصول أو لأي سبب يلزم الحصول على تمويل خارجي<sup>1</sup>.
2. **حسب ما تتمتع به من ضمان:** وتنقسم إلى<sup>2</sup>:
- **سندات مضمونة:** أي مرهونة بأصول عينية كالأراضي والمباني والتجهيزات فعند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها اتجاه أصحاب السندات فإنهم يستطيعون التصرف به هذه الأصول واستيفاء حقوقهم؛
- **سندات غير مضمونة بأصول عينية:** إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي (قدرتها على مواجهة التزاماتها اتجاه دائئتها).
3. **حسب مدة الآجل:** تنقسم إلى:
- **سندات قصيرة الأجل:** تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً؛
- **سندات متوسطة الأجل:** تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً؛
- **سندات طويلة الأجل:** تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.
4. **حسب الشكل:** تنقسم إلى:
- **سندات باسم مالكةا:** لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية؛
- **سندات باسم حاملها:** تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر<sup>3</sup>.
5. **حسب العوائد المترتبة عنها:** تنقسم إلى<sup>4</sup>:
- **سندات ذات عائد ثابت:** هو النوع العادي المألوف الذي يستحق فائدة بمعدل ثابت من القيمة الاسمية للسند بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة؛
- **سندات ذات عائد متغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل الفائدة السائد في السوق أو حسب معدل التضخم وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

<sup>1</sup> منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية، الدار المصرية اللبنانية، ط1، مصر، 2007، ص 136.

<sup>2</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، ط1، الجزائر 2008، ص 69.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، مرجع سبق ذكره، ص 77.

<sup>4</sup> ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص 34، 35.

6. حسب قابلية التحويل: تنقسم إلى:

-سندات قابلة للتحويل: تعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة؛

-سندات غير قابلة للتحويل: لا تعطي لصاحبها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

7. حسب قابلية الاستدعاء: يوجد نوعان من السندات هما:

- سندات غير قابلة للاستدعاء : وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها ولا يجوز

للجهة المصدرة استدعائها لأي سبب من الأسباب؛

- سندات قابلة للاستدعاء: تصدر غالبا بعلاوة استدعاء يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها لأن

شرط

الاستدعاء يستغل من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق<sup>1</sup>.

المطلب الرابع: أدوات التعامل الحديثة في أسواق الأوراق المالية (المشتقات)

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

1. تعريف المشتقات المالية: هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل

موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات

الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع

العقد ومن أهم المشتقات عقود الخيار العقود المستقبلية عقود المبادلات و أدوات مالية أخرى<sup>2</sup>.

2. خصائص المشتقات المالية

للمشتقات المالية عدة خصائص تتمثل فيما يلي<sup>3</sup>:

أ. التعقيد: هناك غموض حول كيفية استخدام الأدوات بعينها وكيفية تقييمها.

ب. السيولة: بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو

ال شراء في تاريخ استحقاق محدد أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشوارورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، مرجع سبق ذكره، ص78.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 05.

<sup>3</sup> محمد بن رجم خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، جامعة الجزائر، 20،21، أكتوبر 2009، ص ص 03،04.

- ج. عدم وضوح القواعد المحاسبية: حيث لازال هناك نوعا من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة.
- د. طبيعة عمليات المشتقات المالية تكون خارج الميزانية.

### ثانيا: المتعاملون في أسواق المشتقات المالية

إن التعامل في أسواق المشتقات المالية غير متاح للجميع بل يقتصر على فئات معينة هي:

1. المؤسسات: تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية المرتبطة بنشاطها الإنتاجي وأيضا من أجل الحصول على الأرباح الإضافية<sup>1</sup>.
2. المتحوظون: يهتم المتحوظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.
3. المضاربون: يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية ل ذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.

4. المراجحون: ويدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر و ذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

5. الوسطاء أو صناع السوق: هم المتعاملون الذين يلبيون احتياجات المستخدمين النهائيين من خلال استعدادهم الدائم للبيع والشراء محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار الشراء والبيع التي يعرضونها وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية<sup>2</sup>.

### ثالث: أنواع عقود المشتقات المالية

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

#### 1. العقود الآجلة

أ. تعريف العقود الآجلة: هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

<sup>1</sup> محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات ، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 21، 20 أكتوبر، 2009، ص 03.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 08.

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر<sup>1</sup>.

ب. أنواع العقود الآجلة: يمكن تصنيف العقود الآجلة إلى ما يلي<sup>2</sup>:

- **العقود الآجلة لأسعار الفائدة** : وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل.
- **العقود الآجلة لأسعار الصرف**: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد.

## 2. العقود المستقبلية

أ. **تعريف العقود المستقبلية**: تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي فهي تشبه العقود الآجلة قديما وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه<sup>3</sup>.

ب. أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نجد:

- **عقود مستقبلية 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 عنها الاتفاق في البداية ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

• **العقود المستقبلية التي لا تنصب على مؤشرات السوق**: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المقترض في تاريخ وسعر محدد مسبقا وتكون قيمة النقود اللازم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثا بتقارن تحدها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد<sup>4</sup>.

- **عقود مستقبلية على السلع**: هي بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 12.

<sup>2</sup> محمد بن رجم خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مرجع سبق ذكره، ص 05.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 413.

<sup>4</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 100.

<sup>5</sup> أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، 2003، ص 235.

## 3. عقود المبادلات

أ. تعريف عقود المبادلات: تعرف عقود المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد أنيا وفقا لقيمة الصفقة على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ يتم تسوية العقد على فترات دورية (شهرية، أو ربع سنوية أو نصف سنوية...الخ) تكون ملزمة لطرفي العقد على عكس عقود الخيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية<sup>1</sup>.

ب. أنواع عقود المبادلات: تأخذ عدة أنواع هي<sup>2</sup>:

- مبادلات الفائدة: هي عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ.
- مبادلة العملات: هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين ثم شراء (أو بيع) نفس العملة (أو عملة مقاربة لها) في تاريخ استحقاق آخر.
- المبادلة الخيارية: هي عبارة عن خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل.
- مبادلة الأسهم: عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق.
- مبادلة السلع: هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فورا.

## 4. عقود الخيارات

أ. تعريف عقود الخيارات: تعرف الخيارات بأنها عقود يمنح بموجبها مصدر الخيار حامل العقد الحق دون الالتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد ويمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الخيار<sup>3</sup>.

ب. أنواع عقود الخيارات: هناك نوعان نذكرهما<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> عماد صالح سالم، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية والعالمية والتنمية المتواصلة ، النشر بمعرفة المؤلف ، أبو ضبي، 2002، ص 246.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص173.

<sup>3</sup> Roger Miller ,David van Hoose.(mony.banking and financialmarkets) southwestem. Publishing thomsonlearning .united states of america.2001.p228.

<sup>4</sup> عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن ، 1999، ص 71.

- **خيار الشراء:** يكون لمالك الخيار الحق في شراء الأصل المعني من بائع الخيار باتفاق على السعر عند تاريخ محدد مستقبلاً وإذا مارس مالك الخيار هذا الحق فعلى بائع الخيار تسليم الأصل.
- **خيار البيع:** يحق للمالك بيع الأصل المعني لبائع الخيار بموجب اتفائه على السعر عند تاريخ مستقبلي محدد وإذا مارس مالك خيار البيع هذا الحق فعلى بائع خيار البيع شراء الأصل.

### المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية تنظيمها كفاءتها مؤشراتهما

لقد أصبحت سوق الأوراق المالية تستقطب الكثير من المستثمرين نظراً لما قد تدر عليهم من أرباح لذا أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها وه ذا من خلال استثمارها في أوراق مالية الأمر الذي يقتضي توافر قدر معين من التنظيم وكذلك توفير المعلومات والبيانات الصحيحة حتى يتمكن المستثمرون من ترشيد قراراتهم وهو ما يعرف بالكفاءة إضافة إلى هذا فإن المستثمرون يعتمدون على مؤشرات تعتبر صورة مسبقة ومقياس مسبق لدرجة تطور الاقتصاد.

#### المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية

نتناول تنظيم سوق الأوراق المالية من خلال التطرق إلى نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية المتعاملون، الأوامر وشروط الدخول إلى البورصة.  
أولاً: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة وذلك داخل صالة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدات 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<sup>1</sup>.

#### ثانياً: المتعاملون

هناك تصنيفين لأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

1. تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيفهم إلى<sup>2</sup>:

أ. المضاربون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته.

<sup>1</sup> حسين عطا غنيم، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 1998، ص 29.

<sup>2</sup> أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 32.

- ب. المضاريون الهواة: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق والتي تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.
- ج. المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين.
- د. المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين المستثمر الداخلي والمستثمر العادي ويهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم ويكون هدف الربح في المرتبة الثانية أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

## 2. تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين

- يركز هذا التصنيف على الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال<sup>1</sup>:
- أ. الطالبون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين الفئة الأولى تضم أصحاب الادخار الفردي أما الفئة الثانية فتضم البنوك وشركات التأمين صناديق الإيداع والادخار.
- ب. العارضون لرأس المال: ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتهم.

## ثالثا: الأوامر

يقصد بالأوامر التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء لبيع أو شراء أوراق مالية معينة، وتأخذ هذه الأوامر عدة أشكال وتبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها ما لم يكن هناك اتفاق أو تعليمات تخالف ذلك<sup>2</sup>.

وأهم أشكال هذه الأوامر ما يلي:

<sup>1</sup> محمود أحمد زويل، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 51.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

**1. الأوامر المحدد لسعر التنفيذ:** في هذه الحالة يكون أساس إتمام الصفقات هو السعر الذي يحدده العميل ونميز نوعين:

**أ. أوامر السوق:** وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً وهنا يصدر المستثمر أمراً للسماح بشراء أو بيع عدداً محدد من الأوراق فوراً وهنا يكون السماح ملتزماً ببديل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر<sup>1</sup>.

**ب. أوامر محددة:** وهنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسماح فإذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء فإن السماح سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، وإذا كان الأمر خاص بالبيع فإن السماح سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه<sup>2</sup>.

**2. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:** يقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

**3. الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:** حيث يقوم العميل بتحديد سعر لإتمام الصفقة خلال فترة معينة من الزمن أو الأمر المفتوح بأمر محدد.

**أ. الأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة:** وهي التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة في الإطار الزمني الذي حدده العميل.

**ب. الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين:** في هذا النوع لا يتم تحديد مدة لإتمام الصفقة ولكن يشترط العميل تنفيذ الأمر عندما يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يحدده المستثمر.

**4. الأوامر الخاصة:** نذكر أهمها:

**أ. أوامر الإيقاف:** تعرف أيضاً باسم أوامر إيقاف الخسارة وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع وبالعكس إذا كان الأمر يتعلق بالشراء فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 23.

<sup>2</sup> محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص 45.

<sup>3</sup> عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2000، ص 127.

ب. أوامر إيقاف محددة: تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف وفي حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين سعر إيقاف وسعر محدد وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف ويتعداه فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد<sup>1</sup>.

#### رابعاً: شروط الدخول إلى سوق الأوراق المالية

هناك جملة من الشروط يجب أن تأخذها الشركات والمؤسسات الاقتصادية في عين الاعتبار عند دخولها إلى سوق الأوراق المالية وهي<sup>2</sup>:

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات وأن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما؛
- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة (سوق الأوراق المالية) أن يكون شكلها القانوني من شركة الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% حيث تطرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهة المختصة مع الإشارة إلى أن الملف يحتوي على القانون الأساسي للشركة وتقديم نشاط المؤسسة وأفاقها المستقبلية؛
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج الميزانية الختامية مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

#### المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية المفهوم المتطلبات المستويات

##### أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

##### 1. تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يعرف السوق الكفاء على أنه السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام أو الأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات أوتقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات عن القيمة

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص ص 43،44.

<sup>2</sup> يوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 56.

السوقية للسهم، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الإدعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه المخصوصة بمع دل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر<sup>1</sup>.

**2. خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء:** يتميز السوق الكفاء بمجموعة من الخصائص هي<sup>2</sup>:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشاد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين مستثمرين الإدارة والجهات الحكومية مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرين الآخريين لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

### ثانيا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

يضمن السوق الكفاء تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر المجالات ربحية ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء لابد من توفير سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

- 1. كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة، ويقتضي تحقيق سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين ووجود شبكة منظمة للاتصالات على درجة عالية من الكفاءة تساعد في تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة اتجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة ويصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة تتساوى فيها فرص تحقيق الأرباح لجميع المتعاملين بالسوق وتقل فرص تحقيق أي أرباح

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، سلسلة الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 489، 490.

<sup>2</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2010، ص 182.

غير عادية ويحقق خسائر فقط المستثمرون الذين يفتقدون للدراية الكافية والقدرة على تحليل المعلومات المتوافرة في السوق<sup>1</sup>.

**2. كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه ، كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف<sup>2</sup>.

### ثالثاً: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

توجد ثلاثة مستويات أو صيغ لكفاءة سوق الأوراق المالية هي:

**1. المستويات الضعيفة لكفاءة السوق :** بمقتضى هذا الفرض أو المستوى فإن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات في الماضي مما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي في مسألة عديمة الجدوى ، وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار<sup>3</sup>.

**2. المستوى نصف القوي لكفاءة السوق :** بمقتضى هذا الفرض أو المستوى فإن الأسواق هنا تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة لعدم معرفتهم وتمائل وجودها معهم ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى سرعة استجابة الأسعار

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 155.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002، ص ص 191، 192.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 187.

للأحداث الجديدة وذلك باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو التحليل القطاعي أو باستخدام قياس للأرباح غير العادية<sup>1</sup>.

**3. المستوى القوي لكفاءة السوق:** بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة العامة والخاصة أي المعلومات المنشورة للعامة إضافة إلى المعلومات التي يحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم- وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير كافية على حساب الآخرين- وقد تبثت صحة هذا الفرض وإن كانت صيغة الفرض الضعيف لكفاءة الأسواق تحضي بتأييد قوي<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تمثل مؤشرات أسواق الأوراق المالية الية أحد أهم المعلومات التي تهتم المستثمرين والمضاربين في الأسواق المالية نظرا لأهميتها في تعريف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية وقصد التعرف أكثر على مؤشرات أسواق الأوراق المالية قسمنا هذا المطلب إلى العناصر التالية.

أولا: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعرف مؤشرات أسواق الأوراق المالية بأنها قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل<sup>3</sup>.

ثانيا: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هناك معايير عدة يتفق عليها لقياس أداء الأسواق المالية لمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها من خلال مجموعة من المؤشرات تعبر عنها وفي نفس الوقت تعكس أدائها ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة تقدم السوق ونضجها نذكر ما يلي:

#### 1. حجم السوق: غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين رئيسيين هما:

أ. مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق): يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة للبورصة على الناتج المحلي الإجمالي وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطه فكلما ارتفعت قيمتها ذل ذلك على كبر حجم السوق.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 50.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 188.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 117.

ب. مؤشر عدد الشركات: يقصد به عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني.

2. سيولة السوق: تعني القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة وهناك مؤشرين لقياس السيولة هما:

أ. مؤشر حجم التداول: ويقاس من خلال قسمة قيمة الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي ويعكس السيولة في الاقتصاد عامة.

ب. مؤشر معدل الدوران: ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال مدة زمنية معينة<sup>1</sup>.

3. درجة تركيز السوق: وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية<sup>2</sup>.

4. المؤشر العام لأسعار الأسهم: تحرك أسعار الأسهم عادة ما يقاس بمؤشر إحصائي ويستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يكون مكون من أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية<sup>3</sup>.

### ثالثاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية

1. مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية: من أهم المؤشرات ما يلي:

أ. مؤشر S and P: هذه الرموز مأخوذة من اسم المؤشر وهو standard and poors 500 أما الرقم 500 فمأخوذ من عدد الشركات التي يغطيها هذا المؤشر ويعتبر من المؤشرات الملائمة لإدارة محافظ الاستثمارات التي تقوم بإنشائها المؤسسات المالية<sup>4</sup>.

ب. مؤشر داوجونز: هو المؤشر الأكثر استعمالاً في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ولربما في أسواق رأس المال العالمية وهو في واقع الحال وعلى الرغم من شهرته إلا أنه محدود جداً حيث

<sup>1</sup> حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، معهد التخطيط العربي، الكويت، 2004، ص 06.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 114.

<sup>3</sup> حسن قبلان، مؤشر أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011، ص 94.

<sup>4</sup> أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 244.

أنه يعكس حركات أسعار أكبر 30 شركة صناعية مدرجة في بورصة نيويورك مثل شركة Exxon وشركة IBM.

ج. مؤشر FTSE 100: هذه الرموز مأخوذة من الاسم الرسمي لهذا المؤشر والذي هو Financial times stock exchange 100 والمؤسسة التي تحسب هذا المؤشر هي جريدة Financial times التي تصدر في لندن وأن الرقم 100 هو عدد الشركات الداخلة في حساب هذا المؤشر ويمثل أكبر مئة شركة مدرجة في بورصة لندن.

د. مؤشر Cac 40: تقوم بورصة باريس بحساب هذا المؤشر ويضم أكبر وأهم 40 شركة.

هـ. مؤشر (NIKKEI)225: يعتبر من أهم مؤشرات سوق الأسهم في اليابان تم إنشائه سنة 1950 ويتكون من 225 شركة يابانية ويتم حسابه بإتباع مؤشر داوجنز<sup>1</sup>.

## 2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

هناك عدد كبير من المؤشرات الخاصة بالأسواق العربية وستتم الإشارة للمؤشر الأكثر شيوعاً في كل بلد عربي<sup>2</sup>:

أ. مؤشر سوق عمان المالي (الأردن): يضم هذا المؤشر 70 سهم لشركات المساهمة وهناك عدة معايير لاختيار هذه العينة تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها.

ب. مؤشر الإمارات العربية المتحدة: مؤشر مرجح يضم 52 شركة في كل من سوق أبو ظبي ودبي للأوراق المالية وهذه الشركات تمثل 75% من السوق الكلي الإماراتي.

ج. مؤشر سوق البحرين المالي: هو مؤشر يتكون من 24 شركة وينقسم إلى ستة مؤشرات ثانوية تمثل القطاعات الآتية بنوك فنادق سياحة تأمين استثمارات وخدمات وقد بدأ العمل بهذا المؤشر عام 1989.

د. مؤشر سوق الكويت: وهو مرجح بالقيمة السوقية لأسعار 35 أسهم شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

هـ. مؤشر مازي (المغرب): وهو المؤشر العام للأسهم المغربية لكونه مؤشراً شاملاً لرسملة السوق وعدد الشركات المسجلة فيه حالياً 29 شركة.

<sup>1</sup>زيد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 172-180.

<sup>2</sup> خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للنشر والتوزيع، لبنان، 2002، ص 246-256.

و. مؤشر سوق الأسهم السعودي: يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي والتي عددها 76 شركة.

ز. مؤشر مسقط للأوراق المالية (عمان): وهو مؤشر عام للسوق بسلطنة عمان يضم 33 شركة.

ح. مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر): وقد تم اعتماد المؤشر العام للأسعار سنة 1988 ويتم احتساب هذا المؤشر للشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية.

ط. مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية (CASE 30): تم احتساب هذا المؤشر لبورصة القاهرة والإسكندرية عام 1998 ويضم 30 شركة تعد من أكبر الشركات من حيث السيولة والنشاط.

## خلاصة الفصل

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفقات الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج إذا فلأسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها وهذا من خلال الوظائف التي تقوم بها.

وتحتوي سوق الأوراق المالية على محفظة مالية أو أدوات مالية تتمثل في الأوراق المالية (أسهم سندات مشتقات مالية) والتي تعتبر بمثابة السلعة التي يتم تداولها في هـ ذا السوق وتمتاز هذه الأوراق بالتجانس فأسهم أو سندات شركة معينة تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها.

ونظرا لأن سوق الأوراق المالية هو الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأوراق المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق إلى تنظيمها وكفاءتها ومؤشراتها، فتتنظيم سوق الأوراق المالية يعتمد أساسا على نظام التشغيل والمتعاملون والأوامر أما الكفاءة فيمكن القول أن السوق الكفاء هو سوق تكون فيه المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف مما يجعل الفصل الزماني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل.

أما فيما يخص المؤشرات فإنها تستخدم لقياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية فهي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة كما أنها تقدم تصويرا وتحليلا للمتعاملين حول درجة تطور الأسعار.

## الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية

### تمهيد

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الرابع: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

خلاصة الفصل

تمهيد

تعتبر الاقتصاديات العربية من الاقتصاديات الحديثة العهد بالأسواق المالية التي لم تركز في الغالب على الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي ، حيث تحضي سوق الأوراق المالية العربية بخصائص تميزها عن غيرها، ولعل أهم هذه السمات الاختلافات الكثيرة في الأطر القانونية والضعف فيما يخص السيولة والفرص المتاحة للتنويع إضافة إلى ذلك التقلبات الشديدة التي يمكن أن تتعرض لها الأسعار، هذه السمات جعلت أسواق الأوراق المالية العربية تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة.

كما أن أسواق الأوراق المالية العربية تنقسم بدورها إلى ثلاثة مجموعات متباينة هي أسواق الأوراق المالية ذات دول الفائض المالي، وأسواق الأوراق المالية ذات دول العجز المالي ، وفي الأخير أسواق الأوراق المالية التي هي بصدد الإنشاء والتكوين.

ويواجه عمل الأسواق المالية العربية معوقات تحول دون كفاءتها ، وتتعلق أساسا بالإطار التنظيمي الهيكلي، التشريعي وضيق نطاق السوق، إضافة إلى غياب الشفافية والإفصاح المحاسبي ، كل هذه المعوقات وغيرها تحد من فعالية وتطور أسواق الأوراق المالية العربية.

أمام هذه المعوقات ومن أجل مواكبة التطورات العالمية في مجال أسواق الأوراق المالية أصبح تفعيل الأسواق المالية أكثر من ضرورة ملحة هذا من جهة، أما من جهة أخرى فإن تطوير البورصات العربية أصبح حديث الساعة، ولهذا وجدت آليات تزيد من فعالية هذه الأسواق مع محاولات لتطويرها أيضا.

ومن هذا المنطلق استوجب علينا تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث هي:

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الرابع: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

## المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية العربية

لقد احتلت الأسواق المالية العربية خلال عقد التسعينيات مركزاً مؤثراً نتيجة التغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي والتي انعكست بدورها على الاقتصاديات العربية، إضافة إلى أنها لم تصل إلى مستوى الأسواق الأخرى ولا يتوقع أن تصل إلى هذا المستوى في الأجل المتوسط على الأقل بالنظر إلى عدم وجود مؤشرات تؤكد غياب أي تغيير في الأوضاع الاقتصادية والسياسية للدول العربية، حيث لا يزال المستثمر العربي يفضل الاستثمار في الأسواق المالية العالمية.

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية العربية نشأتها والعوامل المؤدية لنشأتها  
تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة، وظهرت الحاجة إلى إنشائها من أجل مواكبة الأحداث والتطورات العالمية فيما يخص الاقتصاد الحر، كما أن قيامها استند إلى عوامل عدة وهذا ما سنحاول إبرازه من خلال هذا المطلب.

## أولاً: نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدين لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان اللذان تم تأسيسهما بين العامين 1899 و 1920، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم تونس سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطويراً لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما، كما شهد النصف الثاني من السبعينات افتتاح بورصة للأوراق المالية عام 1977 في كل من الكويت والأردن، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988، وسلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989 وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، تم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع عام 1995 والذي شهد أيضاً افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام حوالي 15 عاماً، وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية، كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقاً لأسس قانونية حديثة<sup>1</sup>.

## ثانياً: عوامل إنشاء أسواق الأوراق المالية في الدول العربية

إن انتشار أسواق الأوراق المالية العربية والذي كان في مجال زمني ضيق جداً جاء لأسباب مختلفة منها:  
- تعاضم السيولة وخاصة في الدول المصدرة للبترول؛

- ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية، حركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات

المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي؛

<sup>1</sup> خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 263.

-توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وإنشاء شركات المساهمة؛  
-ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا ما تطلب ذلك الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة<sup>1</sup>؛  
-التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها.

### المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية

إن لأسواق الأوراق المالية العربية قاسما مشتركا فيما يخص المشكلات الرئيسية التي يمكن حصرها في الخصائص التالية:

1. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية : إن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من تدني الطلب على الأوراق المالية ويعود ذلك إلى عدة أسباب نذكر منها:
  - أ. انخفاض معدلات الادخار الفردي وعدم ثباته بسبب تدني الدخل النقدي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه؛
  - ب. عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب أو شركات الوساطة؛
  - ج. انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية وهو ما يتعلق بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات المالية، وكذلك ما يتعلق بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق<sup>2</sup>؛
  - د. ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق، ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد؛
  - ن. ضعف الفرص المتاحة للتنويع إذ تتسم جميع البورصات العربية بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواء

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2006، ص 194.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2003، ص 299.

للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول<sup>1</sup>.

**2. ضالة عرض الأدوات الاستثمارية :** تعاني الأسواق المالية العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال ويبرز ذلك من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق، ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي<sup>2</sup>:

أ. سيطرة النمط العائلي لشركات المساهمة في العديد من أسواق المال العربية ، مما يترتب عليه احتفاظ هذه الشركات بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة وهذا ما يحرم السوق من الإصدارات الجديدة من الأسهم ويجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية؛

ب. طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة ، حيث اعتمدت الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب فيها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول وقد انعكس ذلك في ضالة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية؛

ج. ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات فلقد كان أسلوب التوزيع قائماً على الاتصال الشخصي المباشر ، وذلك بسبب الافتقار إلى المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب؛

د. محدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

**3. قصور الأطر التشريعية والتنظيمية :** على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب والإجراءات التي اتخذتها الدول العربية في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها إلا أنها ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف ، ولعل أهمها غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم المكتملة لدوره مثل الشركات صانعة السوق والتي تعمل على تقليل حدة تقلبات الأسعار وتخفيض مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق، كما أن العديد من الدول العربية مازالت تفتقر إلى مؤسسات التسوية

<sup>1</sup> وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها ، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر ص03، متوفر على الموقع: Irefpedia. Com. Arab.uploads.2010.03. ، بتاريخ اضطلاع 2016/01/27.

<sup>2</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي الموحد لعام 2000، الإمارات العربية المتحدة، 2001، ص 182.

والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها حيث من شأن هذه المؤسسات العمل على تقليل المخاطر وزيادة سرعة التبادل.

**4. التقلبات الشديدة في الأسعار:** إن أسواق المال العربية لا زالت تعاني كغيرها من الأسواق الناشئة من شدة التقلبات في حركة الأسعار نتيجة اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم بدرجة أكبر من اعتمادها على الأرباح المحتجزة، ويترتب على هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي زيادة حدة التقلبات في ربحية السهم وقيمتها السوقية وبالتالي عدم تمكن المستثمرين من تغطية استثماراتهم ضد المخاطر وعدم كفاءة تسعير الأصول<sup>1</sup>.

**5. ارتفاع درجة تركيز التداول:** ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعود لهما ارتفاع درجة التركيز هما:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة؛
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لا سيما أسهم شركات القطاع العام<sup>2</sup>.

**6. غياب دقة الإفصاح وتدفق المعلومات:** تعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على ذلك ضعف الرقابة على شركات المساهمة وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعرض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمخزراتهم ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجه.

ولقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق العربية على الإشاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين<sup>3</sup>.

**7. ضآلة حجم السوق:** تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، باستثناء سوق مصر

<sup>1</sup> حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015، ص ص 81، 82.

<sup>2</sup> سليمان المندي، البورصات العربية.....وهن في مرحلة الشباب، ص 130.

[http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml\(08.03.2016\)](http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml(08.03.2016)).

<sup>3</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، مرجع سبق ذكره، ص 185.

فإن متوسط عدد الشركات المدرجة في كل سوق لا يتجاوز 75 شركة ويعتبر هذا العدد منخفضاً بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة والناشئة، ذلك أن متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة يصل إلى 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة إلى 740 شركة<sup>1</sup>.

8. تضارب وكثرة القوانين والتشريعات : هذا يؤدي إلى عدم استقرار في المناخ الاقتصادي وبالتالي المناخ الاستثماري للدول وذلك بين الدول وفي الدولة الواحدة ذاتها على مدى فترات زمنية متعاقبة.

9. الاضطرابات المستمرة في السياسات الاقتصادية المتبعة.

### المطلب الثالث: أسباب ضعف أسواق الأوراق المالية العربية

إن مظاهر وأسباب ضعف الأسواق المالية العربية تتحدد تبعاً لاختلاف الظروف الاقتصادية ، السياسية والاجتماعية في كل منها ويمكن إجمالها بشكل عام فيما يلي:

- الصغر النسبي لحجم المشروعات في المنطقة العربية وبالتالي سهولة تمويلها من قبل عدد قليل من الأفراد وأصحاب الدخل والثروات الكبيرة؛
- الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة ويبدو ذلك جلياً في حالة توسع الشركات الناجحة في نشاطاتها، حيث يفضل كبار المستثمرين الذين قدموا رأس المال الأصلي؛
- تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالسوق المالية في المدى الطويل وخاصة الفرد العادي الذي يخشى من توظيف مدخراته في الأوراق المالية؛
- توظيف بعض المصارف وشركات التأمين والاستثمار لجانب كبير من أموالها في الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى السوق المالية المحلية<sup>2</sup>؛
- تدني الوعي الاستثماري لدى المتعاملين وعدم كفاية الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي ومن ثم سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في هذا النشاط الاستثماري؛
- قلة المؤسسات التي تؤدي وظيفة الوساطة المالية مثل مصارف الاستثمار والمؤسسات المتخصصة أي وظيفة "صناعة الأسواق" في الأسواق الثانوية والتي يعد دورها مكملًا وحافزًا لاستمرار نشاط السوق المالية؛
- ضآلة الطلب على الأوراق المالية لأسباب عديدة منها انخفاض عائدها الصافي مقارنة بالفوائد التي توزعها المصارف أو الأرباح الناتجة عن الاستثمارات الأخرى البديلة؛

<sup>1</sup> سليمان المندي، البورصات العربية.....وهن في مرحلة الشباب، مرجع سبق ذكره، ص 131.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، ط1، لبنان، 1998، ص 30.

- قلة عدد شركات المساهمة والتي تعتمد عليها السوق المالية مقارنة بعدد الشركات الفردية وغيرها التي لا تفصل بين الملكية والإدارة ما يؤدي إلى محدودية العرض وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق بما يتناسب مع حاجة المتعاملين فيها<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الثاني من عقد الثمانينات سوى ست أسواق مالية هي أسواق مصر، المغرب تونس، الكويت، الأردن ولبنان إلا أنه وقبل أن ينقضي عقد الثمانينات شهدت المنطقة قيام سوق البحرين، سوق عمان، سوق بغداد في العراق إضافة لسوق الأسهم السعودي. كما شهد العقد الأخير من القرن العشرين تطورات هامة بخصوص إنشاء أسواق مال جديدة في كل من السودان، قطر، الجزائر، فلسطين، والإمارات وليبيا.

### المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية العربية لدول الفئات المالي

سوف يتم التطرق إلى أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في الاقتصاديات الحرة والتي تتمتع بفوائض مالية.

أولاً: سوق السعودية للأوراق المالية

#### 1. نشأة سوق السعودية للأوراق المالية

لقد مر إنشاء السوق المالي السعودي بثلاث مراحل أساسية وهذه المراحل هي:

▪ **المرحلة الأولى: البداية (1954- أوائل الثمانينات):** أهم ما يميز هذه المرحلة ما يلي<sup>2</sup>:

- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال الفترة من 1954م حتى 1975م أربعة عشر شركة برأس مال 1.8 مليون ريال؛

- حتى نهاية السبعينات كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوسطاء؛

- مع بداية عقد الثمانينات ارتفع حجم التداول مما أدى إلى زيادة كبيرة في مكاتب الوساطة وارتفاع في الأسعار، ولقد كانت أزمة المناخ بالكويت والنمو المفرط سببا في التفكير بوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

▪ **المرحلة الثانية: التنظيم ( أوائل الثمانينات حتى 2003):** أهم ما يميز هذه المرحلة ما يلي:

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983؛

<sup>1</sup> أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص 64.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 213.

- في 1983 صدر الأمر السامي بإنشاء لجنة رقابية وزارية للإشراف على السوق مكونة من وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي وبهذا تشكل هيكل السوق المالية السعودية؛  
- أصدرت مؤسسة النقد العربي في 1984 تعميماً مع وضع أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:  
• تشكيل لجنة الإشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد؛  
• قصر نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية.  
- في 1990م تم تطبيق أول نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسويات والمقاصة؛  
- وفي أكتوبر من عام 2001م تم إطلاق نظام "تداول" الذي أحدث قفزة نوعية وذلك بإدخال تقنيات جديدة.

### ■ المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية

- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/ 30) المؤرخ في 31 جويلية 2003 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري؛  
- تتكون الهيئة من مجلس مكون من خمسة أعضاء وب اشتر عماله منذ جويلية 2004 وتتمثل مهام الهيئة في:

- تنظيم المشاركين، وسطاء، مستثمرين، ومصدري الأوراق المالية وتكوين الجهاز التنظيمي لإدارة السوق؛
- تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية؛
- تنظيم وطرح وإدراج وتداول الأوراق المالية؛
- وضع آليات المتابعة والتقاضي والتنفيذ<sup>1</sup>.

2. شروط ومتطلبات الإدراج: يتم إدراج أسهم الشركات المساهمة السعودية في السوق إذ توفر فيها ما يلي<sup>2</sup>:

- أن تكون شركة مساهمة عامة، وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي؛

<sup>1</sup> رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس الجزائر، 2009، ص 102.  
<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 214.

- فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس ، فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين مدة كل منهما اثني عشر شهرا من تأسيس الشركة أو من تاريخ قرار تحويلها إلى شركة مساهمة؛
- أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا به صورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها.

## ثانيا: سوق البحرين للأوراق المالية

### 1. نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

يعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956 بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو البنك البحريني الوطني والذي بدأ نشاطه في 1957، وتابعه إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية التجارية الخدمية والصناعية في البلاد خلال عقدي الستينات والسبعينات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينات الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي- سوق اللؤلؤة- لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين، كما عجز أن تعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة ، وذلك لافتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية. كما أن التعامل مع مؤسسة التمويل الدولية وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق للأوراق المالية في البحرين، جاء بنتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع إستراتيجي بحكم كونها مركزا ماليا إقليميا ودوليا ، وبدأ التداول الرسمي في السوق البحريني بتاريخ 19 جوان 1989<sup>1</sup>.

### 2. متطلبات الإدراج في سوق البحرين للأوراق المالية: متطلبات الإدراج داخل بورصة البحرين هي<sup>2</sup>:

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة سنتين على الأقل؛
- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 500.000 دينار أو ما يعادلها بالعملات الأخرى؛
- أن لا يقل عدد الأسهم عن 500.000 سهم؛
- أن لا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم؛
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنتين السابقتين لطلب الإدراج؛

<sup>1</sup> رمضان علي شراح، مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاوني الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها ، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001، ص 21.

<sup>2</sup> قرار مدير سوق البحرين للأوراق المالية رقم ( 20 ) لسنة 2001، متوفر على موقع بورصة البحرين: [www.bahrain.bourse.net](http://www.bahrain.bourse.net) بتاريخ إضطلاع 2016/03/08.

- أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية وأن تلتزم باتفاقية الإدراج الصادرة عن البورصة.

ثالثاً: سوق الكويت للأوراق المالية

### 1. نشأة سوق الكويت للأوراق المالية

سوق الكويت للأوراق المالية أو بورصة الكويت الرسمية هو سوق لتداول الأسهم بشكل رسمي ويتضمن خمسة أسواق وهي السوق الرسمي، السوق الموازي، سوق الكسور، سوق الخيارات، السوق الآجل، تم تأسيس السوق بعد إصدار قانون تنظيم التداولات المالية في أكتوبر 1982، لكنه خضع للعديد من التعديلات أهمها في العامين 1983 و 1984، وهو بذلك يكون أقدم سوق للأوراق المالية في منطقة الخليج العربي كما أنه يعتبر أحد كبريات البورصات وأكثرها أهمية عالمياً.

### 2. شروط الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية

صدر القرار رقم (01) لسنة 1993م من لجنة السوق بشأن شروط قيد وتداول أسهم الشركات المساهمة في السوق حيث نصت المادة رقم (02) على أنه يجب أن تتوفر الشروط التالية في الشركات المساهمة التي تتقدم بطلب الإدراج في السوق<sup>1</sup>:

- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن مليون دينار كويتي أو ما يعادلها من العملات الأجنبية؛  
- أن تكون الشركة قد استوفت الشرط الزمني لتداول أسهمها وفقاً لقانون الشركات التجارية في بلد التأسيس؛

- أن توافق الجمعية العامة للشركة على تقديم طلب إدراجها في بلد التأسيس؛

- يجب أن لا تكون الشركة قد تكبدت خسائر خلال آخر سنة مالية ما لم ترى لجنة السوق مبرراً

لاستثنائها من هذا الشرط؛

- على الشركة إعداد نشرة تمهيدية للتعريف عن تاريخها وأوضاعها المالية وفقاً للنموذج المعد من قبل

إدارة الشركات في السوق على أن تكون معتمدة من مراقب الحسابات؛

- يبدأ تداول أسهم الشركة بالقيمة الدفترية أو بالقيمة التي يتم تحديدها من قبل جهة متخصصة وفقاً لما

تراه لجنة السوق؛

- أن توقع الشركة تعهداً بالالتزام بكافة القواعد المعمول بها في السوق وبسداد رسم القيد والاشتراك

السنوي في حالة الموافقة على طلب الإدراج.

<sup>1</sup>قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 51، 52.

رابعاً: سوق الإمارات العربية للأوراق المالية

### 1. إنشاء سوق الإمارات العربية للأوراق المالية

تنشأ الدولة أسواقاً لتداول الأوراق المالية والسلع وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة. ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله بقرار من السلطة المحلية المختصة على أن لا يكون من بين أعضائه عضواً في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة أو أن يكون وسيطاً مالياً ، ويخضع أعضاء مجلس إدارة السوق للأحكام القانونية، ويلتزم مدير عام السوق ونائبه وكل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطياً لدى هيئة الأوراق المالية والسلع ، ويمارس مجلس إدارة السوق الاختصاصات التالية:

- تعيين مدير عام للسوق ونائبه؛

- وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته والنظام الداخلي وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية؛

- المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع بما يضمن العدالة بين المتعاملين؛

- رفع التقارير والبيانات إلى هيئة الأوراق المالية والسلع وإصدار البيانات الضرورية لضمان الشفافية في

المعلومات والإفصاح<sup>1</sup>.

### 2. شروط الإدراج في سوق الإمارات العربية للأوراق المالية: تكون شروط إدراج الأوراق المالية لشركات

المساهمة للتداول في سوق الإمارات للأوراق المالية وفق التصنيف التالي، على أن يقرن اسم الشركة المدرجة بفئة تصنيفها في كافة الدول<sup>2</sup>:

• **الفئة الأولى:** تتطوي على الشروط التالية:

- تكون الشركة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة؛

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين صدرت عنهما ميزانيتها مدققتان؛

- أن تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة بالإدراج؛

- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 25 مليون درهم أو 35% من رأس المال المكتتب فيه أيهما أعلى؛

- تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدر الشركة متساوية ولا تقل عن

رأس المال المدفوع عند تقديم طلب الإدراج؛

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 219.

<sup>2</sup> رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مرجع سبق ذكره، ص 111.

-تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

• **الفئة الثانية:** تصنف الشركة من هذه الفئة عندما لا يتوفر فيها شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى التي يقررها المجلس من حين لآخر ،أما بالنسبة لشروط قيد الوسطاء في السوق فهي :

- أن يكون شخصا اعتباريا مؤسسا داخل الدولة؛
- أن يكون عقد الشركة مكتوبا باللغة العربية وموثقا أمام الجهات الرسمية؛
- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 30 مليون درهم ؛
- يقدم لصالح المقاصة كفالة مصرفية بمبلغ لا يقل عن 20 مليون درهم كحد أدنى.

### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية العربية لدول العجز المالي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى البورصات التي تعاني من العجز المالي في ظل الحرية الاقتصادية. أولاً: سوق عمان للأوراق المالية.

#### 1. نشأة سوق عمان للأوراق المالية

بدأ إنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن في أوائل عقد الثلاثينيات ، وكان البنك العربي أول هذه الشركات حيث تم تأسيسه عام 1930 تلا ذلك تأسيس شركة التبغ والسجائر عام 1931 ثم شركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951، ونظرا لغياب سوق منظم كان التداول بأسهم هذه الشركات يتم من خلال مكاتب غير متخصصة.

ولقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات أو السندات الحكومية إلى التفكير جديا بإنشاء سوق للأوراق المالية، ولقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق ولتحقيق ذلك أعد البنك المركزي الأردني دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ، وقد بينت الدراسات أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع المساهمة في هذه الشركات على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة وأن من المتوقع لها أن تساهم في التطور الاقتصادي وتعزيز نشاطه.

ونتيجة لذلك تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم ( 31 ) لسنة 1976م وضمن هذا الإطار تم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16 مارس 1977<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، مرجع سبق ذكره، ص 05.

## 2. شروط ومتطلبات الإدراج في سوق عمان للأوراق المالية : لإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة

الأردنية في السوق النظامي عليها أن تتوفر على ما يلي<sup>1</sup>:

- يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي؛

- تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر؛

- لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس

المال المدفوع؛

- تقدم الشركة القوائم المالية الختامية وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛

- يكون قد تم تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق

الموازي.

### ثانيا: سوق تونس للأوراق المالية

#### 1. نشأة سوق تونس للأوراق المالية

بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس عام 1937، حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل

عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري وكانت هذه المعاملات من مسؤولية البنوك المرخصة ،

واستمر العمل بذلك حتى عام 1945 حينما حل الديوان التونسي للقيم المنقولة وهو عبارة عن جمعية من

المصارف المحلية محل غرفة المقاصة وأصبح من الضروري أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية

الأوراق المالية عن طريق الديوان، وفي عام 1969 صدر قانون رقم (13) والقاضي بإنشاء بورصة القيم

المنقولة والتي استمر العمل بها حوالي 20 عاما حتى صدر قانون رقم (49) عام 1989 بإحداث بورصة

الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صيغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية

والاستقلال المالي وتخضع لأحكام المجلة التجارية (القانون التجاري) ويشرف عليها وزير المالية<sup>2</sup>.

#### 2. شروط الإدراج في سوق تونس للأوراق المالية : يتطلب الإدراج في بورصة تونس أن تتوفر في

الشركة الشروط التالية<sup>3</sup>:

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليهم؛

- تسجيل الشركة أرباح خلال السنتين الأخيرتين؛

<sup>1</sup> رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مرجع سبق ذكره، ص 118.

<sup>2</sup> ويكيديا الموسوعة الحرة ، تقديم بورصة تونس على موقع البورصة التونسية: [www. Tunisie\\_bourse.com](http://www.Tunisie_bourse.com) بتاريخ اضطلاع 2016/03/08.

<sup>3</sup> موقع البورصة التونسية على الموقع: <http://www.bvmt.com.tn/ar/documentation/market-infos/view=listing-requirements> بتاريخ 2016-03-08.

-توزيع الأسهم على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد؛

-تقديم تقرير لقيم أصول الشركة؛

-توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد؛

-تقديرات أنشطة الشركة لمدة 5 سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات؛

-نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.

### 3. الإطار التنظيمي لسوق تونس للأوراق المالية: تتكون سوق تونس للأوراق المالية مما يلي:

أ. هيئة السوق المالية: هي جهاز إداري مستقل مكلف بتنظيم أسواق الأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة ورقابتها وحماية الادخار المستثمر في شكل قيم منقولة ومنتجات مالية قابلة للمفاوضة في البورصة.

ب. بورصة الأوراق المالية بتونس: هي شركة خفية الاسم يشارك فيها بالتساوي الوسطاء في البورصة وتتمثل مهمتها الأساسية في التسيير التقني لسوق الأوراق المالية والبت في إدراج الشركات.

ج. الشركة التونسية مابين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية: وهي شركة خفية الاسم يشارك فيها الوسطاء في البورصة مهمتها القيام بعمليات إيداع الأوراق المالية وتسوية العمليات المنجزة فهي تؤمن عملية الدفع مقابل التسليم<sup>1</sup>.

### ثالثا: سوق الدار البيضاء للأوراق المالية

#### 1. نشأة سوق الدار البيضاء للأوراق المالية

تأسست بورصة الدار البيضاء في 07 نوفمبر 1929م وهي السوق المالية في المغرب وتعتبر الأولى على مستوى الدول المغربية من حيث حجم التداول والسادسة عربيا ، ومنذ إنشائها مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل هي كما يلي<sup>2</sup>:

أ. المرحلة الأولى: إنشاء مكتب التصفية للقيم المنقولة حيث تتم عملية التداول بالمقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركة المغربية.

ب. المرحلة الثانية: تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح تسعير القيم المنقولة.

ج. المرحلة الثالثة: والتي تبدأ من عام 1967 حيث صدر المرسوم المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر في علم 1992 وكذلك قانون السندات

<sup>1</sup> رشيد هولي، مدى فعالية أسواق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، ص 32.

<sup>2</sup> الهندي خليل، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 251.

لعام 1941 والذي لا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف.

كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل لها كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها إلى أحد العملات المحددة من عمليات الصرف والمباةة إلى بنك المغرب.

**2. شروط ومتطلبات الإدراج في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية:** يشترط القانون من الشركة التي تطلب الإدراج في بورصة الدار البيضاء الآتي<sup>1</sup>:

- أن لا يقل رأس مالها المدفوع عن درهم وأن تعرض على الجمهور ما لا يقل عن 20% من الأسهم التي تمثل رأسمالها؛

- أن تكون قد أعدت الحسابات السنوية لثلاث سنوات مالية سابقة لطلب الإدراج في البورصة؛

- بالنسبة للشركات الأجنبية يمكن أن تدرج في بورصة الدار البيضاء بشرط الحصول على موافقة سابقة من الوزير المكلف بالمالية؛

- التقيد بالأنظمة والقوانين المطبقة على الشركات المدرجة في البورصة؛

- ضرورة اضطلاع مجلس القيم المنقولة على كل مخالفة يتم ارتكابها أثناء مزاولة مهمتها ويجوز للشركة المسيرة كذلك أن ترخص تسعيرة واحدة أو أكثر من القيم المنقولة (الأسهم)؛

- تنظيم المقاصة وتسليم السندات المطلوبة.

**رابعاً: سوق مصر للأوراق المالية**

**1. نشأة سوق مصر للأوراق المالية**

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم إذ تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883 تم تبعتها بورصة القاهرة عام 1898.

أ. المراحل التي مرت بها سوق مصر للأوراق المالية : ارتبطت هذه المراحل أساساً بالفلسفة الاقتصادية السائدة التي تباينت بين الحرية الاقتصادية والتخطيط الاقتصادي الشامل وهذه مراحل هي:

■ **المرحلة الأولى (من 1883-1958):** تميزت هذه المرحلة بتأسيس السوق التي اتصفت بالمحدودية والضخالة في البداية غير أنه سرعان ما بدأت في الانتعاش مع صدور لائحة البورصة بموجب أمر عالي عام 1907، غير أنه مع الحربين العالميتين الأولى والثانية شهدت سوق الأوراق المالية المصرية ركوداً

<sup>1</sup>قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، مرجع سبق ذكره، ص79.

حادا استمر خلال سنين الحرب ولم يعد لها الانتعاش إلا بعد ذلك، حين بدأ القطاع الخاص في الانتعاش وتزايد حاجة الشركات للأموال لجأت إلى تدبيرها من السوق المالية كما ساهمت الحرب الكورية في تزايد نشاط السوق المالي المصري سنة ( 1951 ) بسبب تزايد الطلب على القطن الذي أدى إلى ارتفاع أرباح الشركات ومن ثم ارتفاع أسعار الأسهم بالإضافة إلى ذلك فقد صدرت عدة قوانين بقيام الثورة عام 1952 من حكومة الثورة للقطاع الخاص بإنشاء شركات المساهمة وتحرير الموارد المالية.

■ **المرحلة الثانية (من 1959-1973):** شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث في سوق الأوراق المالية المصرية وتمثلت أهمها فيما يلي:

- صدور قانون رقم (07) في جانفي 1959 والذي تم بمقتضاه تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين بحيث لا تتجاوز 10% مما أدى إلى انكماش سوق التداول وضعف العائد، بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدول.

- إجراءات التأميم التي كرس التحول للاتجاه الاشتراكي في إدارة الاقتصاد المصري وذلك ابتداء من سنة 1960م بصدور القانونين رقم (93) و (40) في فبراير سنة 1960م بشأن تأميم كل من بنك مصر والبنك الأهلي، وقد عقب ذلك صدور قوانين يوليو عام 1961 بتأميم الشركات مما أدى إلى تأميم أكثر من 95% من النشاط الاقتصادي وقد صاحب هذه القوانين إجراءات المصادرة ونزع الملكية وفرض الحراسة الأمر الذي أصاب السوق المالي المصري بالشلل حيث انخفض حجم التداول إلى 9.1 مليون جنيه بعد أن كان حجمه 43.9 مليون جنيه عام 1958<sup>1</sup>.

■ **المرحلة الثالثة (من 1974 - 1990):** بدأت هذه المرحلة بسياسة الانفتاح الاقتصادي بصدور مجموعة من القوانين والقرارات بهدف تنمية سوق المال بمصر منها<sup>2</sup>:

- قانون رقم (43) لسنة 1994 بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق ومنح هذا الأخير إعفاءات ضريبية تتراوح من 05 إلى 10 سنوات؛

- قرار وزير الاقتصاد والتعاون الدولي رقم ( 318 ) لعام 1977 لتنظيم تعامل سماسرة الأوراق المالية لبورصتي القاهرة والإسكندرية في الأوراق المالية الأجنبية؛

- القرار الجمهوري رقم (520) لعام 1979م بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال؛

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحوط الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويره مرجع سبق ذكره، ص ص 474-478.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية : أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2006، ص 69.

-القانون رقم (121) لعام 1981 بشأن التعديلات العامة للبورصات؛

-القانون رقم (159) لعام 1981 بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة.

■ **المرحلة الرابعة ( من عام 1991):** تبلورت في هذه المرحلة السوق المصرية في صورتها الحالية بفضل الجهود التي بذلت قصد الإصلاح الاقتصادي مند عام 1991م للوصول إلى خلق بيئة اقتصادية مستقرة وذلك بتخليص الاقتصاد المصري من بعض الاختلافات كارتفاع معدلات التضخم ، معالجة عجز الموازنة هذا وقد صدر لتحقيق هذه الأهداف العديد من التشريعات منها:

-قانون قطاع الأعمال العام رقم (203) لسنة 1991 الذي عمل على حل مشاكل شركات القطاع العام والتحول إلى القطاع الخاص؛

-القانون رقم (08) لسنة 1997 بشأن ضمانات وحوافز الاستثمار مما أدى إلى تنشيط الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية؛

-قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992م الذي شكل أساس وجوهر البنية التشريعية للسوق وتشكلت بموجبه مؤسسات السوق وأدواته الراهنة مما ساهم بفعالية في عملية تطوير السوق وأحيائه بصورة حقيقية.<sup>1</sup>

**2. شروط الإدراج في سوق مصر للأوراق المالية:** يشترط لقبول وقيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية توافر الآتي<sup>2</sup>:

-أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسون ألف جنيه ، أن تكون الأسهم في صكوك من فئة الخمسة أسهم أو مضاعفاتها بحيث لا تتجاوز ألف سهم في الصك الواحد؛

-أن تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام وإلا فيجب أن تقدم ثلاث ميزانيات مرضية عن ثلاث سنوات متتالية سابقة لطلب القيد ، أن يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل وأن لا يقل المدفوع في حالة تقسيط قيمة الأسهم عن ربع تلك القيمة؛

-لا يقيد في البورصة إلا سندات الشركات التي قيدت أسهمها بالبورصة فعلا ، والحكمة من ذلك هو أن أسهم الشركة عند قيدها تكون قد مرت بمرحلة فحص كبير من اللجنة وتم القبول؛

<sup>1</sup>عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحوط الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويره، مرجع سبق ذكره، ص 484.

<sup>2</sup>عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 306، 307.

- أما إذا كانت هذه السندات خاصة بشركة أجنبية فيطلب توافر الشروط التالية:
- أن تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة؛
  - أن لا تقل قيمته الاسمية بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه واحد بالتقريب؛
  - أن تكون لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية أيضا ، يجوز قبول أسهم الشركات الأجنبية بنفس الشروط السابقة.

### المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية القائمة (الجزائر)

نتناول في هذا المطلب سوق الأوراق المالية الجزائرية و الموجودة في اقتصاد يغلب فيه القطاع العام وهي بورصة قائمة منذ 1993.

أولاً: سوق الجزائر للأوراق المالية

#### 1. نشأة سوق الجزائر للأوراق المالية

لقد مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية:

#### أ. المرحلة الأولى: من (1990-1992)

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى مؤسسة القيم المنقولة (SVM) وتقريباً هي تمارس نفس الوظائف المشهودة في البورصات وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ 320.000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة ، وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

مرسوم تنفيذي رقم (169) الصادر في 21 ماي 1991 يشمل تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

مرسوم تنفيذي رقم 91/177 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف

شركات رأس المال<sup>1</sup>.

#### ب. المرحلة الثانية: من (1992-1998)

شهدت هذه المرحلة إصدار تشريعات جديدة أهمها المرسوم التشريعي 10/93 الصادر 25 ماي

1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والتي كانت كإجراءات لما آلت إليه شركة القيم المنقولة SVM

نتيجة:

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص ص 227، 228.

-ضعف رأس مالها الاجتماعي والذي رفع إلى 932.000 دج في 08 فيفري 1992م؛

-نقص الخبرة في مجال المعاملات في الأوراق المالية؛

-الغموض الذي ميز دور هذه الشركة فتحوّلت هذه الشركة إلى بورصة الأوراق المالية التي تقرر

إنشائها وفق المرسوم رقم 10/93 مقرها بالجزائر العاصمة يتم فيها عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة وحدد هذا المرسوم مختلف الهيئات المشرفة عليها وهي:

• لجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة؛

• شركة تسيير بورصة القيم؛

• الوسطاء في عمليات البورصة.

### ج. المرحلة الثالثة: من 1999 إلى يومنا هذا

وتبدأ من افتتاح بورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية بتاريخ 13 سبتمبر 1999م، وهذه الانطلاقة

التي أجلت عدة مرات بسبب قلة الشركات المرشحة للتسجيل في إتمام إجراءات التقييد بالإضافة إلى

عوامل أخرى كنقص الثقافة الادخارية، قلة المختصين في هذا المجال وقد قيدت بها أربعة شركات هي الأوراس، صيدال رياض سطيف وسنطراك بثلاث أسهم للشركات الأولى وسند واحد بالنسبة لسنطراك<sup>1</sup>.

**1. شروط الإدراج في سوق الجزائر للأوراق المالية** : إن شروط الالتحاق ببورصة الجزائر بالنسبة للمؤسسات العمومية هي نفسها بالنسبة للمؤسسات الخاصة فعليه أن تتوفر على الشروط التالية<sup>2</sup>:

أ. شروط خاصة بالقيم محل الطلب: وهي:

-لابد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركات ذات أسهم؛

-لابد من تحديد قيمة كل سهم؛

-القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند

إليها مقبولة في التسعيرة؛

-الأسهم المعروضة يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في

البورصة؛

-القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

ب. شروط خاصة بالمؤسسات محل طلب الإدراج : وتتمثل في:

<sup>1</sup> موقع البورصة الجزائرية: [www.alger.bourse.com](http://www.alger.bourse.com) بتاريخ إضطلاع 2016/03/08.

<sup>2</sup> بلال شيخي، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مركز البصيرة للبحوث والاستثمارات والخدمات التعليمية، العدد 12، الجزائر، 2006، ص ص 119، 120.

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار؛
  - إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
  - نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
  - تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
  - أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛
  - تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
  - أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية للهيكل التنظيمي لها.
2. الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما<sup>1</sup>:
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- شركة تسيير القيم المنقولة وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، يتمثل رأس مالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس مال هـ ذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة.

### المبحث الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من تمتع أسواق الأوراق المالية العربية بإمكانيات كبيرة للتطور إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها هذا الاختلاف زاد من حدة العوائق التي تواجه نمو هذه الأسواق ، ولعل من أهم المعوقات التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية نجد معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي وأخرى تتعلق بالأطر التشريعية الهيكلية والتنظيمية، إضافة إلى معوقات تتعلق بعقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

المطلب الأول: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية.

#### أولا: معوقات تنظيمية

يمكن تلخيص أهم هذه المعوقات فيما يلي<sup>2</sup>:

- تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها ، إذ يلاحظ بأن بعضها لازالت في بدايتها في حين هناك مجموعة من الأسواق العربية قد أسست منذ بداية القرن الماضي؛

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص ص 229، 228.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسى، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتب للنشر والتوزيع، ط1، مصر، 2003، ص ص 74، 73.

-عدم وجود أسواق أوراق مالية منظمة لدى العديد من الدول ، فعلى الرغم من توفير الأدوات المالية إلا أن هذه الدول لازالت تفتقر إلى وجود سوق منظمة للأسواق المالية كما هو الحال لدى بعض دول مجلس التعاون الخليجي والدول العربية التي كانت تعطي دورا كبيرا للقطاع العام؛

-عدم تنوع الأدوات المالية العربية حيث تكاد الأسهم أن تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية؛

-وجود عقبات تشريعية تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية ، حيث لا تسمح التشريعات التي تحكم عمل البورصات العربية إمكانيات الربط بين هذه البورصات كالإدراج المشترك للأسهم بين هذه البورصات.

### ثانيا: معوقات تشريعية

#### تتمثل هذه المعوقات فيما يلي:

-قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة(أسهم عادية، سندات)؛

-افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين؛  
-وجود بعض القواعد والنظم الخاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية لا تتلاءم مع مثيلاتها في البورصات الأخرى<sup>1</sup>؛

-تعاني معظم الأسواق العربية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة ما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها،فهناك من الأسواق التي لم تشهد إلى اليوم صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفقات المشبوهة؛

-بعض الأسواق العربية مازالت تفتقر إلى آلية الرقابة والإشراف على التداول واكتشاف أي خلل أو انحراف كالحصول على بيانات بطرق غير شرعية وتسريب معلومات أو إشاعات خاطئة<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 190.

<sup>2</sup> حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية للدول العربية في التنمية الاقتصادية ، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة سطيف، الجزائر 2004، ص ص 13، 14.

-تقتصر التشريعات في الدول العربية على إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية فيما بينها ، ولكن بعض التشريعات في بعض هذه الدول تمنع رعايا الدول العربية الأخرى من شراء الأسهم وامتلاكها حيث مازالت تفرض بعض القيود على الاستثمار الأجنبي؛

-انعدام التنسيق بين مختلف التشريعات الخاصة بالأسواق المالية في الدول العربية مما يحد من قدرة هذه الأسواق على التكامل والترابط فيما بينها<sup>1</sup>.

### ثالثاً: معوقات هيكلية

#### وتتمثل هذه المعوقات فيما يلي<sup>2</sup>:

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عمليات التنمية الاقتصادية ؛
- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل؛
- تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية؛
- عدم توافر المعلومات المجمعّة عن البورصات العربية ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها؛
- قصور دور شركات الوساطة على الأسواق المحلية.

#### المطلب الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي

تتمثل المعوقات المرتبطة بالجانب الاقتصادي فيما يلي:

#### أولاً: ضيق نطاق السوق

- يمكن الاستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها من خلال حجم السوق وعدد الشركات المدرجة في البورصة وسيولة البورصة والملاحظ على أسواق الأوراق المالية العربية على أنها<sup>3</sup>:
- تتصف بصغر حجم رأس المال السوقي ، والذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخر يوم تعامل وانخفاض نسبها إلى الناتج المحلي والإجمالي؛
- قلة عدد الشركات المدرجة فيها؛

-ضعف السيولة وبيورز ذلك واضحاً من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً وعدد أيام التداول في السنة، ويرجع ضعف التداول أساساً إلى ضعف الادخار ومنه ضعف الطلب.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 260.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسى، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص 74.

<sup>3</sup> الغزالي، عيسى محمد، خصائص أسواق الأسهم العربية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد 80، فيفري 2009، ص ص 03-05.

ثانيا: ضآلة العرض والطلب

وتعود ضآلة العرض والطلب إلى العناصر التالية :

1. انخفاض معدلات الادخار: يعود انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية إلى ضعف دخل الفرد مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار ، إضافة إلى ذلك انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثير من المستثمرين ، و إن التباين في مستوى دخل الفرد بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا واضحا بين الدول العربية النفطية وبين الدول العربية غير النفطية.
2. ارتفاع سعر الفائدة: يعتبر سعر الفائدة محدد من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.
3. قلة الانفتاح على الخارج: لعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة على كامل الدول العربية اثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق العربية وبلقالي عدم فتح مجال للاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.
4. ضآلة الفرص المتاحة للتنوع في البورصات العربية: إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم أما أسواق السندات فلا تزال في مراحلها الأولى.
5. عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق بالأسواق المالية العربية حي ث تؤدي دورا إزدواجيا كأن تفرض ضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة وضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها.
6. انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.
7. التقلبات الشديدة في الأسعار التي تتصف بها أسواق الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر ، فيغم تحديد معظمها للهامش المسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية ، إلا أن حركة الأسعار العشوائية والتي ترجع إلى اعتماد البورصات العربية على التمويل من المصادر الخارجية مثل القروض وإصدار المزيد من الأسهم هو من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في القيمة السوقية للسهم.
8. ارتفاع درجة تركب التداول الذي تعاني منه كافة البورصات العربية وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها وانخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص ص 269،270.

<sup>2</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 191.

المطلب الثالث: قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية

وتتمثل في ضعف أو قلة المؤسسات المالية التي تشكل الإطار المؤسسي الذي تعمل من خلاله البورصات العربية ومن أهمها<sup>1</sup>:

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بمهام الترويج وتسويق الإصدارات الجديدة؛

- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق التي تضطلع بمهمة تحقيق توازن منتظم ومستمر بين عرض الأوراق المالية والطلب عليها؛

- عدم كفاءة وقدرة السماسرة في إعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية وعدم إلهامهم بمهنة السمسرة وفن التعامل بالأوراق المالية؛

- عدم توافر الوعي الاستثماري بين المتعاملين مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري؛

- قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح المالي عن المعلومات المالية للشركات.

المطلب الرابع: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية ومشكلة هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج

أولاً: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من نقاط ضعف أو قيود متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق وبالتالي تحد من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، ويمكن تصنيف هذه القيود إلى ما يلي<sup>2</sup>:

1. قيود معلوماتية: وتتلخص فيما يلي:

- ضعف الإفصاح المالي وعدم وجود تحليل فني واقتصادي مستقبلي؛

- انخفاض الوعي الاستثماري وخاصة لدى الأفراد ووجود اعتبارات دينية تعوق توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية وذلك فيما يتعلق بتنوع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كالسندات؛

- المغالاة في تقدير المراكز المالية؛

- عدم توفير شبكة المعلومات على أسس تنبؤية وليس مجرد عرض البيانات والمؤشرات بل لابد من

توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة أو تنمية البورصة مستقبلاً؛

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 75،76.

<sup>2</sup> يوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص ص 264،265.

-نقص نظام المعلومات بالبورصات وغياب مراكز دعم القرارات؛

-عدم دراسة السوق المحلي وتحديد صفاته وخصائصه سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو للشركات.

## 2. قيود تنظيمية: وتتلخص فيما يلي:

- ضعف الهياكل التنظيمية واعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات؛

-غياب التخطيط الإستراتيجي للبورصات العربية؛

-غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار؛

-تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجة لتباين الثقافات العربية وتأثيرها على البورصات كل ذلك

يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات العالمية؛

-عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.

## ثانيا: مشكلة هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج

تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار

التموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70% يتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي

والإعانات مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة، ارتفاع الأسعار وضعف الإنتاج وأنه

يوجد ما يقارب 800 حتى 2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية

الأجنبية خاصة الأمريكية منها وتعود أسبابها إلى العوامل التالية:

-تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة؛

-عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالا كاملا في تحقيق مستوى من

التنمية؛

-انتشار الفساد الإداري والمالي وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية؛

-هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي؛

-غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور والقوانين وعدم

التصريح قانونيا بالحماية التشريعية للمستثمر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص192.

## المبحث الرابع: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، وأمام هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتفعيل بعض أسواقها وتطوير بعض منها، إذ أن تفعيلها وتطويرها يساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية وخلق أسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية، وقصد تحقيق ذلك نجد آليات ومقترحات لتفعيل وتأهيل أسواق الأوراق المالية العربية، وهذا ما سنحاول إبرازه في هذا المبحث.

## المطلب الأول: آليات التفعيل والمتعلقة بالبعد التشريعي والتنظيمي

## أولا: تعزيز الدور الرقابي للسوق

اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص، وفي هذا الجانب تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى إعادة هيكلة السوق والتي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد والأحكام التي تنظم تداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ السجلات ووثائق الملكية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ نهاية عام 2000 سبعة أسواق وهي الأردن ومصر وعمان، تونس، المغرب، الجزائر، الإمارات أما في بقية الدول العربية فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا.

## ثانيا: تعزيز الشفافية والإفصاح

أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، ومن جانب السوق اتسع نطاق التعليمات والمعلومات والبيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها تشمل مثلا المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتدي المهن، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، وفي هذا الجانب تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية، أسبوعية شهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية وأيضا نشر بيانات معلوماتها في شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية.

ومن جانب آخر أولت هذه الأسواق اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها، بالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم الشركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية<sup>1</sup>.

### ثالثا: مكنة أنظمة التداول

اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، زيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين وقد نتج عن ذلك استحداث أنظمة التداول الآلي المتطورة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة كما اتجه بعض من هذه الأسواق وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

### المطلب الثاني: آليات التفعيل ذات البعد الاقتصادي

أولا: ترقية عرض الأدوات المالية: لترقية هذا الجانب يقترح ما يلي:

-تنوع أدوات الاستثمار خاصة فيما يتعلق بأوراق الملكية من خلال تشجيع الإصدار و التعامل بالأسهم الممتازة لتحقيق ضمانات أكبر للمستثمرين؛

-الاستمرارية في ترقية الإصدارات الخاصة بأوراق الدين في البورصات العربية؛

-توسيع إدراك الشركات عبر تسهيل معايير القبول في السوق الأولي، وذلك من خلال القضاء علي

الإجراءات البيروقراطية، توسيع نطاق الإدراج في البورصة للشركات الخاصة المؤهلة لهذه العملية ووضع

قوائم للشركات القابلة للخصخصة مع تقييم مطابق إلى أقصى درجة للواقع؛

-تحقيق الاندماج بين الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع مع فتح رأس مال بعض الشركات أمام

الشركات الأجنبية التي تمتلك خبرات واسعة في القطاعات التي تنتمي إليها؛

-إنشاء أسواق ثانوية تسمح بإدراج القيم غير المقبولة للإدراج في السوق الأولي.

### ثانيا: تشجيع الاستثمار الأجنبي

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار هدفت

في مجملها إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وأيضا إلى تغطية

الاحتياجات التمويل المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق، وفي هذا الإطار عملت الدول

العربية على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 299، 300.

ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين تضم المجموعة الأولى الدول التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر، المغرب، الأردن، الجزائر ولبنان، أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، ففي تونس يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

وفي السعودية والكويت يسمح للأجانب الاستثمار في الأسهم عبر صناديق الاستثمار، وفي الإمارات يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الاستثمار، كما أجاز قانون الشركات للأجانب بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد على 49% في حال سمحت الأنظمة الداخلية للشركات بذلك، وفي عُمان يسمح للأجانب بتملك الأسهم في الشركات حديثة الإدراج وتصل نسبة التملك إلى 49% وإلى 100% لبعض الشركات، وفي البحرين يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100% إن رأى أن في ذلك مصلحة للاقتصاد الوطني، وفي قطر يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 25% من أسهم الشركات المساهمة العامة وذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات باستثناء شركات البنوك والتأمين<sup>1</sup>.

### ثالثاً: التوسع في برامج الخصخصة في الدول العربية

تكمن أهمية الخصخصة في هذا الشأن إلى وجود علاقات متبادلة بين الخصخصة وأسواق الأوراق المالية بحيث يعزز كل من هذين النشاطين الآخر من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية النهائية فوجود سوق نشيط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتوافر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد في تحقيق الأهداف النهائية لبرامج الخصخصة، ومن جهة أخرى تشكل الخصخصة حافزا فعالا لتطوير إصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها لاستثمارات الحافظة إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حاليا في أسواق مالية أجنبية، وتقدر حصيلة الخصخصة الإجمالية في الدول النامية 346 مليار دولار في سنوات الألفين بينما بلغة هذه الحصيلة في الدول العربية نحو 17.5 مليار دولار أمريكي خلال نفس الفترة، ويلاحظ أن هذه الحصيلة ارتفعت بصورة متصاعدة سنة بعد أخرى وعليه فبرامج الخصخصة في الدول العربية تعد من المؤشرات الإيجابية للنهوض بمستقبل أسواق رأس المال العربية<sup>2</sup>.

### رابعاً: العمل على تنشيط سوق السندات في البورصات العربية

تشكل السندات نحو 70% من حجم التعامل في أغلب أسواق المال في العالم إلا أن سوق السندات في البورصات العربية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة الهامة على الرغم من الاتفاق على أن

<sup>1</sup> المرجع نفسه ، ص301.

<sup>2</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، مرجع سبق ذكره، ص ص 66، 67.

سوق السندات قد تفوق أهمية سوق الأسهم في خلق حركة نشطة داخل السوق وذلك في السنوات الأولى من عمر السوق حيث تتزايد الممارسات غير الأخلاقية، فالسندات تتميز بالعائد المعروف مسبقا بالإضافة إل ضآلة المخاطر حيث تتمتع السندات بالاستقرار والبعد عن التذبذب في الأسعار الذي تعاني منه الأسهم وبالتالي فإن السندات تعتبر ملاذا آمنا للاستثمار لأنها تحتفظ بقيمتها ثابتة ومخاطرها قليلة ومحسوبة.

وتلجأ الشركات إلى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدرا قويا للتمويل أكثر استقرارا وأقل تكلفة مما يتيح لها التوسع في أنشطتها وتنوع محافظها المالية والمشاركة في مشروعات جديدة، ولكي تلعب السندات هذا الدور المتميز لابد لها أن تتصف بالتنوع والملائمة خاصة لصغار المستثمرين، ويمكن تنشيط ذلك السوق من خلال ما يلي:

ربط تمويل العجز في الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالاقتران في التمويل مستقبلا على إصدار السندات والأذن ذات الأجل المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة؛  
 طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلا من الاعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة؛

الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وهي أداة مالية غير مستغلة في كثير من البورصات العربية؛

دراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم التي تصدر عن البنوك المركزية وذلك لتغطية الانخفاض في القوة الشرائية للأموال المستثمرة في السندات؛  
 دراسة إمكانية إصدار سندات تتحدد عوائدها بنسبة من الربح الذي يحققه حامل السهم العادي في نفس المنشأة؛

تشجيع بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقاري؛  
 الاهتمام بإصدار السندات بالعملة الأجنبية لجذب مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية<sup>1</sup>.

#### خامسا: تعديل الأنظمة الضريبية

تتوجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على أنظمتها الضريبية المتبعة وذلك بهدف خلق حوافز لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1999م حتى 2003، باحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية المصرية، جامعة الزقازق، مصر، ص ص 18، 19.

أخرى وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10%، وبالإضافة إلى ذلك عملت بعض الدول العربية على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق<sup>1</sup>.

#### سادسا: آليات مقترحة لعودة الأموال العربية من الخارج والحد من هجرتها

إن تحركات رؤوس الأموال والمصالح المشتركة والتشابكات الاقتصادية بين البلدان العربية والبلدان الأجنبية والظروف السياسية أحيانا تحتم وضع إستراتيجية لعودة الأموال والاستثمارات المهاجرة إلى بلدانها العربية بشكل منظم وتدرجي.

ولهذا تسعى الدول العربية إلى بدل مزيد من الجهد والعمل لتفعيل ذلك من خلال توفير المناخ المناسب للاستثمار الذي يتجسد في تحسين معدلات النمو الاقتصادي وكذا تفعيل دور السياسة المالية من خلال الحد من عجز الموازنة العامة عن طريق الترشيد الأمثل للإنفاق وليس تقليله والحد من ظاهرة المبالغة في فرض الضرائب، وإذا كان الأداء القوي للبنوك والمؤسسات المالية في أي دولة الواجهة والحافز لتوطن الأموال والاستثمارات بهذه الدول يجب أيضا التركيز على السياسة النقدية في الدول العربية من خلال مساهمتها في الاستقرار الاقتصادي وكذا تطبيق معايير المحاسبة الدولية ووضع قواعد للتعاون في مجال مكافحة غسل الأموال بالإضافة إلى زيادة تشجيع الاندماجات والتحالفات الإستراتيجية بين البنوك العربية وذلك لمواجهة اتفاقية الجات لتحرير الخدمات المالية والتي تنص على حرية البنوك والمؤسسات المالية للدول الموقعة على الاتفاقية بفتح فروع لها في جميع الدول الموقعة على الاتفاقية.

كما أن هناك جوانب أخرى يجب أن تأخذها الدول العربية بعين الاعتبار لاستعادة الأموال المهاجرة وهي جوانب مكملة للمناخ الاقتصادي العام وهي:

-زيادة الإصلاحات السياسية والتشاور مع المواطنين سيشكل أرضية صلبة لعودة الأموال المهاجرة من الخارج وكذلك الحرية المنضبطة للفكر وحرية الإعلام والصحافة وحرية الرأي الآخر؛  
-منع الازدواج الضريبي في البلدان العربية؛

-دعم المؤسسات والهيئات غير حكومية من قبل الحكومة لدعم الاستثمار مثل الغرف التجارية.

#### سابعا: تطوير الشركات العاملة في البورصة

تعتبر شركات السمسرة وصناديق الاستثمار الركيزة الأساسية في تطوير جانب الطلب في السوق المالية فهي تساهم في تحقيق التوازن في السوق إلى جانب تحقيق ترقية السيولة في البورصة، غير أن

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، 304.

واقع بعض البورصات العربية يعكس الدور المحدود لهذه الهيئات مما يستدعي إتباع الآليات والإجراءات التالية لتجاوز هذا القصور:

-فتح المجال لخصخصة البورصة وذلك من خلال إعطاء شركات السمسة دورا بارزا في البورصة؛

-قيام شركات السمسة بفتح فروع لها في بلدانها لتسهيل عملية انتقال الأوامر من المستثمرين واستغلال

قربها من المستثمرين المحتملين لنشر الوعي الادخاري وثقافة البورصة؛

-تطوير الشركات الاستثمارية من خلال زيادة عروضها للمدخرين الصغار للتوظيف الجماعي.

-إنشاء شركات متخصصة في عمليات تقييم الاستثمار المالي بحيث تقوم بتحليل الأوراق المالية

ومساعدة البنوك التجارية في مرحلة أولى في تسويق الإصدارات الجديدة قبل التخصص الكلي في هذا

المجال بأن تصبح بنوك استثمارية؛

-تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة بما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في

أسهم هذه الشركات بما يشجع الشركات المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا

التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم شركات المساهمة العامة أو من

خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم إلى الخارج.

**ثامنا: ضرورة العمل المستمر على تعميق الوعي الاستثماري وتعميق الوعي الادخاري والوظيفي خاصة**

**لدى صغار المدخرين**

وذلك من خلال تعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية وهذا يتطلب

ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي بمختلف وسائل التوعية والاتصال وهذا ربما يكون

البداية الصحيحة في اتجاه وتشجيع وتنمية البورصات.

**المطلب الثالث: آليات تفعيل مشكلة الربط بين الأسواق المالية العربية**

**أولا: زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البيئية**

وذلك من خلال:

-العمل على إشراك مستثمرين في عدة أقطار عربية في مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشاركة عن

طريق إصدار أسهم وسندات؛

-إدراج أسهم وسندات الشركات العربية في أكثر من سوق مالية عربية كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس

الأموال العربية؛

-المساهمة بدور صانع السوق للأسهم والسندات في عدد من البورصات العربية بهدف تأمين توافر

السيولة اللازمة، الترويج للشركات المتعددة الأقطار على طريقة الشركات المتعددة الجنسيات

ثانيا: أهمية التعاون مع اتحاد أسواق المال العربية لتفعيل إنشاء بورصة عربية موحدة ذات نظام تداول ومقاصة وتسوية موحدة

ويقيد بها الشركات الأكثر نشاطا لأسواق المال العربية ويحقق وجود هذه السوق عدد من المزايا أهمها:

إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية، وإدخال شرائح أكبر وأكثر من المستثمرين إلى المشروعات العربية بما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي؛  
تساعد على إعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى بما يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين؛

تسمح بحرية الدخول والخروج من أسواق الأوراق المالية في وقت نسبي قصير.

وفي هذا الإطار يجب العمل على:

- ضرورة إجراء دراسة تفصيلية ومقارنة لموقف القطاع المالي للدول العربية وما يميز هذا القطاع في كل دولة كما يجب أن تشمل أيضا على دور المؤسسات المالية غير المصرفية والتي تعمل على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية ومدى تنوع الأدوات المالية في تلك الأسواق مقارنة ببعضها البعض ومدى تطورها؛
- دراسة إمكانية إقامة مركز مالي إقليمي وإزالة العوائق السياسية والاقتصادية التي تحول دون الوصول بالمركز المالي الإقليمي دون الأهداف المرجوة منها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1999 حتى 2003، مرجع سبق ذكره، ص20.

## خاتمة الفصل

من خلال ما سبق يتضح لنا أن الدول العربية حديثة العهد نسبيا بالأسواق المالية التي كان إنشائها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خصوصا لم لهذه الأسواق من دور ريادي في خدمة التنمية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

وسوق الأوراق المالية العربية كغيرها من الأسواق الناشئة تعاني من صغر أحجامها، ارتفاع درجة تركيز التداول، ضعف الفرص المتاحة للتنوع والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية هذا الشيء زاد من محدودية مسايرة تطورات الأسواق المالية العالمية.

كما يلاحظ أيضا أن الهياكل التنظيمية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية العربية يعترها الضعف وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدودة الخبرة، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة، هذا ما جعل البورصات العربية تعاني من التفاوت في مستوى التطور والنمو مما انعكس على مستويات أدائها والذي يبقى متواضعا.

وتواجه أسواق الأوراق المالية العربية مجموعة من المعوقات والتي أسهمت بشكل مباشر في تبطير عملها وجعله محدودا هذا الشيء جعل مكانة هذه الأسواق يكون هامشيا في الأسواق المالية العالمية الدولية بل وحتى بين الأسواق الناشئة نفسها.

هذه المعوقات فتحت الباب أمام الدول العربية من أجل البحث على سبل لتخطيها أو آليات مقترحة تزيد من فعاليتها ومن أبرزها نجد تعزيز البنية التشريعية والتنظيمية والهيكلية وتفعيل اتفاقيات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية، ولكن مع الثورة التكنولوجية أصبح التفعيل طورا من الماضي وإنما تحتاج البورصات التطوير من أجل مواكبة الأحداث العالمية.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق السعودية مصر الجزائر للأوراق المالية  
تمهيد

المبحث الأول: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2007-2014

المبحث الثاني: أداء ومعوقات أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية  
السعودية مصر الجزائر

المبحث الثالث: بعض التجارب العربية في تطوير أسواق أوراقها المالية السعودية  
مصر الجزائر

خلاصة الفصل

**تمهيد**

تعتبر سوق الأوراق المالية أو البورصة مرآة الاقتصاد في أي دولة لهذا شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا في موضوع تفعيل وتطوير الأسواق المالية العربية خاصة في ظل تعاظم اهتمام الدول العربية بتعزيز استقرار الاقتصاد الكلي والإسراع في وثيرة النمو الاقتصادي وتمكين الأسواق المالية العربية من التكيف مع الصدمات الخارجية.

وفي هذا الإطار فإن الدول العربية تعمل على حدا في إجراء إصلاحات واقتراح حلول تحد من العوائق التي تحول دون تطور أسواق الأوراق المالية العربية لذا تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث المبحث الأول: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2007-2014

المبحث الثاني: أداء ومعوقات أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية السعودية مصر

الجزائر

المبحث الثالث: بعض التجارب العربية في تطوير أسواق أوراقها المالية السعودية مصر الجزائر.

### المبحث الأول: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2007-2014

شهدت الأسواق المالية العربية العديد من التطورات والتي انعكست بشكل كبير على التحسن الإيجابي والملحوظ في مستوى أدائها وفقا لمؤشراتها، وتجدر الإشارة إلى أن هناك تفاوت واضح في أداء بعض الأسواق عن الأخرى وذلك يرجع للعديد من الأسباب.

المطلب الأول: الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية حسب مؤشر صندوق النقد العربي خلال الفترة 2008-2007

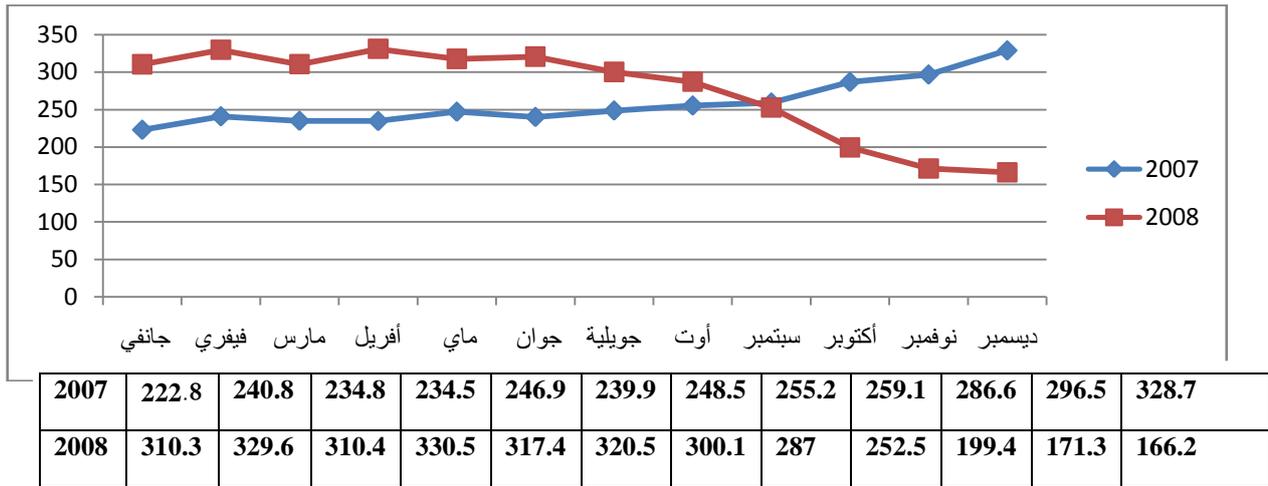
إن المتتبع للأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية يلاحظ تذبذب في حجم التعاملات تبعا للعديد من التقلبات التي تحدث على مستوى الاقتصاديات العربية والتي تنعكس بشكل مباشر على أدائها.

أولا: أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2008-2007.

يمكن توضيح أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنتي 2008 2007 من خلال الشكل

التالي:

الشكل رقم(03-02): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2008-2007.



2007، العدد52، ص07.

قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة

2008، العدد56، ص07.

1. سنة 2007: نلاحظ من خلال هذا الشكل أن المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية ارتفع بنسبة 38.3% ليصل إلى 328.7 نقطة في نهاية سنة 2007 مقارنة مع 237.7 نقطة في نهاية 2006، ويعود هذا الارتفاع إلى التحسن الكبير في أداء معظم الأسواق المالية العربية الناجم عن ارتفاع حجم التداولات والقيم السوقية للأسواق وتشير حركة التداولات في الأسواق إلى درجة استقرار وتحسن ملحوظ مقارنة مع أداء هذه الأسواق عبر حركة التصحيح في الأسعار في معظم الأسواق والتي بدأت في أواخر 2005.

2. سنة 2008: انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بنسبة 49.4% ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية سنة 2008 مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية سنة 2007، ويرجع هذا الانخفاض إلى التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأوراق وذلك في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008.

ثانيا: مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية خلال سنتي 2007-2008.

1. سنة 2007: من الملحق رقم (03)، جاء أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أفضل من الأداء الذي حققته معظم مؤشرات البورصات الناشئة والعالمية فقد سجل مؤشر ستاندر أند بورز ارتفاع بنسبة 3.5% في حين ارتفع مؤشر الفوتسي بنحو 3.8% وقد تراجع مؤشر نيكاي بنسبة 11%.

2. سنة 2008: من الملحق رقم (06)، شهد المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعا أعلى من نسب التراجع التي شهدتها أغلب البورصات العالمية والناشئة فقد سجل مؤشر ستاندر أند بورز انخفاضا بنسبة 38.5% في حين أظهر مؤشر الفوتسي انخفاضا بنحو 21.3% وتراجع مؤشر نيكاي بنحو 42.1% ويرجع هذا الانخفاض في المؤشرات العالمية إلى تأثير الأزمة المالية العالمية 2007 على مجمل الأسواق المالية العالمية، أما الأسواق أو البورصات العربية فقد اختلف هذا التأثير وفقا لدرجة ارتباطها بالأسواق العالمية ومدى قدرتها على استقطاب الاستثمارات الأجنبية.

### ثالثا: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنتي 2007-2008.

1. سنة 2007: من الملحق رقم (01،02،25،26) نلاحظ:
  - القيمة السوقية: ارتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية مجتمعة خلال سنة 2007 إلى مستويات قياسية حيث بلغت نسبة ارتفاعها 50.6% لتصل إلى نحو 1338 مليار دولار مع نهاية السنة في حين بلغت القيمة السوقية في نهاية 2006 حوالي 888 مليار دولار، ويرجع هذا الارتفاع في القيمة السوقية إلى الاستفادة من تبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير دور الجهات الرقابية في الدول العربية.
  - عدد الشركات المدرجة: انخفض عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال سنة 2007 ليلبلغ عددها 1550 شركة مقارنة بعدد الشركات التي كانت مدرجة في البورصات العربية خلال سنة 2006 والتي بلغ عددها حوالي 1625 شركة.
  - نشاط التداول: لقد عرفت أحجام التداولات داخل البورصات العربية خلال سنة 2007 تراجعا بلغ نسبة 34.2% ليصل إلى حوالي 1108 مليار دولار بعد أن سجل خلال السنة السابقة حجم تداولات بلغ 1684 مليار دولار ويعود هذا الانخفاض أساسا إلى انخفاض في حجم التداولات في ثلاث بورصات

عربية هي سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت، وسوق دبي المالي وتمثل هذه الأسواق مجتمعة ما نسبته 82% من حجم التداولات داخل البورصات العربية.

2. سنة 2008: من الملحق رقم (04،05،25،26) نلاحظ:

■ **القيمة السوقية:** عرفت القيمة السوقية للبورصات العربية مجتمعة خلال سنة 2008 انخفاضا شديدا بلغت نسبته حوالي 42.5% لتصل إلى ما قيمته 769 مليار دولار أي عن خسائر تقدر بحوالي 569 مليار دولار من إجمالي القيمة السوقية للبورصات العربية.

■ **عدد الشركات المدرجة:** لقد شهدت سنة 2008 انخفاضا طفيفا ليصل عددها إلى نحو 1542 شركة مع نهاية السنة.

■ **نشاط التداول:** لقد شهدت سنة 2008 تراجعا في حجم التداولات داخل البورصات العربية بلغ نسبة 9.9% عن ما حققته خلال 2007 لينخفض بذلك حجم التداولات داخل البورصات العربية إلى 997 مليار دولار ويرجع ذلك إلى انخفاض تدفقات الاستثمارات الأجنبية لهذه الأسواق سواء أسواق الأسهم أو أسواق السندات، وفيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال سنة 2008 بنسبة 5.9% ليلعب 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم خلال عام 2007.

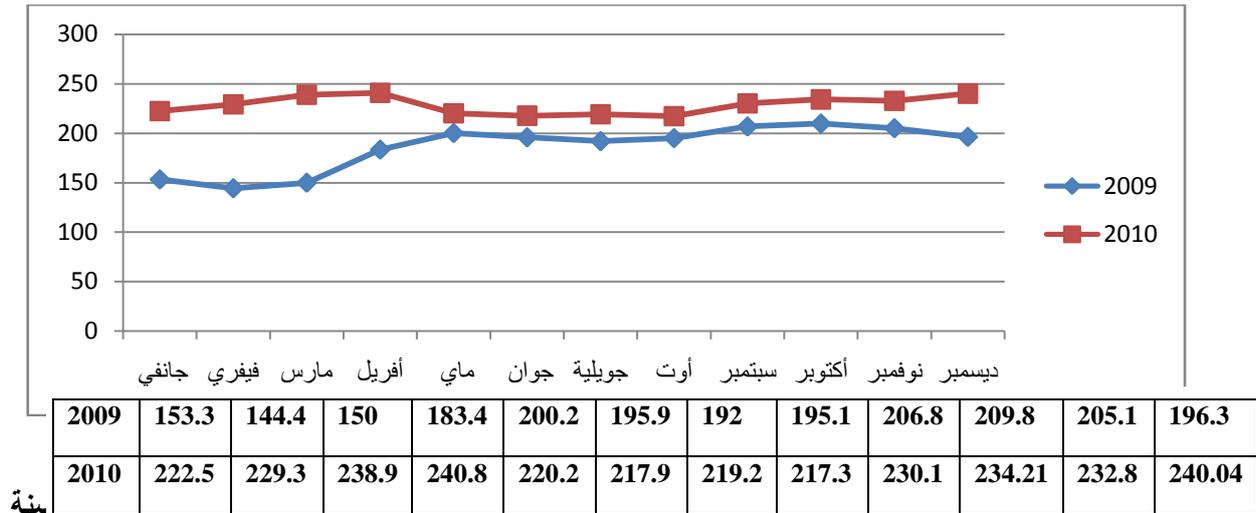
**المطلب الثاني: الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية حسب مؤشر صندوق النقد العربي خلال الفترة 2010 - 2009**

سجلت معظم الاقتصاديات العربية تراجعا في أوضاعها المالية خلال سنة 2008 متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 ولكن سرعان ما عاودت هذه الأسواق النهوض والتعافي مع مطلع سنة 2009.

أولا: أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2009 - 2010.

يمكن توضيح تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لهذه السنتين من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-03): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2009 - 2010.



2007، العدد60، ص11.

قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة

2007، العدد63، ص06.

1. سنة 2009: لقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنة 2009 بنسبة 18.1% ليصل إلى حوالي 196.3 نقطة مع نهاية 2009 ذلك بعد أن سجل هذا المؤشر خلال نفس الفترة من السنة السابقة 166.2 نقطة، ويعكس هذا الأداء بداية تعافي البورصات العربية من آثار الأزمة المالية العالمية غير أن هذا التحسن في الأداء لم يعوض بعد الخسائر التي منيت بها البورصات العربية بسبب الأزمة.
2. سنة 2010: بالنسبة لهذه السنة فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ليصل إلى 240 نقطة إلا أن أداءه ظل بعيدا عن المستويات التي حققتها قبل الأزمة ويعكس هذا التحسن في الأداء مواصلة تعافي البورصات العربية من آثار الأزمة المالية، ويتضح هذا التحسن في تحسن أداء الاقتصاديات العربية كارتفاع معدلات النمو الاقتصادي لأغلب الدول العربية مستفيدة بذلك من التحسن في أسعار النفط إضافة إلى التحسن الملحوظ في نشاط الإصدارات الأولية والذي يعكس تحسن ثقة المستثمرين.

ثانيا: مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية خلال سنتي 2009-2010.

1. سنة 2009: من الملحق رقم (09) نلاحظ أنه رغم الارتفاع الذي عرفه أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إلا أنه ظل أقل من تلك الارتفاعات التي عرفتها مختلف المؤشرات العالمية والناشئة على حد سواء، فقد ارتفع مؤشر ستاندر أند بورز بنسبة 23% وارتفع مؤشر الفوتسي بنحو 22.1%.

2. سنة 2010: من الملحق رقم ( 12) نلاحظ أنه استمر التحسن التدريجي في أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي غير أن هذا التحسن كان بسيطاً وبعيداً عن ما حققته مختلف مؤشرات البورصات العالمية والناشئة والتي اقترب مستوى أدائها من تلك المستويات التي عرفتتها قبل الأزمة المالية العالمية.

ثالثاً: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنتي 2009-2010.

1. سنة 2009: من الملحق رقم (28،27،08،07) نلاحظ:

■ **القيمة السوقية:** ارتفعت القيمة السوقية لإجمالي البورصات العربية في نهاية 2009 بنسبة 17.4% لتصل إلى حوالي 903.428 مليار دولار مقارنة مع ما حققته خلال نفس الفترة من السنة السابقة أين حققت 769.588 مليار دولار لتستعيد بذلك البورصات العربية مجتمعة حوالي 133.8 مليار دولار من خسائرها خلال الأزمة المالية العالمية.

■ **عدد الشركات المدرجة:** انخفض عدد الشركات في البورصات العربية خلال سنة 2009 إلى حوالي 1442 شركة، ويعود سبب الانخفاض أساساً إلى قيام السلطات في البورصة المصرية بشطب العديد من الشركات إضافة إلى الانخفاض في عدد الشركات الجديدة المدرجة.

■ **نشاط التداول:** فيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية فقد عرفت انخفاضاً بلغ 34.5% مع نهاية سنة 2009 لتصل إلى حوالي 653.46 مليار دولار وقد بلغت أحجام التداول في البورصات العربية خلال نفس الفترة من السنة السابقة نحو 997.87 مليار دولار، وقد شكلت التداولات في ثلاثة بورصات عربية حوالي 80% من إجمالي حجم التداولات في البورصات وهي كل من سوق الأسهم السعودي والكويت والبورصة المصرية، ويرجع هذا التحسن إلى التعافي النسبي لأسواق المال العربية من آثار الأزمة المالية العالمية التي كبدت الأسواق المالية العربية خسائر كبيرة كان أهمها تداعيات أزمة ديون دبي.

3. سنة 2010: من الملحق رقم (10،11،27،28): شهدت هذه السنة تحسن ملحوظ في غالبية

الأسواق المالية العالمية وكذلك العربية ومن مظاهر التحسن رجوع الاستثمار الأجنبي لغالبية الدول العربية بالإضافة إلى التحسن في أداء الاقتصاديات وتحسن أسعار النفط إلى جانب ما شهدته من مواصلة لعوامل الاستقرار والنمو.

■ **القيمة السوقية:** في هذه السنة عرفت القيمة السوقية للبورصات العربية ارتفاعاً بلغ نسبة 8.9% لتصل مع نهاية سنة 2010 إلى حوالي 983.754 مليار دولار وللمقارنة فقد بلغت نسبة نمو القيمة السوقية لإجمالي البورصات في العالم خلال سنة 2010 حوالي 14.90%.

▪ عدد الشركات المدرجة: لقد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية مع نهاية سنة 2010 حوالي 1441 شركة مقابل 1442 شركة في سنة 2009 ومن أهم الشركات المدرجة خلال سنة 2010 هما شركتي مزايا قطر العقارية في بورصة قطر وشركة أمنيوم البحرين، ويرجع هذا التحسن إلى العديد من الأسباب نذكر أهمها:

- ارتفاع في سيولة بعض أسواق المال العربية؛
- زادت تعاملات شراء الأجانب في البورصات العربية خلال سنة 2010 عن تعاملات بيعهم؛
- التحسن في نشاط الإصدارات الأولية كما حضت سنة 2010 بنشاط ملحوظ في إصدارات السندات للشركات العربية؛

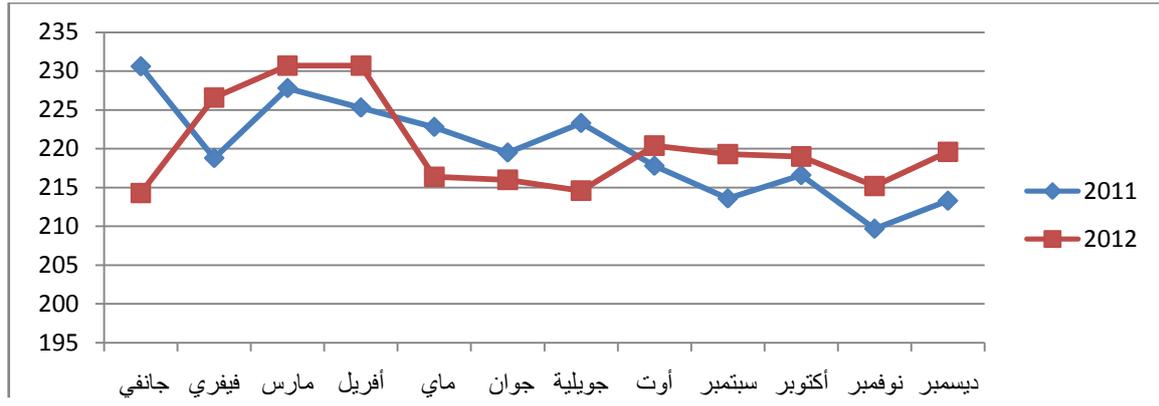
- تعزيز الحماية والرقابة من قبل الهيئات والسلطات الإشرافية جهودها والذي تمثل في إدخال ضوابط وتعليمات بالإضافة إلى الاهتمام بمسائل تطبيق معايير وممارسات الحوكمة السليمة لتنشيط التداول.
- نشاط التداول: لقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط وهي السوق المالي السعودي سوق الكويت سوق الإمارات سوق قطر وسوق مصر ما نسبته 88.9% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية منها 52.2% حصة السوق المالي السعودي وحدها، أما فيما يتعلق بسنة 2010 ككل فإن البيانات تظهر تواصل التراجع في قيمة الأسهم المتداولة سنويا والتي وصلت إلى 379.5 مليار دولار خلال سنة 2010 أي أقل بنحو 2274.0 مليار دولار من قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2009 والبالغة 653.5 مليار دولار.

**المطلب الثالث: الأداء الإجمالي للأسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشر صندوق النقد العربي خلال الفترة 2011-2012.**

لقد شهدت الأسواق المالية العربية تحسنا في سنة 2010 متأثرة بتحسّن المؤشرات المالية العالمية لكن سرعان ما عادت لتحقيق خسائر مرة أخرى في سنة 2011 وذلك بسبب الاضطرابات التي عرفتتها معظم هذه الأسواق والمتمثلة في الأحداث السياسية التي شهدتها عدد من دول المنطقة.

**1 أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2011-2012.**

يمكن توضيح تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لهذه السنتين من خلال الشكل التالي: الشكل رقم (03-04): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2011-2012.



شهر	2011	2012
يناير	230.6	214.3
فبراير	218.8	226.6
مارس	227.8	230.7
أبريل	225.3	230.7
ماي	222.8	216.4
جوان	219.5	216.0
جويلية	223.3	214.6
أوت	217.8	220.4
سبتمبر	213.6	219.3
أكتوبر	216.6	216.0
نوفمبر	209.7	215.2
ديسمبر	213.3	219.6

2007، العدد 67، ص 06.

قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة

2007، العدد 70، ص 07.

1. سنة 2011: في هذه السنة عرف المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعاً تدريجياً نتيجة

الاضطرابات التي شهدتها عدة دول عربية ليسجل المؤشر انخفاضاً بنسبة 11.12% ليصل إلى 213.4 نقطة، حيث بلغ إجمالي الخسائر التي عرفت البورصات العربية مع نهاية سنة 2011 حوالي 110 مليار دولار.

2. سنة 2012: خلال هذه السنة سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تفاوتاً في أدائه إلا أنه

ظل قريباً في معظم الوقت مع ما سجله خلال سنة 2011 ليسجل في نهاية سبتمبر 2012 نقطة 219 بارتفاع بسيط بلغ نسبته 2.7% عما سجله خلال نفس الفترة من السنة السابقة وقد تواصلت جهود السلطات الإشرافية على البورصات العربية في تعزيز ثقة المستثمرين في أسواقهم.

وقد تجسدت المخاوف داخل أسواق الأوراق المالية العربية في التراجع لنشاط الإصدارات حيث عازمت عدة شركات على تأجيل خططها المتعلقة بالطرح الأولي في الأسواق العربية إضافة لانكماش عمليات الاندماج والاستحواذ وقد تركزت جهود السلطات الإشرافية على البورصات العربية خلال هذه المرحلة في تعزيز ثقة المستثمرين في أسواقها وزيادة تدخل صناديق الاستثمار في بعض البورصات العربية.

ثانياً: مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية خلال سنتي 2011-2012.

1. سنة 2011: من الملحق رقم (15): شهد أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعاً بلغ

نسبة 11.1% حيث جاء متماشياً مع أداء أغلب مؤشرات البورصات العالمية فتفاقم أزمة مديونيات منطقة

اليورو وما صاحبه من تداعيات انعكست سلبا على أفاق الاقتصاد العالمي وثقة المستثمرين لتشهد البورصات العالمية والأسواق الناشئة تراجعاً كبيراً.

2. سنة 2012: من الملحق رقم (18): سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أداءً متمشياً مع أداء معظم المؤشرات في البورصات العالمية حيث سجلت المؤشرات في البورصات العربية ارتفاعاً بنسبة 2.8%، وقد سجلت المؤشرات في البورصات العالمية ارتفاعات مثل NIKKIA الذي سجل ارتفاعاً بـ 17.2% وCAC40 الذي سجل ارتفاعاً بـ 2.7%، وFTSE بنحو 8.5%.

ثالثاً: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنتي 2011-2012.

1. سنة 2011: من الملحق رقم (13،14،29،30) نلاحظ:

▪ القيمة السوقية: عرفت القيمة السوقية الإجمالية للبورصات العربية انخفاضاً طفيفاً بلغ نسبته

10.85% لتصل في نهاية ديسمبر 2011 إلى حوالي 871.52 مليار دولار ذلك بعد أن بلغت خلال نفس الفترة من السنة السابقة حوالي 983.75 مليار دولار، أما على صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية فلا يزال السوق المالي السعودي يحتل الصدارة بقيمة تقدر بـ 338.9 مليار دولار.

▪ عدد الشركات المدرجة: شهد عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية ارتفاعاً طفيفاً خلال سنة 2011 ليصل عددها إلى حوالي 1458 شركة بعد أن كان عددها في السنوات السابقة يقدر بحوالي 1441 شركة.

▪ نشاط التداول: بلغ حجم التداول داخل البورصات العربية خلال سنة 2011 بحوالي 412.05 مليار دولار مسجلاً بذلك نمو بلغ 8.5% عن ما سجله خلال سنة 2010 والذي بلغ حوالي 379.550 مليار دولار وهو ما يعكس بداية عودة الثقة في البورصات العربية ويمكن القول بأن قيمة الأسهم المتداولة انحصرت تقريباً في أربعة أسواق وهي السوق المالية السعودية سوق الكويت بورصة قطر والبورصة المصرية.

2. سنة 2012: من الملحق رقم (16،17،29،30) نلاحظ:

لقد اتسم أداء الأسواق المالية العربية خلال سنة 2012 بالاستقرار مع ميل طفيف إلى الارتفاع وذلك كما تعكسه مؤشرات هذه الأسواق.

▪ القيمة السوقية: لقد سجلت القيمة السوقية للبورصات العربية مع نهاية سبتمبر 2012 نمو بلغ نسبة 6.75% لتصل إلى حوالي 930.404 مليار دولار بعد أن قدرت قيمتها في نهاية سبتمبر من سنة 2011 بحوالي 871.520 مليار دولار ويعود هذا النمو الطفيف إلى عودة المستثمر الأجنبي إلى

أسواق المنطقة أما على صعيد ترتيب الأسواق المالية من حيث القيمة السوقية فلا يزال السوق المالي السعودي يحتل الصدارة وذلك بنحو 373.4 مليار دولار.

▪ **عدد الشركات المدرجة** : لقد بلغ عدد الشركات مع نهاية سبتمبر 2012 حوالي 1446 شركة أي زيادة ستة شركات فقط وقد كانت هذه الزيادة في الإدراج في بعض الأسواق وقابلها انخفاض في بعض منها.

▪ **نشاط التداول**: لقد سجل الربع الثالث من سنة 2012 ارتفاعا في حجم التداولات داخل البورصات العربية بلغ نسبة 65.8% حيث قدر حجم التداولات بحوالي 116.776 مليار دولار عن ما سجله خلال تلك الفترة من السنة السابقة أين قدر حجم التداولات داخل البورصات العربية بحوالي 70.434 مليار دولار وقد مثل حجم التداولات داخل سوق الأسهم السعودي بحوالي 83.4% من إجمالي حجم التداولات داخل البورصات العربية ويعود هذا الارتفاع إلى تحسن أسواق السندات والصكوك، وقد شكلت قيم الأسهم المتداولة في ستة بورصات فقط وهي السوق المالي السعودي سوق الكويت سوق الإمارات بورصة قطر والبورصة المصرية ما نسبته 96.1% من إجمالي قيمة التداول.

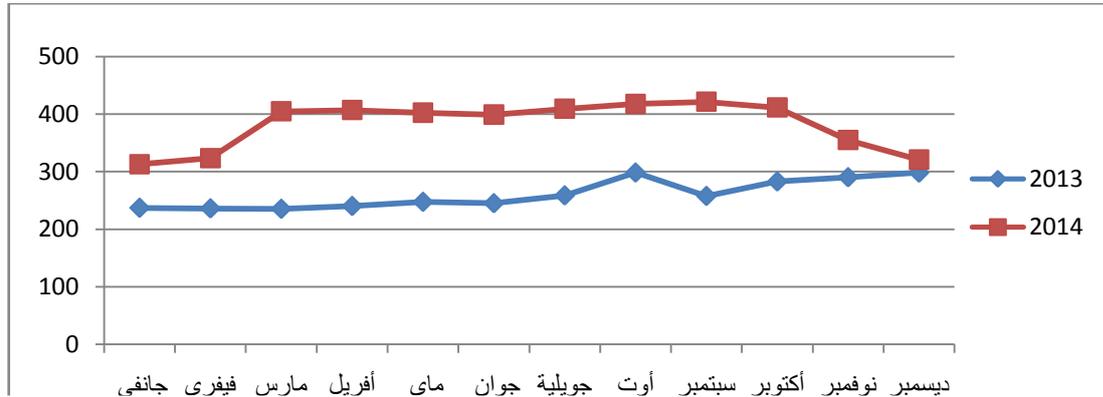
**المطلب الرابع: الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية حسب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة 2013-2014**

لقد استمر الأداء الإيجابي لغالبية البورصات العربية خلال سنة 2013 بوتيرة أقوى مقارنة مع السنوات الأخيرة التي تلت الأزمة المالية العالمية 2008 ويرجع ذلك إلى تحقق الاستقرار السياسي في بعض البلدان وكذلك زيادة نسبة مساهمة المستثمر الأجنبي في البورصات العربية.

1. أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2013-2014.

يمكن توضيح تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لهذه السنتين من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-05): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2013-2014.



2013	237.42	236.4	235.6	240.5	247.7	245.3	258.9	258.9	257.8	283.05	290.4	298.3
2014	313.1	323.6	405.0	407.0	402.5	399.1	409.4	4017.8	421.4	411.6	355	320.9

2007، العدد 75، ص 07.

قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة

2007، العدد 79، ص 07.

1. سنة 2013: لقد عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الأداء الإيجابي لهذه الأسواق وارتفع بنسبة كبيرة عن السنة السابقة قدرت ب 31.8% ليصل بذلك إلى 2998.37 نقطة، ويرجع هذا الارتفاع إلى تحسن نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم وزيادة وتيرة نشاط المستثمر الأجنبي داخل الأسواق العربية إضافة إلى مواصلة السلطات الإشرافية والرقابية في جهودها في سن القوانين والتشريعات التي تساهم في رفع مستوى الإفصاح والشفافية وتحسين البيئة الاستثمارية فيها.

2. سنة 2014: لقد سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة انخفاضا ربعيا بنحو 23.9% خلال نهاية سنة 2014 فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا بحدود 8.7% عن الربع السابق ويعود هذا الانخفاض إلى تأثير انخفاض أسعار النفط على مجمل أسواق الأوراق المالية العربية فقد كان الأداء سلبيا بشكل عام حيث انخفضت مؤشرات صندوق النقد العربي لأثنى عشر سوقا شملت أسواق كل من أبو ظبي، البحرين، السعودية، الكويت، المغرب، الجزائر، دبي، سوريا، عمان، قطر، لبنان ومصر.

ثانيا: مقارنة أداء مؤشرات البورصات العالمية مع البورصات العربية خلال سنتي 2013-2014.

1. سنة 2013: من الملحق رقم (21): لقد جاء أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة أفضل بشكل واضح من أداء معظم الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة والدول المتقدمة خلال سنة 2013 حيث

سجل مؤشر نيكاي وستاندر أند بورز 500 ارتفاعا بنحو 12.7% و 9.5% على التوالي كما سجلت مؤشرات كل من FTSE100 وCAC40 ارتفاعا بنحو 4.2% و 3.2%.

2. سنة 2014: من الملحق رقم ( 24): تشير البيانات إلى أن أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال سنة 2014 والذي يوضحه مؤشر صندوق النقد العربي جاء أضعف من أداء جميع الأسواق المالية في الدول المتقدمة والاقتصاديات الناشئة فعلى صعيد الأسواق المتقدمة سجل مؤشر NEKKEI وSαP500 ارتفاعا بنحو 8.0% و 4.4% على التوالي فيما عرف مؤشر FTSE100 وCAC40 تراجعاً بنحو 0.9% و 3.3% على التوالي.

ثالثاً: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنة 2013-2014.

1. سنة 2013: من الملحق رقم(19،20،31،32) نلاحظ:

- القيمة السوقية: عرفت القيمة السوقية الإجمالية ارتفاعاً ملموساً في نهاية سنة 2013 مقارنة مع القيمة السوقية المسجلة بنهاية سنة 2012 حيث بلغت هذه القيمة سنة 2013 ب1132.2 مليار دولار مقارنة ب 930.404 مليار دولار سنة 2012 والجدير بالذكر أن هذه القيمة السوقية تعتبر هي الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف 2008 أما على صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية فلا تزال السوق المالية السعودية تتصدر الأسواق المالية العربية بقيمة 467.3 مليار دولار.
- عدد الشركات المدرجة: بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق فقد بلغ 1466 شركة في نهاية 2013 مقابل 1462 شركة في نهاية سبتمبر من سنة 2012.

- نشاط التداول: بالنسبة لنشاط التداول فقد شهد عدداً من الأسواق تراجعاً مقارنة مع سنة 2012 وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط وهي السوق المالي السعودي، سوق الكويت، سوق الإمارات، سوق قطر والبورصة المصرية ما نسبته 95.3% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة أما من حيث النشاط فقد كانت سوق دبي هي الأنشط نسبياً خلال سنة 2013 حيث بلغ معدل دوران السهم 16.8%، كما شهد عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة استقراراً مع الميل إلى الارتفاع خلال هذه السنة حيث وصل العدد إلى نحو 100.2 مليار سهم.

وأهم ما عرفته سنة 2013 هو زيادة أو تحسن تدفق الاستثمار الأجنبي حيث سجل الاستثمار لمجموع الأسواق المالية العربية تدفق موجب وهذا لأول مرة منذ ستة سنوات وأيضاً تواصل النمو الكبير في إصدارات الشركات العربية من السندات والصكوك حيث بلغ إجمالي التمويل المقدم للشركات العربية مجتمعة عبر السندات والصكوك فيها أرقاماً مرتفعة مقابل التمويل عبر أسواق الأسهم.

2. سنة 2014: من الملحق رقم (22،23،31،32) نلاحظ أنه قد سجلت المؤشرات السعرية لغالبية الأسواق المالية العربية انخفاضا خلال سنة 2014 وذلك على إثر التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية.

▪ القيمة السوقية: لقد سجلت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع الأسواق المالية العربية تراجعا ملموسا خلال سنة 2014 بلغت نسبته 12.2% لتصل هذه القيمة إلى 1205.9 مليار دولار مع نهاية سنة 2014 وعلى صعيد ترتيب الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية فلا تزال السوق المالية السعودية تتصدر الأسواق العربية بقيمة 482.9 مليار دولار وتمثل هذه القيمة نحو 40% من القيمة السوقية الإجمالية.

▪ عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية: بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية سنة 2014 فقد سجل هذا العدد ارتفاعا ليبلغ 1494 شركة مقارنة مع 1489 شركة في نهاية 2013.

▪ نشاط التداول: تظهر البيانات أن هناك ارتفاعا في نشاط التداول في غالبية الأسواق المالية العربية خلال نهاية سنة 2014م وذلك مقارنة مع الربع السابق فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال الربع الرابع نحو 185.9 مليار دولار محققة بذلك تراجعا بنحو 10.4 مليار دولار عن قيمة التداولات المسجلة في الربع السابق، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق كل من السعودية قطر أبو ظبي دبي ومصر مانسبته 93.7% من إجمالي قيمة التداولات، وفيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة فقد عرف هذا العدد استقرارا نسبيا خلال الربع الرابع من سنة 2014..

**المبحث الثاني: أداء ومعوقات أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية السعودية،  
مصر والجزائر**

قسمت أسواق الأوراق المالية العربية في الفصل الثاني إلى ثلاث مجموعات هي أسواق الأوراق المالية ذات دول الفئات المالي مثل السعودية وأسواق الأوراق المالية ذات دول العجز المالي مثل مصر والأسواق التي يطغى عليها القطاع العام مثل الجزائر، هذه الأسواق الثلاثة سنركز عليها في هذا المبحث وسنحاول أن نحلل أدائها خلال الفترة 2007 إلى 2014 كذلك سنبرز أهم المعوقات التي يعاني منها كل سوق على حدا.

**المطلب الأول: أداء ومعوقات سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014**

إن السوق المالي السعودي دائما ما يحتل الصدارة سواء من حيث القيمة السوقية أو حجم التداول وهذا يعني أن بورصة تداول السعودية قطعت شوطا كبيرا في الوسط العربي وفي هذا المطلب سنتطرق إلى لأداء السوق السعودي خلال الفترة 2007-2014 وإبراز أهم المعوقات التي يعاني منها.  
أولا: تطورات وأداء سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014  
الجدول رقم (03-01): تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال تداول السعودية للفترة 2007-2014.

الأشهر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
سنة المؤشر												
2007	327.8	383.3	363.1	350.5	351.6	327.5	350.7	383.3	369.0	403.3	452.3	555.8
2008	473.1	497.3	437.9	483.4	461.4	454.9	428.1	435.1	369.0	270.8	225.3	226.8
2009	230.5	209.6	220.9	263.2	277.5	262	269.5	264.6	297.0	296.7	302.8	291.5
2010	305.9	316.3	333.5	342.5	302.8	303.1	304.6	303.8	317.6	317.7	318.4	331.9
2011	322.7	301.1	329.9	335.2	336.6	330.6	312.4	294.0	298.2	304.0	296.9	312.6
2012	316.0	336.2	365.9	346.3	320.4	315.1	317.6	327.2	324.6	312.3	297.9	311.4
2013	312.3	297.9	311.4	325.9	337.9	346.7	348.1	357.8	359.5	364.6	384.1	391.0
2014	364.6	384.1	422.6	420.3	418.6	426.4	367.3	478.7	487.7	451.8	384.3	379.4

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية، الربع الرابع للفترة من 2007 إلى 2014 .

أظهر المؤشر الذي يحتسبه الصندوق لسوق الأسهم السعودي ارتفاعا نهاية 2007 ليبلغ 555.6 نقطة مقارنة مع 403.9 نقطة في نهاية 2006، ثم انخفض بعد ذلك سنة 2008 ليصل إلى 226.8

نقطة وذلك بفعل أزمة الرهن العقاري 2008 ولكن سرعان ما ارتفع سنة 2009 و 2010 حتى ولو كان الارتفاع طفيف ليبلغ سنة 2010، 331.97 نقطة ثم عاود الانخفاض بعد ذلك وصولاً لسنة 2012 ب 311.4 نقطة وذلك بفعل تأثير الظروف السياسية التي حدثت ببعض الدول العربية، أما سنة 2014 فقد انخفض ليصل إلى 379.4 نقطة مقارنة مع 391.0 نقطة في سنة 2013 ويرجع ذلك إلى انخفاض أسعار النفط وباعتبار السعودية من المصدرين الأوائل في العالم فإن تأثرها كبير.

**1. القيمة السوقية:** ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنهاية 2007 لتبلغ حوالي 519 مليار دولار وهي بدورها تمثل 38.8% من القيمة الإجمالية للأسواق العربية مجتمعة وتأثراً بالأزمة المالية العالمية انخفضت سنة 2008 لتصل إلى 246.4 مليار دولار ولكن سرعان ما عاودت الارتفاع سنة 2012 لتصل إلى 373.4 مليار دولار، أما سنة 2013 فقد عرفت القيمة السوقية ارتفاعاً لتصل إلى 467.3 مليار دولار وقد ساهم في ارتفاعها إدراج أسهم شركتي العربي للتأمين وشركة بوان في البورصة السعودية وأخيراً سجلت القيمة السوقية سنة 2014 تراجعاً رباعياً طفيفاً لتصل إلى 482.9 مليار دولار وهذا التراجع ساهم فيه انهيار أسعار النفط العالمية.

**2. عدد الشركات المدرجة:** نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة لا يعكس القيمة السوقية المرتفعة ففي سنة 2007 بلغ عددها 111 شركة فقط وبفعل زيادة نشاط سوق المال السعودي وزيادة عمليات الاكتتاب وصل العدد سنة 2014 إلى 166 شركة ولكن يبقى هذا الرقم منخفض مقارنة مع عدد الشركات المدرجة في البورصات العالمية.

**3. حجم التداول:** فيما يخص حجم التداول فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ حوالي 682.3 مليار دولار مقارنة مع 1402.29 مليار دولار سنة 2006 ولكن شكلت رغم ذلك هذه القيمة حوالي 61.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال نفس السنة ليبلغ 57.88 مليار سهم، أما في سنة 2008 فقد واصلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضها لتصل إلى 523.13 مليار دولار مشكلة بذلك 52.4% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية ولكن قابلها ارتفاع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 58.83 مليار سهم، وواصلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضها حتى سنة 2011 لترتفع بشكل طفيف إلى 86 مليار دولار مع حجم تداول بلغ 51.5 مليار دولار من العام نفسه، لكن مع بداية 2012 وصولاً إلى 2013 عاودت قيمة الأسهم المتداولة الانخفاض لتصل إلى 78.5 مليار دولار هذا ما أدى إلى تراجع التداول اليومي ليبلغ 1287 مليون دولار ويرجع هذا التذبذب في قيمة الأسهم المتداولة إلى طبيعة سلوك العائلات التي تحوز على نسبة كبيرة من

الحصة السوقية والتي تفضل الحذر على الخاطرة والمضاربة وكذلك قوانين الشريعة الإسلامية، أما في سنة 2014 فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة ربعيا لتصل إلى 130.7 مليار دولار في الربع الرابع مقارنة بالربعين السابقين 174.7 و 142 مليار دولار على التوالي فيما عرف عدد الأسهم المتداولة ارتفاعا ليصل إلى 16.4 مليار سهم ولكن رغم هذا الانخفاض في قيم الأسهم المتداولة تبقى السعودية تحتل الصدارة بنسبة 51% من إجمالي حجم التداول في الدول العربية.

**4. الاستثمار الأجنبي في سوق الأسهم السعودي:** فيما يخص الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي بالإضافة إلى المقيمين من غير السعوديين داخل السعودية وفيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم الشركات المدرجة، ولكن أخيرا قررت الرياض فتح سوقها وذلك في بداية عام 2015 بنسبة تملك 49% للمستثمر الأجنبي ويعتبر كآلية اعتمدها السوق السعودية من أجل تطوير سوقها وللحاق بالأسواق المالية النامية ثم العالمية المتقدمة.

#### 5. التطورات التي عرفها السوق المالي السعودي خلال الفترة 2007-2014.

- في نوفمبر 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي على تعيين أعضاء مجلس إدارة شركة السوق المالية السعودية تداول المملوكة للدولة وذلك تمهيدا لتحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة، وتم أيضا تطبيق نظام التداول الجديد والذي يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة؛
- اعتماد مجلس إدارة هيئة السوق المالية لائحة الاندماج والاستحواذ في المملكة العربية؛
- في سنة 2008 حجبت هيئة سوق المال السعودية 82 موقعا إلكترونيا على شبكة الانترنت نهائيا،
- سنة 2008 إلغاء وسحب التراخيص لثماني شركات من شركات الخدمات والاستثمارات المالية هي كوربوريت فاينانس هاوس، ومكتب الألباب للاستشارات المالية، وشركة بايونيرز السعودية للأوراق المالية.....إلخ؛
- ترخيص خمسة صناديق استثمارية جديدة هي صندوق بوابة الأسهم، صندوق بوابة الأسهم الإسلامي صندوق شعاع للمرابحة، صندوق الأهلي للصكوك والمرابحة وصندوق الأهلي النشط للمناجزة بالأسهم السعودية؛
- سنة 2009 تم انضمام السوق المالية السعودية تداول إلى عضوية إتحاد البورصات العالمية؛
- في أواخر 2014 قررت هيئة السوق المالية فتح المجال أمام المستثمر الأجنبي وإزالة كافة القيود والحواجز لكن مع وضع شروط خاصة بالإدراج ويكون تطبيق القرار مع بداية 2015.

## ثانياً: المعوقات التي تواجه سوق الأوراق المالية السعودي

رغم احتلال السوق المالي السعودي الصدارة عربياً من حيث الحصة السوقية أو حجم التداول أو المزايا التي يمتلكها إلا أن هناك العديد من المعوقات الهيكلية التي يعاني منها ومن تلك المعوقات ما يلي:

## 1. معوقات تتعلق بالجوانب التنظيمية والإجرائية: يمكن إدراجها في النقاط التالية:

- تعقيدات الحصول على التأشيرات اللازمة للعمل والزيارات وطول فترة إصدار وتراخيص الأعمال والموافقات، وبطء إجراءات التخليص الجمركي وعدم مرونة نظام الكفالة؛
- عدم الأخذ برأي القطاع الخاص في عملية اتخاذ القرارات الحكومية ذات العلاقة بالاستثمار.

## 2. المعوقات الخاصة بالتشريعات والأنظمة: كذلك تندرج تحتها النقاط التالية:

- بطء تنفيذ الأحكام؛
- عدم وجود نظام قضائي فعال قادر على حل المنازعات وعدم توافر أنظمة لحماية حقوق الملكية؛
- عدم توافر أنظمة لحماية الاستثمارات ومنتجاتها من السلع المستوردة المقلدة؛

## 3. المعوقات الخاصة بتوافر الأنظمة المعلوماتية: نجد المشاكل التالية:

- النقص في المعلومات عن حجم السوق ونقص المعلومات الخاصة بالتعريف بالفرص الاستثمارية.
- 4. المعوقات الخاصة بتكاليف الاستثمار: وتتمثل هذه العوائق فيما يلي:

- عدم توافر الكفاءات الإدارية في سوق العمل وارتفاع تكلفة تدريب الأيدي العاملة؛
- ارتفاع تكلفة الحصول على الطاقة والكهرباء والوقود.

## 5. المعوقات الخاصة بالسياسات الاقتصادية: نجد المشاكل التالية:

- ارتفاع معدل التضخم ووجود بنية تحتية غير ملائمة.

6. المملكة العربية السعودية هي البلد الأول عربياً المصدر للنفط ومشتقاته وأي تغير سلبي في سعره ينعكس بشكل مباشر على أداء السوق المالي السعودي أكثر من أي سوق آخر.

7. سيطرة قطاع العائلات على نسبة معتبرة من السوق المالي السعودي وهذا القطاع يكون أكثر عاطفية وتأثراً بالأحداث والإشاعات التي قد يسمعها من هنا وهناك وكذلك المستثمر السعودي الفرد بطبعه يميل إلى الاستهلاك لا الادخار واستثمار أمواله في البورصة.

8. نسبة مساهمة المستثمر الأجنبي: ضعيفة وإن كانت هناك مساهمة فإن عمليات البيع تكون بواسطة هيئة إشرافية، على عكس ذلك فهناك آلاف المليارات من الأموال السعودية المستثمرة في الخارج هذا

الشيء جعل البورصة السعودية تبقى دون مستويات البورصات النامية والمتقدمة ولكن مع نهاية 2014 تم التصريح بقرار دخول المستثمر الأجنبي وإزالة القيود التي تحول دون ذلك.

9. خسائر شركات التأمين : حيث نجد 4 شركات تأمين مدرجة في السوق المالي السعودي تتكبد خسائر مالية تزيد على نحو 50% من رؤوس أموالها فيما أن هناك 07 شركات أخرى تعاني من خسائر محققة.

#### المطلب الثاني: أداء ومعوقات سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014

انطلاقاً من الأداء الإجمالي للبورصات العربية مجتمعة يتضح أن أداء سوق مصر متواضع مقارنة بالبورصات العربية هذا من جهة، ومن جهة أخرى نشاطها دون المستوى مع البورصات العالمية وفي هذا المطلب سنتطرق بشيء من التفصيل لأداء سوق مصر خلال الفترة 2007-2014 وسنحاول أيضاً إبراز أهم المعوقات التي تحد من نشاطها.

#### أولاً: تطورات وأداء سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014

الجدول رقم (03-02): تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال في مصر للفترة 2007-2014.

الأشهر	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي	المؤشر
2007	353.1	330.4	328.7	309.4	268.6	284.2	271.8	277.5	259.9	244.9	178.3	169.1	
2008	175.5	173.1	192.2	263.6	289.0	306.6	366.6	393.5	400.4	391.2	375.6	314.4	
2009	170	174.2	196.2	201.7	189.8	182.5	168.3	176.4	155.2	146.0	139.0	153.4	
2010	215.2	209.8	211.8	210.1	201.9	199.1	199.3	207.8	221.2	221.2	205.9	210.8	
2011	82.9	91.0	97.4	79.3	94.2	111.3	118.9	125.4	112.1	154.6	150.8	151.7	
2012	107.3	98.2	113.0	117.8	107.9	100.1	98.6	100.8	104.6	106.4	111.7	100.9	
2013	121.6	120.0	110.3	105.6	100.7	106.7	93.9	96.0	96.0	107.3	98.2	113	
2014	155.0	165.1	165.0	165.2	162.4	157.1	143.4	143.4	145.0	143.3	138.1	137.9	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية، الربع الرابع

للفترة من 2007 إلى 2014 .

أظهر المؤشر الذي يحتسبه الصندوق لسوق المال في مصر ارتفاعا عام 2007 حيث بلغ 353.1 نقطة مقارنة مع 265.9 نقطة سنة 2006 ثم انخفض هذا المؤشر حتى سنة 2009 ليصل إلى 170 نقطة وهذا بفعل تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 ولكن مع بداية 2010 بدأ الارتفاع التدريجي للمؤشر حتى وصل إلى 215.96 نقطة، وبفعل الاضطرابات السياسية لسنة 2011 عرف المؤشر انخفاضا حتى وصل ل 82.9 نقطة أما في سنة 2012 عرف هذا المؤشر تحسن ولو طفيف واستمر ذلك حتى سنة 2014 ليصل إلى 155.02 نقطة.

**1. القيمة السوقية :** ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية 2007 لتبلغ حوالي 138.8 مليار دولار وذلك عقب حركة تصحيح الأسعار ومع بداية 2008 وتأثر بالأزمة انخفضت لتصل إلى 85.92 مليار وبعد هذا الانخفاض ساحقا لنشاط سوق مصر، أما في سنة 2009 فقد عرفت تحسن طفيفا فقد ارتفعت لتصل إلى 91.09 مليار دولار ولكن سرعان ما انخفضت سنة 2010 و 2011 لتصل إلى 48.7 مليار دولار وذلك بفعل تأثير الظروف السياسية على البورصة ثم بعد سنة 2012 عرفت القيمة السوقية تحسن ملحوظ حتى وصلت إلى 69.9 مليار دولار بنهاية سنة 2014 .

**2. عدد الشركات المدرجة:** بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية سنة 2007 حوالي 434 شركة ولكن مع بداية سنة 2008 بدأ الانخفاض التدريجي لهذه الشركات حتى وصل إلى 373 شركة واستمر الانخفاض حتى سنة 2013 ليصل عددها إلى 212 شركة أما في سنة 2014 فقد زاد عددها بثلاث شركات ووصلت إلى 215 شركة ويعود الانخفاض في السنوات السابقة إلى الشطب الاختياري أو الإجباري لبعض الشركات المدرجة .

**3. حجم التداول:** فيما يخص حجم التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في سنة 2007 لتصل إلى 64.8 مليار دولار وانعكس هذا الارتفاع في ارتفاع معدل التداول اليومي كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى حوالي 15.75 مليار سهم، وفي سنة 2008 واصل هذا الارتفاع في قيمة الأسهم المتداولة ليصل إلى 87.96 مليار دولار ورافقه ارتفاع الأسهم المتداولة خلال نفس العام ليصل إلى 22.15 مليار سهم، ولكن في سنتي 2009 و 2010 انخفض حجم التداول ليصل سنة 2010 إلى 57 مليار دولار وهذا نتيجة انخفاض القيمة السوقية وشطب بعض الشركات المدرجة، أما سنة 2013 فقد عرفت إصلاحات وانعكس ذلك على تحسن في القيمة السوقية وقيمة مؤشرات الأسعار ولكن هذا لم يؤثر عتبا على قيمة التداولات فلم تتفاعل مع ذلك إيجابا حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 4570 مليون دولار في الربع الرابع مقارنة ب 5805 مليون دولار في الربع الثالث هذا وارتفع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 10.17 مليار سهم وهذا ما يعطي الإشارة أن تركيز المتعاملين كان على الأسهم ذات القيمة المنخفضة، أما سنة

2014 فقد عرفت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعا لتصل إلى 8.96 مليار دولار كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة ليصل أيضا إلى 12.92 مليار سهم.

**4. الاستثمار الأجنبي في سوق مصر للأوراق المالية:** بخصوص الاستثمار الأجنبي المباشر فبموجب القانون 95 سنة 1992 سمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم والسندات المتداولة في السوق المصرية بنسبة 49% كما وقعت مصر اتفاقية تحرير الخدمات المالية سنة 1997 وفي السنوات الأخيرة 2014 فقد سجل الأجانب بما فيهم العرب صافي تدفق موجب بلغ نحو 3.4 مليار جنيه، كذلك أظهرت التقارير أن قيمة هذه التعاملات موزعة كانت 12.8 للأجانب و 8.1 للعرب ولكن تبقى هذه النسبة ضعيفة أمام تطوير السوق المالي المصري والاستفادة من الخبرات الأجنبية.

#### 5. التطورات التي عرفها السوق المالي المصري خلال الفترة 2007-2014.

- تعديل قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية ويتضمن التعديل بندا يلزم الشركات بضرورة إخطار جهاز حماية المنافسة بأية عمليات للإدماج والاستحواذ؛
- تدشين بورصة الشركات المتوسطة والصغيرة تحت اسم بورصة النيل؛
- إنشاء هيئة رقابية واحدة تمارس أعمال الرقابة على شركات التأمين وتطوير النظام الضريبي؛
- قبول عرض شراء أسهم الشركة المصرية لخدمات التلفون المحمول موبينيل المقدم من طرف شركة فرانس تيليكوم (سعر السهم 245 جنيه للسهم)؛
- ارتفاع القروض والتسهيلات المقدمة للقطاع الخاص بنسبة 2.2%؛
- إطلاق مجموعة من الأدوات المالية الجديدة وفي مقدمتها صناديق المؤشرات ونظام صانع السوق؛
- إطلاق نموذج إفصاحي شهري جديد عن الشركات المقيدة؛
- في سنة 2014 تم توقيع اتفاقية تفاهم مشترك بين البورصة المصرية وبورصة الجزائر.

#### ثانيا: المعوقات التي يعاني منها سوق مصر للأوراق المالية

استنادا إلى الأداء الذي كان متواضعا لبورصة مصر وبالرغم من المزايا التي يمتلكها هذا السوق إلا أن هناك العديد من المعوقات الهيكلية التي يعاني منها على مدار العديد من السنوات حتى في فترة ما قبل الثورة، ومن تلك المعوقات ما يلي:

1. ضعف البنية التشريعية والتنظيمية وعدم مرونتها لمواكبة تطورات سوق المال وعدم وجود قدر كاف من الاستقلالية الذاتية للبورصة في اتخاذ القرارات: ونجد المشاكل التالية:

- السوق المالي المصري لازالت تحكمه قوانين ولوائح صادرة خلال القرن الماضي والتي لم يكن في حساباتها هذا التغير والتطور الذي شهدته المنطقة العالمية أو أنظمة وقوانين البلاد؛
  - منظومة القيد والإفصاح والتي تتوضح في دور الحوكمة والرقابة على تعاملات أعضاء مجلس الإدارة والتدقيق في الميزانيات المالية مازالت ضعيفة ولا تواكب الحوكمة في العالم الغربي؛
  - غياب الاستقلال الإداري للبورصة المصرية وكذلك طول فترة التسوية والمقاصة؛
  - محدودية الإفصاح وعدم تدفق المعلومات بشكل صحيح وعدم إتاحة التقارير الدورية للشركات العاملة.
- 2. ضعف العمق الخاص بالسوق فيما يتعلق بالأدوات المالية والآليات الحديثة:** وتتضح في النقاط التالية:

- انخفاض حجم رؤوس أموال شركات المسيرة وعدم الانتشار الجغرافي لها وضعف القدرة التسويقية لها؛
  - ارتفاع نسبة الشركات المغلقة نتيجة عمليات الشطب؛
  - بنية التداول لا تزال مقتصرة على شركات قديمة نسبيا وهي لا تشارك في رفع كفاءة السوق كما أنها لا تمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والمفاضلة بين المشروعات المتنوعة؛
  - محدودية التعامل بما يعرف بالسندات سواء كانت سندات توريق أو سندات ايرادية؛
  - ضعف أداء صناديق الاستثمار وقلة عددها وانخفاض النسبة المستثمرة من أموال قطاع التأمين؛
  - قلة وعدم تنوع الأسهم المطروحة للاكتتاب العام؛
- 3. ضعف معدلات السيولة نتيجة انخفاض درجة مشاركة الأفراد والمؤسسات.**
- 4. ضعف بورصة النيل وعدم تحقيقها الهدف المرجو منها وهو دعم قطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة والذي يعتبر القطاع الحديث الذي تعتمد عليه الدول المتقدمة في دفع عجلة النمو.**
- 5. عدم وجود آلية تسمح بخروج الأموال الخاصة بالمستثمرين العرب والأجانب وهذا ما يعد أكبر المعوقات: ويرجع ذلك إلى:**

- القيود المفروضة على سعر الصرف وحرية انتقال رؤوس الأموال؛
- تقلبات الطلب الأجنبي إضافة إلى أن المستثمر يواجه صعوبة في الخروج بأمواله وعندما يخرج لا يعود.

6. في سنة 2014 تم إقرار ضريبة: وتتمثل في إعادة تقييم الأسهم المدرجة بالبورصة نهاية العام وإضافتها للوعاء الضريبي الخاص بها وإخضاع فروق إعادة تقييم الأسهم للضريبة على أن يتم خصم هذه الضريبة بعد ذلك وقت البيع الفعلي لهذه الأسهم.

7. المخاطر السياسية والاقتصادية الحالية غير القابلة للتوقع.

### المطلب الثالث: تطورات وأداء سوق الجزائر للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014

من خلال أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة لاحظنا أن أداء بورصة الجزائر ضعيف جدا مقارنة بالأسواق العربية ونشاطها لا يكاد يذكر عند مقارنتها بالأسواق العالمية الأخرى ويرجع هذا المستوى المتدني للسوق المالي الجزائري إلى معوقات كثيرة تحد من تطوره، وفي هذا المطلب سنحاول التطرق لأداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014 مع إبراز أهم المعوقات التي تواجه تطويره.

### أولا: تطورات وأداء بورصة الجزائر للأوراق المالية خلال الفترة من 2007-2014.

الجدول رقم(03-04): تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال في الجزائر للفترة 2007-2014.

ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جون	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي	الأشهر
سنة المؤشر												
67.2	71.4	71.6	69.8	69.4	69.4	68.8	67.3	68.6	68.1	67.4	65.6	2007
64.6	63.6	67.3	73.1	73.2	74.5	71.0	71.6	69.9	70.3	69.5	67.1	2008
63.8	63.6	64.8	63.3	63.2	63.0	92.5	63.6	62.8	60.6	62.9	63.2	2009
74.3	70.3	70.4	70.0	68.5	70.2	67.6	64.9	64.4	64.8	64.4	64.7	2010
94.7	96.3	96.9	95.7	99.0	99.6	100	99.1	92.8	87.9	80.2	79.8	2011
90.3	90.2	89.4	89.7	88.5	86.9	90.1	92.8	96.0	93.9	94.4	94.0	2012
90.1	89.3	87.7	87.3	87.9	89.8	88.9	90.0	90.5	90.3	90.2	89.4	2013
80.80	82.5	84.6	85.3	88.3	88.9	89.6	89.9	90.8	91.0	89.3	87.7	2014

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي،النشرات الفصلية،الربع الرابع للفترة من 2007 إلى 2014 .

أظهر المؤشر الذي يحتسبه الصندوق لبورصة الجزائر أن أدائها قد ارتفع خلال عام 2007 حيث بلغ 67.2 نقطة مقارنة مع السنة السابقة، ثم انخفض هذا المؤشر حتى عام 2009 ليصل إلى 63.8 نقطة ولكن مع بداية 2010 بدأ في الارتفاع واستمر هذا حتى سنة 2013 أين سجل 90.16 نقطة أما في سنة 2014 فقد انخفض ليصل إلى 80.80 نقطة.

1. **القيمة السوقية:** ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والبالغ عددها شركتين في نهاية عام 2007 لتبلغ حوالي 97.17 مليون دولار، ثم انخفضت حتى سنة 2009 لتبلغ حوالي 91.08 مليون دولار أما في سنة 2010 فقد ارتفعت بنحو 15 مليار دولار مقارنة مع عام 2009 لتتخفص مرة أخرى سنة 2011 حيث سجلت 135.6 مليون دولار، ولكن مع بداية سنة 2012 بدأت في الارتفاع واستمر هذا حتى سنة 2014 حيث كان هذا الارتفاع طفيفا بالنسبة للعملة المحلية فيما تراجعت قيمتها بالدولار الأمريكي وقد ساهم تراجع سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال هذه الفترة تحسنا طفيفا في القيمة السوقية مقومة بالدينار الجزائري بنحو 35 مليون دينار جزائري.
2. **عدد الشركات المدرجة:** عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ضئيل جدا يمكن أن نذكر منها مجمع رياض سطيف مجمع صيدال فندق الأوراسي.
3. **حجم التداول:** لقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة الجزائرية حتى عام 2010 لتبلغ حوالي 161.5 ألف دولار ويرجع صغر حجم التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي الأسواق المالية العربية إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة، وكذلك إلى تدني أيام التداول والذي يقتصر على يومي تداول في الأسبوع، أما في سنة 2011 فقد ارتفعت خلال الربع الرابع لتصل إلى نحو 613 ألف دولار مقابل قيمة بلغت نحو 554 ألف دولار للربع الثالث من العام نفسه وبذلك ارتفع متوسط التداول اليومي، لتتخفص في سنة 2012 خلال الربع الرابع بنحو 279 ألف دولار مقابل قيمة بلغت 285 ألف دولار عن الربع الثالث من العام نفسه مما أدى إلى انخفاض متوسط التداول اليومي أما في سنة 2013 فقد كان التغيير طفيف على نشاط التداول خلال الربع الرابع لسنة 2013 إذ بلغت قيمتها نحو 263.4 ألف دولار مقابل 261.2 ألف دولار عن الربع الثالث من نفس السعر وبالتالي تحسن متوسط التداول اليومي لينخفض مرة أخرى سنة 2014 حيث عرف هذا النشاط بعض التراجع إذ وصلت قيمة الأسهم المتداولة إلى نحو 210 ألف دولار بنهاية الربع الرابع بالمقارنة مع نحو 230 ألف دولار خلال الربع الثالث من العام نفسه.
- أما عن عدد الأسهم المتداولة فقد انخفض عام 2007 ليبلغ حوالي 35.4 ألف سهم مقابل حوالي 63.3 ألف سهم تم تداولهم خلال العام السابق وفي المقابل ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2008 ليبلغ حوالي 49.6 ألف سهم فيما شهد عدد الأسهم المتداولة استقرارا نسبيا حتى سنة 2014 ليصل إلى نحو 300 ألف سهم.

## 4. التطورات الحاصلة في الفترة الممتدة من 2007 - 2014:

- لقد أعلنت بورصة الجزائر عن خطة للنهوض بسوق الأوراق المالية تتضمن حوافز ضريبية للشركات الجزائرية العامة والخاصة الراغبة في تداول أسهمها بالسوق المالية؛
- إصدار توصيات تتضمن إنجاز مبنى جديد يضم البورصة وملحقاتها والعمل على تطوير وسائل العمل المعتمدة من قبل البورصة والمصارف والمؤسسات المالية عموماً؛
- التطورات المتعلقة بالإطار التنظيمي والتشريعي حيث ألزمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها شركات الوساطة والمهنيين المرخص لهم بتوفير مذكرة للعملاء والمستثمرين تتضمن جميع المعلومات التي تعتبر مفيدة لقرار الاستثمار في الأوراق المالية والمنتجات المالية كما يجب تقديم المذكرة إلى اللجنة قبل نشرها بفترة لا تقل عن (30) يوم على أن يتم تحديث المعلومات الواردة في المذكرة حسب الضرورة وذلك بإدخال التطورات الجديدة المتصلة بالمنتجات المعروضة؛
- لقد وقعت بورصة الجزائر والبورصة المصرية على اتفاقية تفاهم مشترك ويتجلى الهدف من هذه المذكرة في سعي كلا البورصتين لتعزيز أواصر التعاون وتبادل الخبرات.

## ثانياً: المعوقات التي تعاني منها بورصة الجزائر للأوراق المالية

1. المعوقات الاقتصادية: ونجد فيها<sup>1</sup>:

- أ. التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلاً، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي أعتاها عليها.
- إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية فعند ظهور هذه الحالة تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار، وهكذا فإن التضخم يمثل عائقاً بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

<sup>1</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، يومي 21، 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2006، ص 13، 14.

ب. السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه ادخارا تم نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

ج. ضعف الحواجز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من أرباح هذه النسبة وهذا ما يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى للتوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودي الأموال المستثمرة في الأوراق المالية لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.

د. ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

- ارتفاع عدد العمال وضعف مردودي العمل ويد عاملة غير مؤهلة؛
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا؛
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون على اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

يضاف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولي ة محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

ه. عائق الخصوصية: تعتبر الخصوصية في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض ( وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخصوصية... الخ) إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخصوصية الفعلية وفيما يلي عرض لهذه المعوقات:

- معوقات خاصة بالمؤسسات القابلة للخصوصية: ترتبط هذه المعوقات بالعوامل السياسية والاجتماعية وبالوضع السيئة للمؤسسات التي ستخصص ومن أهمها:

- تعاضم القطاعات العمومية لأنها تعتبر عامل جذب لطالبي الشغل لأنه يعطي نوعا من تأمين الشغل مما يؤدي إلى ارتفاع في التعداد الشيء الذي يطرح مشكلة تسيير الموارد البشرية على مستوى المؤسسة؛

-إن الشمول في تسيير الموارد البشرية في المؤسسات العمومية أدى تدريجيا إلى تشكيل شبكات ذات طابع عائلي وسياسي وأن النمو العام لهذه الشبكات أفرز معارضة لبرامج الخصخصة التي تشكل خطر محتملا يكشف هذه الشبكات المشكلة ويفضح ممارساتها؛

-الوضع السيئ للمؤسسات تعود إلى مؤسسات ملتزمة للميزانية وغياب الحافز لدى المستثمرين المحتملين وسوء تسيير الموارد البشرية.

• **معوقات مرتبطة بمحيط المؤسسات القابلة للخصخصة:** ويمكن رصد هذه المعوقات فيما يلي:  
-سوق الخصخصة : وفي هذا المستوى يمكن أن تلمس المعوقات التالية المتمثلة في البعد التنافسي وسلوك المشترين.

• **المعوقات المؤسسية:** وتتمثل فيما يلي:

-عجز في نظام الادخار المحلي وأعباء اجتماعية مقيدة وحقوق جمركية عالية؛  
-عدم القدرة على إيجاد حلول بديلة فيما يخص التمويل اللازم لتنمية البورصة من أجل خلق أقطاب مالية.

## 2. المعوقات التنظيمية والتشريعية

أ. **المعوقات التنظيمية:** إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكويننا ماليا واقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة، وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين وحتى لو اعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إطارات البنوك والمؤسسات المالية وإطارات شركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافي<sup>1</sup>.

ومن المعوقات التنظيمية نجد<sup>2</sup>:

• **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما يلاحظ في بورصة الجزائر أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ذلك لأن عدد

<sup>1</sup> أحسين عثمانى، النظام المالي المحاسبي ودوره في تفعيل بورصة الجزائر، مقالة منشورة، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2012، ص 17.

<sup>2</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية المعوقات والآفاق، مرجع سبق ذكره، ص 16.

المؤسسات المؤهلة والقدرة على أن تدرج في البورصة محدودة وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات وهذا ما يعيق نمو البورصة.

• **غياب الشفافية:** سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي ومحاسبي....الخ، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة الحالية والمستقبلية للمؤسسة وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثماري.

• **سير عمل البورصة:** حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 9:30 إلى الساعة 10:30 صباحا ضرف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.

• **نقص الوساطة خاصة الخواص منهم إذ نجد خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.**

ب. **المعوقات التشريعية:** بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة (715) مكرر (30) من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993 يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات وهذا يعني:

• **تفضيل السندات وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة؛**

• **إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين؛**

• **حرمان الشركات من التمويل الذاتي؛**

• **إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصوصية وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية عكس ما هو معمول به**

في جل البورصات العالمية وفي الدول العربية الأخرى حيث يتم التعامل فيها بالأسهم أكثر من السندات في الأسواق المنظمة وبالسندات في الأسواق الغير منظمة؛

• ومن شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقا للقانون المتضمن شروط القيد إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد أضف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة؛

• شروط قبول المؤسسات قاسية مع عدم فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في عمليات البورصة<sup>1</sup>.

**3. المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية.**

أ. العائق الديني: لا يخفي على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع من 04 إلى 09 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تنصب في خانة الكسب الحلال<sup>2</sup>.

ب. العائق الاجتماعي والثقافي: إن السياسة السليمة لتجنيد الادخار وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع وعليه فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائدها في الأصول المالية وتميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا ما يؤدي إلى إعاقه عمل البورصة وانعدام ثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها مما نتج عنها

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص280.

<sup>2</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية المعوقات والآفاق، مرجع سبق ذكره، ص15.

تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.

وهناك أيضا عوامل تاريخية ترتبط أساسا بالأمية، عدم الثقة في هذه الأداة والخوف من مراقبة مصالح الجباية.

### المبحث الثالث: بعض التجارب العربية في تطوير وتفعيل أسواق أوراقها المالية

إن تطوير وتنشيط الأسواق المالية العربية سيساعدها أن تلعب دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة وفي جذب رؤوس الأموال المهاجرة وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للمنطقة العربية، ومن أجل ذلك فقد اتخذت الدول العربية آليات عدة لتطوير أسواقها المالية و النهوض بها، وفي هذا المبحث سنحاول التطرق إلى الآليات والمقترحات التي وضعتها كل من السعودية مصر والجزائر في إطار تفعيل وتطوير أسواق أوراقها المالية.

#### المطلب الأول: آليات ومقترحات تطوير سوق السعودية للأوراق المالية

إن مهمة تطوير السوق المالية السعودية من المهام الرئيسية التي نص عليها نظام السوق المالية لذا تسعى هيئة السوق المالية إلى إيجاد بيئة جاذبة للاستثمار تتسم بالعدالة والكفاية والشفافية وتتوافر فيها القنوات الاستثمارية المتعددة التي تخدم جميع فئات المستثمرين وجاءت عملية تطوير السوق المالي السعودي تماشيا مع ما وصل إليه العالم من تطور في مجال نشاط أسواق الأوراق المالية، وفي هذا المطلب سنعرض على أهم آليات تطوير السوق المالي السعودي تداول.

أولا: فتح السوق للمستثمرين الأجانب المؤهلين للاستثمار في الأسهم المدرجة

أعلنت السوق المالية السعودية في بداية منتصف 2015 عن فتح السوق للمستثمرين الأجانب المؤهلين لأول مرة في تاريخ السوق ويضع سوق تداول السعودي شروط أو مقترحات من أجل الاستفادة من الاستثمار الأجنبي فيه وهي:

- يصح الإدراج للائحة المؤسسات الأجنبية المؤهلة التي تدير أصولا لا تقل عن 05 مليارات دولار؛
- السماح للصناديق التي تدير 03 مليارات كحد أدنى فقط؛
- يجب على المؤسسات الأجنبية أن تمتلك خبرة لا تقل عن 05 سنوات مع تملك أكثر من 05% من أي شركة.

وفتح سوق الأسهم السعودي أمام المستثمر الأجنبي له عدة أهداف هي:

- تعزيز الاستثمار المؤسسي وذلك من خلال استقطاب مستثمرين متخصصين يضيفون خبراتهم إلى السوق المحلية؛

-نقل المعارف والخبرات للمؤسسات المالية المحلية والمستثمرين والرفع من مهنية المشاركين في السوق؛  
-رفع أداء الشركات المساهمة لاسيما في جانب الإفصاح عن المعلومات المالية؛  
-زيادة فرص رفع تصنيف سوق المال السعودي إلى المستوى العالمي لتكون سوقا ناشئة.

#### ثانيا: توسيع قاعدة الاستثمار المؤسسي

يؤدي الاستثمار المؤسسي دورا مهما في تطوير السوق المالية إذ تتميز الأسواق التي يوجد بها شريحة واسعة من فئة المستثمر المؤسسي بانخفاض مستوى التذبذب وارتفاع مستوى الكفاءة في أسواقها، علاوة على أن ارتفاع تملك المستثمر المؤسسي لحصص إستراتيجية في الشركات المستثمر بها يدعم ممارسات الحوكمة في تلك الشركات وزيادة شفافيتها وهذا ما يصعب تحقيقه في ظل هيمنة المستثمرين الأفراد، ومن هذا المنطلق تحرص هيئة السوق المالية على توفير البيئة المناسبة لنمو الاستثمار المؤسسي وذلك من خلال ما يلي:

-رفع نسبة التخصيص للمستثمر المؤسسي في الاكتتابات الأولية؛

-العمل على اعتماد القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأسهم المدرجة؛

-دراسة جدوى السماح للمستثمرين الأجانب بتملك حصص إستراتيجية في الشركات المدرجة؛

-تشجيع تأسيس برامج ادخار للمواطنين؛

-العمل على تمكين طرح أدوات مالية وتطبيق آليات عمل في السوق جديدة.

#### ثالثا: تطوير البيئة والأنظمة التكنولوجية

تعد البيئة والأنظمة التكنولوجية من بين أهم العوامل التي يركز عليها أي سوق مالي في

محاولة منه التقدم بنشاط السوق نحو الأفضل ونجد سوق تداول السعودي ركز عليها أيضاً إذ نجد:

-أتمت السوق المالية السعودية بنجاح استبدال أنظمتها المستخدمة بنظام التداول inet X-stream

لتصبح بذلك السوق المالية الأولى في الشرق الأوسط والسادسة على مستوى العالم في استخدام أسرع

نظام للتداول في الأسواق المالية؛

-ركزت على تحفيز القطاع الخاص على إقامة شراكات وتعاون مع الشركات العالمية العاملة في مجال

التقنية وخصوصا في مجال البرمجيات وأمن المعلومات.

#### رابعا: تشجيع الاستثمار والادخار

قام السوق المالي السعودي بتشجيع الاستثمار والادخار بأساليب مختلفة منها:

- الاستثمار في الحاويات حيث منحت السوق المالية السعودية تحفيظات بالاستثمار في حاويات الشحن

والحصول على 08% عائد ثابت؛

- فيما يخص الادخار البنك الذهبي العربي يوفر العديد من محافظ الاستثمار ذات فائدة و ربحية عالية ومضاعفة الأموال إلى ثلاث أضعاف خلال مدة 06 أشهر فقط وذلك بالادخار لدى ودائع استثمار البنك الذهبي العربي.

#### خامسا: تطوير الموارد البشرية

يلقى المورد البشري اهتماما بالغاً من طرف السوق المالي السعودي ويتضح ذلك جليا من خلال المقترحات التالية:

-توظيف عدد كبير من الشباب وتدريبهم داخليا وخارجيا وهذا من أجل الاستفادة من هؤلاء الشباب في تطوير أنظمة العمل بها وتدريبهم التدريب العملي؛

-إنشاء مراكز تدريب متخصصة في منح الشهادات الدولية في مجال تقنية المعلومات والتركيز على تدريب وتأهيل العمالة السعودية في المجال.

سادسا: اندماج الشركات المتعثرة ماليا وهي من أهم الخيارات المتاحة أمام شركات التأمين السعودية للخروج من شبح الخسائر المالية المتوالية ورفع قدراتها التنافسية من جهة أخرى خصوصا أن سوق التأمين في البلاد باتت خلال الفترة الحالية من أكثر أسواق المنطقة نموا.

#### سابعا: تطوير اللوائح التنفيذية والقرارات التنظيمية والتشريعية

تم اقتراح ما يلي:

-الاعتماد على لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية التي تهدف إلى تنظيم إجراءات النقاضي أمام لجنة الفصل ووجود لجان لحل المنازعات بمستوى عال من المهنية.

-فرض غرامات على كل من يخالف الأنظمة والتشريعات؛

-الفصل التام بين الدور الرقابي والدور التنفيذي الذي ترك للقطاع الخاص؛

-رفع مستوى معايير الشفافية والإفصاح؛

-تحسين الكفاءة والفاعلية الداخلية وتعزيز الحوكمة الداخلية وإدارة المخاطر؛

-الالتزام تداول بالإفصاح من خلال موقعها الالكتروني عن ملكية أعضاء مجلس الإدارة والرؤساء

التنفيذيين والمديرين الماليين في الشركات المدرجة في السوق بشكل يومي؛

-العمل على زيادة برامج التواصل مع المستثمرين في السوق المالية وتوسيع قاعدة المشاركة فيها

وتشجيع الشركات على إدراج أسهمها.

### المطلب الثاني: آليات ومقترحات تطوير سوق مصر للأوراق المالية

مرت البورصة المصرية خلال السنوات الأخيرة بالعديد من التحديات الهامة نتيجة التطورات السياسية والاقتصادية التي مرت بها البلاد على المستوى المحلي والإقليمي والدولي بدءاً من الأزمات المالية سنة 2007 على المستوى العالمي ووصولاً إلى التغيرات التي حصلت على المستوى الإقليمي والسياسي، وفي هذا السياق فإن البورصة المصرية قدمت مقترحات لتفعيل وتطوير السوق المالي الحالي وهذا من أجل التحرك من دائرة الأسواق التقليدية إلى دائرة الأسواق العصرية الحديثة.

أولاً: تطوير البنية التشريعية

إن البنية التشريعية تمثل ركناً أساسياً في نجاح أسواق المال لهذا عملت البورصة المصرية إلى إحداث تطوير حقيقي على هذه المنظومة وهذا من خلال:

#### 1. تعديل قانون سوق المال 95 لعام 1996: وقد جاء التعديل بما يلي:

- إلغاء الأوراق المالية لحاملها؛
- حماية حقوق الملكية من المساهمين في حالات الاستحواذ؛
- إعادة تنظيم إصدار وتداول الصكوك؛
- زيادة الغرامة المالية لكل من يخالف أحكام الاستحواذ،
- إنشاء إتحاد للشركات العاملة وتوحيد القواعد المنظمة للمسؤولية الجنائية.

#### 2. الاتجاه إلى ذاتية التنظيم SRO: تعد ذاتية التنظيم للبورصة أحد أهم العوامل التي تساعد في زيادة

كفاءة السوق وزيادة قدرته التنافسية، وقد تم في هذا الشأن ما يلي:

- تشجيع عمليات التعاون بين المنظمات ذاتية التنظيم؛
- إنشاء مؤسسة لكل نشاط (السمسة، إدارة المحافظ، استثمار مباشر، إدارة الصناديق).

#### 3. تحديث منظومة القيد والإفصاح: وقد تم اقتراح مايلي:

- إعادة هيكلة منظومة القيد والإفصاح في البورصة من الناحية التشريعية والتنظيمية وذلك في ضوء التجارب الدولية الناجحة على أن يشمل ذلك زيادة في مساحة تطبيق حوكمة الشركات؛
- السماح لهيئة الرقابة باستقطاب خبراء متميزين من خارج القطاع الحكومي لإدارة قطاعاتها؛
- التدريب المستمر للعاملين بالهيئة الرقابية.

#### 4. تطوير آلية لفض المنازعات: في ظل الديناميكية التي يتمتع بها سوق المال فإن خضوع المنازعات

التي تنشأ في تعاملات السوق وفقاً لآليات التقاضي المعتادة يسبب العديد من الأزمات والمشاكل وبالتالي

فإن طبيعة أسواق المال تحتاج بشكل أو بآخر لآلية خاصة بفض المنازعات، لهذا عملت الهيئة على ما يلي:

- حماية المدين من تعسف الدائن ووضع العقوبة المناسبة في حالة إخلال المدين بالتزاماته.

#### ثانيا: تطوير الأسواق وتحديث بيئة التداول

يمثل محور تطوير الأسواق وتحديث بيئة التداول عاملا هاما في زيادة كفاءة وفعالية السوق فحتى الآن مازال السوق المصري يتمتع ببيئة تداول تقليدية لا توفر للمستثمرين كل الأدوات والآليات المالية المطلوبة، وفي ظل هذا الشأن تم تقديم المقترحات التالية لتطوير السوق المالي المصري.

1. تحويل نظام التداول اليدوي إلى آلي باستخدام الحاسبات الآلية.
2. توسيع نطاق نظام التداول الإلكتروني ليشمل أغلب الشركات المدرجة في البورصة مع توفير أجهزة ذات كفاءة عالية للتسوية.
3. إطلاق بورصة العقود: وهذا لضمان قيام سوق المال المصري بإعادة تسعير السلع بما يقضي على المضاربات المبنية في الأساس على غياب المعلومات إلى جانب تفعيل الدور التمويلي للبورصة ويمكن تحقيق ذلك من خلال:
  - التحالف مع إحدى البورصات القائمة في هذا الشأن (بورصة تتمتع بالمؤهلات الفنية والتكنولوجية) والتي تمتلك المعرفة Know how والتي توفر فرصة طويلة من العمل في هذا الشأن.
4. صكوك التمويل: وتعد أداة مالية جديدة لتمويل الشركات وفي نفس الوقت توفر أداة لقطاع المستثمرين الراغبين في الدخول في أدوات مالية جديدة.
5. تفعيل صانع السوق: بالرغم من مرور عدة سنوات على وجود قواعد منظمة لصانع السوق ولكن لم يتم تفعيل الآلية حتى الآن ولذلك عملت البورصة المصرية على إعادة تفعيل هذه الآلية وذلك من خلال:
  - الموافقة على قبول شركة بلتون لصانع السوق عضو بالبورصة المصرية.
6. تطوير سوق الصفقات (سوق خارج المقصورة): وهو يعتبر محورا رئيسيا في جذب الاستثمارات في أسواق الدول المتقدمة وقد قدمت الاقتراحات التالية في هذا الشأن:
  - السماح للأطراف الراغبة في تنفيذ عمليات البيع والشراء على أسهم الشركات المساهمة المقيدة بوضع أوامر على شاشات خاصة دون أن يكون هناك اتفاق مسبق بين طرفي العملية ويتم التنفيذ بصورة آلية من خلال نظام التداول الإلكتروني.

7. تطوير وتفعيل سوق السندات: يمثل سوق السندات ركنا أساسيا في أي سوق متطور مثله مثل سوق الأسهم وفي هذا الجانب قامت البورصة المصرية بما يلي:

- اتجاه الحكومة والهيئات الاقتصادية العامة إلى سوق السندات لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل؛
- تحويل الدين قصير الأجل إلى سندات خزانة ذات آجال متنوعة تطرح بمزاد؛
- زيادة نسبة المقيد من إجمالي السندات في السوق لزيادة نسبة المتداول من إجمالي السندات المصدرة؛
- عدم تدخل البنك المركزي في تحديد أسعار الفائدة على السندات الحكومية المصدرة والالتزام بقوى السوق؛

- من الممكن أن تقوم الحكومة بإصدار سندات ذات فائدة معلومة حتى تظل تتمتع بميزتها؛
- الترويج والإعلان والتوعية مما يؤدي إلى خلق طلب على هذه الإصدارات.

8. تطوير بورصة النيل: تهدف هذه البورصة إلى دعم قطاع الشركات المتوسطة والصغيرة والذي يعد قاطرة التنمية في العديد من دول العالم وتم تطويرها من خلال:

- إعادة هيكلة بورصة النيل؛
- التركيز على زيادة حجم الشركات؛
- الاستمرار في جذب الشركات الواعدة وذلك من أجل تلبية احتياجات المستثمرين الراغبين في الاستثمار في شركات ذات الأحجام الأصغر.

9. تحديث منظومة الرقابة على التداول: وذلك من خلال:

- الاهتمام بمتطلبات الإفصاح وتحديدها بشكل أكثر دقة وكيفية تطبيقها؛
- تطبيق نظام الرقابة الجديد على التداول.

10. تطوير منظومة التسوية: تم اقتراح ما يلي:

- إطلاق نظام التسوية T+2 لبعض الأسهم؛
- إطلاق نظام التسوية T+0 لبعض الأسهم؛
- تطبيق نظام التسوية اللحظية والتي تمكن المستثمر من بيع وشراء وتدوير أمواله أكثر من مرة خلال الجلسة.

11. إعادة النظر في تقسيم السوق: من أجل ذلك تم تنفيذ الاقتراحات التالية:

- تقسيم السوق إلى سوقا للأسهم الأكثر نشاطا؛
- سوقا للأسهم الأقل نشاطا؛

- سوق انتقالي للأسهم غير المستوفاة لكل شروط القيد.

ثالثا: تعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية

يلعب سوق المال دورا هاما في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية لأي دولة لهذا ركزت البورصة المصرية على تعميق هذا الدور من خلال:

1. تطوير السوق الأولي لتأسيس شركات من خلال الاكتتاب العام: وقد تم اقتراح ما يلي:

- تطوير سوق الصفقات بالبورصة المصرية وتحويله إلى النظام الإلكتروني؛
- تشجيع المستثمرين على تأسيس الشركات من خلال طرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام أسوة بما يحدث في أغلب أسواق العالم.

2. مساهمة البورصة في تمويل المشروعات القومية: وذلك من خلال:

- عمليات الترويج لطرح صكوك تمويل شعبية أو سندات حكومية للمساهمة في تمويل المشروعات القومية وزيادة قاعدة المشاركة الشعبية.

3. المساهمة في تمويل السندات الحكومية: قد تم اقتراح ما يلي:

- تطوير سوق السندات وخاصة الحكومية وزيادة معدلات السيولة في سوق السندات الحكومية؛
- تخفيض تكلفة الاقتراض الحكومي وبالتالي تخفيض تكلفة الدين.

4. تطوير مفهوم المسؤولية المجتمعية للشركات: في هذا الشأن تم اقتراح ما يلي:

- دفع الشركات المقيدة لتحقيق مزيد من الالتزام بمفهوم المسؤولية المجتمعية من خلال نشر ثقافة المسؤولية المجتمعية؛

- إنشاء صندوق للمسؤولية المجتمعية تشارك فيه الشركات المقيدة في البورصة للقيام بأعمال مجتمعية.

رابعا: الترويج والتوعية المجتمعية

يقع على عاتق البورصة المصرية جناح الترويج للسوق وجذب الاستثمارات إليه وهذا الجانب

يحتاج إلى تركيز مكثف لهذا فقد تم اقتراح ما يلي:

1. استئناف حملات الترويج الخارجية: وهذا من خلال :

- الترويج بصورة ربع سنوية على الأقل وتوجيه حملات الترويج لأسواق مختلفة داخلية وخارجية وعدم التركيز على سوق واحد؛

- بناء قنوات الاتصال بين البورصة والمستثمرين الخارجيين.

2. الترويج لجذب شركات جديدة: وذلك بإعداد خطة عمل زمنية تستهدف الترويج لفكرة ومزايا القيد

بالبورصة.

3. حملات الترويج الداخلية: حيث تم اقتراح:

- زيادة معدلات مشاركة الأفراد في البورصة المصرية؛
- زيادة مساحة التثقيف والتوعية الاستثمارية لدى الأفراد المتعاملون.

4. إطلاق مركز لعلاقات المستثمرين: ويتضمن مركز لتلقي مكالمات المستثمرين سواء الشكاوي أو المقترحات.

5. تفعيل نظام FIX: في هذا الشأن تم ما يلي:

- استخدامه في التحالف مع البورصات الخارجية مثل اسطنبول ويورونيكست وغيرها من البورصات التي يمكن الربط بها لزيادة حجم الاستثمارات والسيولة في السوق؛
- من أجل تفعيله فقد تم ضم أكبر عدد من شركات الوساطة إليه.

خامسا: تطوير البنية المعلوماتية والتكنولوجية

يمثل البعد التكنولوجي محورا هاما في تطوير الأسواق وعادة ما تتنافس الأسواق فيما بينها في كيفية الوصول بالبنية التكنولوجية والمعلوماتية إلى أفضل وآخر المستجدات ومن أجل ذلك فإن السوق المالي المصري سعى إلى العمل باقتراحات هي:

1. تحديث الأنظمة المتعلقة بعملية التداول: قام السوق المال المصري بتجديد بعض العمليات المتعلقة بعملية التداول مثل الإفصاح يكون لحظيا من خلال الشركات المقيدة وسوق خارج المقصورة.

2. تطوير عملية الإتاحة المعلوماتية: وذلك ب:

- إنشاء قناة تلفزيونية متخصصة لتوعية وجذب صغار المدخرين؛
- إتاحة فترات كافية لبث البرامج في الإذاعة والتلفاز للاستفادة من المعلومات المتاحة.

3. تطوير مؤشرات جديدة: إطلاق مؤشر لبورصة النيل EGX 30.

4. تطوير البيئة التكنولوجية: وذلك بإنشاء موقع إلكتروني خاص بالشركات المدرجة وزيادة توعية

المستثمرين بالاستفادة من التطور التكنولوجي الحاصل وذلك بقيامهم بعملية البيع والشراء بواسطة الانترنت.

## سادسا: تعميق مكانة البورصة المصرية على المستوى الدولي

إن تطور علاقات البورصة المصرية على المستوى الدولي هو أمر هام ويساعد بشكل غير مباشر في تحسين البورصة المصرية أمام المجتمع الدولي بما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما أن العلاقات هي أمر هام لتبادل الخبرات، وفي هذا الشأن قدمت المقترحات التالية:

**1. تفعيل دور مصر في المنظمات الإقليمية والعالمية:** تحضى البورصة المصرية بعضوية العديد من المنظمات الإقليمية والعالمية وقد فعلت هذه العضويات من خلال:

- توقيع اتفاقيات مع دول عالمية مثلا في سنة 2014 تم توقيع بروتوكولا للتعاون المالي بين مصر وفرنسا؛

- عقد اتفاقيات مع الاتحاد الأوروبي.

**2. القيد المزدوج:** تواصل البورصة المصرية مساعيها لتحقيق عملية القيد المزدوج مع إحدى البورصات الإقليمية بهدف جذب المزيد من الاستثمارات للسوق المصري وزيادة عمقه وفي هذا الشأن قامت بما يلي:

- تفعيل نظام الربط FIX لتسهيل عملية الربط مع الأسواق الأخرى، حيث سمحت الدولة المصرية لصندوق التقاعد الصيني بالاستثمار في سوق الأسهم لأول مرة.

**3. تشجيع الطلب الأجنبي وتحقيق استقرار السوق:** وذلك بتطبيق الإجراءات المقترحة التالية:

- القضاء على مشكلات المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي؛

- واقعية الصرف وتحديد عند مستوى يتلاءم مع قوى السوق؛

- تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين المحليين لموازنة تحركات رؤوس الأموال الأجنبية الجماعية بما يساعد على استقرار السوق.

**4. استكمال برنامج الخصخصة:**

- تشجيع الخصخصة بالبيع لمستثمر استراتيجي أجنبي من 60% من رأس المال لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر وتوفير نقد أجنبي؛

- النظر في خصصة بنوك القطاع العام عن طريق طرح سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

وهناك آليات أخرى لتفعيل سوق الأوراق المالية المصرية يمكن طرحها في النقاط التالية:

- استمرارية التدريب الداخلي والخارجي لرفع كفاءة العاملين في السوق؛

- ضرورة تشجيع شركات السمسرة على الانتشار في المحافظات (بور سعيد، المنصورة، أسيوط)؛

- ضرورة وضع قواعد العضوية الخاصة بالسمسرة مع وضع مراعاة زيادة الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات السمسرة ووضع معايير للملاءة المالية؛
- توفير أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة لتلائم مختلف تفضيلات الأفراد؛
- الإسراع ببرنامج الخصخصة وبصفة خاصة طرح الجزء الباقي من الشركات التي تم تخصيصها بالفعل وطرح شريحة ( لا تقل عن 40 % ) من إحدى الشركات الكبرى ( مثل الاتصالات)؛
- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر لما لها من دور هام في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام.

### المطلب الثالث: آليات ومقترحات تفعيل سوق الجزائر للأوراق المالية

يعتبر تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة لتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع ومن أجل ذلك فقد قمنا بتشخيص العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر والنهوض بها.

أولاً: آليات مرتبطة بالجانب الاقتصادي

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال:

أ. **تخفيض سعر الفائدة:** حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلاً للودائع المصرفية أي (التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية أي تحويل الودائع إلى أسهم وسندات) ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.

ب. **تخفيض معدل التنظيم:** فالنظرية الاقتصادية تشير إلى أن الرشد في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التنظيم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقية) للعوائد المستقبلية لاستثماراته، إذ عندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق فانخفاض معدل التضخم يعني انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار وهو من شأنه أن يترك أثر إيجابي على قيمة الاستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بسوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب انخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول كذلك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الاقتصادي.

ج. إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين : وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، ويقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% إلى 25% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأس مالها<sup>1</sup>.

د. تحفيز الادخار: وذلك من خلال التربية الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وقرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمتل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها وتحقق التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة التلفزة والجرائد، كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.

هـ. ضبط الاستهلاك: ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند مستوى معين يسمح للفرد بحياة كريمة وأيضاً زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن تم ينصرف ضبط الاستهلاك إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الاهتمام بنوع السلع المستهلكة، ونشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوماً من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئاً للادخار ومن ثمة للاستثمار اللازم لنمو الطاقات<sup>2</sup>.

و. تسريع عملية الخصخصة: تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة وتنويع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

ن. تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة : يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساساً على مدى تحرير القطاع المالي ويضطلع كل من البنك المركزي

<sup>1</sup>بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسطينة، الجزائر، 2007، ص ص 130، 131.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 313.

والبنوك التجارية بدورها في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

- **دور البنك المركزي:** يلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش وتفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:
  - السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وضمن الاكتتاب بها؛
  - ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع سوق السندات؛
  - العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.
- **دور البنوك التجارية:** تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:
  - المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار ومن ثمة سوق التداول؛
  - تسويق أو ترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة؛
  - التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية وإضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

### ثانيا: آليات مرتبطة بالجانب التنظيمي والتشريعي

#### 1. آليات مرتبطة بالجانب التنظيمي: وهي:

أ. **تجزئة سوق البورصة:** وذلك بتقسيمها إلى قسمين سوق رسمية وسوق ثانية ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية مع العلم أن كلا السوقين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق ثانوي وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية والعبء من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تمويل نفسها.

ب. **مكثنة أنظمة التداول:** إذ لابد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الانترنت وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

<sup>1</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية المعوقات والآفاق، مرجع سبق ذكره، ص 18.

ج. تعزيز الشفافية والإفصاح : أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر فمن جانب السوق يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول ومؤشرات المالية الرئيسية، وفي هذا الجانب على شركة إدارة البورصة إصدار نشرات يومية أسبوعية شهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار مع إبرام اتفاقيات مع شركة عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية<sup>1</sup>.

## 2. آليات مرتبطة بالجانب التشريعي

إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي فهو لا يقتصر على قانون إنشاء سوق مالي أو التعليمات المنظمة للتعامل في السوق فحسب ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على السوق وتشجيع الاستثمارات في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي. -كما يتطلب وجود إطار مؤسسي لسوق الأوراق المالية والذي نعني به وجود كيان منظم وقانون له مكانة محددة يتم فيه تداول الأدوات المالية المختلفة؛ -توفير أعلى معايير الانفتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية والشهرية، وفي نهاية السنة المالية يتم إعداد ونشر القوائم المالية الختامية وليس الانتظار مدة سنة كاملة لنشر التقارير والقوائم المالية الختامية حتى يتم قرار الاستثمار وتنشيط السوق؛ -مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي؛

-الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر<sup>2</sup>.

ثالثا: آليات مرتبطة بالجانب الاجتماعي والثقافي والديني

### 1. آليات مرتبطة بالجانب الاجتماعي والثقافي

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 18، 19.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص ص 311، 312.

أ. **الثقافة البورصية:** إنه من الضروري السعي إلى تحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد توعيتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسيس الجمهور، وينبغي أن تتعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة.

ب. **آليات مرتبطة بالجانب الديني:** بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بوضياف عيبر، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص135.

## خلاصة الفصل

لقد اتخذت العديد من الدول العربية خلال الأعوام الأخيرة سلسلة من الإجراءات والآليات الرامية إلى تطوير الأسواق المالية المحلية واستهدفت تلك الآليات بشكل أساسي تحسين مناخ الاستثمار المحلي مع استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية من أجل تمويل وحدات العجز الداخلية، كما قامت العديد من الدول العربية بتصحيح الإطار التشريعي والتنظيمي المؤطر لهذه الأسواق من خلال استصدار قوانين شاملة ذات أهمية منسجمة ومتشابهة لتلك المعمول بها في دول أخرى.

فرغم تطور أسواق الأوراق المالية في عدة دول عربية إلا أنها لا زالت تعاني من صغر الحجم وضعف التنظيم ولا تعبر عن القدرات الكامنة هذا وتعد أسواق الأوراق المالية العربية صغيرة للغاية مقارنة بما هو عليه الحال في بقية دول العالم ولا تتمتع بالعمق والكفاءة والتنظيم بشكل يؤهلها لأن تنافس الأسواق الدولية في جذب الاستثمارات كما أن حجم نشاط التداول والقيمة السوقية في معظم الأسواق المالية العربية لا تعبر عن القدرات الكامنة التي يمكن أن تحققها هذه الأسواق.

الخاتمة العامة

تعالج هذه الدراسة موضوع أسواق الأوراق المالية العربية وذلك من خلال الإحاطة بواقعها والمعوقات التي تحد من نشاطها مع ذكر السبل الكفيلة لتعزيز مكانتها والقيام بدورها، وهذه الأسواق هي أحد أهم آليات نظام التمويل المالي لتجميع الفوائض وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية أين يكمن محل العجز المالي والتمويل عن طريقها يعتبر تمويلا مباشرا، حيث توفر الأدوات المتنوعة والوافرة لإمكانية التمويل فهي بذلك تلعب دور الوسيط الذي يسهل للأفراد والمنشآت إيجاد مصادر التمويل. وينطوي التداول في هذا السوق على العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشيا مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات المالية والأوراق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عن الحاجة.

وقد أدركت الدول العربية أهمية هذه الأسواق خاصة في ظل التوجه الجديد المتمثل في تقليص دور القطاع العام والاتجاه نحو خصوصته فمثل هذا التوجه يقتضي تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، فبالإضافة إلى الأسواق التي كانت موجودة كبورصتي مصر وسوق القيم المنقولة بالدار البيضاء والبورصة اللبنانية ظهرت أسواق أخرى ليصبح عدد أسواق الأوراق المالية أربعة عشر سوقا. وتعاني أسواق الأوراق المالية العربية من عدة مشاكل منها مشكلة تدني مستوى الإفصاح والشفافية والتعامل من الداخل واحتكار المعلومات وعدم التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية، ومحدودية وضعف الوعي الاستثماري لدى معظم شرائح المستثمرين، وأيضا تعاني من محدودية الاستثمار المؤسسي واعتمادها على الاستثمار الفردي وأخيرا محدودية الدور الذي يعاني منه الوسطاء.

وفي ظل هذه التحديات والمعوقات أطلقت الحكومات العربية العديد من برامج الإصلاح التي تهدف من خلالها إلى تطوير وتفعيل البورصات العربية حتى تكون قادرة على تحقيق أهدافها، حيث أكدت هذه البرامج على أهمية دور القطاع الخاص والعمل على خلق بيئة مناسبة قانونية واستثمارية مناسبة من أجل زيادة وجذب ما يعرف بالمستثمر الأجنبي.

### النتائج

من خلال الدراسة التي قمنا بها توصلنا إلى مجموعة من النتائج سواء في الجانب النظري أو التطبيقي والتي يمكن رصدها في النقاط التالية:

### النتائج النظرية

- الأهمية الكبيرة للأسواق المالية ودورها الفعال في تنشيط الاقتصاد جعلها الركيزة الأساسية لكل دولة إلى درجة أن كل ما يؤثر عليها سواء سلبا أو إيجابا فهو ينعكس على الدولة مباشرة؛

- تعتبر الأوراق المالية كمصدر من مصادر التمويل الحديث والمباشر وتتمثل هذه الأوراق في الأسهم والسندات والتي تعطي لحاملها مجموعة من الحقوق ونظرا للنتائج الذي حققها هذا المنتج المالي لاقتصاديات الدول بدأت البلدان العربية الاهتمام به وأصبح يحتل مكانة هامة في هيكلها التنموية؛

- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية؛

- إن نقاط الضعف البنوية والعوائق المؤسسية التي تقف في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية عديدة حيث أن هذه الأخيرة صغيرة جدا من حيث الحجم ودورها محدود في مجال حشد الموارد وتخصيصها ويرجع السبب في ذلك إلى محدودية أدوات الاستثمار المتداولة وعدد صغير من الشركات المسجلة واحتكار ملكية القطاع العام للأوراق المالية من جهة وإلى محدودية القطاع الخاص من جهة أخرى؛

- عملت الدول العربية على تفعيل وتطوير أسواق أوراقها المالية وهذا بتعزيز الشفافية والإفصاح والاستمرارية والتوسع في برامج الخصخصة، تحفيز الادخار ومكننة أنظمة التداول، ولكن رغم الجهود المبذولة من طرف حكومات الدول إلا أن أداءها لم يرتقي للمستوى المطلوب الذي يوازي أداء الدول المتقدمة ومازال في مستويات ضعيفة نسبيا ولا يساهم في تنمية الاقتصاد.

### النتائج التطبيقية

- إن سوق الأوراق المالي السعودي ورغم ريادته لأسواق الأوراق المالية العربية إلا أنه بقي بعيدا من حيث فعاليته عن الأسواق المالية العالمية الرائدة هذا نتيجة وجود مجموعة من المعوقات ذات البعد التنظيمي والتشريعي والمناخ الاقتصادي؛

- إن سوق مصر للأوراق المالية بقيت بعيدة عن مستويات التطور التي بلغتها العديد من الدول العربية في سبيل تفعيل أسواقها المالية، وهذا بالرغم من المزايا الكبيرة التي تتميز بها مصر في العديد من المجالات الاستثمارية؛

-إن بورصة الجزائر مازالت بعيدة كل البعد عن أهدافها الأساسية وهي غير مفعلة بالشكل اللازم لتدعم الاستثمار حيث لا تشارك تماما في سياسة تخصيص الموارد داخل الاقتصاد الجزائري؛  
-إن الأسواق المالية العربية ورغم المزايا التي تمتاز بها بعض اقتصادياتها تبقى بعيدة جدا عن مستوى فعالية الأسواق المالية العالمية نتيجة مجموعة من المعوقات المتشابهة من حيث الشكل والمختلفة في حدة التأثير؛

-مازالت بورصة الجزائر تفتقر للضوابط والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل وتسهيل المعاملات وتوفير الحماية اللازمة للتعامل.

### الإجابة على الفرضيات

بعد عرض هذه الدراسة ومحاولة الإحاطة ببعض جوانبها يمكن إجراء اختبار لفرضياتها:

-تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من ضعف دورها داخل اقتصادياتها والذي ينعكس في ضعف أحجام التداولات وعدد الصفقات، كما أن معظم أسواق الأوراق المالية العربية مازالت تعاني من ضعف فرص التنوع أمام المستثمرين، ولكن ورغم الإصلاحات التي عرفتتها هذه الأسواق في السنوات القليلة الماضية إلا أنها لا تزال تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداولات ما يعكس صغر حجمها، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

-تعاني أسواق الأوراق العربية من عدة معوقات ومشاكل منها غياب الاستقلال المالي والإداري لبعض أسواق المال العربية وافتقارها لأدوات الرقابة وعدم وجود مؤسسات فاعلة وساندة للأسواق المالية العربية و أيضا صغر نطاق الأسواق المالية العربية بسبب ضعف القطاع الخاص، هيمنة القطاع العام، تدخل الدولة وضعف الاستثمار بصفة عامة والاستثمار المالي بصفة خاصة، بالإضافة إلى جملة من المعوقات التشريعية والتنظيمية وضعف الثقافة الاستثمارية هذه المعوقات انعكس تأثيرها مباشرة في أداء أسواق الأوراق المالية العربية والذي يتضح في الضعف وعدم الكفاءة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛  
-لقد عملت الدول العربية جاهدة على مواجهة العقبات التي كانت تواجه نشاط أسواق أوراقها المالية وهذا من خلال مجموعة من الآليات لعل أبرزها تفعيل الأطر التشريعية والتنظيمية والهيكلية، التوسع في برامج الخصخصة، تنشيط سوق السندات والأسهم، مكننة أنظمة التداول وزيادة التدفقات المالية العربية البنينة، ولكن ورغم هذه الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدا في أسواقها المحلية ورغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البلدان العربية لتطوير القطاع المالي فيما بينها إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه

العديد من العوائق وتختلف هذه العوائق من دولة إلى أخرى كل حسب درجة التقدم والنشاط، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

### الاقتراحات

بالنسبة للتوصيات فإننا نقترح ما يلي:

- العمل على تحديث قوانين الشركات ووضع حوافز لإنشاء شركات المساهمة وتسهيل عملية تحويل الشركات المغلقة إلى شركات مساهمة يتم إدراج وتداول أسهمها من خلال البورصة؛
- إلغاء القيود التنظيمية المعقدة في التداول الدولي للأوراق المالية؛
- تحفيز الادخار المالي من خلال نشر الوعي الادخاري عن طريق الجهود التربوية وترشيد المستهلك؛
- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار؛
- زيادة الوعي الاستثماري من خلال استغلال كافة وسائل الإعلام؛
- الاستمرارية والتوسع في برامج الخصوصية إذ تشكل عمليات الخصوصية أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية؛
- إنشاء شبكات اتصالات عربية متطورة وهذا لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها؛
- تفعيل دور أسواق المال العربية في توفير التمويل اللازم للمشروعات العربية الكبرى؛
- على الدول العربية أن تعمل مجتمعة على إقامة وتفعيل سوق عربية موحدة ذات شروط ميسرة تسمح بالاستثمار فيها لكل المشروعات والمؤسسات المدرجة.

### آفاق الدراسة

- إن النتائج التي تم التوصل إليها والتوصيات التي قمنا بتقديمها لا يمكن أن تكون قطعية ونهائية ولكن أملنا فيها أن تكون فاتحة لدراسات جديدة يمكن بلورتها في النقاط التالية:
- استخدام المشتقات المالية قد يساعد في تطوير وتحسين أداء الأسواق المالية العربية؛
- تأثير السوق النقدي ودوره في تفعيل السوق المالي في الوطن العربي؛
- دور البورصات العربية في تفعيل اقتصادياتها الوطنية في ظل الدخول إلى المنظمة العالمية للتجارة.

# قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### 1. الكتب

- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، 2003.
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، ط 1 الأردن، 2004.
- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
- برايان كويل، نظرة عامة عن الأسواق المالية، قسم الترجمة بدار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- جلال إبراهيم العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، ط 1، مصر، 2003.
- حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1999 حتى 2003، باحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية المصرية، جامعة الزقازق، مصر.
- حسين عطا غنيم، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 1998.
- حمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث مصر، 2006.
- حمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث مصر، 2007.
- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للنشر والتوزيع لبنان، 2002.
- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان 2000.
- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ط 1، الأردن.
- رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق رأس المال، المؤسسات، الدار الجامعية، مصر، 1999.

- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، مصر، 2007.
- سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، ط2، مصر.
- سليمان المنديري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مديولي، مصر، 1999.
- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006.
- السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية: أسواق رأس المال، البورصات البنوك، صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001.
- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- صلاح الدين السيدي، بورصات الأوراق المالية: الأهداف، السبل، ومقترحات، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003.
- صلاح الدين حسن السيدي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتب للنشر والتوزيع، ط1، مصر، 2003.
- صلاح الدين حسن السيدي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، ط1، لبنان، 1998.
- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا- عمليا ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، ط1، مصر، 2000.
- ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات ، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2008.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية ، الدار الجامعية، مصر 2001.
- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- عاطف النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، كتاب الأهرام الاقتصادي، مصر، 1999.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

- عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية: أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار الدار الجامعية، مصر، 2006.
- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002 .
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية : أسواق رأس المال البورصات، البنوك، شركات الاستثمار، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2006.
- عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، ط 1، الأردن، 2000.
- عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن ، 1999.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010.
- عماد صالح سالم، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية والعالمية والتنمية المتواصلة ، النشر بمعرفة المؤلف، أبو ضبي، 2002.
- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية ، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2008.
- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، دار الكتب العربية، مصر، 1993.
- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، أترك للنشر والتوزيع، ط 2، مصر، 2006.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2007.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- محمد عثمان حميدة إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.

- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1 الأردن، 2006.
  - محمد فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر، وسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومي مصر، 1993، حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في التكامل المالي العربي، باحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية والصناعة المصرية، مصر.
  - محمد مطر، فايز يتيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2005.
  - محمود أحمد زويل، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
  - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، ط1، الجزائر، 2008.
  - مصطفى الشري، شيخة زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية مصر، 1992.
  - منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية، الدار المصرية اللبنانية، ط1، مصر، 2007.
  - منير إبراهيم الهندي، سلسلة أسواق الأوراق المالية: الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، ط1، الأردن، 1994.
  - نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات: منهج تنمية القدرات المعرفية والمهارية، مكتبة عين شمس، ط3، 2000.
  - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2003.
  - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2003.
- ### 2. المقالات
- أحسين عثمانى، النظام المالي المحاسبي ودوره في تفعيل بورصة الجزائر، مقالة منشورة، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2012
- ### 3. الأطروحات والرسائل الجامعية
- أ. رسائل الدكتوراه
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

• حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.

• سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.

### ب. مذكرات الماجستير

• بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسطينة، الجزائر، 2007.

• رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي ، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس الجزائر، 2009.

• رشيد هولي، مدى فعالية أسواق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الم اجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة الجزائر، 2011.

• سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمار، دراسة مقارنة المغرب الجزائر تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2004.

### 4. الملتقيات

• زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية المعوقات والآفاق ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، يومي 21، 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2006.

• محمد بن رجم خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، جامعة الجزائر، 21، 20، أكتوبر 2009.

- محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 21، 20 أكتوبر، 2009.

### 5. الدوريات

- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، معهد التخطيط العربي، الكويت، 2004.
- الغزالي، عيسى محمد، خصائص أسواق الأسهم العربية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 80، فيفري 2009.

### 6. المجالات

- بلال شيخي، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مركز البصيرة للبحوث والاستثمارات والخدمات التعليمية، العدد 12، الجزائر، 2006.
- حسان خبايا، دور أسواق الأوراق المالية للدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية جامعة سطيف، الجزائر، 2004.
- حسن قبلان، مؤشر أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.
- رمضان علي شراح، مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاوني الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001.
- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2010.

### 7. التقارير

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي الموحد لعام 2000، الإمارات العربية المتحدة، 2001.
- قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، صندوق النقد العربي، 1997.

### 8. المواقع الإلكترونية

- وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها ، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر ،على الموقع:

.2016/01/27 Irefpedia. Com. Arab.uploads.2010.03 بتاريخ إضطلاع

- سليمان المنذري، البورصات العربية.....وهن في مرحلة الشباب، على الموقع:

<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml>

08.03.2016 بتاريخ إضطلاع

- قرار مدير سوق البحرين للأوراق المالية رقم (20) لسنة 2001 على موقع بورصة البحرين:

[www.bahrain bourse.net](http://www.bahrain.bourse.net) بتاريخ اضطلاع 08.03.2016.

- موقع البورصة الجزائرية على الموقع: [www.alger bourse.com](http://www.alger.bourse.com) بتاريخ اضطلاع

08.03.2016.

- تقديم بورصة تونس على موقع البورصة التونسية: [www.Tunisie bourse.com](http://www.Tunisie.bourse.com) بتاريخ اضطلاع

(08.03.2016).

- موقع البورصة التونسية على الموقع:

[httpM//www.bvmt.com.tn/ar/documentation/market-infos/view=listing-](http://www.bvmt.com.tn/ar/documentation/market-infos/view=listing-requirements)

requirements بتاريخ اضطلاع 08.03.2016.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

1. الكتب

- Jacquillat Bertrand ,Solinique Bruno ,**marches financiers :gestion de**

**port feuilles et desrisques**,4eme Edition ,EditionDunad ,Paris ,2002.

- Roger Miller ,David van Hoose.(**mony.banking and financial markets**)

south westem. Publishing thomson learning .united states of america.2001.

# الملاحق

الملحق رقم(25): قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2007 و

السوق المالي	الربع الرابع 2006	الربع الثالث 2007	الربع الرابع 2007	الربع الثالث 2008	الربع الرابع 2008
سوق أبو ظبي المالي	1.674	7.996	25.730	13.692	5.252
بورصة عمان	3.330	4.032	4.729	8.171	3.156
بورصة البحرين	235	252	465	210	513
سوق الأسهم السعودي	191.477	134.898	147.565	93.074	86.953
سوق الكويت المالي	17.808	37.477	27.878	26.491	22.524
بورصة الدار البيضاء	3.763	4.369	11.87	2.622	4.836
بورصة الجزائر	0.032	0.093	0.017	54.19	73.05
بورصة تونس	164	94	310	419	679
سوق دبي المال	13.734	14.913	53.983	17.425	10.241
سوق الخرطوم المالي	159	220	191	126	77
سوق فلسطين المالي	192	180	184	162	136
سوق مسقط المالية	497	931	2.747	1.771	862
سوق الدوحة	4.618	4.582	13.488	10.83	9.911
بورصة بيروت	208	257	403	782	239
البورصة المصرية	12.874	15.301	23.924	12.810	7.948
المجموع	250.732	228.501	312.467	187.837	153.326

2008.

الملحق رقم(26): عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2007 و

2008.

السوق المالي	الربع الرابع 2006	الربع الثالث 2007	الربع الرابع 2007	الربع الثالث 2008	الربع الرابع 2008

الربع الرابع 2010	الربع الثالث 2010	الربع الرابع 2009	الربع الثالث 2009	الربع الرابع 2008	السوق المالي
-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	--------------

5.801	8.920	23.659	10.137	1.622	سوق أبو ظبي المالي
798	1.373	1.265	1.129	840	بورصة عمان
473	196	413	213	152	بورصة البحرين
16.194	9.495	14.132	11.032	13.388	سوق الأسهم السعودي
16.914	14.295	16.622	22.898	11.014	سوق الكويت المالي
124.42	36.11	140.49	65.40	39.61	بورصة الدار البيضاء
12.50	7.80	0.003	0.014	0.006	بورصة الجزائر
65017	45.12	25.52	10.47	21.86	بورصة تونس
15.979	15.936	52.868	20.588	6.616	سوق دبي المال
49	68	19	25	362	سوق الخرطوم المالي
51	44	63	61	58	سوق فلسطين المالي
606	795	1.335	587	271	سوق مسقط المالية
1.159	689	1.483	522	565	سوق الدوحة
21.69	53.26	72.85	19.99	12.19	بورصة بيروت
4.540	4.280	5.824	3.264	2.731	البورصة المصرية
62.170	56.277	117.922	70.552	37.691	المجموع

الملحق رقم (27): قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنة 2009 و 2010.

2.517	1.638	4.506	4.614	5.252	سوق أبو ظبي المالي
1.452	2.032	2.652	2.486	3.156	بورصة عمان
61	41	132	100	513	بورصة البحرين
2012 الربع	2012 الثالث الربع	2011 الربع	2011 الثالث الربع	2010 الربع	سوق الأسهم السعودي
45.461	35.457	65.124	63.916	86.953	سوق الكويت المالي
9.537	8.676	11.188	19.192	22.524	بورصة الدار البيضاء
4.366	3.981	11.664	1.100	4.836	بورصة الجزائر
46.13	32.21	30.18	36.60	73.05	بورصة تونس
4.498	562	425	347	679	سوق دبي المال
3.249	2.459	13.103	10.616	10.241	سوق الخرطوم المالي
239	228	261	257	77	سوق فلسطين المالي
117	68	85	80	136	سوق مسقط المالية
947	633	1.366	1.650	862	سوق الدوحة
6.004	2.730	5.409	5.502	9.911	بورصة بيروت
205	205	259	303	239	البورصة المصرية
18.480	10.677	31.735	15.311	7.948	
87.133	69.388	147.911	125.474	153.326	المجموع

الملحق رقم (28): عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2009 و 2010.

الربع الرابع 2010	الربع الثالث 2010	الربع الرابع 2009	الربع الثالث 2009	الربع الرابع 2008	السوق المالي
5.206	5.469	7.705	8.769	5.801	سوق أبو ظبي المالي
1.210	1.533	1.376	1.317	798	بورصة عمان
106	103	177	181	473	بورصة البحرين
7.128	6.234	9.983	80763	16.194	سوق الأسهم السعودي
14.765	15.383	19.297	20.816	16.914	سوق الكويت المالي
132.51	98.36	140.49	33.54	124.42	بورصة الدار البيضاء
7.40	5.20	5.10	6.80	12.50	بورصة الجزائر
76.59	92.17	75.90	36.15	65017	بورصة تونس
7.659	5.534	23.662	23.088	15.979	سوق دبي المال
40	12	43	25	49	سوق الخرطوم المالي
47	36	42	36	51	سوق فلسطين المالي
679	559	1.164	1.689	606	سوق مسقط المالية
635	266	689	686	1.159	سوق الدوحة
24.40	16.01	12.66	15.29	21.69	بورصة بيروت
7.123	6.231	7.193	7.886	4.540	البورصة المصرية
44.38	41.581	71.562	73.361	62.170	المجموع

الملحق رقم (29): قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2009 و 2010.

2014	2014	2013	2013	2012	السوق المالي
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
1.450.0	1.240.0	1.141	1.295	2.517	سوق أبو ظبي المالي
707.1	540.7	709	861	1.452	بورصة عمان
38.5	27.4	107	34	61	بورصة البحرين
83.366.8	91.879.9	85.989	51.472	45.461	سوق الأسهم السعودي
3.417.1	3.589.7	6.990	3.825	9.537	سوق الكويت المالي
1.936.3	1.375.3	2.339	641	4.366	بورصة الدار البيضاء
279.3	284.9	612.98	554.18	46.13	بورصة الجزائر
380.5	283.9	360	392	4.498	بورصة تونس
2.215.9	2.216.1	1.221	1.418	3.249	سوق دبي المال
1.494	14.9	23	25	-	سوق دمشق للأوراق المالية
110.546	180.9	232	278	239	سوق الخرطوم المالي
71.709	31.0	94	68	117	سوق فلسطين المالي
699.21	615.6	479	379	947	سوق مسقط المالية
2.641.872	6.551.4	5.862	3.898	6.004	سوق الدوحة
75.112	104.123	70	105	205	بورصة بيروت
6.531.8	8.124.7	4.646	5.443	18.480	البورصة المصرية
103.649	116.776	110.264	70.434	87.133	المجموع

الملحق رقم (30): عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2011 و 2012.

الربع الرابع 2012	الربع الثالث 2012	الربع الرابع 2011	الربع الثالث 2011	الربع الرابع 2010	السوق المالي
3.970.58	3.042.15	2.883.74	2.913.18	5.206	سوق أبو ظبي المالي
543.97	523.96	618.83	960.80	1.210	بورصة عمان
121.65	69.90	152.01	95.94	106	بورصة البحرين
11.048.83	15.442.90	13.448.18	7.925.62	7.128	سوق الأسهم السعودي
12.065.00	12.176.00	11.975.06	7.405.07	14.765	سوق الكويت المالي
72.21	80.51	66.59	30.98	132.51	بورصة الدار البيضاء
0.038	0.040	0.081	0.053	7.40	بورصة الجزائر
62.99	64.11	72.80	91.47	76.59	بورصة تونس
7.309.58	6.824.78	3.779.33	4.303.85	7.659	سوق دبي المال
1.35	4.26	4.83	7.28	0.71	سوق دمشق للأوراق المالية
149.79	3.42	16.21	36.81	40	سوق الخرطوم المالي
41.77	18.05	38.89	24.72	47	سوق فلسطين المالي
1.044.90	1.069.50	506.91	386.88	679	سوق مسقط المالية
216.91	943.57	668.58	342.06	635	سوق الدوحة
11.46	13.73	13.69	10.63	24.40	بورصة بيروت
11.211.00	11.822.00	3.648.00	4.899.00	7.123	البورصة المصرية
47.875	52.099	37.894	29.434	44.38	المجموع

الملحق رقم (31): قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2013 و 2014.

5.713.1	5.188.3	7.726.5	5.915.3	1.450.0	سوق أبو ظبي المالي
785.2	549.1	745.5	535.2	707.1	بورصة عمان
91.7	83.1	125.8	73.8	38.5	بورصة البحرين
130.679.0	141.987.0	78.531.7	83.807.4	83.366.8	سوق الأسهم السعودي
5.006.4	4.513.0	5.984.3	7.831.4	3.417.1	سوق الكويت المالي
2.058.4	766.2	2.672.5	334.1	1.936.3	بورصة الدار البيضاء
214.5	225.5	263.4	261.2	279.3	بورصة الجزائر
42.5	18.4	219.1	140.0	380.5	بورصة تونس
17.969.8	21.357.1	14.162.4	13.346.2	2.215.9	سوق دبي المال
1.4	3.5	28	8.0	1.494	سوق دمشق للأوراق المالية
268.6	256.9	193.4	254.1	110.546	سوق الخرطوم المالي
75.8	54.8	143.7	65.6	71.709	سوق فلسطين المالي
1.445.1	1.072.1	1.556.1	1.343.3	699.21	سوق مسقط المالية
12.658.0	12.245.5	5.692.3	5.171.1	2.641.872	سوق الدوحة
144.2	289.8	162.3	58.4	75.112	بورصة بيروت
8.960.2	7.876.1	5.469.9	5.805.3	6.531.8	البورصة المصرية
185.900	196.261	123.389	124.689	103.649	المجموع

الملحق رقم (32): عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2013 و

2014.

الربع الرابع 2014	الربع الثالث 2014	الربع الرابع 2013	الربع الثالث 2013	الربع الرابع 2012	السوق المالي
10.646.78	7.177.12	17.044.68	11.812.88	3.970.58	سوق أبو ظبي المالي
634.11	372.43	526.55	372.28	543.97	بورصة عمان
117.51	133.45	440.20	148.37	121.65	بورصة البحرين
16.370.10	15.631.50	10.993.02	12.502.41	11.048.83	سوق الأسهم السعودي
12.798.70	12.987.44	17.507.68	23.691.41	12.065.00	سوق الكويت المالي
90.33	50.88	94.15	19.57	72.21	بورصة الدار البيضاء
0.03	0.03	0.034	0.034	0.038	بورصة الجزائر
666.61	198.45	54.43	34.61	62.99	بورصة تونس
32.800.00	21.840.61	40.746.10	41.543.02	7.309.58	سوق دبي المال
1.80	10.44	2.24	6.43	1.35	سوق دمشق للأوراق المالية
34.47	33.45	32.87	16.83	149.79	سوق الخرطوم المالي
39.21	33.40	91.58	43.88	41.77	سوق فلسطين المالي
1.620.43	1.231.73	1.735.10	1.847.50	1.044.90	سوق مسقط المالية
880.56	1.018.23	591.88	443.67	216.91	سوق الدوحة
21.04	45.91	20.40	10.02	11.46	بورصة بيروت
12.915.00	9.861.00	10.270.88	7.115.00	11.211.00	البورصة المصرية
80.637	80.626	100.151	99.608	47.875	المجموع

# المُلخَص

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على أهم المشاكل والمعوقات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية والتي تحول بينها وبين تحقيق أهدافها وتطورها وأيضا معرفة الجوانب النظرية والفنية لإقامة أسواق أوراق مالية متطورة وفعالة.

ولتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة بشكل أساسي على الدراسة التحليلية حيث تم تحليل أداء سوق الأوراق المالي السعودي، المصري والجزائري من أجل استنتاج أهم المعوقات التي تواجهها ومعرفة أسبابها ومن ثم وضع آليات لمعالجتها وذلك خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2014.

بعد استعراض مختلف هذه الجوانب توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج حيث أن أسواق الأوراق المالية هي أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، أيضا كما أنها تعاني من صعوبات ومشاكل كبيرة ومتشعبة الأمر الذي أضفى عليها صفة الضعف في الأداء وفي آلية العمل مقارنة بأسواق المال العالمية والأجنبية رغم الإصلاحات التي شهدتها هذه الأسواق من أجل تطويرها.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية، أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء، المعوقات.

## Résumé

**Cette étude vise à essayer d'identifier les problèmes et les obstacles les plus importants auxquels sont confrontés les marchés financiers arabes qui l'empêchent d'atteindre leurs objectifs et leur évolution. Et aussi savoir les aspects théoriques et techniques de la mise place d'un marché efficace et pour ce faire, l'étude est fondée principalement sur l'étude analytique pour teste la performance de ses marché financier Saoudien Egyptien Algérien en vue de conclure les contraintes les plus importantes rencontrées, identifier ses causes et élaborer des mécanismes pour y faire face**

**Après ces différence aspects l'étude à révèle un ensemble des résultats, alors que les marchés financier sont des canaux les plus important un bonne allocation des ressources financier et les employer dans les Project d'investies et aussi les difficultés est des problèmes importants et complexes qui lui ont des faiblisse dans l'exécutions et les mécanismes d'acte par rapport aux marchés mondiale.**

**les marches financiers arabes, la clé : les marches de titre financiers, Mot performance, les obstacles.**