



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

التخصص مالية وبنوك

بعنوان

استراتيجيات تفعيل دور الوساطة المالية في البورصة

- دراسة مقارنة بين بورصة " الجزائر، الأردن، مصر، الإمارات " -

إعداد الطالبين:

- شريقي روان

- مرزوقي فتحية

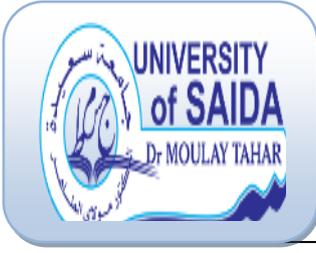
أعضاء اللجنة المناقشة

الأستاذ:

الأستاذ الدكتور: لحول عبد القادر.....مشرقا و مقررًا

الأستاذة:

السنة الجامعية: 2018-2019



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

التخصص مالية وبنوك

بعنوان

استراتيجيات تفعيل دور الوساطة المالية في البورصة

- دراسة مقارنة بين بورصة " الجزائر، الأردن، مصر، الإمارات " -

إعداد الطالبتين:

- شريقي روان

- مرزوقي فتحية

أعضاء اللجنة المناقشة

رئيساً

الأستاذ:

الأستاذ الدكتور: لحول عبد القادر.....مشرفاً و مقررًا

ممتحنًا

الأستاذ:

السنة الجامعية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي جَعَلَ الْمَوْتَ
وَالْحَيَاةَ وَالَّذِي
يُحْيِي الْمَوْتَى
وَالَّذِي يُخْرِجُ
الْحَبَّ وَالذُّرْءَ
وَالَّذِي يُصَوِّرُ
الْبَشَرَةَ كَيْفَ يَشَاءُ
وَالَّذِي يُرْسِلُ
الرِّيحَ تَحْتِ
أَمْرٍ أَلْفٍ عَشَرَ
تَبَارَكَ اسْمُهُ
عَلَى سَائِرِ
الْعَالَمِينَ
آمِينَ

تشكرات

للّٰه الفضل من قبل و من بعد على ما أنعم و سهل و أرشد فله الحمد
و الشكر كله و الصلاة و السلام على رسوله الأمين سيدنا محمد بن
عبد الله و على آله و صحبه و من تبعه بإحسان إلى يوم الدين،
و بعد...

نقدم بجزيل تشكرنا و ثنائنا إلى الوالدين الكريمين

فإنه يسرنا بهذا المقام أن نتقدم بكل معاني الشكر والاحترام
والتقدير إلى الأستاذ المشرف الدكتور " لحول عبد القدر " الذي
تفضل بالموافقة على إشرافه على هذه المذكرة و على ما قدمه
من إرشادات و توجيهات و نصائح كان بالغ الأثر في إنجاز هذا
العمل، كما نحبي فيه روح التواضع و المعاملة الطيبة فأجازه الله عنا
كل خير.

كما نتقدم بكل شكر و تقدير و احترام إلى الأساتذة أعضاء اللجنة
الموقرة

الذين وافقوا على مناقشة هذه المذكرة

و خاتما نقدم الشكر إلى من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب
و من بعيد

إهداء

بسم الله رب العالمين نحمدك من لا يحمد تحريك يا ارحم الراحمين^١ حمدا يليق
بجلال وجهك

وعظيم سلطانك ونستعين بك على هذه الحياة وما فيها ونستهدي بك ونتوب
اليك^٢ وصل

اللهم وسلم على البشير النذير والسراج المنير المبعوث رحمة للعالمين وعلى اله
وصحبه اجمعين.

اهدي ثمرة عملي واجتهادي إلى من نزلت في حقهم الآية الكريمة
{ألا تعبدوا إلا إياه و بالوالدين إحسانا}

إلى أعظم وأرق امرأة فتحت عيني لأراها تسمر و تعاصر أمواج الحياة لتربيته
وتجعل مني امرأة سالحة وتفتح لي بدعواتها أبواب المستقبل
إلى "أمي" الحنون التي تعبته وسهرته لأصل إلى قمة النجاح وتمرسه في روح
العمل والأخلاق

إلى من أخذ بيدي حتى وصلت إلى غايتي وأمدني بالدعم والهمة لأصل وكان
مناه

نجاحي وفرحتي (أبي)

إلى اختي و اخواني دفتي البيت و سعادته

إلى من سعدت معهن و كنّ لي أجمل و أحلى صديقات

إلى من كانت ذراعي الأيمن و مساعدتي في إنجاز هذا العمل "مرزوقي فتحية"

وإلى صاحبة القلب الطيب و النوايا الصادقة "صباحي مريم"

و ختاماً أتقدم بالشكر لكل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

روان

إهداء

الحمد لله رب العالمين وعلى اللهم وسلم على سيدنا وحبيبنا المصطفى
الأمين

أهدي هذا العمل إلي من قال فيهما الله سبحانه وتعالى «وقضى ربك
ألا تعبد إلا إياه وبالوالدين إحسانا»

إلى مثلي الأعلى، إلى من تحمل مشقة الحياة وأفنى عمره في خدمتنا
ليراننا في أسمى درجات العلم والأخلاق ويرشدنا في الحياة "أبي مرزوق
محمد" أطال الله في عمره وحفظه لنا

إليك يا صاحبة عيون تهوى السمر، يا من تزيننا بدعواها ليالي السفر، يا
من تملكين قلبا أطال الصبر، يا من تملكين قلبا حنوننا، يا أحدى كلمة
ينطقها اللسان "أمي زواية عائشة"

إلى دعائم سقفي وسندي في حياتي ومصدر ثقفتي أخواتي "مريم"
"صليحة" "كريمة" "زهيرة" "خديجة"

إلى عفافير العائلة وشموع بيتنا الغالي، إلى براعم البراعة" عبير نور
الهدى" "عيسى المنتصر" "محمد الصوفي" "ياسر"

إلى أعز رفيقات علي قلبي صديقاتي "شريقي روان" "صباحي مريم"
إلى زميلي في المشوار الدراسي "قريشي موسى"

فتحية



شكر

إهداء

VI	.....	قائمة المحتويات
IX	.....	قائمة الجداول
X	.....	قائمة الأشكال
XI	.....	قائمة الملاحق
أ	.....	المقدمة.

الفصل الأول: الإطار النظري للوساطة المالية في البورصة

2	.....	تمهيد
3	.....	المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية
3	.....	المطلب الأول: مدخل للوساطة المالية
6	.....	المطلب الثاني: مفهوم الوساطة المالية وأسبابها
9	.....	المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية ووظائفها
14	.....	المطلب الرابع: مؤسسات الوساطة المالية
21	.....	المبحث الثاني: الوسطاء الماليون في عملية البورصة
21	.....	المطلب الأول: وسيط عمليات البورصة ووظائفه وشروط ممارسة دوره
26	.....	المطلب الثاني: أنواع الوسطاء في عمليات البورصة وأهميتهم
27	.....	المطلب الثالث: إدارة وتنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة
31	.....	المطلب الرابع: قواعد وأدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة
35	.....	المبحث الثالث: عموميات حول البورصة
35	.....	المطلب الأول: ماهية البورصة
38	.....	المطلب الثاني: شروط إنشاء بورصة
40	.....	المطلب الثالث: عمليات البورصة وأصنافها
45	.....	المطلب الرابع: حتمية كفاءة البورصة
47	.....	خلاصة

الفصل الثاني: استراتيجيات تفعيل بورصة الدول العربية (الأردن، مصر، الإمارات)

49	.....	تمهيد
50	.....	المبحث الأول: بورصة - الأردن -
50	.....	المطلب الأول: عموميات حول بورصة الأردن
53	.....	المطلب الثاني: استراتيجيات بورصة الأردن 2015 - 2020



54	المطلب الثالث: إنجازات بورصة عمان (2017-2015).....
59	المطلب الرابع: أداء بورصة الأردن (عمان).....
68	المبحث الثاني: البورصة المصرية.....
68	المطلب الأول: عموميات حول بورصة مصر.....
72	المطلب الثاني: استراتيجيات بورصة مصر 2013 - 2018.....
74	المطلب الثالث: إنجازات البورصة المصرية من عام 2015 - 2018.....
82	المطلب الرابع: أداء البورصة المصرية.....
91	المبحث الثالث: بورصة الإمارات - دبي -.....
91	المطلب الأول: عموميات حول بورصة الإمارات.....
94	المطلب الثاني: إستراتيجيات بورصة دبي (2025-2015).....
98	المطلب الثالث: إنجازات بورصة دبي 2015 - 2018.....
104	المطلب الرابع: أداء بورصة - دبي-.....
114	خلاصة.....

الفصل الثالث: استراتيجيات تفعيل بورصة الجزائر بالاعتماد على النماذج السابقة

116	تمهيد.....
117	المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر.....
117	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر و مراحلها.....
118	المطلب الثاني: أسواق بورصة الجزائر.....
119	المطلب الثالث: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر.....
125	المطلب الرابع: الإدراج في بورصة الجزائر (الشروط والعمليات).....
130	المبحث الثاني: تحليل الوضع العام لبورصة الجزائر خلال الفترة 2009 - 2018.....
130	المطلب الأول: القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر.....
133	المطلب الثاني: أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2009-2018.....
138	المطلب الثالث: دراسة مقارنة بين بورصة الإمارات و الأردن و مصر و الجزائر.....
144	المطلب الرابع: الصعوبات المعرقة لبورصة الجزائر.....
149	المبحث الثالث: المحاور الأساسية لتأهيل بورصة الجزائر.....
149	المطلب الأول: تنشيط بيئة المؤسسات الاقتصادية.....
152	المطلب الثاني: إجراءات ترقية وتطوير السوق المالي.....
154	المطلب الثالث: الدور الأساسي للبنوك في تفعيل البورصة.....
158	المطلب الرابع: إعادة هيكلة النظام العام للبورصة.....



261	.....	خلاصة
164	.....	الخاتمة
171	.....	قائمة المصادر والمراجع
		ملخص البحث



الصفحة	العنوان	الرقم
59	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان	(1-2)
60	تطور القيمة السوقية لبورصة عمان	(2-2)
61	تطور حجم التداول بورصة عمان	(3-2)
63	تطور معدل دوران السهم لبورصة عمان	(4-2)
64	تطور مؤشر بورصة عمان	(5-2)
66	تطور نسبة التغير في مؤشر بورصة عمان	(6-2)
82	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية	(7-2)
83	تطور القيمة السوقية للبورصة المصرية	(8-2)
84	تطور حجم التداول في البورصة المصرية	(9-2)
86	تطور معدل دوران السهم للبورصة المصرية	(10-2)
87	تطور مؤشر البورصة المصرية	(11-2)
89	تطور نسبة التغير في بورصة المصرية	(12-2)
104	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي	(13-2)
105	تطور القيمة السوقية لبورصة دبي	(14-2)
107	تطور حجم التداول في بورصة دبي	(15-2)
109	تطور معدل دوران السهم في بورصة دبي	(16-2)
110	تطور مؤشر سوق دبي	(17-2)
111	تطور نسبة التغير في المؤشر بورصة دبي	(18-2)
133	تطور عدد الشركات المدرجة بورصة الجزائر	(1-3)



134	تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر	(2-3)
135	تطور حجم التداول بورصة الجزائر	(3-3)
137	تطور معدل دوران السهم بورصة الجزائر	(4-3)
138	دراسة مقارنة بين بورصة دبي و عمان و مصر و الجزائر	(5-3)



الصفحة	العنوان	الرقم
5	يوضح الوساطة الميزانية السوقية	(1-1)
28	نموذج لهيكله مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير	(2-1)
30	التنظيم المبسط لمؤسسات الوساطة في البورصة	(3-1)
37	يُوضّح مُواصفات البورصة	(4-1)
51	يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	(1-2)
59	رسم بياني يوضح تطور عدد الشركات المدرجة	(2-2)
60	رسم بياني يوضح تطور القيمة السوقية لبورصة عمان	(3-2)
62	رسم بياني يوضح تطور حجم التداول بورصة عمان	(4-2)
63	رسم بياني يوضح تطور معدل دوران السهم	(5-2)
65	رسم بياني يوضح تطور مؤشر بورصة عمان	(6-2)
66	رسم بياني يوضح تطور نسبة التغير في مؤشر بورصة عمان	(7-2)
70	الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية	(8-2)
76	أداء السوق المصري مقارنة بالأسواق الناشئة بالعملة المحلية وفق لمورجان ستانلي خلال 2016	(9-2)
78	متوسط التداول اليومي من قبل وبعد قرار تقليص مدة إيقاف السهم (مليار جنيه)	(10-2)
79	عدد الشركات المستخدمة لنظام الإفصاح الإلكتروني	(11-2)
80	ندوات تواصل مع الشركات المقيدة	(12-2)
81	تطور أعداد المستثمرين المسجلين في البورصة خلال عام 2018	(13-2)
82	رسم بياني يوضح تطور عدد الشركات المدرجة	(14-2)



84	رسم بياني يوضح تطور القيمة السوقية للبورصة المصرية	(15-2)
85	رسم بياني يوضح تطور حجم التداول في البورصة المصرية	(16-2)
86	رسم بياني يوضح تطور معدل دوران السهم لبورصة مصرية	(17-2)
88	يوضح مؤشر البورصة المصرية	(18-2)
89	رسم بياني يوضح تطور نسبة التغير في بورصة المصرية	(19-2)
92	الهيكل التنظيمي لبورصة دبي	(20-2)
96	استراتيجية الخماسية للغايات لبورصة دبي	(21-2)
104	رسم بياني يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي	(22-2)
105	رسم بياني يوضح تطور القيمة السوقية لبورصة دبي	(23-2)
107	رسم بياني يوضح تطور حجم التداول في بورصة دبي	(24-2)
109	رسم بياني يوضح تطور معدل دوران السهم في بورصة دبي	(25-2)
110	رسم بياني يوضح تطور نسبة التغير في المؤشر بورصة دبي	(26-2)
112	رسم بياني يوضح تطور مؤشر سوق دبي	(27-2)
119	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	(1-3)
121	الهيكل التنظيمي لـ SGBV	(2-3)
122	الهيكل التنظيمي لـ COSOB	(3-3)
135	رسم بياني يوضح قيمة السوقية في بورصة الجزائر خلال فترة 2009-2018	(4-3)
136	رسم بياني يوضح حجم التداول في بورصة الجزائر خلال فترة 2009-2018	(5-3)
137	رسم بياني يوضح معدل دوران في بورصة الجزائر خلال فترة 2009-2018	(6-3)

المقدمة



شهدت الأسواق المالية برمتها تطورا منقطع النظير على جميع الأصعدة و المستويات خصوصا في ظل العقود الأخيرة، حيث أنها أصبحت المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول، فما فتئت أن ظهرت إلا وتقتن مهندسو النظام المالي في الدول المتقدمة في استخدامها لتوفير التمويل اللازم للشركات والدول على حد سواء، كما أنها تمثل ملاذا متميزا للمستثمرين والذين تحذوهم الرغبة الجامحة في الاستثمار وتحقيق الأرباح، إذ تعمل هذه الأسواق على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل قياسا إلى حجم خططها الاستثمارية. فلو تم تصور عدم وجود هذه الأسواق، فإن الوحدات الاقتصادية لن تقوم ببرامجها الاستثمارية إلا في حدود حجم مدخراتها الحالية، وعليه ستؤجل هذه الاستثمارات لحين تحقق مدخرات كافية من دخلها الجاري، ومن الناحية الأخرى، قد تكون هناك وحدات اقتصادية لديها مدخرات متراكمة و لكن ليس لديها فرص استثمارية متاحة، و بالتالي تبقى الأموال لديها راكدة وعاطلة.

إن هذا الانسياب المستمر من الوحدات التي تحقق فائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز يساعد على زيادة حجم الإستثمارات في الاقتصاد الوطني، وزيادة معدل النمو الاقتصادي، وتحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات مختلف الأعوان الاقتصاديين.

فوجود الفوهة بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي أدى بالضرورة إلى وجود الوساطة المالية تمثل حلقة الربط بين الفئتين السابقتين، حيث ما لبثت أهميتها تزداد من يوم لآخر، نظرا لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين والمدخرين. كما تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، وبذلك تنعكس سلامة وحسن أداء هذه المؤسسات على سلامة و حسن الأداء الاقتصادي للدولة بشكل عام، بالمقابل فإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه المؤسسات والأسواق المالية لا ينصب تأثيره على هذه المؤسسات والأسواق المالية فحسب، بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلبيا على الأداء الاقتصادي ككل.

هذا وقد حددت فترة الدراسة 10 ، لأسواق رأس مال " بورصة الأردن ، بورصة مصر ، وبورصة الإمارات (دبي) و إسقاطها على بورصة الجزائر، كما أننا عمدنا إلى دراسة كفاءة أسواق رأس المال العربية بصورة خاصة، من أجل توضيح درجة التقدم الذي حققته هذه الدول للرفع من أداء أسواق رأسمالها، وزيادة كفاءتها، هذا وان كانت الدول العربية قد حققت تقدما ملحوظا في تنظيم ومتابعة أسواق رأسمالها، فإننا سنحاول اختبار ودراسة الكفاءة في هذه الأسواق من حيث أداء مؤشرات واستراتيجياتها وانجازات هذه البورصات محل الدراسة، لكي تكون قدوة للجزائر التي تقل فيها ثقافة الاستثمار والادخار وثقافة سوق رأس المال. فحتى الدول المتقدمة التي حققت الكفاءة لأسواقها، مازالت تعمل جاهدة على زيادة كفاءة أسواق رأس المال فيها حتى تصل إلى أعلى درجات الكفاءة.



فالجائر على غرار كثر من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، ورغم أن بورصة الجزائر في مرحلتها الابتدائية فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية، بهدف تحقيق التنمية الشاملة والمستدامة، في أبعادها الاقتصادية والاجتماعية لذا فهي ذات أهمية بالغة خاصة في الدول النامية.

(1) الإشكالية:

تأسيسا على ما سبق فإن السؤال الذي سنحاول الإجابة عليه من خلال هذا البحث هو على النحو التالي: كيف يمكن تفعيل الوساطة المالية في بورصة الجزائر استنادا على نماذج كل من بورصة الأردن وبورصة مصر ، بورصة الإمارات ؟

من خلال السؤال الرئيسي ارتأينا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما المقصود بالوساطة المالية ؟ وفيما تتمثل وظيفتها ؟
2. ما هي العقبات والعوائق التي حالت دون تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر؟ وما هي الإجراءات والآليات الكفيلة بتزقيتها وتطويرها؟
3. هل تتميز بورصة الأردن، مصر والإمارات بمستوى معين من الكفاءة ليجعل منها نموذجا يمكن الاستناد عليه لتفعيل بورصة الجزائر ؟

(2) الفرضيات:

- انطلاقا من التساؤلات الفرعية فان هذا الموضوع يقوم على اختبار الفرضيات التالية:
1. وظيفة الوساطة المالية ليست مجرد وساطة بين المدخرين والمستثمرين فقط، بل لها وظائف أخرى لا تقل أهمية تهدف كلها إلى تطوير كفاءة وفعالية البورصة.
 2. إن عدم نجاح بورصة الجزائر للقيم المنقولة لا يعود بشكل كبير إلى اختلافات فيها بقدر ما يعود إلى الاختلافات الموجودة في محيطها.
 3. يمكن الاعتماد على نماذج البورصات العربية محل الدراسة كوسيلة لتفعيل بورصة الجزائر من خلال اتباع استراتيجياتها المقترحة .



(3) أهداف الدراسة:

- نظرا للأهمية البالغة لهذا الموضوع يصبو هذا البحث إلى بلوغ عدة أهداف أبرزها:
- تسليط الضوء على الجوانب النظرية للبورصة و الوساطة المالية والجوانب التطبيقية من حيث التعرف على استراتيجيات البوصات العربية محل الدراسة كنموذج لتفعيل بورصة الجزائر .
- يعد حجم التداول في بورصة الجزائر ضعيفا مقارنة بالأسواق الأخرى، و ذلك راجع لقلة الاستثمار المالي، وضعف ثقافة الأفراد في هذا المجال، وعلية جاءت هذه الدراسة لإزالة الغموض واللبس الذي يكتنف التعامل بالأوراق المالية.
- فتح الأبواب على مصراعيها لتقديم اقتراحات من شأنها تنشيط بورصة الجزائر، كما أن ذلك سيفتح فرصة إسقاط هذه الجهود على البورصة .

(4) أهمية الدراسة :

يستمد هذا البحث أهميته من العناصر التالية:

تكمّن أهمية دراستنا في التعرف على مختلف البورصات العربية من حيث أهدافها واستراتيجياتها والانجازات المترتبة عنها وكذلك التعرف على خصوصية بورصة الجزائر التي لم تحظ بقدر كبير من الدراسات الأبحاث، إضافة إلى الأهمية الكبرى التي نوليها إلى بورصة الجزائر كي نحاول أن نسهم ولو بقدر بسيط في إظهار العراقيل التي تواجهها و سبل تذليلها لتحقيق دعم التنمية الاقتصادية في بلدنا.

(5) دوافع اختيار الموضوع:

- يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة إلى اختيار هذا الموضوع فيما يلي:
- الإرتباط الوثيق الموجود بين الموضوع و طبيعة الاختصاص "مالية و بنوك" فهو يمثل مجالا خصبا للبحث، كما أنه يقع ضمن دائرة الميول و الرغبة الشخصية.
- حداثة الموضوع نسبيا حيث أن وظيفة الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية مازالت غير معروفة المعالم لدى معظم أفراد المجتمع.
- إن العقبات التي تعاني منها بورصة الجزائر تجعل اشكالية التنشيط من الضرورات التي تفرض نفسها على الساحة الاقتصادية، خصوصا في ظل تزايد انفتاح الاقتصاد السوق واندماجه في المنظومة الاقتصادية العالمية.
- محاولة الإسهام بشكل فاعل في اثراء المكتبة العربية بدراسة تكون قبلة لأهل الاختصاص والمتعطشين لمعرفة خبايا البورصة و الدور الذي تلعبه مؤسسات الوساطة المالية في تنشيطها.



(6) المنهج المعتمد:

تم استخدام المنهج الوصفي فيما يتعلق بجمع المعلومات عن البورصات محل الدراسة بالإضافة إلى المنهج التحليلي والاستنباطي في دراسة المقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الأردن والبورصة المصرية وبورصة دبي .

(7) حدود الدراسة:

تم وضع حدود للإشكالية المطروحة مع ضبط الإطار الذي تتم فيه الدراسة من التساؤلات والفرضيات و أهداف يسعى إليها البحث و لتحقيق ذلك تم إنجاز هذا البحث من خلال الإلمام والإحاطة بالجوانب الأساسية للبورصات، و هذا بتحديد المكان بكل الدول عموماً في الجانب النظري مع دراسة مقارنة بين البورصات خلال الفترة للربع الرابع للسنوات من 2009 حتى 2018.

(8) الدراسات السابقة :

نحن بصدد إعداد هذا الموضوع، تم الاطلاع على بعض الدراسات التي تناولته وهي أساساً:

❖ **بوكساني رشيد**: معوقات الأسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها.

وهي عبارة عن رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية السنة الجامعية: 2006/2005 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة ؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟ وقد قسم الباحث رسالته إلى بابين حيث تناول في الباب الأول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية في الفصل الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية و الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتنا وأثر العولمة عليها و الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً وأسواق الأوراق المالية الناشئة.

الباب الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها حيث يحتوي على الفصل الرابع: واقع أسواق الأوراق المالية العربية الفصل الخامس: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية الفصل السادس: تفعيل أسواق الأوراق المالية.

توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحقيقه ونحن متفقون معه في هذه النقطة لكن الاختلاف كان في النتيجة التي توصل إليها هو أن تطور الأسواق المالية العربية مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات حيث يرى أنه هناك ارتباط وثيق بين السوقين ونحن نرى أن الحل ليس ترابط بين السوقين وإنما في إصلاح أوجه القصور المتمثلة في جانب توحيد التشريعات والتنظيمات، توسيع نطاق السوق، إزالة كافة الاضطرابات في سياسات



الاقتصادية المتبعة وتوفير مناخ الاستثمار الملائم. إذ في المرحلة الأولى يتم تكوين سوق مالي ناشئ ثم تأتي عملية التكامل بين البورصات العربية الذي تهدف إلى تنمية آفاق التعاون بين البورصات العربية وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات والأموال العربية فيما بينها، وهذا يؤدي إلى إقامة سوق مال عربية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد وإعادة استثمارها في المنطقة العربية بما يضمن تمويل خطط التنمية الاقتصادية المطروحة في الوطن العربي.

❖ **لطرش سميرة** : كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية سنة الجامعية: 2010/2009 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول هل لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم ؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة فصول .حيث خصص الفصل الأول للتعرف على كفاءة سوق رأس المال، أما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، بينما تناول الفصل الثالث قيمة الورقة المالية، وبصورة خاصة قيمة السهم، أما الفصل الرابع فكان يهدف إلى تدعيم الدراسة النظرية وذلك من خلال القيام بدراسة واختبار كفاءة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، ودراسة سلوك الأسعار فيها.

كما أننا عمدنا إلى دراسة واختبار كفاءة أسواق رأس المال العربية بصورة خاصة، من أجل توضيح درجة التقدم الذي حققته هذه الدول للرفع من أداء أسواق رأسمالها، وزيادة كفاءتها، وهل وصلت إلى مستوى الدول المتقدمة بالنسبة لدرجة كفاءة أسواق رأسمالها. هذا وإن كانت الدول العربية قد حققت تقدما ملحوظا في تنظيم ومتابعة أسواق رأسمالها، فإننا سنحاول اختبار و قياس مستوى الكفاءة في هذه الأسواق، لكي تكون قدوة للجزائر التي تكاد تنعدم فيها ثقافة الاستثمار و الادخار وثقافة سوق رأس المال . فحتى الدول المتقدمة التي حققت الكفاءة لأسواقها، مازالت تعمل جاهدة على زيادة كفاءة أسواق رأس المال فيها حتى تصل إلى أعلى درجات الكفاءة.

(9) هيكل الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري للوساطة المالية في البورصة بثلاثة مباحث، المبحث الأول تمثل في ماهية الوساطة المالية، والمبحث الثاني تضمن الوسطاء الماليين في عمليات البورصة، بينما المبحث الثالث عرضنا فيه عموميات حول البورصة .



الفصل الثاني تم التطرق استراتيجيات تفعيل بورصات دول العربية الأردن (عمان)، مصر، الإمارات (دبي) في ثلاثة مباحث في المبحث الأول تم التطرق لبورصة الأردن (عمان)، وفي المبحث الثاني للبورصة المصرية، وفي المبحث الثالث بورصة الإمارات (دبي).

الفصل الثالث تم التعرض إلى استراتيجيات تفعيل بورصة الجزائر بالاعتماد على النماذج السابقة في ثلاثة مباحث المبحث الأول تضمن ماهية بورصة الجزائر ، المبحث الثاني تمثل في تحليل الوضع العام لبورصة الجزائر خلال الفترة 2009 - 2018، بينما المبحث الثالث المحاور الأساسية لتأهيل بورصة الجزائر.

الفصل الأول:

الإطار النظري للوساطة

المالية في البورصة

**تمهيد:**

تحتل الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه، وما تقوم به أيضا من أدوار في تفعيل هذا النظام، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية وخاصة مع كبر حجم المبادلات ونقص المعرفة والمعلوماتية، حيث تقوم هذه الفئة بالتوفيق بين رغبات أطراف التعامل أي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وبالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصعاب الفائض المالي للتوظيف فوائضهم، وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم إلى التمويل.

من أجل التعرف أكثر على الوساطة المالية كان لابد من التطرق إلى كل من مفهومها، أسبابها، أهميتها، المؤسسات التي تمثلها، وتعتبر الوساطة في عمليات البورصة من أهم جوانب الوساطة المالية التي ينبغي التعرض لها، خاصة وأن لها دور فعال في التنمية وتنشيط التعاملات المالية للبورصة.

وسيتم التطرق إلى كل ما سبق ذكره عن طريق هذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة التالية:

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية

المبحث الثاني: الوسطاء الماليون في عملية البورصة

المبحث الثالث: عموميات حول البورصة



المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية

تمهيد:

تتبع الحاجة للوساطة المالية من واقع تفاوت الأفراد من حيث المعرفة والمهارة والثروة أيضا، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، وفي الجهة المقابلة يوجد رجل الأعمال الذي يملك المهارة والخبرة التجارية، لكنه لا يملك رأس المال، وهنا تنشأ فرصة لطرف ثالث يقرب بين الطرفين ويملك ثقتهم وهذا خاصة إذا كان الأول بعيد عن الثاني، حيث يقوم الطرف الثالث (الوسيط المالي) بإشباع حاجة على الطرفين في مقابل ربح متفق عليه، وبذلك يكون الأطراف الثلاثة قد استفادوا من هذه الوساطة مما ينعكس ذلك بالإيجاب على الاقتصاد ككل.¹

المطلب الأول: مدخل للوساطة المالية

يتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية وتتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، وهذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، فإذا كانت المواد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل أو إذا كانت السياسة التمويلية لا تعتمد عليها، فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمرا حتميا حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طرق التمويل المباشر، التمويل غير المباشر.²

الفرع الأول: التمويل المباشر والصعوبات الناجمة عنه.

أولا/ - التمويل المباشر: يتمثل التمويل المباشر من خلال العلاقة بين المقرض والمستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي، وذلك من خلال إصدار مستخدم الأموال - وحدات العجز المالي - الذين يمتلكون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي - المقرضين النهائيين لأصل مالي - أوراق مالية مباشرة (تدفق مباشر للأوراق المالية) للوحدات ذات فائض وعادة ما يتعهد المدين (المقرض) يدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف أو يحرر له صك ملكية لجزء من القيم الحقيقية للمؤسسة، وتمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبته لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال، ويطلق على هذه الأصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية.

1 - خالي عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006، ص43.

2 - عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق أوراق المالية مع إشارة لحالة بورصة تونس، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 66.



ثانيا/ - الصعوبات الناجمة عن التمويل المباشر¹

إن إقامة علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي أمر ممكن ولكن وجود مثل هذه العلاقة التمويلية تصادفها مجموعة من الصعوبات بالنسبة للطرفين ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لأي شخص أن يعرف أن شخصا آخر له فائض مالي ما لم يكن يعرفه معرفة شخصية.
- حتى وإن يتم التعارف بين هذين الطرفين، فليس من السهل أن يكون هناك توافق في الرغبات من الزمان والمكان فمن الوارد أن يكون صاحب العجز يحتاج إلى هذه الأموال يشهر جانفي مثلا ولكن صاحب الفائض لا يستطيع تعبئتها إلا في شهر مارس. كما أنه ليس من المستبعد أن يكونا طرفا العلاقة غير متواجدين في نفس المكان، وهذا ما يخلق مشكلة التلاقي بينهما، كأن يكون صاحب الفائض المالي يسكن مدينة الجزائر بينما صاحب العجز المالي مدينة وهران فكيف لهما أن يلتقيا.
- أما المشكلة الثالثة هي صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى مبلغ أكثر من الفائض المالي للطرف الآخر العلاقة المالية المباشرة، ويصبح من اللازم على صاحب العجز أن يبحث عن شخص آخر لاستكمال حاجته المالية، مع إمكانية ظهور نفس المشاكل السابقة على فرض أن هذه المشكلة قد حلت.
- تتمثل الصعوبة الرابعة في عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرض التوظيف الجيد للأموال، ويقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد.
- تتجسد الصعوبة الخامسة في أن التمويل المباشر يدفع إلى تجميد الأموال المقترضة إلى غاية تاريخ التسديد، وهو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي خاصة.
- إن هذه الصعوبات لا تسمح بخلق الظروف الملائمة للاستعمالات المثلى لموارد التمويل المتاحة، وتدفع بكل تأكيد إلى التفكير في البحث على سبل وطرق أخرى، من أجل توفير الجو الملائم والأدوات الضرورية لضمان نجاعة أكبر في استعمال الأموال ومن الضروري الإشارة إلى تجنب هذه المصاعب يمر عبر عملية تطبيق لهذه العلاقة أمكن ذلك، وأكثر البدائل الممكنة من الناحية العملية هي إقامة علاقة تمويل غير مباشرة تمثل الوساطة المالية حلقتها الأساسية.

1 - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص ص 5-6.

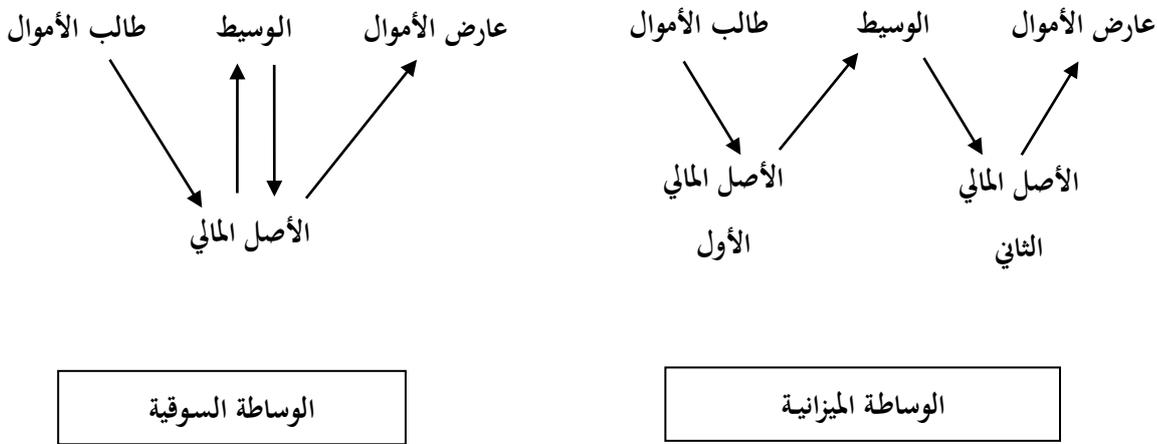


الفرع الثاني: التمويل غير المباشر

يضطلع ادخار العائلات وهو ذلك الجزء الذي لا يستخدم الاستهلاك كدور كبير في الاقتصاد باعتباره القطاع الوحيد الذي تتجاوز مدخراته استثماراته، ولهذا فإن نمو القطاعات الأخرى يعتمد على تحويلات المدخرات في هذا القطاع حيث تم خلق آليات جديدة للاستفادة من هذه المدخرات، ويعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا المشكل من التمويل، وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن بين وحدات الفائض العجز، ويتجاوز مجرد التوسط إلى إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز.¹

وبالتالي يعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية بإصدار حقوق تكتب من قبل المقرضين النهائيين، وجذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة، وهذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها ويمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة، هما وساطة ميزانية ووساطة سوقية، ويختلف تدخل الوسطاء في كل منهما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): يوضح الوساطة الميزانية السوقية



المصدر: لحر خديجة، التنمية دور النظام المالي في تمويل الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، الجزائر، 2004-2005، ص 24.

من خلال الشكل السابق يمكن شرح الوساطة الميزانية والوساطة السوقية كما يلي:²

1 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 41.
2 - لحر خديجة، مرجع سبق ذكره، ص 23.



❖ **الوساطة الميزانية:** ويعمل فيها الوسيط على تحويل مميزات الأصل المالي فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته، وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم.

❖ **الوساطة السوقية:** ويتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كمايلي:

- تقريب كل من المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة.

- عند إجراء الإصدار لصالح الزبون.

- الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش.

ويلاحظ في كل هذه الحالات أن اسهام الوسيط يتركز على مستوى تداول الأصول ورفع السيولة.

المطلب الثاني: مفهوم الوساطة المالية وأسبابها

بعدما ما تطرقنا إلى آليات التمويل في المطلب السابق الذي انفتح من خلاله أن الوساطة المالية نتاج من تطور هذه الآليات، كان من الضروري أن نتعرض إلى مفهومها وأسبابها عن طريق هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم الوساطة المالية

هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية من بينها :

- الوساطة المالية تعني « عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة ».¹

- يعرف الوسيط المالي على أنه « مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين والمقرضين النهائيين، فالوساطة المالية تسمح لعملية لاقتراض والاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، وهكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حق على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملا النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقرضين النهائيين، وبذلك يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقرضين النهائيين وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين ».²

1 - محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، اسكندرية، 1998، ص203.

2 - عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، النقود والمصارف وأسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص 67.



- كما يمكن تعريف الوطاء الماليين على أنهم: « أشخاص طبيعيني أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباعثة عن الاستثمار وبين الاستثمار عن الأموال ».¹
- وفي تعريف آخر « المنظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (بمعنى أنها تتبع أصول مالية فتترب التزامات مالية عليها مقابل النقدية التي تحصل عليها)، ثم تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الإصدارات بصورة أساسية في شراء أصول مالية من الغير ».²
- الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.³
- ومن خلال التعاريف يمكن القول أن الوظيفة الأساسية للوساطة المالية هي التوسط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي ويمكن أن يكون الوسيط المالي شخص معنوي أو طبيعي، حيث يقوم هؤلاء الوطاء بوظيفتهم إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وفي هذه الأخيرة يعرض الوسيط حق نفسه اتجاه دائنيه مقابل مبلغ نقدي، ثم يقوم بخلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين بإصداره لأصول مالية غير مباشرة.

الفرع الثاني: أسباب الوساطة المالية

إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوطاء الماليون هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز، والوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من المتعاملين المقترضين والمقرضين وهنا قد يتساءل البعض هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسها دون الحاجة إلى تدخله؟ وبعبارة أخرى أليست الوساطة المالية تكلفة إضافية يمكن الاستغناء عنها؟ ومقدما لا بد أن نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي، وإلا لما احتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، في الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين أو المؤسسات أنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل قيامهم بها بأنفسهم، الكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها وللتغلب على تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية، التي تتوسط لها لدى الجمهور ولو كانت مساهمتهم قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن في الأخير المبالغ الكبيرة التي تحتاجها هذه المشروعات، وهي بهذا تقدم خدمات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين.⁴

1 - حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 32.

2 - محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 80.

3 - الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 7.

4 - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 324.



كما يعتبر جمع وتوظيف الأموال من قبل الوسطاء موضوع اقتصاديات الحجم يعني هذا أن التكلفة الوحودية لإنتاج سلعة أو خدمة ما تنخفض علماً ارتفعت الكمية المنتجة، وتنشأ اقتصاديات السلم في الوساطة من مبلغ الأموال المسيرة وذلك لثلاثة أسباب وهي:¹

➤ كلما ارتفع حجم الصفقات المالية كلما انخفضت تكاليف شراء بيع الأوراق ومنه تكون نفقات الوساطة من السندات نسبياً أقل أهمية إذا طبقت 1000 ورقة منه إذا طبقت 10 وراقات.

➤ الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية بعض الأوراق الأولية للتجزئة، حيث تشتري مؤسسات الوساطة هذه الأوراق مثل سندات الخزينة التي غالباً ما تكون قيمتها السوقية مرتفعة، وذات مزايا كبيرة، ثم تصدر أوراق مالية غير مباشرة ذات قسمة اسمية صغيرة، وهذا ما يعود بالفائدة على أصحاب الادخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا للأوراق التي لا يستطيعون تحمل تكلفتها بشراء الأوراق غير المباشرة ذات القيم الاسمية الصغيرة، كما تعود بالفائدة على المؤسسات والمشاريع المصدرة للأوراق الأولية، وذلك بتصريف أوراقها.

➤ يمكن للوسيط تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدرة من مختلف المقترضين ومنه تخفيض الخطر، والمثال التقليدي في هذا المصدر هو نوعين من الأسهم الأولى مصدرة من قبل منتج المظلات والثانية من قبل منتج ثياب السياحة، فإن لم تسمح الأموال المدخرة إلى شراء أسهم أحد المنتجين فإن المردودية هنا مرتبطة بعامل الطقس أما إذا كانت الحافظة مكونة من النوعين فإن عامل الطقس يزول.

➤ في ضوء ما تقدم يمكن القول بأن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه بشكل أو آخر، تحقيق وفورات حجم اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الاستثمار وتهيء لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يوائموا بين السيولة والرغبة، حيث أن التضحية التي يتحملها الفرد من جراء احتفاظه بثروته في شكل نقود أو أصول مالية مباشرة جرياً وراء عامل السيولة ستكون باهظة بالمقارنة بما يتحملة الفرد لو احتفظ بثروته كلها أو جزء منها على شكل أصول مالية غير مباشرة، هذه التضحية أو كما يطلق عليها البعض بتكلفة الفرصة البديلة تتشكل بالإيرادات الداخلية أو الريعية التي قدرها ثروته لو بها في صورة أصول مالية غير مباشرة، تتميز بالارتفاع عوائدها الريعية عن عوائد الأصول المالية المباشرة أو عن النقود التي لا تدر أية عوائد على الإطلاق.

¹ - عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 73-74.



المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية ووظائفها

تمثل الوساطة المالية مكانة كبيرة في النظم الاقتصادية المعاصرة بفضل ما تقوم به من وظائف هامة، التي لولاها لكان من الصعب أن يقوم الأفراد بها بمفردهم فالوساطة المالية لها أهمية بارزة بالنسبة لجمع المتعاملين والاقتصاد ككل فإلى جانب الوظيفة التي تقوم بها والمتمثلة في عملية تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، تضمن عادة عملية الوساطة القيام بعدة وظائف أخرى لا تقل أهمية عن الوظيفة الأساسية وستتطرق من خلال هذا المطلب إلى عنصرين أساسيين هما:

الفرع الأول: أهمية وجود الوساطة المالية يمكن ذكر أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف التمويل وكذا الاقتصاد القومي ككل وذلك كما يلي:

أولاً- بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

بالنسبة لهذه الفئة من المتعاملين، سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة نذكر منها:¹

- يعفي وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من انفاق الوقت والجهد في البحث عن المفترضين المحتملين، فهم يعرفون مسبق الجهات التي يودعون فيها أموالهم، فالوساطة المالية بحكم طبيعة نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت.
- مصداقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيرها فحسب، إنما بصفة رئيسية نظراً للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصاً لحماية المودعين، فأموال المودع إذا هي مأمونة الحفظ، وهو ما لا يتوفر دائماً في حالة علاقة التمويل المباشر.
- يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة هذه الاحتمالات.
- يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الاقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، ولما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها اتجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم مبالغ صغيرة مقارنة بما يحتفظ به لدى هذه المؤسسة الوسيطة.

¹ - نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، 2005، ص 80.



ثانيا/ - بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

- يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية:¹
- تقوم الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة شكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة. وبما أن هناك تيارات من الودائع، فإن الأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.
- وجود الوساطة المالية يسهل للمقترض عملية البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة. فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.
- كما أن وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا. فعلاقة التمويل المباشرة تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، والاستفادة من طفرة الحجم من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشر.

ثالثا/ - بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:

- تؤدي الوساطة المالية عدة خدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز ولكنها في المقابل نستفيد من الكثير من المكاسب تتمثل فيما يلي:²
- تستفيد الوساطة أولا من فائدة على القروض، وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداتها، بل لديها الدخل الوحيد الذي تحققه أو التي تقوم عليه نشاطاتها.
- استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية، ويجب أن نعلم أن هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنع منح فوائد على هذا النوع من الودائع.
- حصول الوساطة المالية على ودائع يسمح بتوسيع قدرتها على منح قروض وذلك بإنشاء نقود الودائع، ويعني هذا أن البنوك تستطيع أم تمنح قروض أكثر مما تحصل عليه حقيقة من ودائع، وهو بطبيعة الحال أمر يزيد من إمكانياتها في زيادة الأرباح.

رابعا/ - بالنسبة للاقتصاد ككل:

يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب هي:³

1 - سامي خليل، النقود والبنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008، ص 61.

2 - نادية أبو فخر، محمود صبح، شامل حمدي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

3 - سامي خليل، مرجع سبق ذكره، ص 64.



- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
- تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة ولكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.
- تقادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي، فوجود مثل هذا التعارض في سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة المالية وحدها بإمكانها أن تسمح بتقادي كل هذه المشاكل.

الفرع الثاني: وظائف الوساطة المالية

تقوم الوساطة المالية بعدة وظائف منها:

أولاً/- تقديم المعلومات المالية وتحليلها:¹

إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير مباشرة خصوصاً إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة ويرغبون في استعمالها، ومنه يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (وهو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانياته) وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جداً إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات التي بها، فضلاً عن ذلك يدعي بعض الوسطاء إن الاستعانة هؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيراً من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، وغالباً ما تصادف صحة هذا الادعاء ولو جزئياً، وحتى إذا لم يكن هذا صحيحاً في بعض الحالات، فالأمر المؤكد أن تكلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالباً أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.

ثانياً/- تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة:²

ويقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة والاحتفاظ بها وبيعها، وهنا يستطيع الوسطاء الماليين تحقيق وفورات اقتصادية في ناحيتين، ناحية حجم العمليات المالية التي يقومون بها، وناحية عدد مرات قيامهم بهذه العمليات.

1 - عاطف وليم افدراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 133.

2 - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، دار الجامعية، اسكندرية، 2002-2003، ص ص 121-122.



وبالنسبة للناحية الأولى نجد أن الوطاء يكون حجم عملياتهم كبيرا فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المباعة والمشتراة) من إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل واحدة من الأصول (الأوراق المالية) في العمليات الصغيرة المناظرة التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم.

أما بالنسبة للناحية الثانية فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوطاء الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل من عدد المرات التي يقوم الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل من عدد المرات التي يقوم فيها المدخرون النهائيون بعمليات متشابهة، وبالطبع فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضها في تكاليف القيام بها، والسبب عدد عمليات التي يقوم بها الوطاء عما يقوم به المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قدرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرته حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، وطبعا نتوقع أن يتكرر ذلك كثيرا، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عدد كبيرا من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون ماجئة ومتكررة، فضلا على أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة، ومن ثم لا يضطر إلى إحداث نقص في أصوله الكلية عن طريق بيع مقادير منها بصفة مستمرة وبالصورة التي يكررها المدخرون النهائيون.

ثالثا/- توفير السيولة و تدنية المخاطرة:¹

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

مع ذلك فإن الوضع الجيد للعمل لا يستمر هكذا دائما، فلنفترض على سبيل المثال أن يخشى العامة إفلاس البنك معين، فإن عددا كثيرا من المودعين غير المؤمنيين سيحاولون أن يسحبوا ودائعهم على نطاق واسع.

¹ - توماس مايز، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: سيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002، ص ص 60-61.



أما الفائدة الأخرى فتكمن في تدنية المخاطر، فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستمرار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل استحقاقها، فإن الوسيط المالي نظرا لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيرا جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظرا لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نفس الوقت مما تلغي الأثر الأول.

فضلا على أن يستخدموا أخصائيين في المجال المالي من ذوي الكفاءات العالية التي تعني بتحليل الائتمان ووضع المعايير المناسبة لتقديم المقرضين، ولذلك فإن الذي يقتني أصولا مالية لوسيط مالي، يعرف أنه يجوز دينا في مواجهة وسيط تتميز محفظة أوقافه بالتنوع الذي يدني حجم المخاطرة المحتملة، وهو أمر غالي ما لا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته.

رابعاً/ - توفير الائتمان وتقديمه إلى راغبه:¹

ارتبط ظهور الوسطاء الماليين في البداية بعملية نقل فوائض المدخرين (وحدات ذات الفوائض) إلى المستثمرين والمستهلكين (وحدات ذات عجز) ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان تطورت وظيفة الوسطاء الماليين فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، ومن الواضح أن الوسطاء الماليون يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك وهو كما رأينا شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستمر ولقد كان هذا التحول في طبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العملية مقترنا بتحول على مستوى الفكر النظري أيضا، فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى القطاع المالي - بصفة عامة - على أنه مجرد قطاع محايد وكل ما يقوم به هو جمع الموارد المالية ليمول بها القطاعات الإنتاجية حسب إنتاجياتها، ولقد ظل الفكر الاقتصادي المالي حيث قدر أن التوازن العام للاقتصاد القومي لا يحقق التوازن العام في مختلف القطاعات بما فيها القطاع المالي، فشرط التوازن العام في النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد والمال وسوق الإنتاج وسوق العمل، وفي الأونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي وتظهر بوضوح الكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي كما تظهر ارتباط كمية النقود ورأسمال العمل من جهة بحجم الناتج القومي وثورة الأفراد من جهة أخرى.

¹ - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 124.



المطلب الرابع: مؤسسات الوساطة المالية

كانت تصنف مؤسسات الوساطة المالية إلى مجموعتين رئيسيتين هما الوسطاء النقديون والوسطاء غير النقديون ولكن مع التطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى مؤسسات ودائعية ومؤسسات غير ودائعية.

الفرع الأول: المؤسسات الدائعية

المؤسسة الدائعية هي مؤسسة مالية تصدر مطالبات أو حقوق ذات قيمة ثانية على نفسها، وهي تشمل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل.¹

وتقوم هذه المؤسسات بدورها في عملية خلق الودائع وهي تتمثل في:

- البنوك التجارية.
- بنوك الادخار.
- مؤسسات الادخار والإقراض.
- اتحاد الائتمان.

أولاً/- البنوك التجارية:

يعتبر البنك التجاري: "مؤسسة مالية تقوم بدور الوساطة بين المودعين والمقترضين، فأهم ما يميز البنوك التجارية عن غيرها من المؤسسات المالية الأخرى هو تقديم نوعين من الخدمات وهما: قبول الودائع وتقديم القروض المباشرة لمنشآت الأعمال والأفراد وغيرهم فعلى الرغم من أن البنك التجاري يقدم العديد من الخدمات المالية الأخرى، إلا أن استخدام الشبكات كوسيلة للدفع بدل من النقدية تعتبر خاصية مميزة لهذا النوع من البنوك ورغم أنه يستخدم جزء من أمواله في الأوراق المالية سواء لمنشآت الأعمال أو الحكومة، إلا أن القروض تمثل بند أساسي من بنود الأصول بالميزانية وبالتالي خاصية قبول الودائع ومنح القروض تعتبر أساسية للبنوك التجارية.²

لقد تطور دور البنوك التجارية تطوراً كبيراً، فمع ظهور تطورات عمليات البورصة، اتسع نشاطها ليشمل دور الوساطة في عمليات البورصة، فبالإضافة إلى تدخلها بعملها لحسابها الخاص من خلال شراء أوراق مالية وبيعها، يمكنها تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات عن طريق قيامها بفتح فروع مختصة بالوساطة في عمليات البورصة.³

1 - توماس مايز، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: سيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 61.

2 - محمد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص 214.

3 - سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء (دراسة تطبيقية تحليلية)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص 17.



ومن ضمن الخدمات الحديثة التي أصبحت البنوك تضطلع بالقيام بها والتي لها علاقة مباشرة بالأسواق المالية والبورصة تحديداً:¹

✓ القيام بخدمات الأوراق المالية لحساب عملائه، ويقصد بذلك شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات لحساب العملاء وحفظا لهم.

✓ القيام بعمليات أمناء الاستثمار لحساب العملاء وهي من الخدمات المدنية التي تقوم بها البنوك، فينشأ البنك التجاري إدارة خاصة مهمتها القيام نيابة عن العملاء بعمليات استثمار من توظيف إدارة الأموال، ويطلب هذه الخدمة عادة جمهور المتعاملين الذين ليس لديهم الوقت أو الخبرة الكافية لإدارة أموالهم في المشاريع الجديدة أو في الأوراق المالية.

وتجدر الإشارة إلى أنه قبل أن تؤدى البنوك دورها كوسيط في البورصة عليها أن تحصل على ترخيص من الجهات المختصة، بالإضافة إلى أنها تقدم ضمانات متعددة يكون الهدف من وراء ذلك حماية و ضمان أموال المودعين.

يمكن القول بأن الأمر لم يكن سهواً ميسوراً أمام البنوك التجارية في ولوج هذا الميدان وإحراز مكانة فيه وخاصة في مجال عملها كأمناء استثمار بل واجهتها صعوبات ومنافسة شديدة، تنوعت مصادرها بين جهات أخرى منافسة، أو قوانين وتشريعات مقيدة، وقد كانت المنافسة الشديدة من المؤسسات الأخرى وخاصة منها الوداعية والتي تقوم بإدارة أموال العملاء وتستثمرها لهم وتقوم بعمليات نقل ملكية الأسهم والسندات وتسجيلها، وتعمل كوصي ومنفذ لما يعهد إليها من خدمات وفي نفس الوقت تنافس البنوك التجارية في صميم عملها وذلك بقبولها الودائع من العملاء ومنحها القروض لهم، ساعدتها في ذلك مرونة نظمها الأساسية التي تحكم عملها، وأساليب تشغيلها المتنوعة وتمتعها بإعفاءات ضريبية كبيرة.²

ثانياً/ - بنوك الادخار:

هي مؤسسات مالية - بنوك- تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية، فهي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار والإقراض، في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون، لقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل مثل مصارف الادخار والإقراض، نتيجة لاقتصار نشاطها على تقديم العقارية فقط، ولذا يسمح لها القانون بإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض إلى المستهلكين بجانب قروض الرهونات العقارية.³

1 - مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000، ص ص 196-197.

2 - سعيد سيف النصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 18-19.

3 - محمود يونس عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص ص 149-150.



رغم أن بدايتها كانت بسيطة وذات طابع اجتماعي كونها ملاذاً لذوي الدخل المنخفضة والمدخرات البسيطة، إلا أنها تطورت مع الوقت وأصبحت توفر مجموعة من المميزات، كما أن امتلاكها لقائمة متنوعة من الأصول جعلت أصولها غير مركزة إلى حد ما في الرهونات مثلما هو الحال مع المدخرات والقروض، ولكن الرهونات مازلت إلى حد بعيد هي الأصل الرئيسي، والتزامها الرئيسي هو الودائع الوقتية.¹

ثالثاً/- مؤسسات الادخار والإقراض:

تتمثل مؤسسات الادخار والإقراض في تلك المؤسسات التي تعمل أساساً على تعبئة الموارد عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع، كالودائع الادخارية، الودائع لأجل الودائع الجارية. وتستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات، وتمثل هذه المؤسسات ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية.

ونظراً إلى كون القروض العقارية التي تمنحها طويلة الأجل (ذات أجل استحقاق يصل إلى 20 أو 25 سنة). فإن معظم هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضاً منذ عقد الخمسينات حتى نهاية الستينات، ولكن بمجرد ارتفاع معدل الفائدة فقد أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة بالعائد المحقق من وراء القروض التي تقدمها، وعليه فقد تعرض عدد كبير من المؤسسات إلى الأقل من مما سمح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية (ودائع شيكية) وتقديم القروض للمستهلكين.

كما سمح لها أيضاً بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على البنوك التجارية، ولهذا أصبحت هذه المؤسسات تخضع حالياً إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع لديها مثلها في ذلك مثل البنوك التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار والإقراض من نشاط البنوك التجارية حالياً وأصبح هنا تنافس كبير بينهما.²

ورغم هذا التقارب في النشاط إلا أنهما (البنوك التجارية ومؤسسات الادخار والإقراض) مختلفان من ناحية التراخيص القانونية وطبيعة الودائع والقروض الممنوحة، حيث أن مؤسسات الادخار والإقراض تكون قروضها وودائعها مؤقتة.³

رابعاً/- اتحاد الائتمان:⁴

وهي مؤسسات مالية عبارة عن مؤسسات تعاونية صغيرة للإقراض، ثم تنظيمها لتشمل مجموعات اجتماعية معينة، فمثلاً يوجد منها اتحاد الائتمان لاتحاد العمال، واتحاد الائتمان للعمال في مؤسسات معينة، وتقوم هذه المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في الاتحاد في شكل

1 - توماس مايز، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: سيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 155.

2 - محمد يونس عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 149.

3 - توماس مايز، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: سيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 61.

4 - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 150.



مساهمات، ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض استهلاكية، ولقد سمح القانون في الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المؤسسات المالية بفتح حسابات إيداع جارية تتداول باستخدام الشبكات كما يمكنها تقديم قروض عقارية بجانب القروض الاستهلاكية.

وتعد اتحادات الائتمان أصغر أنواع المؤسسات الوداعية، ولكنها الأكثر نمواً في عام 1994 كانت أصولها أربع ونصف ما كانت عليه عام 1980 في الولايات المتحدة الأمريكية.

الفرع الثاني: المؤسسات غير وداعية

تعتبر المؤسسات غير الوداعية مؤسسات متعددة يجمع بينها عامل مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية فيما عدا تلاقي الودائع، وعدم توفر هذه الخدمة لدى هذه المؤسسات يعتبر هو الفرق الجوهرى بينها وبين المؤسسات الوداعية، وفي هذا الفرع سوف يتم التطرق إلى أهم هذه المؤسسات من خلال هذه العناصر:

- شركات الحماية ضد المخاطر.
- شركات الاستثمار.
- شركات التمويل.

أولاً/- شركات الحماية ضد المخاطر (شركات للتأمين)

شركة التأمين هي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين¹ فهي مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضد خطر معين، ولكنها تلعب دوراً غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم هذه الشركات بتجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل، ونظراً لضخامة وأهمية الدور الذي تمارسه هذه الشركات فإن الدول تتدخل كثيراً في تنظيم طرق ممارسة هذه الشركات لوظيفتها، بل أحياناً تجبرها على الاحتفاظ بنسبة من الاحتياطات النقدية وتتحصر فكرة التأمين لا يقتصر فقط على تخفيض وتدنية تلك الخسائر المحتمل حدوثها للمؤمن لهم وتوفير الأمان والاستقرار لأفراد المجتمع، وإنما من شأن التأمين لمساهمته في التنمية الاقتصادية من خلال توفير الموارد المالية وتنمية وتشجيع الوعي الادخاري².

غالباً ما تقوم هذه الشركات بتوظيف أموالها من أسهم وسندات وإن كانت بعضها تميل إلى اختصاص جزء من أموالها في موجوداتها المالية، وتتعدد اختصاصات شركات التأمين ومن بين الخدمات التي تقدمها نذكر: التأمين على الحياة، شركات التأمين ضد الحرائق والحوادث المختلفة، التأمين الخاص بالعلاج، التأمين البحري³.

1 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 355.
 2 - عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص 160.
 3 - جمال جويادات الجمل، دراسات في أسواق المالية النقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003، ص 40.



ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين لهذه الشركات هما:

• **شركات التأمين على الحياة:** ينهض هذا النوع من الشركة بتقديم خدمات مالية عديدة فهي تبيع تأمين محدد المدة أي تأميناً خالصاً، وسياسات تأمين أخرى ذات الملامح الادخارية تماماً مثل المعاشات أي التي يتم دفعها بشكل مضمون عند بلوغ سن معينة، وهي تدير أيضاً صناديق المعاشات، وتقوم أيضاً هذه الشركات بتقديم مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأميناً ومعاشات وفيما يتعلق بملامح الادخار في سياسات التأمين، فإنها حين تستثمر المبالغ الزائدة المؤقتة فإنها تعمل كوكالات للمدخر لأنها شركات مشتركة، وكمروجي تجزئة للاستثمار لكونها شركات مساهمة أي شركات يمتلكها مساهمون، ونظراً لأن التزاماتها طويلة الأجل فإنها تستثمر في أصول ليست سائلة مثل السندات طويلة الأجل والأسهم.¹

• **شركات التأمين ضد الكوارث:**² يقدم هذا النوع من الشركات خدمات التأمين ضد الحوادث، الحرائق، السرقة وغيرها من الخسائر، كما يقدم الخدمات لتأمين بعض الحوادث مثل حوادث السيارات التي تولد مسؤوليات معروفة ومتوقعة، بينما البعض الآخر مثل التأمين ضد العواصف، الأعاصير والتي تسفر على خسائر غير متوقعة.

لكي يستطيع هذا النوع من الشركات تغطية مثل هذه الخسائر فإنها تحوز كميات كبيرة من الأصول المالية والأصول ذات السيولة الكبيرة من أصول شركات التأمين كما لا يمكننا أن نتجاهل ذلك الاختلاف الأساسي بين شركات التأمين والبنوك التي تعتبر من مكونات السوق المالية، وذلك لأن شركات التأمين تحصل على مواردها بصفة عامة في شكل أقساط دورية ويكون الدفع عادة للمؤمن له أو لغيره من المستفيدين دفعة واحدة، وبذلك فإنه على شركات التأمين استخدام ما يتراكم لديها من أقساط مع تقديم التعويضات أي عليها تحقيق أمرين معاً الأول هو أن يحقق هذا الاستخدام عائداً مناسباً لشركات التأمين، أما الثاني فأن يكون هذا الاستخدام آمناً ويمكن تسجيله عندما تدعو الحاجة إلى ذلك أي أن شركات التأمين لا تكون بحاجة إلى بالإضافة إلى مواردها الذاتية لمواجهة استخداماتها كما تفعل البنوك المتخصصة وإنما تبحث عن استخدامات لما يتجمع لديها من موارد في صورة أقساط لحين سداد ما يترتب عليها من التزامات في صورة تعويضات.

• **شركات الاستثمار:** تعرف هذه الشركات على أنها مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وبصفة خاصة من صغار المستثمرين وبصفة خاصة من صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من محافظ الأوراق المالية، ثم استثمارها من قبل إدارة محترفة. حيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار، فهذه الشركات وجدت أساساً لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليست لهم معرفة اللازمة لإدارة محافظهم

1 - توماس مايز، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: سيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 63.
2 - محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصة الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1992، ص 28.



الاستثمارية، وأيضاً من أجل كبار المستثمرين الذين لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الاستثمارية.¹

يمكن تصنيف شركات الاستثمار إلى نوعين من الشركات هي:

أ- **شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة**²: يدير هذا النوع من الشركات عدداً كبيراً من الصناديق يطلق عليها اسم الصناديق المشتركة، حيث يتم من خلال هذه الصناديق إعادة شراء الأسهم من ملاكها في أي وقت يريده حامل السهم، وقد جاءت هذه العبارة (النهاية المفتوحة) على أساس أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، لأنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها. وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات بالإضافة إلى ذلك تقدم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة حصص من الأسهم بأي كمية للمستثمرين المرتقبين في أي وقت يشاؤون.

تجدر الإشارة إلى أن الأسهم في هذه الشركات لا تتداول بين الأفراد، بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين.

ب- **شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة**: تشكل هذه الشركات صناديق استثمار يطلق عليها صناديق ذات نهاية مغلقة التي يخول لها المشرع الحق إصدار أسهم تباع للجمهور. ويتكون هذا الصندوق من عدد محدود من الأسهم القابلة للتداول في السوق المالية، فهذا النوع من الصناديق بمجرد اقفاله، لا يمكن شراء وبيع أسهمه إلا من خلال السوق، ويتم التداول هنا على أساس السوق عمليات المضاربة فيه³ ولقد سميت بهذا الاسم (النهاية المغلقة) لأن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير باستثناء حالتين نادرتي الوجود هما:⁴

- حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق غير أنه لا تبدي هذه الشركات ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في لتخلص منها.

- حالة إصدار الشركة لأسهم جديدة.

ت- **شركات التمويل**: على خلاف شركات الاستثمار التي يتمثل حق المستثمر في تشكيله صندوق من صناديق يحصل مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك فإن شركات التمويل تعتبر شركات ترويج مالي، تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من البنوك التجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال.⁵

1 - عبد الغفار الحنفي، رسمية قرياض، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 187.

2 - منير ابراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، اسكندرية، 2003، ص 103.

3 - نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل حمدي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

4 - منير ابراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 202.

5 - منير ابراهيم الهندي، إدارة أسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص 323.



كما تؤجر بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكفلها، ويسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة والملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل شركة جنرال موتورز، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع وفي الوقت الحالي فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي ثلثي قروض الأعمال تقدمها المصارف.¹

¹ - توماس مايز، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: سيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 64.



المبحث الثاني: الوسطاء الماليون في عملية البورصة

لكي يقوم المستثمرون بادخار أموالهم عن طريق البورصة، يجب أولاً اختيار الوسيط المالي المناسب، والذي يخول له القانون الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة، والذي يستطيع تلقي وتنفيذ الأوامر إما بالبيع أو بالشراء، بحيث يستطيع التحكم في هذه الاستثمارات، وسوف يتم في هذا المبحث التعرف أكثر على الوسطاء الماليون في عمليات البورصة وذلك عن طريق إلقاء الضوء على المطالب التالية:

- وسيط عمليات البورصة ووظائفه وشروط ممارسة دوره.
- أنواع الوسطاء في عمليات البورصة وأهميتهم.
- إدارة وتنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة.
- قواعد وأدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة.

المطلب الأول: وسيط عمليات البورصة ووظائفه وشروط ممارسة دوره

نظراً لتعدد وتعقد العمليات المبرمة في البورصة، كان من الضروري تعيين فئة متخصصة من شأنها تسهيل وإتمام العمليات وضمان إستيفائها لجميع الشروط، وتعرف هذه الفئة بالوساطة في عمليات البورصة ومن أجل التعرف عليها جاء هذا المطلب ليتطرق إلى العناصر التالية:

- تعريف وسيط عمليات البورصة ومختلف فئاته.
- وظائف وسيط عمليات البورصة.
- شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة.

الفرع الأول: تعريف وسيط عمليات البورصة ومختلف فئاته

أولاً/- تعريف وسيط عمليات البورصة

يعرف وسيط عمليات البورصة على أنه كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة.¹

ويعرف أيضاً على أنه ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي المتخصص في بيع وشراء الأوراق المالية، ويجب أن يكون حاصلاً على ترخيص من لجنة عمليات البورصة تؤهله للقيام بهذه المهمة حيث تشترط لتسجيل الوسيط توفر المعايير التأهيلية المتعلقة بكفاءته ونزاهته وصحته المالية وذلك حماية للمتعاملين في البورصة.²

¹ - مصطفى رشدي شيخة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993، ص 460.

² - Josph antoine, Marie- claire capiau- heart dictionnaire des marche financiers, traduit par amel leila sebis, Edition pages bleues, bruxelles, 2010.



ويمكن تعريفه من الناحية القانونية بأنه: " أي شخص طبيعي (فرد) أو معنوي (مؤسسة)، حيث لا تهم طبيعة الوسيط بقدر ما يهم النشاط الذي يزاوله، إذ أنه يتوسط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية في البورصة، وكما يمارس هذا النشاط يجب أن يكون على دراية وخبرة في هذا المجال وأن يكون له ترخيص بذلك.¹

ثانياً/- الفئات المختلفة للوسطاء في عمليات البورصة:

من خلال التعاريف السابقة لوسيط عمليات البورصة تندرج الفئات التالية:

أ- **سماسرة الأوراق المالية:**² يجب التفرقة بين السماسر الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال، فالأول يسمى بالسماسر الوكيل وقد يطلق عليه اسم سمسار الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء التي تتمثل في عمليات البيع والشراء وبصفة خاصة تلك الأعمال المرتبطة بالجوانب الإجرائية، ومقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات. وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل والذي يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدءاً من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب.

وهناك ما يسمى سمسار الصالة، وهو يعمل داخل المقصورة في البورصة ووظيفته هي تنفيذ تلك الأوامر التي ترد إليه من السمسار الوكيل، وقد يكون سمسار الصالة تابع إلى السمسار الوكيل أو سمسار كل الخدمات، وقد يكون منفصل عن السمسار الوكيل وفي هذه الحالة قد يحصل على عمولة مقابل عملية التنفيذ.

ب- **صانع السوق (الوسيط التاجر):** يلعب صانع السوق دوراً هاماً في الأسواق المالية، وذلك لإنعاش الأسواق وحماية التداول والمحافظة على الأسعار في البورصة دون تدخل هيئة أسواق المال ويعمل صانع السوق كسمسار أيضاً. كما يعتبر من ذوي الاختصاص في أسهم بعض الشركات فقط.³ ويمكن توضيح الأنشطة الرئيسية لهذه الفئة كما يلي:⁴

➤ أنه يعمل كسمسار من حيث تنفيذ أوامر السراء والبيع، وفي المقابل إتمام هذه العملية فإنه يحصل على عمولة تنفيذ الأوامر وهو في ذلك سمسار الصالة أو سمسار الوكيل.

➤ يعمل صانع السوق كتاجر من أجل المحافظة على سيولة السوق وتعاملاته وذلك عندما يكون تدفق السوق غير كافي حيث يقوم بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق، وغايته في ذلك المحافظة على استمرارية السوق وكذلك على أن تكون التغيرات السعرية في حدود معنية حتى لا تتضخم المكاسب والخسائر.

1 - احمد بن مداني، الوساطة في المعاملات المالية (السمسرة)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2002، ص 19.

2 - نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل حمدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 179 - 180.

3 - هلال غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001-2002، ص 33.

4 - نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل حمدي، مرجع سبق ذكره، ص 181.



ت- المتخصصون:¹ المتخصص ما هو إلا سمسار اختار وقف نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد، وهو بذلك لا يفارق ذلك المركز يقوم بتلاقي السماسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم، ولا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي، كما يشبه التجار كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص، بيعا وشراء، بهدف تحقيق الربح. ويعمل المتخصصون بطريقة تحقيق الأداء والمستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة معينة يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد كما كما يبدي في ذات الوقت استعدادا لشراء ما يرفض منها ليضيفه إلى المخزون، وذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن، ومن ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ماله من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد، أو يرفع من الأسعار (زيادة الهامش) وهو في ذلك ملزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة مما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق وليست بهدف تحقيق أرباح طائلة، وهكذا يمكن القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتجدد في السوق على أيدي المتخصصين، ونظرا لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.

الفرع الثاني: وظائف وسيط عمليات البورصة

يتعامل وسطاء البورصة مع مجموعة متنوعة من المستثمرين، ولهذا جاءت وظائفهم داخل البورصة متنوعة تتوع الأصناف التي يتعاملون معها، ويمكن حصر هذه الوظائف فيما يلي:

أولا/- التفاوض على الأوراق المالية:

ويتعلق ذلك بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع مقابل عمولة يحصل عليها الوسيط، بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في إطار الممكن للتفاوض (حيث أن الأوامر مرتبطة بمدة معينة)، وتتطلب المفاوضة في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال السوق المالية محل التفاوض وخبرة كبيرة من تحركات الأسعار في السوق بحيث يمكن أن يجري الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المنشأة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع/ شراء للعميل.²

ثانيا/- تقديم النصح والمشورة:

يمكن أن يقوم الوسطاء النصح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار وما قد تنطوي عليه عمليات البيع والشراء للقيم المنقولة، وتبقى بين الوسيط والعميل، فيمكن أن يلتزم السمسار بالقيام بدور المستشار فقط دون أن يكون له الحق في اتخاذ القرار، ويمكن أن يتعدى إلى الإشراف على قيمة المنقولة.

¹ - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 33-34.

² - Daniel SZpiro, Introduction a la fainance de marché, économique, paris, 1998, P 38.



ثالثاً/- حفظ وحماية الأوراق المالية:

قد لا يرغب العميل في أن يأخذ الأوراق و يأتي بها في كل مرة يرغب في إجراء صفقة ما في البورصة وخاصة ما إذا كانت قيمتها كبيرة جداً، أي ستكون في خطر من السرقة أو الضياع، لذا يقوم وسطاء البورصة بالاحتفاظ بالأوراق المالية للعميل وذلك في أماكن مخصصة لذلك، حيث يوفر هؤلاء الوسطاء خزائن السرقة أو الضياع أو الحوادث (كالاحتراق مثلاً)، وبالتالي يوفر على العميل الكثير من الجهد في المراقبة والمحافظة على أوراقه المالية.¹

رابعاً/- تسيير الحافظة لصالح العميل وإدارتها:²

قد يلمس العميل في نفسه العجز عن تشكيل محفظة أوراق مالية تسييرها، وبالتالي يلجأ إلى الوسيط المالي ينوب عنه في هذه المهمة ويمضي له توكيلاً بذلك، ويضع بمساعدته إستراتيجية استثمارية، هذه الإستراتيجية تلبى أهدافه الاستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار حالته المادية، ويمكن أن تنص الاتفاقية بين العميل والوسيط بأن يقوم هذا الأخير بإدارة محفظة العميل فيقوم بتوفير المعلومات عن القيم المنقولة والشركات المصدرة لها وتحليلها وكذلك معلومات حول طريقة تسيير المحفظة والأرباح المحققة وغيرها من المعلومات المفيدة في تسيير المحافظ على أحسن وجه، وقد يصل الأمر إلى قيام الوسيط بإدارة محفظة العميل باتجاه قرارات استثمارية نيابة عنه ويحدث هذا بالنسبة للمستثمرين عن ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

تخضع الوكالة الممنوحة للوسيط لتسيير المحافظة لعقد ممضي من قبل صاحب الحساب، يشمل هذا العقد على شروطها معرفة بتعليمات من اللجنة وتتمثل في: طبيعة العمليات التي يمكن للوسيط القيام بها؛ الأخطار التي يمكن أن يتحملها؛ شروط عمل الحساب ومكافأة الميسرين؛ ويمكن إلغاء هذه الوكالة في أي وقت عن كلا الطرفين باستعمال كل الوسائل الممكنة، وإذا كان الإلغاء من الوسيط فهو مجبر على اختبار زبونه بكل المعلومات والتوضيحات بإشعار مسبق على الأقل خمسة أيام قبل تاريخ الإلغاء، بمجرد معرفة الموكل للإلغاء و انقضاء أجل الأشعار، يُوقف الوسيط عمليات الحساب ويتوقف عن القيام بصفقات جديدة، وتعلم اللجنة حالاً إذا كان الإلغاء من الزبون برسالة مسجلة مع إشعار بالاستلام.

1 - هـال غنية، مرجع سبق ذكره، ص 53.

2 - فليخ خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، 2006، ص 100.



خامساً/ - توظيف الأموال

يقوم الوسيط بهذه الوظيفة عن طريق البحث عن المقتنين أو المكتتبين جرد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يقوم باللجوء العلني للادّخار، وذلك مُقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يُحدّد لهذا الغرض من قبل الطرفين.

سادساً/ - تخفيض التكاليف

يعمل وسيط عمليات البورصة على تقليل تكليف التعامل استناداً إلى المعلومات والخبرة والكفاءة المتخصصة التي تُتاح لديه وبها تحقّق استفادة المتعاملين¹.

الفرع الثالث: شروط مُمارسة دور وسيط عمليات البورصة

من البديهي أن لا يُمارس مهنة هذه الوساطة إلاّ جهات مُعيّنة تتوفر لديهم القدرات والمهارات اللازمة لمزاولة هذا النشاط ولهذا فإنّ مُعظم البورصات تضع شروطاً صارمة لكلّ من يرغب في مُمارسة هذا النشاط، هذه الشّروط يجب أن تتوفر في الشّخص المعنوي (مؤسسة الوساطة) والشّخص الطبيعي، وسوف يتمّ التّطرق إليها في ما يلي:

أولاً/ - الشّروط الواجب توفّرها في الشّخص المعنوي

تتعلّق هذه الشّروط بإنشاء المؤسسات التي تعمل في مجال الوساطة المالية، وفيما يلي أهمّ الشّروط الواجب توفّرها فيها²:

- الحصول على الاعتماد من اللجنة المخوّلة للعمل داخل البورصة.
- توفر حد أدنى من رأس المال.
- اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.
- توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتّصال الحسن.
- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.
- القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.

¹ - أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية وأحكام الشّريعة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 187.
² - زرفة زهية، بورصة القيم المنقولة المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصة مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000، ص 97.



ثانياً/ - الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي¹

- يجب أن يبلغ الوسيط سنًا مُعَيَّنًا.
- الأهلية العلمية وذلك بكونه مُتَحَصِّلاً على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك.
- أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية.
- إثبات سنّ السيرة والنزاهة التجارية وأن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمسّ الشرف.
- أن لا يمارس أيّ أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضواً في مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مُستشاراً أو خبيراً بها أو بإحدى المصارف.
- التّحلي بالأمانة، الصدق والمهارة في التّعامل وتنفيذ أوامر العملاء.
- اجتياز دورة مُتخصّصة مُعدّة لتأهيل الوظيفة.

وفي الاختبارات الخاصّة بالوظيفة يُراعى أن يكون الوسيط مُهمّاً بالمحاور الأساسيّة التّالية: التّحليل الاقتصادي الكليّ، والتّحليل الاقتصادي الجزئيّ، المحاسبة الماليّة وإعداد القوائم الماليّة، التّحليل المالي والأساسي والفنّي والكمّي للأوراق الماليّة، القوانين المتعلّقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخليّ بالبورصة.

المطلب الثاني: أنواع الوسطاء في عمليات البورصة وأهمّيتهم

الفرع الأوّل: أنواع الوسطاء في عمليات البورصة

يتدخل الوسيط في عمليات البورصة بشكلين: ² بصفة سمسار للأوراق الماليّة (وهو الوسيط ذو النّشاط المحدود) أو بصفته تاجرًا للأوراق الماليّة (وهو الوسيط ذو النّشاط الدائم).

1/ - الوسيط ذو النّشاط المحدود: يُمارس هذا الوسيط مُهمّة واحدة في البورصة وهي التفاوض في القيم المنقولة أو النّشاطات الأخرى.

2/ - الوسيط ذو النّشاط الدائم: يتولّد هذا النوع من الوسطاء إجراء كلّ العمليات على القيم المنقولة فيمارس الوسيط إضافة إلى مُهمّة مفاوضة القيم القابلة للتداول بالبورصة من خلال الأنشطة التّالية:

- شراء وبيع القيم المنقولة لحسابه.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير حافظات القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل.

¹ - عبد الغفار الحنفي، رسمية قرياص، البورصات والمؤسسات الماليّة، مرجع سبق ذكره، ص.ص 326-327
² - غنية هدا، مرجع سبق ذكره، ص 13.



الفرع الثاني: أهمية الوسطاء في عمليات البورصة

يُعتبر الوسيط القلب النابض في البورصة، فهو يلعب دوراً جوهرياً في هذا المجال، إذا أنه يتكفل بمساندة وتوجيه المؤسسة حتى إتمام التسجيل الفعلي وبعده، فنستطيع القول بأن نجاح أو فشل عملية دخول المؤسسة إلى البورصة بتوقف بنسبة كبيرة على مهارة وكفاءة الوسيط الذي يتكفل بها.

فتجد مختلف المتعاملين بالبورصة يلجئون إلى الوسطاء في عمليات البورصة لتنفيذ أوامرهم بيعاً أو شراءً، والاستفادة من مختلف الخدمات التي يُقدّمها هؤلاء نظراً للأهمية التي يحتلها الوسطاء في مجال التعامل بالأوراق المالية والتي يُمكن تلخيصها في¹:

الخبرة والتخصّص: حيث يتمتّع الوسطاء بالخبرة العالية في عمليات البورصة وعمليات تسيير وتوظيف الأموال.

التقليل من تكاليف الحصول على المعلومات: عادةً ما يحتاج المتعاملين بالأوراق المالية بيعاً وشراءً إلى معلومات كثيرة مُتعلّقة بالشركات المقيدة بالبورصة حالتها المالية، سُمعتها، تقلبات الأسعار والوسيط يتميز بالذرية الكاملة لمختلف هذه المعلومات والقدرة على اتّخاذ القرار المناسب من شأنه أن يُقلّل من حدّة تكلفة هذه العملية مُقارنةً بالطريقة السابقة.

اقتصاد الوقت: يسمح اللجوء إلى الوسطاء في عمليات البورصة إلى المستثمرين في هذا المجال باقتصاد الوقت، سواءً الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين لا يُضيّعون وقتاً في البحث عن مشتريين أو بائعين للقيم المنقولة أو في البحث عن الأوراق المناسبة ثمّ إعلام العميل بالنتائج في الوقت المحدد.

المطلب الثالث: إدارة وتنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة

إنّ التطوّر الكبير الذي عرفته البورصة، وتعدّد وتعقّد العمليات المبرمة بها، أدّى إلى تزايد عدد وحجم مؤسسات الوساطة، ولكي تقوم هذه المؤسسات بدورها على أكمل وجه استلزم عليها توفير وتنظيم مُحكم وإدارة ذات درجة عالية من الكفاءة، وفي هذا المطلب سوف نقوم بإلقاء الصّوء على العناصر التالية:

- هيكل مؤسسات الوساطة.
- إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة.

¹ - غنية هدا، مرجع سبق ذكره، ص 13.

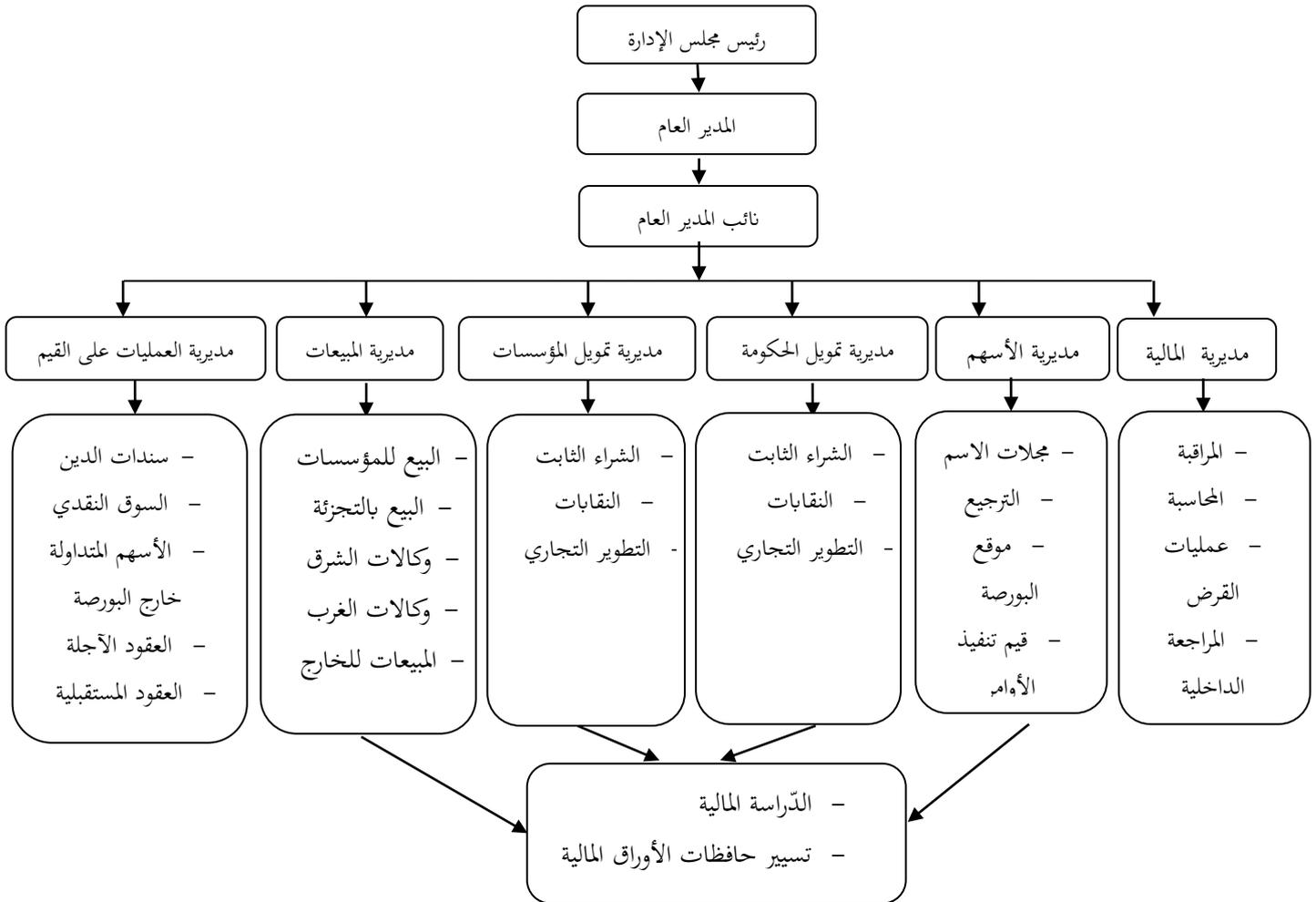
- تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة.

الفرع الأول: هيكل مؤسسات الوساطة

تختلف هياكل مؤسسات الوساطة حسب حجم هذه الأخيرة، عدد عمالها، عدد الوكالات التابعة لها، نوعية الخدمات التي تُقدّمها ودرجة تخصصها، حيث تتبنى كلّ مؤسسة هيكلًا يتلاءم مع النشاطات التي تُمارسها وحجم العمليات التي تُبرمها، بالرغم من هذا الاختلاف إلا أنّ معظم الهياكل تتضمن نفس التقسيمات الرئيسية، والتي يجب أن تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع تغيرات السوق والمحيط الخارجي عامة¹.

وفيما يلي سوف نتعرض إلى تقديم نموذج لهيكل مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير.

الشكل رقم (1-2): نموذج لهيكل مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير



المصدر: زرفة زهية، بورصة القيم المنقولة المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصة مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص:97.

¹ - زرفة زهية، بورصة القيم المنقولة المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصة مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص:97.

**الفرع الثاني: إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة**

إنّ المهام المختلفة التي تقوم بها المؤسسات الوساطة المالية من توظيف القيم وجمع المعلومات ودراسة السوق المالية والأدوات المالية المتداولة بها، يُحتَم عليها تقسيم المهام على مجموعة من الأقسام (أنظر إلى الشكل السابق رقم: (1-2) وتتكوّن عادةً من:¹

أولاً: مجلس الإدارة

ويتكوّن بدوره من رئيس مجلس الإدارة، المدير العام، رؤساء مُختلف الدوائر الموجودة على مُستوى المؤسسة، ويُعتبر نجاح أيّ مؤسسة وساطة يجرع بنسبة كبيرة إلى نجاعة القرارات التي تصدر عن هذا المجلس، وقدرته على تخطّي العقبات التي تُواجه المؤسسة في المحيط يتسم بسرعة التغييرات فيه.

ثانياً: قسم المبيعات

تُعتبر من الإدارات المهمّة، حيث يُحدّد نوعية القيم التي ستُعرض للبيع وأسعارها وتُساهم في التعاملات اليومية في المفاوضات على القيم المالية المختلفة على مُستوى البورصة.

ثالثاً: قسم المشتريات

مثل قسم المبيعات، يهتمّ قسم المشتريات بتوعية القيم المرغوب في شراءها وأسعارها وتُساهم أيضاً في التعاملات اليومية في المفاوضات على القيم المالية المختلفة على مُستوى البورصة.

رابعاً: قسم المفاوضات

ذو ارتباط مُباشر بالقسمين السابقين، حيث يتلقى معلوماته مُباشرة منهما، وتُحدّد له نوعية القيم المالية وأسعارها، ويكون عمله على مُستوى صالة البورصة.

خامساً: قسم الدراسة المالية والأبحاث

يُعتبر هذا القسم من أهمّ الأقسام نظراً لأهميّة القرارات التي تُتخذ بناءً عليه، وبالتالي يجب أن تكون الدراسة المالية والأبحاث التي يقوم بها من الدقة والسّرعة بمكان، وهو ما يضمن اتّخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب.

¹ - نادية أبو فخره وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، مرج سابق ذكره، ص.ص 159-160.



الفرع الثالث: تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة

إنّ مهمة الوساطة المالية في البورصة تمثّل المستثمرين في البورصة، فهذا يتطلّب التعامل مع المستثمرين من جهته ومع مؤسسات المقاصة والتسوية على مستوى البورصة من جهة أخرى وهذا ما يُحتمّ عليها عادةً أن تكون مُكوّنةً من جزأين وذلك في أبسط أشكالها ويُمكن عرض ذلك كما يلي¹:

أولاً: المكتب الأمامي

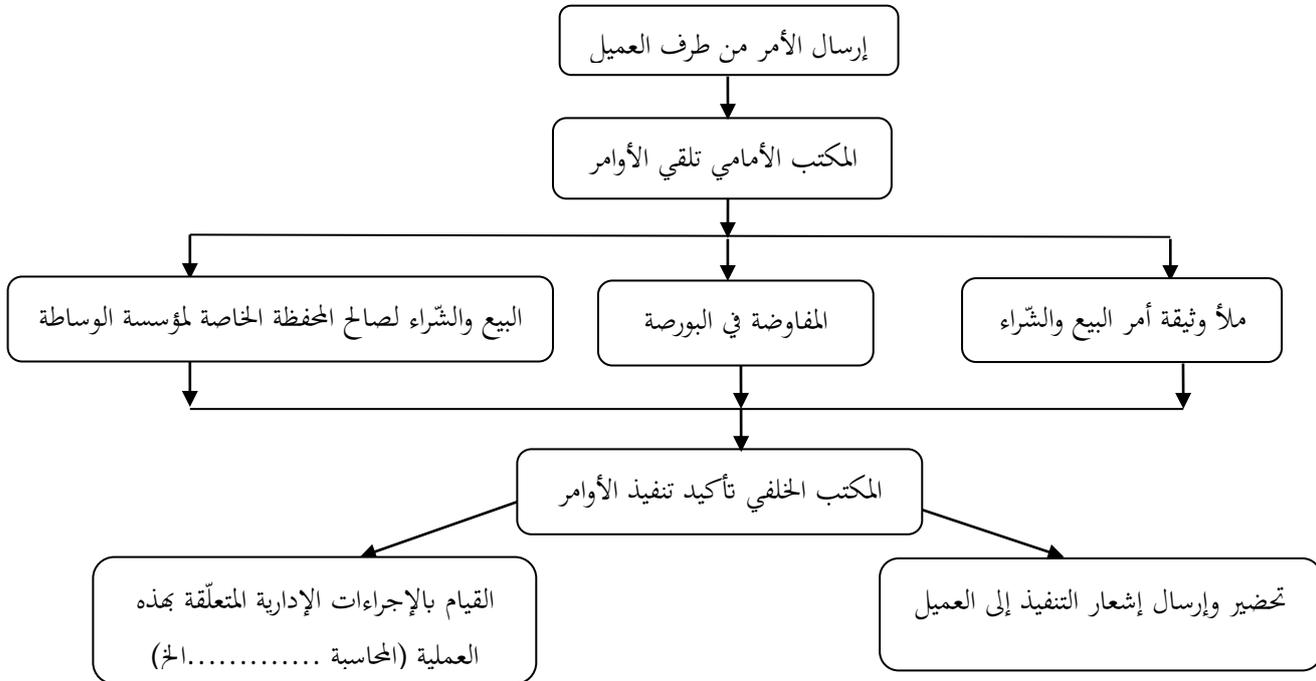
يجمع كلّ الهياكل لدى الوسيط التي تقوم بإيصال أوامر الزبّون إلى البورصة وتنفيذها.

ثانياً المكتب الخلفي

هو الهيكل المكلف بإتمام الصفقات المبرمة مع العملاء (إرسال إشعار التنفيذ، التّسجيل المحاسبي، العلاقات مع هيئة التّسديد والمقاصة للقيم وكلّ عمليات التّسديد الأخرى التي تتمّ على مستوى مؤسسات الوساطة).

والشكل التّالي يبسط تنظيم هذه المؤسسات في البورصة كما يلي:

الشكل رقم (3-1): التنظيم المبسط لمؤسسات الوساطة في البورصة



المصدر: بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن

متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، سنة الجامعية 2011-2012، ص 108.

¹ - محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1992، ص: 52.



المطلب الرابع: قواعد وأدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة

تقوم الجمعيات المهنية للوسطاء بإصدار مواثيق لسلوكيات المهنة، تنصّ فيها بعض القواعد الواجب مراعاتها من قبل الوسيط للحفاظ على شرف المهنة، وقد نصّت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على أنّ الوسطاء في عمليات البورصة وكذا الأعوان والمؤهلين ملزومين بالحفاظ على شرف المهنة من خلال أعمالهم وسلوكهم، كما يجب أن يعملوا على تنفيذ أوامر زبائنهم من أحسن الآجال وبكلّ أمانة، وذلك بتوفير نفس المعاملة لكلّ الزبائن، وبضمان تفضيل مصالح هؤلاء على مصالحهم الشخصية.

ومن خلال هذا المطلب سوف يتمّ التّطرق إلى أهمّ هذه القواعد والأخلاقيات ويتمّ ذلك مُروراً بالعناصر التالية¹:

- الإخلاص الصّارم.
- سرّية المعلومات الخاصة بالعميل.
- جلب احترام وثقة الجمهور والمتعاملين.

أولاً: الإخلاص الصّارم

يجب على الوسيط أن يُظهر إخلاصاً كاملاً في جميع تعاملاته في العمليات البورصية، وخاصة مع العملاء، حيث يتّضح هذا الإخلاص في النقاط التالية:

1- المعرفة الجيدة للعميل:

وهي قاعدة أساسية يتمّ الارتكاز عليها عند قبول تنفيذ الأوامر أو تقديم النّصائح والإرشادات لأيّ عميل، ضمن أجل القيام بهاتين الوظيفتين على أكمل وجه، على الوسيط أن بذل كلّ مجهوداته وبطريقة عملية للاطلاع على الحالة المالية والشّخصية وكذا الغاية من التّوظيف لكلّ عميل من عملائه.

2- التحليل المحقّق:

لابدّ أن تقوم كلّ التوجيهات والتّوصيات المقدّمة للعميل على أساس دراسة وأساس تحليل معمّق لكلّ المعلومات المتحصّل عليها من العميل من جهة، ولكلّ المعلومات المتعلّقة بأيّ عملية ينوي إنجازها لصالحه من جهة أخرى².

¹ - عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 110.
² - زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص 91.

3- الأوامر غير الملتزمة:¹

إنّ الأوامر غير الملتزمة التي يُقدّمها العميل قد تخرج عن نطاق المعلومات والأهداف المدوّنة على وثيقة فتح الحساب، فيلتزم الوسيط بهذه الحالة بتبنيه الزّيون وتحذيره بتعارض بيانات الأمر مع البيانات أو المعلومات المقدّمة سابقاً، ومدى خطورة هذه العملية على ممتلكاته.

4- الدّقة في تقديم المعلومات للعميل:

إنّ إعلام العميل بكلّ ما يتعلّق بأصوله بطريقة مُستمرة يعتبر من بين أهمّ واجبات الوسيط اتّجاه زبائنه، فعلى الوسيط إذا يتّخذ الإجراءات اللاّزمة التي تخصّ عادة كلّ ما يمسّ حافظة الأوراق المالية.

5- أصول العميل ملك له:

رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة، إلّا أنّها تبقى دائماً ملكاً خاصاً له، ولا يُمكن التّصرف فيها إلّا وفقاً أو لإرادة هذا الأخير، وتتنطبق هذه القاعدة أيضاً كلّ عمليات القرض أو الاقتراض التي يُمكن إتمامها بين الوسيط وعميله، وبالرّغم من أنّ القوانين لا تمنع عقد مثل هذه العمليات، إلّا أنّه يجب على الوسيط أن يتقاضي استغلال معرفته لوضعية العميل واستعمالها لأغراض شخصية².

ثانياً: سرّية المعلومات الخاصة بالعميل

يجب أن يكون العميل محلّ ثقة العميل، فمن واجبه أن يلتزم بالسريّة التّامة سواءً للمعلومات المتعلّقة بالعميل أو المعلومات المتعلّقة بالأوامر المصدّرة من طرفه، ويتعلّق الأمر بما يلي³:

1- المعلومات الخاصة بحساب العميل:

لابدّ أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطّابع السّري، إذ لا يجب التصريح بها لأيّ شخص كان إلّا إذا سمح العميل، كما يمسّ الطّابع السّري في هذه الحالة عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتّخذها في مجال التوظيف.

¹- محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 64.

²- زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

³- محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 65.



2/- المعلومات الخاصة بنوعية وإصدار الأوامر:

يقوم العميل من خلال تعامله مع مؤسسة الوساطة، بإصدار عدّة أوامر شراء أو بيع لقيم مختلفة، ونظرًا لعلاقة الثقة التي يجب أن تُزرع بين العميل والوسيط، فعلى هذا الأخير أن يخدم العميل إلى أقصى درجة مُحافظًا بذلك على سرّية النقاشات والأوامر أو إستراتيجيات التوظيف التي يتمّ إتباعها، إضافةً إلى ضرورة استخدام المعلومات المتحصّل عليها لصالح العميل فقط دون أيّ شخص آخر لو كان هذا الشخص هو الوسيط ذاته.

ثالثًا: جلب ثقة واحترام الجمهور المتعاملين

من أجل كسب أكبر عدد من العملاء وإنجاز أكبر قدر من العمليات يتّخذ الوسيط عدّة طرق وأساليب، ويتعلّق الأمر بما يلي¹:

1/- الحساب "بطاقة بيضاء":

يسمح الحساب "بطاقة بيضاء" بإعطاء الحقّ الكامل للوسيط بتقدير تنفيذ أيّ عملية بيع أو شراء لصالح العميل إذا ما رأى أنّ هذه العملية مُريحة، بما في ذلك تحديد السعر، الكمية، المكان والزّمان. ولا يُمكن للوسيط أن يقبل فتح مثل هذا الحساب إلاّ إذا تمتّعت المؤسسة بهذا الحقّ، وكان الممثل شريكًا أو مُديرًا.

2/- مسؤولية الوسيط اتّجاه المؤسسة:

يعمل الوسيط لحساب المؤسسة التي تُوظّفه، وتُوفّر كلّ شروط العمل، لهذا يلتزم بالأخذ بعين الاعتبار ذلك أثناء مُزاولة كلّ مهامه، مع احترام كونه عضوًا من المؤسسة وأنته مسؤول اتّجاهها مسؤولية تامّة، إذ لا تسمح له القوانين بإجراء أيّ عملية في إطار نشاط المؤسسة دون إعلام الإدارة بذلك، الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء أولاً والمؤسسة ثانيًا مع الحفاظ على سمعة هذه الأخيرة وثقة الجمهور بها.

3/- التحلّي بدرجة عالية من المعرفة:

إنّ الاكتساب الأولي للكفاءة والمعرفة لا يكفي، بل يجب السعي دائمًا وراء تطويرها وتجديدها لتقادي الغلط أو الإدّلاء بمعلومات قديمة أو خاطئة، ولا يتمّ ذلك إلاّ عن طريق البقاء على علم بكلّ المستجدّات والتغيّرات الاقتصادية والسياسية، مُيولات السوق وأسعار الفائدة على المستوى الوطني

¹ - نادية أبو فخرة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.ص: 212-213.



والعلمي، إستراتيجيات ووسائل التوظيف الجديدة بما فيها المعرفة الجيدة بمميزات أدوات التوظيف على مستوى السوق.

4/- خضوع الوسيط لقوانين البورصة:

من أجل جلب ثقة الجمهور والمتعاملين أيضًا، على الوسيط القيام بما يلي:

- أن يحرص على تطبيق القوانين واللوائح المتعلقة بمزاولة مهنة الوساطة، والابتعاد عن ارتكاب أية مخالفة عمدًا، وإلا نعرض إلى بعض العقوبات التي تصل إلى منعه من ممارسة هذه المهنة منعا باتا.
- لا يمكن للوسيط أن يقبل أي أمر شراء أو بيع، إذا ما علم بأن هذا الأمر قائم على أساس معلومات مسبقة، ليست في متناول الجميع حاليا.
- يشترط في الوسيط أن يتمتع بالأمانة والسرية المطلقة، ولهذا فلا يحق له أن يشرع في تبليغ أية معلومات سرية يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان، ولا أن يتخذ أي قرار توظيف طبقا لهذه المعلومات ما لم تصبح هذه الأخيرة علنية وفي متناول الجميع.



المبحث الثالث: عموميات حول البورصة

تلعب البورصة دورًا حيويًا في المجتمع كونها تمثل قناة اتصال مهمة، فالبورصة تُعدّ من أهمّ أجهزة أو مكونات الأسواق المالية فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

المطلب الأول: ماهية البورصة

لقد أثار جهاز البورصة جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين إلا أنها في الواقع بقيت المؤسسة مجهولة تقريباً من عامة الناس، ومع التطور الذي حدث في الحياة الاقتصادية والنهوض بالاقتصاد يتطلب جميع رؤوس الأموال ويتم ذلك عن طريق طرح أوراق مالية في سوق تُدعى البورصة، ولقد أصبحت الحاجة الملحة للجوء إلى الادّخار الفردي، لهذا أنشئت شركات المساهمة، وعمدت الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية، وكان لا بدّ من ملاقاته البائع والمشتري في جوّ تتأمل فيه حرّية المنافسة التجارية، وعمدت الحكومات إلى تنظيم الأسواق الحالية يتلقّى فيها طرفا المشروع.

الفرع الأول: نشأة البورصة

يرى البعض أنّ نشأة البورصة ترجع إلى القرن الخامس قبل الميلاد، عندما كان تجار أثينا وتجار روما يجتمعون للقيام بالتعامل من خلال المقايضات¹.

ولابدّ في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، كما تعود البدايات الأولى لظهور وتشكّل سوق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلاد، حيث عُرفت باسم البورصات والتي تحوّلت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق المنظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال².

ويعود أصل كلمة البورصة إلى اسم عائلة "فان در بورسن" البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي، والتي كان فندقها بمدينة بروج مكاناً لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر، حيث أصبح رمز السوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع، وكلمة بورصة فرنسية الأصل وتعني كيس النقود، وهي الأماكن الخاصة التي تُخصّص للنشاطات التجارية الخاصة بالصّرف والنقل والأسهم والسندات والأوراق التجارية، إضافةً إلى عقود السلع بين المنتجين والتّجار³.

¹ حميدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 12.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن - عمان، 2009، ص 08.

³ نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيته، تاريخها، مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 11.



الفرع الثاني: مفهوم البورصة

يُمكن تعريف البورصة بأنها سوق مُنظمة يتجمّع فيها البائعون والمشترون في مواعيد مُحددة لعقد وتبادل صفقات بيع وشراء حُقوق الثروة، سواءً كانت حُقوق ملكية كالأسهم أو حقوق دين كالسندات، ويتمّ التوسط فيها بين الأفراد والمؤسسات الادّخارية التي تتجمّع لديها المدخرات وبين المشروعات والأفراد والحكومات التي في حاجة إلى تلك الأموال، وتُعتبر البورصة بناءً على ذلك حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين والمكان المثالي للالتقاء بين مصلحة المؤسسات التي تسعى وراء رؤوس الأموال ومصلحة الأفراد والهيئات التي لديها فوائض مالية من المدخرات تعرضها في السوق¹.

البورصة هي الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغضّ النظر عن الوسيلة التي يتحقّق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتمّ فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتّصال فعّالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية مُتداولة².

البورصة هي مؤسسة مستمرة ومُنظمة تنظيمًا دقيقًا يضمن تلاقي العرض والطلب للقيم المنقولة التي تتاولها حركتها في جوّ من المنافسة الحرّة التامة³.

وأيضًا يُمكن تعريف البورصة على أنّها نظام يتمّ بموجبه جمع بين البائعين والمشتريين لنوع معيّن من الأوراق أو لأصل مالي مُعيّن، حيث يتمكّن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عددٍ من الأسهم والسندات داخل السوق، إمّا عن طريق السّماسة أو الشّركات العاملة في هذا المجال⁴.

نستنتج من التعاريف السابقة بأنّ البورصة عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات مُعيّنة من النهار للتعامل في الصّكوك المالية الطويلة الأجل يتمّ فيها مُبادلة تلك الصّكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها⁵.

1- عبد المطّلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، دار النّشر الشركة العربية المتحدّة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، 2010، صص 18-19.

2- فيصل محمود الشاورة، الأسواق المالية النّقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، ط1، 2006، ص 45.

3- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات طلي الحوقية، بيروت - لبنان، ط1، 2004، ص 14.

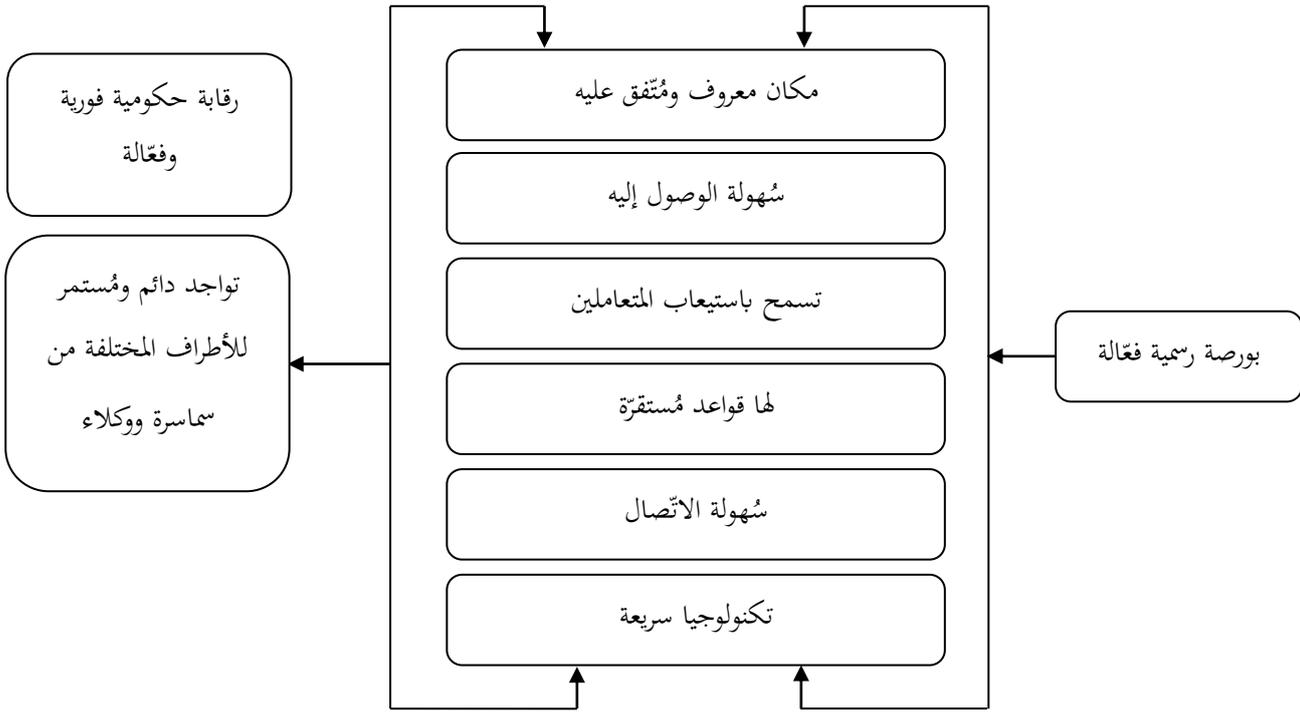
4- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص 17.

5- صلاح الدين شروط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2012، ص 84.

الفرع الثالث: خصائص البورصة

أدى تطوّر التعامل في البورصة إلى ضرورة توافر قدرٍ مناسبٍ من الخصائص التي تجعل من عمل البورصة أداة حقيقية وفعّالة لإتمام المعاملات، ويُمكن لنا معرفة هذه المواصفات من خلال الشكل التالي¹:

الشكل (4-1): يوضّح مواصفات البورصة



المصدر: عبد المطّلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 28.

ومن الشكل السابق يتّضح لنا أنّ البورصات الفعّالة تتميز بكثرة عدد المتعاملين فيها من بائعين ومُشترين ومعرفتهم شبه الكاملة بها يجري فيها من مُعاملات وتعاملات، ولكلّ منهم الحرية الكاملة في اختيار بائعين أو مُشترين والتعاملات فيها علنية ومُسجّلة.

فالبورصة حتّى تكون فعّالة يتعيّن أن يكون لها مكان معروف ومُتفق عليه ومعلوم من كافة المتعاملين والرّاعبين في التّعامل على أن يكون من السّهل الوصول إليه بكافة وسائل المواصلات والاتّصالات العامّة والخاصّة، أي لا يُوجد موانع طبيعية أو صناعية تحول دور الوصول إليه، كما يتعيّن أن تكون مساحة مبنى البورصة واسعة ومُنّسعة، تسمح بأن تتسع لتشغيل مُعاملات كلّ من المقصورة

¹ - عبد المطّلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 28.



ومكاتب السّماصرة الدّائمين، وأماكن الانتظار وُغرف مُراقبة مندوبي الصّحف ووكالات الأبناء وكافيتريا ومكاتب إدارية لإدارة البورصة ولمندوبي الدّولة (الحكومة).

وحتّى تُصبح البورصة أيضًا أكثر فعالية يجب أن يكون لها قواعد مُستقرّة للتعامل فيها وداخلها وبشكل معروف ومُحترم ومُلتزمة به من قِبَل الجميع، ويتعيّن أن تكون البورصة أيضًا مُجهّزة من حيث أجهزة العرض والاتّصال والتّسجيل ونظم المعلومات، وعادةً ما تقوم البورصات بإصدار نشرات وتقارير عن حركة التعامل وعن الشّركات المتعاملة والمسجّلة فيها، كما تقوم أيضًا بأجهزة البحوث فيها ببعض الدّراسات حول تطوير وتنمية البورصة وتوسيع نطاق سوق المال، ومن ثمّ تحتاج البورصات إلى توافر أداة رقابية سواءً داخلية أو خارجية حتّى لا تتجرّف عن أداء رسالتها أو يُساء استخدامها بشكل كبير.

ومن هنا تكون الرّقابة حُكومية توفّر مُتابعة عن قُرب وفورية وسلامة المعاملات التي تتمّ داخل البورصة، وتهيئ المجال للتّداخل السّريع الحاسم لتصحیح أيّ مُعاملات غير سلمية أو لحماية السّوق والمتعاملين¹.

المطلب الثاني: شروط إنشاء بورصة

إنّ توفّر شروط مُعينة كفيل بإنعاش البورصة إذا كانت قائمة ومُتواجدة، أو قيامها على أسس سليمة إذا كانت جديدة وهذه الشّروط هي²:

1/- مناخ استثماري مستقر:

يحرص على التّفاعل الانتعاشي والرّواجي ويُتيح لقوى الفعل والاستثمار أن تتشارك وأن تعمل من خلال الشّراكة على زيادة وتنمية وتوسيع وتجديد رُقعة الاستثمار.

وإحداث هذا المناخ الاستثماري يتطلّب إحداث انتعاش مُستمر من خلال الصّخ النّقدي المتفاعل والمتوازن حركيًا وإنمائيًا من خلال تدوير رُؤوس الأموال فريديًا وجماعيًا لمحافظ الأوراق المالية لكلّ من الدّولة باعتبارها مستثمر فعّال وقوي ولصناديق الاستثمار باعتبارها مُستثمر جماعي واعي ومُدرك، وللمستثمر الفرد باعتباره مُقتنصًا للفرص ومُنتهز لها ومن هنا تحرص الدّولة على توفير التّالي:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 29.

² - شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، ط1، الجزائر، 1993، ص 15.



- أوضاع اقتصادية قائمة على الحركة الإنتمائية وعلى تأكيد اتجاه الاقتصاد واستهدافه للانتعاش والرّواج وعدم اتّجاهه للانكماش والرّكود، وإذا ما حدثت أوضاع انكماشية أو رُكودية، فإنّها تحارب ولا يسمح باستمرارها.
- بيئة سياسية واعية ومُدركة للتأثير السّليبي أو الإيجابي للقرار السياسي على الاتّجاهات المستقبلية التي تحتاج إلى الاستقرار السّياسي.
- أوضاع اجتماعية مُستمرّة وحراك اجتماعي قائم على الوعي الإدراكي بأهمّية أن يتمّ التّغيير بهدوء وفي إطار النّظم والنّسيج الاجتماعي وهيكل القيم والعادات والتّقاليد المعمول بها.
- بيئة ثقافية دافعة لمزيد من الاستثمار والادّخار والتّعامل في البورصات باعتبارها وسائل أمانة وفعّالة.

2- هيكّل مُتكامل من المؤسسات والمنظّمات الفعّالة والمتفاعلة في البورصة: ¹

- يتضمّن أربعة أنواع من المؤسسات القادرة على صناعة الأسواق وهي:
- هيكّل مُتكامل من البنوك التّجارية والاستثمارية وبيوت الائتمان.
- مؤسسات وشركات للخدمات المالية والتمويلية وبصفة خاصة لأعمال السّمسرة وإدارة محافظ الأوراق المالية.
- شركات ترويج للمشروعات الحديثة والإعداد لعمليات إصدار الأسهم والسّنندات والأوراق المالية المختلفة الأخرى.
- صناديق استثمار مُتنوّعة ومُتعدّدة تعمل بمثابة أدوات استقرار وتوازن وتحريك للتّعامل في البورصة.

3- نظام إعلامي شديد الفاعلية والتأثير:

- يعمل على إعادة تكوين ورسم وصناعة رأي مُستتير وموَيّد ومُدعّم لنموّ معاملات البورصة، بل ومُحفّز ومُحرض على مُشاركة الأفراد في الاستثمار في الأوراق المالية والمضاربة عليها.

4- أدوات مالية كافية مُتنوّعة ومُتعدّدة تقليديّة ومُستحدثة:

- تشمل كلّ ما هو قادر على إتّباع احتياجات ورغبات كافة المتعاملين في البورصة وليس فئة واحدة منها وتشمل معها الأسهم، السّنونات، الخيارات وعُقود المستقبل وكأفة الأوراق المالية الباقية.

¹ - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 16.

**5- معاودة وجامعات ومدارس غليا ومُتوسّطة مُتخصّصة ومراكز تدريب:**

تُسهّم في إعداد وتنشئة جيل من الخبراء والفنيين في التّعامل في البورصات وفي تكوين وتشغيل وإدارة محافظ الأوراق المالية واستخدام الأساليب الفنيّة المتقدّمة التي يتطلّبها التّعامل في أسواق المال الدوليّة والمحليّة.

6- شبكة معلومات واتّصالات ونُظم معلومات مبنيةً على قواعد بيانات:

تستطيع تزويد المحلّين والمستثمرين بالبيانات والمعلومات اللازمة بشكل فوري ومن خلال شبكة اتّصالات مُتقدّمة تكنولوجياً.

المطلب الثالث: عمليات البورصة وأصنافها**الفرع الأول: عمليات البورصة****1- العمليات الآجلة:¹**

تتطلّب العمليات الآجلة في أنّ دفع الثّمّن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصّفقة بل بعد فترة تعيّن مُسبقاً تُدعى موعد التصفية "lignidation"، وتُجرى هذه التصفية عادةً في كلّ شهرٍ مرّةً وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، حيث تُسوّى الصّفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعاً وشراءً ويتمّ دفع الثّمّن وتسليم الأوراق المالية فعلياً من خلال عدّة أيّام من تاريخ التصفية، ولما كان دفع الثّمّن وتسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتمّ بعد فترة يختلف بدورها حسب الاتّفاق المعقود بين الطرفين، فإنّ أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتّى إبرام الصّفقة نهائياً بشكلٍ لا يلحق الضّرر بأحد المتعاقدين، ويُدعى هذا التّأمين بالتّغطية "lacouverture".

تُعتبر العمليات الآجلة المثال الحيّ لعمليات المضاربة وذلك لأنّ الأوراق المالية يُمكن الحصول دائماً عليها في البورصة كما أنّه يُمكن لكلّ طرف من الصّفقة أن يتحلّل من التزاماته في الدّفع والتّسليم عن طريق دفع الفارق ما بين السّعر المتّفق عليه والسّعر حين خُلول الآجل، وهكذا يُضارب المشتري على صُعود الأسعار في حين يُضارب البائع على هبوط الأسعار.

إنّ أهمّ العمليات التي يجري التّعامل بها في السوق الآجلة هي:

- العمليات الباتّة والقطعية "les opérations fermes".

¹ - Sid.Ali. Boukramir, vade mecum de la finance, office de publucation, 1992, P 54.



- العمليات الآجلة بشرط التعويض "a primes".
- العمليات الآجلة بشرط الاقتناء "Double option".

1-1/ العمليات الباتّة القطعية¹:

العمليات الباتّة هي العمليات التي حدّد تنفيذها بموعد ثابت يُسمى موعد التسوية النهائيّ حتّى موعد تصفية لاحق "Report"، يجب أن تتضمّن أوامر البورصة في العمليات الباتّة كبيان صفة الأسهم والسندات.

1-2/ العمليات الآجلة بشرط التعويض:

هي العمليات التي تحول للمتعاملين في السوق البورصة إمّا بتنفيذ الصفقة في تاريخ التّصفية، أو بالامتناع عن تنفيذ الصفقة لقاء تعويض يُعيّن مقداره مُسبقاً.

1-3/ العمليات الآجلة بشرط الاقتناء²:

تتميز العملية الآجلة في أنّ المتعاملين لهم الخيار بموجب هذا الشرط في إبرام الصفقة في موعد التّصفية بصفتهم من الشّارين أو البائعين لقيمة مُعيّنة من الأوراق المالية المتّفق عليها مُسبقاً. وترتكز هذه العملية الآجلة على سعرين، وللمتعامل الخيار؛ الشّراء بالسّعر الأعلى أو البيع بالسّعر الأدنى.

2- العمليات العاجلة:

تتميّز العمليات العاجلة بأنّها تتمّ فوراً فيجربى دفع الثّمّن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالاً أو خلال مُدّة وجيزة جدّاً لا تتعدّى عموماً 48 ساعة، لأنّ المبادلات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنّ عامّة ما يكون اللّجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين، في حين أنّ المتعاملين العاديين يعتمدون على شراء أو الأوراق المالية في السوق العاجلة لأسباب رئيسية وهي:

- الرّغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتريّة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بُغية الحصول على ما تُدرّه من إيرادات مُنظمة خلال تلك المدّة.

¹- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 99.

²- المرجع نفسه، ص 100.



- قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق لحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه بغية تحقيق وتوفير السيولة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية.

الفرع الثاني: أصناف البورصة

البورصة سوق مُنظمة للمتعاملين فيه بيعُ وشراءُ مختلفة الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية بالإضافة إلى إمكانية التعامل في الذهب والمعاملات الصعبة.

1/- بورصة البضائع:

موضوع البضائع يخصّ بعض البضائع التي تمتاز ببعض الخصائص منها:

- أنّ البضائع موضوع البورصة، يجب أن تُخزّن لفترة طويلة من الزمن ذلك فالخضر والفواكه لا يمكن أن تكون موضوعاً لبورصة البضائع.
- يجب أن تكون البضائع موضوع البورصة مُتماثلة "Homogènes"، أي مُوحدة في النوع والرتبة، بحيث يكون بالإمكان معرفة مقاديرها بالوزن والعدد كالقطن، القمح والسكر...
- بورصة البضائع هي: «سوق مُنظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بمنتجات طبيعية ذات الاستهلاك الكبير»، تُؤدّي كلمة بورصة البضائع معنيين:
 - أ/- المكان الذي يجتمع فيه التّجار.
 - ب/- مجموع العمليات التي تُمارس فيه.

تُقسّم البورصة إلى بورصتين فرعيتين هما¹:

1-1/ بورصة البضائع العاجلة:

في هذا الفرع تكون البضائع حاضرة وجاهزة وموجودة في المستودعات والمخازن و المرافئ ويلزم البائع بتسليمها إلى المشتري فوراً حال إبرام العقد ودفع الثمن وتجري العمليات في هذا النوع بإحدى الطريقتين التّاليتين:

- البيع على البضائع حاضرة.
- البيع على بضائع مع التّسليم في المحطّة.

¹ - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 130.

**1-2/ بورصة البضائع الآجلة:**

ويُطلق عليها أيضًا بورصة العقود الآجلة، وموضوعها عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذج غير موجودة ويُمكن التّخلص منها بدفع فرق السّعر لدى تصفية العمل.

2- بورصة الذهب والعملية الصّعبة:

موضوع هذه البورصة والتي في حقيقة قسّمت إلى بورصتين، هو التعامل في الذهب والمعادن النفيسة من جهة والتعامل في العملات من جهة أخرى.

1-2/ سعر الصّرف:

يُفصد بالنّقود كلّ شيء مادي قابل للتداول فيستعمل كوسيط للمبادلة ومقياس للقيم ومُستودع للدفعات الآجلة ويلقى قُبولاً عامّاً في التّداول ولها قوّة إبرائية ملزمة داخل الحدود الإقليمية للدولة، وللنّقود قيمتان:

- قيمة داخلية: تُقدّر بقوّتها الشرائية وتُقاس عادةً بالمستوى العام للأسعار.
- قيمة خارجية: ويُعبّر عنها بسعر الصّندوق أي مُعدّل تبادل العملة الوطنية بالعملات الأجنبية.

يُفصد بعملية الصّرف عملية شراء وبيع الوسائل التي يُمكن بموجبها تسوية المدفوعات في بلد آخر كالنّقود الأجنبية والأوراق التي تُعطي حقّاً في الحصول على تلك النّقود مثل الكمبيالات المسحوبة على الخارج أو الحوالات المصرفية على اختلاف أنواعها، ويتمّ التعامل على الصّرف على أساس سعر معيّن هو سعر الصّرف والذي يتحدّد بقانون العرض والطلب على هذه الوسائل.¹

2-2/ بورصة العملات الصّعبة²:

إنّ تقلّبات سعر الصّرف تُؤدّي إلى مخاوف كبير بالنسبة لمن يلتزمون بدفع نقود أجنبية أو بالنسبة لمن يحصلون عليها، ولذلك يعمد هؤلاء لتلافي خطر هذه التقلّبات إلى إجراء عمليات صرف آجلة تتمّ في بورصته العملة الصّعبة تتميّز عملية بيع وشراء الصّرف في بورصته العملة الصّعبة، بأنّها لا تتضمّن تسليم صرف أجنبي ولا دفع ثمنه بالعملية الوطنية في الحال، بل هي مُجرّد اتّفاق على بيع أو شراء صرف يجري تسليمه في المستقبل بناءً على ثمن يتفق عليه في الحال وهي تختلف بذلك عن عمليات الصّندوق العاجلة التي يتمّ فيها تسليم العملة الأجنبية فور إلقاء دفع الثمن.

¹- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 101.

²- المرجع نفسه، ص 131.



2-3/ بورصة الذهب والمعادن النقية:

من آثار الحرب العالمية الثانية أنّ تجارة المعادن النفيسة انحصرت في يد الحكومة وما تزال البنوك المركزية تحتكر تجارة هذه المعادن وأصبح سعر الشراء والبيع يُحدّد بنشرة رسمية.

ولم يعد قانون العرض والطلب يقوم بدوره الطبيعي في تحديد أسعار هذه المعادن، إلا أنّ بعض الدول أطلقت حُرّيّة التبادل داخل البلد بينما قيّدت استيراد أو تصدير هذه المعادن وأخضعتها لقيود.

تختلف أسعار هذه المعادن النفيسة (بما فيها الذهب) اختلافاً كبيراً بحسب مصدرها (أمريكا، روسيا، جنوب إفريقيا، البرازيل...)، وترد ذلك الاختلاف طرف عليها ودرجة الشوائب فيها.

يُباع الذهب عادةً على شكل سبائك أو مصكوكات، ومن بين أكبر البورصات التي يتمّ التعامل فيها على الذهب والمعادن النفيسة:

- بورصة بروكسل (بلجيكا).
- بورصة لندن (انجلترا).
- بورصة نيويورك (الولايات المتحدة الأمريكية).

3- بورصة القيم المنقولة:

تُعدّ البورصات من المرافق التي تطوّرت تجاوباً مع تطوّر وتعقيد الحياة الاقتصادية، وقد ظهر اهتمام الدول بها من خلال تدعيم بورصات الأوراق المالية، والعمل على تنشيط التعامل بها، ونشر الوعي الاستثماري بين المدّخرين، وبورصة الأوراق المالية هي سوق رسمي عُمومي، يتفاوض فيه على القيم المنقولة المسجّلة فيها من أسهم وسندات يُشرف عليها مجلس بُورصة القيم وتراقبها كفّة عمليات البورصة، أمّا المفاوضات والمساومات، فهي تتمّ في طريق وسطاء في عمليات البورصة، هؤلاء الوسطاء هم شركات وأشخاص معنوية (بنوك وشركات التأمين مثلاً) أو أشخاص طبيعيين تتوفّر فيهم شروط تُحددها اللجنة.

تشغل البورصة في مجال القيم المنقولة، عن طريق بيع المستثمرين الخواص أو التّابعين للقطاع العام لأسهم وسندات تُشتري من طرف المدّخرين الرّاعبين في اقتنائها بسعرٍ يتحدّد بواسطة قانون العرض والطلب.

وعليه فبواسطة المتاجرة في القيم المنقولة والمضاربة عليها، تنتقل رؤوس الأموال من أشخاص لديهم فائض في الأموال إلى الآخرين هم بحاجة إلى هذه الأموال معنى هذا أنّ البورصة تُمكن



المستثمرين من الحصول على السيولة اللازمة لتحقيق مُختلف مشاريعهم وبالتالي الحصول على تمويل خارجي يُمكنهم من التوسع في الأنشطة الاقتصادية.

المطلب الرابع: حتمية كفاءة البورصة

ليكون السوق كفاءً لا بدّ من وجود عددٍ معتبرٍ من المستثمرين الذين يعتقدون بعدم كفاءة السوق، لأنّه بسبب هذا الاعتقاد سوف يسعى كلّ منهم للحصول على المعلومات وتحليلها وتشغيلها لينفرد بميزة معلوماتية تتمثّل فيما يحصل عليه من معلومات قبل غيره من المستثمرين، حتّى يُمكنه اكتشاف القيمة السوقية للسهم ومقارنتها مع القيمة الحقيقية وما ينجم عنه تغيّر في القيمة السوقية للأوراق المالية بحيث تتعادل مع قيمتها الحقيقية وتتحقّق كفاءة السوق، ولا يستطيع أيّ من هؤلاء المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية والتي كان يسعى لتحقيقها¹.

وهنا لا بدّ من التفرقة ما بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

1- الكفاءة الكاملة:

تتحقّق الكفاءة الكاملة في ظلّ الشّروط التالية²:

- المعلومات متوفّرة لكافة المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.
- لا يُوجد تكاليف مُعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحقّ في بيع وشراء الكميّة التي يُريدها من الأسهم بدون شُروط.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يُؤدّي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- المستثمرون يتميّزون بالتصرّف الرشيد ويسعون لتعظيم المنفعة.

2- الكفاءة الاقتصادية:

كفاءة السوق هي الكفاءة الاقتصادية ولكي يكون السوق يتميّز بهذه الكفاءة لا بدّ من توفّر ميزتين:

1-2/ كفاءة التسعير: وتُسمّى بالكفاءة الخارجية ويُقصد بها وصول المعلومات الجديدة لا يستغرق وقت (دون فاصل زمني)، وتكون متاحة للجميع وهذا يعني أنّ الأسعار تعكس كفاءة المعلومات المتاحة، وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مُباراة عادلة، لكن هذا لا يمنع بأن يحقّق المستثمر خسائر فادحة ولا

¹- حمداوي الطّاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة مُقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2007-2008، ص 59.

²- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.



يرجع ذلك إلى أنّ السوق غير كفاء بل يرجع إلى جهل بعض المستثمرين ونقص الخبرة في تحليل المعلومات الواردة¹.

2-2/ كفاءة التشغيل: وتُسمى بالكفاءة الداخلية وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب من دون تحمّل تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يُتاح لصناعة السوق الفرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه، ومنه الكفاءة الداخلية في السوق تُساهم في تحقيق الكفاءة الخارجية، حيث تعكس أسعار الورقة المالية الواردة إلى السوق إذا كانت التكاليف التي يتحمّلها المستثمرين في الحصول على تلك المعلومات وتشغيلها عند أدنى حدٍ ممكن وهذا ما يُشجّع السعي للحصول عليها².

3- / مستويات السوق الكفاء:

تتمثّل درجات سوق كفاء في ثلاثة درجات هي:

3-1/ المستوى الضعيف: يقتضي هذا المستوى المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيّرات في سعر السهم وعلى حجم التّعاملات التي جرت في الماضي مُنعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي يُمكن الاستفادة منها لتنبؤ بالتغيّرات المستقبلية في الأسعار³.

3-2/ المستوى الشّبه القويّ (المتوسط):

طبقاً لهذا المستوى فإنّ الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس كلا من المعلومات المضمنة في سلسلة الأسعار التاريخية والمعلومات العامة المتاحة عن تلك الأوراق وخصوصاً المعلنة والمنشورة، وفي ظلّ هذا المستوى من الكفاءة يُمكن لأيّ مُستثمر تحقيق عوائد أعلى من العادية اعتماداً على تلك المعلومات العامة المتاحة والمنشورة⁴.

3-3/ المستوى القوي:

يفرض هذا المستوى أنّ الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة المعلومات العامّة والخاصة، ولا يُمكن لحائز المعلومات العامّة وحتّى الخاصة من تحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية حتّى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار⁵.

¹- نور الدين بهلول، الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، مذكرة مقدّمة لاستكمال متطلبات الماجستير في علوم المالية، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2005-2006، ص 24.

²- حمداوي الطّاوس، مرجع سبق ذكره، ص 60.

³- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

⁴- حمداوي الطّاوس، مرجع سبق ذكره، ص 62.

⁵- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.



خلاصة:

إنّ الوساطة المالية جاءت نتيجة للصعوبات الناجمة عن التمويل المباشر، وأنها تعمل على تحقيق الوفرة الاقتصادية وتقليل حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار، ثمّ تعرّفنا على مؤسسات الوساطة المالية، حيث تمّ تقسيمها إلى مؤسسات ودائعية ومؤسسات غير ودائعية كما يمكن لأغلب هذه المؤسسات أن تُمارس دور الوسيط في البورصة.

يُشكّلون الوسطاء الماليون في عملية البورصة حلقة الوصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الباحث عن الأموال، في حين أنّ هؤلاء الوسطاء قد يكونون أشخاص طبيعيين أو معنويين، كما تمّ التعرف على الفئات المختلفة له والمتمثلة في السماسرة وصناع السوق والمتخصّصون، حيث يتمنّع هؤلاء بخبرة كبيرة في المجال المالي ويضطلعون بالقيام بعدّة وظائف من أجل توفير الجوّ الملائم للمستثمرين ممّا يساهم في تنشيط البورصة.

إنّ البورصة تُعتبر سوق في غاية التنظيم لكي تستقطب الاتّجار من جهة، ولكي تُوفّر الحماية للمدّخرين من جهة أخرى، وتقوم عادةً في مكان مُحدّد ثابت وتتولّى إدارتها والإشراف والرّقابة عليها لجنة عملية البورصة، حيث تعمل بنظام خاص، ويجب أن تتوفر على شروط مُعيّنة لإنشاء بورصة تحكم عملها والتعامل فيها وتوافر كفاءة في البورصة كفيلاً بإنعاشها.

الفصل الثاني:

استراتيجيات تفعيل بورصة الدول العربية

(بورصة الأردن، مصر، الإمارات)

تمهيد:

تحتل بورصات الأوراق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر انعكاساً للنظم السياسية والاقتصادية والمالية في دولة، كما تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للدولة في الأوراق الرواج والكساد.

بورصة الأوراق المالية تلعب دوراً بالغ الأهمية في جذب فائض في رأس المال غير الموظف وغير معبأ في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل حاصل رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، فالاستفادة من الأسواق المالية تختلف من بلد لآخر، كما تختلف استراتيجياتها وإنجازات كل بورصة عن الأخرى تبعاً للتباين في مستوى النضوج الرأسمالي وخصائص الاقتصاد والملائمة المرجعية القانونية، فمثلاً ليست من المتوقع أن يكون أداء الأسواق المالية في الدول المتقدمة هو نفس الأداء في الدول الأقل تطوراً.

وقد شهدت دراستنا للعشر سنوات الأخيرة تطورات وأحداث متلاحقة ببعض البورصات الدولية العربية بورصة الأردن، وبورصة مصر، وبورصة الإمارات (دبي)، عقب الأزمة المالية العالمية 2008، وتسعى كل بورصة إلى خلق الفرص الحقيقية لتحويل البورصات إلى قوة اقتصادية متطورة وفاعلة للدول ضمن النظام الاقتصادي العالمي.

المبحث الأول: بورصة - الأردن-

تعتبر عمان سوق مالي يسعى إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية وتشغيلها وإدارتها وتطويرها، داخل المملكة وخارجها وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية، فالبورصة تحقق غايتها من خلال الدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية داخل المملكة أو خارجها وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية الإشرافية، كما تساهم البورصة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها للاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: عموميات حول بورصة الأردن

الفرع الأول: نشأة بورصة عمان وأهدافها.

تعتبر بورصة عمان سوق ناشئة عصرية تتمتع بمستوى عال من التنظيم، ظل السوق عمان المالي يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية.

تم انشاء هيئة الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية الملغى رقم 23 سنة 1997 كخلف قانون لسوق وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة.

انشأت بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية الملغى رقم 23 سنة 1997 كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص، أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق، كما أنشئ 1997 كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسويقية.¹

ويهدف السوق المالي الأردني بمشكل رئيسي إلى:²

توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العام من خلال:

- إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وأمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية.

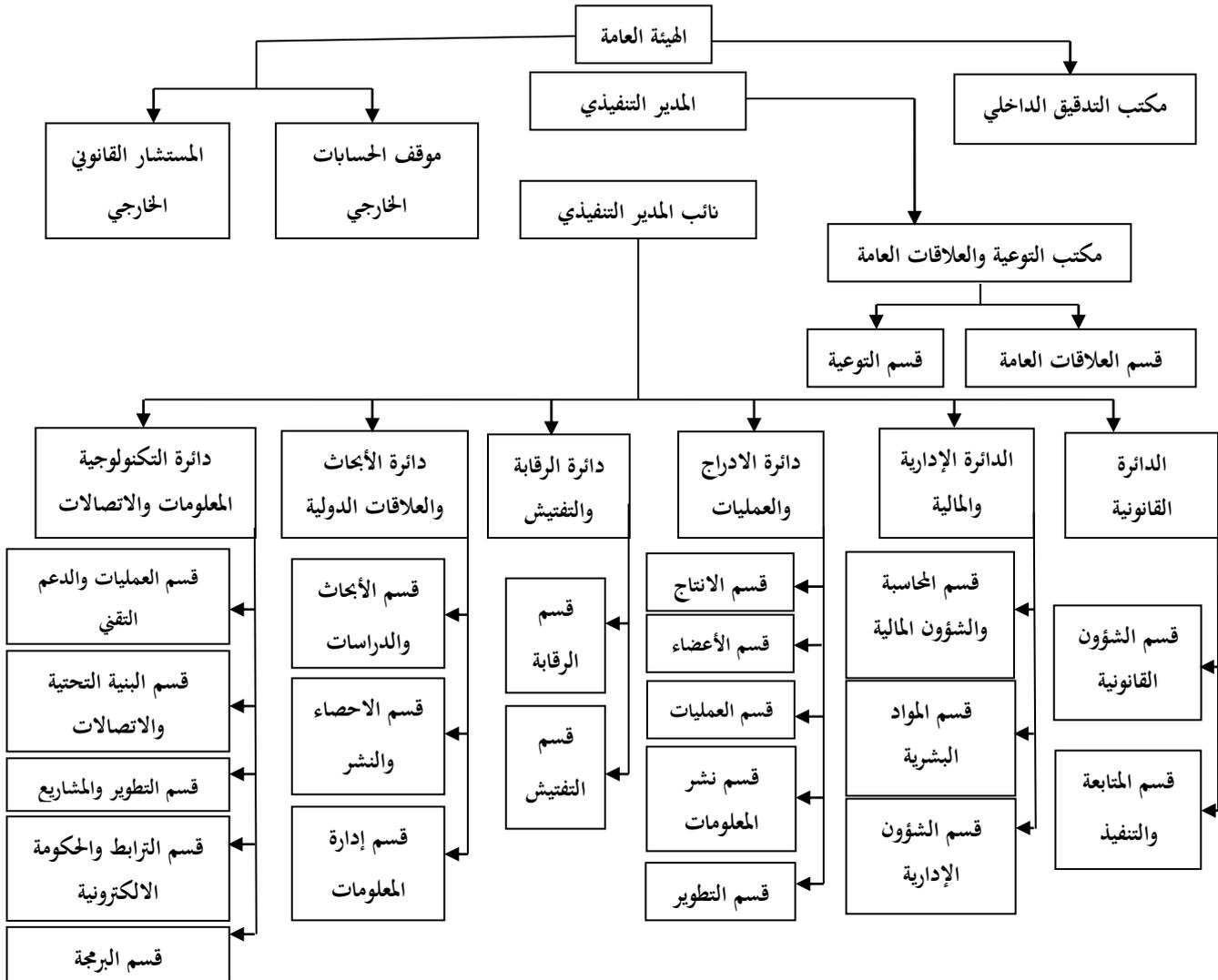
¹ - الموقع الرسمي لبورصة عمان، الموقع الإلكتروني <https://www.exchange.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/adart-alshrkat/alhykl-altnzymy>

² - نفس الموقع السابق.

- تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق أحدث الطرق المتبعة عالمياً.
- تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها الجهات ذات العلاقة.
- نشر المعلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- زيادة عقار شفافية السوق وتنويع الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين.
- تنمية الوعي الاستثماري لكافة فئات المجتمع وبشكل خاص للمتعاملين بالأوراق المالية.
- تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية والاقليمية والدولية.
- توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتوفير بيئة لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بسوق الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الوطني.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان

الشكل رقم (1-2): يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة عمان، الموقع الإلكتروني سبق ذكره .

الفرع الثالث: شروط الإدراج في بورصة عمان¹

يتم إدراج أي ورقة مالية في البورصة بعد تحقق مايلي:

- أ- تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة.
 - ب- إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية.
 - ت- عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية.
 - ث- وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.
 - ج- توقيع المصدر اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية.
- ولإدراج أسهم شركات المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي عليها أن تتوفر على:
- يكون قد مضى عام كامل على إدراج اسمها في السوق الموازي.
 - تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستقر.
 - لا يقل صافي حقوق المساهمين كما 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.
 - تقدم جميع الشركات التي تطلب إدراج اسمها مجموعة من البيانات التالية:
 - نبذة مختصرة من تأسيس الشركة، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت تابعة، أو شقيقة أو حليفة.
 - وصف الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة وتلك التي ترغب الشركة بإدراجها.
 - تقييم مجلس الإدارة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة أو أثرها عليها من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.
 - الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة أو أثرت عليها من تاريخ تأسيسها من تاريخ تقديم طلب الإدراج.
 - الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة.
 - أسماء والأشخاص الذين يملكون (5%) أو أكثر من أسهم الشركة.
 - أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم وعضوية أي منهم في مجلس إدارات الشركات الأخرى.

¹ - سمعية بن محياوي، دور أسواق المالية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، السنة الجامعية، 2014-2018، ص93.

• كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة، عدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم، ونسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركة.

المطلب الثاني: استراتيجيات بورصة الأردن 2015-2020

الفرع الأول: استراتيجيات بورصة عمان 2015-2016¹

قامت بورصة عمان بوضع خطة استراتيجية للأعوام (2016-2018) والتي تتوافق مع البرامج والمشاريع والأنشطة المعتمدة من قبل حكومة المملكة الأردنية الهاشمية في وثيقة الأردن العشرية (2015-2025) فيما يتعلق بقطاع الخدمات المالية، وتضمنت الخطة عدد من الأهداف الاستراتيجية والمبادرات والمشاريع التي تتسجم مع أهداف البورصة، وذلك للمحافظة على الانجازات التي تحققت لغاية الآن وتطوير العمل في البورصة من كافة النواحي وتحقيقه رسالة البورصة التي تهدف إلى توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية لتعميق الثقة بسوق الأوراق المالية، كما وتهدف إلى تعزيز ثقة المستثمرين في البورصة وجذب مزيد من الاستثمارات إليها، وتعزيز حضور البورصة على المستويين الإقليمي والدولي وتنمية الوعي الاستثماري بالأوراق المالية، وتشمل هذه الخطة على عدد كبير من المشاريع ومن أهمها: تطبيق نظام تداول إلكتروني جديد ونظام للوقاية على تداول الأوراق المالية، وتطبيق نظامي الإفصاح الإلكتروني للشركات المدرجة وشركات الوساطة، كذلك عمل لقاءات تعريفية لحث الشركات على إصدار أوراق مالية جديدة مثل الصكوك والسندات، وحث الشركات العائلية على التحول والإدراج في السوق، بالإضافة إلى ذلك احتساب أرقام قياسية جديدة لبورصة عمان، وتطوير تطبيقات عامة لبورصة عمان على الأجهزة الذكية، كما ستقوم البورصة بحملات لتوعية المجتمع المحلي والتعريف بسوق رأس المال والفرص الاستثمارية المتاحة، وعمل عروض ترويجية للشركات الأردنية كذلك التواصل مع كافة الجهات للمساعدة لرفع تصنيف عمان لسوق ناشئ، وتعزيز التعاون مع البورصات المناظرة.

الفرع الثاني: استراتيجيات بورصة عمان (2017-2020)²

تابعت بورصة عمان تنفيذ الخطة الاستراتيجية للأعوام (2016-2018) والتي تتوافق مع البرامج والمشاريع والأنشطة المعتمدة من قبل حكومة المملكة الأردنية الهاشمية في وثيقة الأردن العشرية (2015-2025) فيما يتعلق بقطاع الخدمات المالية، وقد تضمنت هذه الخطة خمسة أهداف استراتيجية تشمل ثلاث عشر مبادرة و 35 مشروع، ولتنفيذ المشاريع الواردة في هذه الخطة، قامت البورصة بوضع خطط تشغيلية سنوية وذلك لتسهيل عملية متابعة تنفيذ هذه الخطة، كما قامت بإعداد تقارير ربعية

1 - تقرير السنوي للبورصة عمان، سنة 2015، موقع سبق ذكره.

2 - تقرير السنوي للبورصة عمان، سنة 2017. موقع سبق ذكره.

للمتابعة والتقييم، وقد تم مراجعة الخطة بناءً على ما تم انجازه خلال العام 2016 تم تفعيل بعض المشاريع وإضافة أخرى في الخطة التشغيلية للعام 2017 وذلك بهدف جعل الخطة أكثر فعالية أو نتيجة لتحول بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة هادفة للربح في العام 2017 فقد ترتب على ذلك مراجعة الخطة الاستراتيجية للبورصة في ضوء الشكل القانوني الجديد للبورصة، وقد تم إعداد خطة للسنوات القادمة (2018-2020) وتهدف بشكل رئيسي إلى تعزيز البيئة الاستثمارية في البورصة وتطوير مختلف جوانب العمل فيها، كما تضمنت أهم أهداف خارطة طريق تطوير سوق رأس المال الأردنيين الصادرة بالتعاون بين كل من هيئة الأوراق المالية الأردنية والبنك الأردني لإعادة الإعمار والتنمية، والتي تهدف إلى تعزيز النمو الاقتصادي و أداء الاقتصاد الوطني، وتأمين فرص العمل، ورفع مستويات المعيشة للمواطنين كما تهدف إلى تعزيز القدرة التنافسية للسوق المالي وجعله أكثر جاذبية للاستثمار وأكثر فاعلية وكفاءة، كما تضمنت الكثير من التوصيات والمشاريع لتطوير سوق رأس المال، والتي تقع مسؤولية تنفيذها على عاتق مؤسسات سوق رأس المال (هيئة الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية، بورصة عمان) وعليه تضمنت الخطة الاستراتيجية المعدلة للأعوام (2018-2020) العديد من الأهداف وهي تعزيز في البيئة الاستثمارية في البورصة وزيادة الاهتمام بها، وتطوير البيئة التقنية في البورصة وتطوير العمل في البورصة وتحقيق التميز المؤسسي، كما احتوت على عدد من المشاريع المهمة منها إنشاء مركز المعلومات الأوراق المالية، وتنفيذ برامج تدريبية واستشارية لمصدري الأوراق المالية، وتطبيق تداول الكتروني جديد، وتطبيق نظام الإفصاح الإلكتروني باستخدام الـ XBRL للشركات المدرجة وشركات الوساطة، وإعداد تقرير استدامة خاص بالبورصة، وإعداد دليل حوكمة خاص بالبورصة.

المطلب الثالث: انجازات بورصة عمان (2017-2015):

الفرع الأول: انجازات بورصة عمان 2015¹

1/- التطورات التشريعية:

تقوم بورصة عمان وبشكل مستمر بمراجعة التشريعات النازمة لكافة جوانب العمل في البورصة وتعديلها بما يتلائم مع أي تطورات تطراً في سوق المال الأردني، حيث قامت البورصة خلال عام 2015 بمايلي:

¹ - التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2015، موقع سبق ذكره.

1-1/ تعديل تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، وذلك بهدف تسهيل تداول العملاء الأجانب الذين يتعاملون بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال حسابات الحفظ الأمين، حيث أجاز هذا التعديل للوسيط تنفيذ عمليات التداول لهذه الحسابات بناء على تفويضات صادرة عن مدير استثمار أو وسيط خارجي كما تضمنت التعديلات أيضا منح المدير التنفيذي للبورصة صلاحية تغيير الجدول الزمني لجلسة التداول في الحالات الطارئة.

1-2/ اقرار أسس تقديم المعلومات الفورية للتداول إلى أعضاء بورصة عمان لسنة 2015 من قبل مجلس إدارة البورصة والعمل بها، حيث تنظم هذه الأسس موضوع تقديم شاشات التداول والاستعلام لشركات الوساطة أعضاء بورصة عمان والبدلات الترتبة لقاء ذلك.

1-3/ اقرار سياسة اجراءات تأديبية بح الشركات المدرجة المخالفة لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية بالإضافة إلى شركات الوساطة غير الملتزمة بدفع الرسوم المستحقة عليها.

2- التطورات التقنية:

1-2/ تطبيق مبدأ خفاء رقم الوسيط على نظام التداول الإلكتروني: عدلت بورصة عمان على الخصائص الفنية لنظام التداول الإلكتروني، حيث تم اخفاء رقم الوسيط في الأوامر المدخلة والمنفذة على شاشات التداول وتقارير البورصة المختلفة، الأمر الذي يلعب دورا كبيرا في توفير سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية، وللد من تأثير نشر أرقام شركات الوساطة على القرارات الاستثمارية للمتعاملين بالأوراق المالية.

2-2/ إعداد شريط متحرك جديد على التلفزيون الأردني لبث أسعار جلسة التداول اليومي في البورصة: يأتي هذا التحديث نظرا لقيام التلفزيون الأردني بتحديث أجهزة البث لديه وذلك بتحويها من النظام التناظري إلى نظام رقمي بهدف تلبية متطلبات البث على الأرقام الصناعية، حيث تم تحويل البيانات الخاصة ببورصة عمان إلى صيغة (XML) ليتم عرضها وقراءة قيمها على شاشة التلفزيون.

3- مشروع نظام الإفصاح الإلكتروني باستخدام تكنولوجيا Extensible Business Reporting Language (XBRL)

ستقوم بورصة عمان وهيئة الأوراق المالية بتطبيق هذا النظام لسوق رأس مال الأردني وذلك لما فيه من تطوير عمليات الحصول على جميع المعلومات الإفصاحية والرقابية والإدارية والتنظيمية التي تحتاجها مؤسسة السوق، مما يقلل من الكلفة الإدارية الحالية للحصول على هذه المعلومات ويحد من إمكانية الحصول على أخطاء بشرية.

4- مشروع تحديث نظام تداول إلكتروني:

استكمالاً لتطبيق نظام التداول الإلكتروني تابعت بورصة عمان اجتماعاتها الدورية مع الشركة المطورة Euronest وبمشاركة كل من سوق مسقط للأوراق المالية وبورصة بيروت وبورصة تونس وقد تم خلال اجتماعات مناقشة كافة التفاصيل المتعلقة بالمشروع حيث أعلنت الشركة عن عزمها لإستحداث تكنولوجيات جديدة لتطوير نظام تطوير جديد.

5- مشروع تحويل بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة:

وافق مجلس الوزراء من حيث المبدأ على تحويل البورصة إلى شركة مساهمة عامة وجاءت هذه الموافقة بعد دراسة لجنة التنمية الوزارية المبررات الاقتصادية والقانونية وجدوى تحويل في ضوء الوضع الحالي لبورصة عمان وتحديات التي تواجهها وعلاقتها مع كافة الجهات المعنية

6- إصدار دليل الشركات المساهمة العامة:

أصدرت بورصة عمان الشركات المساهمة العامة لعام 2015، والذي يتضمن معلومات عامة على شركات المساهمة العمة المدرجة في بورصة عمان وغير المدرجة، كما يضم المعلومات المالية لشركة المساهمة المتعلقة بقائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفق النقدي للأعوام من 2011 إلى 2014.

7- الإفصاح ونشر المعلومات:

سعى من بورصة عمان نحو توزيع معلوماتي إلى أكبر شريحة ممكنة من الجمهور والمتعاملين، فقد قامت بورصة عمان خلال 2015 بتوقيع إتفاقيتي نشر المعلومات من خلال شاشات مراقبة السوق ليصبح عدد الإتفاقيات الموقعة لهذه الغاية إلى 42 إتفاقية كما قامت البورصة بتوقيع إتفاقية واحدة.

الفرع الثاني: انجازات بورصة عمان 2016¹

1- التطورات التشريعية:

تقوم بورصة عمان بمراجعة التشريعات النازمة لكافة جوانب العمل في البورصة وتعديلها بما يتلائم مع أي تطورات تطراً في سوق المال الإلكتروني، حيث قامت البورصة خلال 2016 بمايلي:

1 - التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2016، موقع سبق ذكره.



1-1/ إصدار تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان سنة 2016، حيث أدخلت هذه التعليمات مفاهيم جديدة ونظرة متقدمة راعت النعايير الدولية في إطار الإفصاح عن المعلومات في مجال الأسواق المالية.

1-2/ إصدار التعليمات المنظمة لتداول الأوراق المالية غير المدرجة في بورصة عمان لسنة 2016، ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة والتسهيل على مساهمي الشركات غير المدرجة والشركات الموقوف عن التداول لبيع أسهمهم من خلا نظام التداول الإلكتروني.

2- التطورات التقنية:

1-2/ إطلاق تطبيق متابعة التداول: Aseive

قامت بورصة عمان بإطلاق تطبيقها الخاص لبرنامج متابعة التداول الذي يعمل من خلال الأجهزة المحمولة والأجهزة اللوحية، والذي يمتاز بسهولة الاستخدام وعرض المعلومات.

2-2/ تطوير نظام رقابة جديد لمراقبة تداولات العملاء (CTA Client Trading Analysis): وذلك من خلال توفير خاصة استعلام عن جميع حركات التداول للمستثمرين وحساباتهم بصورة مباشرة لدى المعنيين في البورصة.

2-3/ تحديث البنية التحتية التقنية الخاصة ببورصة عمان:

تحديث أنظمة الحماية الخاصة بشبكة البورصة Fisewalls في الموقع الرئيسي والاحتياطي وذلك باستبدالها بأنظمة جديدة ومتطورة بمواصفاتها الفنية العمالية من حيث الكفاءة والسرعة.

3- إصدار وتحديث المنشورات والكتيبات الصادرة عن البورصة:

قامت بورصة عمان بإصدار منشورات جديدة تعالج مواضيع ذات أهمية للمهتمين مثل إصدار كتيب حول سوق الأوراق المالية غير مدرجة، وكذلك تحديث المنشورات والكتيبات الصادرة عنها الورقية منها والإلكترونية مثل تحديث النشرة التعريفية ببورصة عمان وكتيبات خاصة بالتشريعات القانونية المطبقة في البورصة.

الفرع الثالث: انجازات بورصة عمان 2017¹

1- التطورات التشريعية:

- تم نشر ستة مشاريع تشريعات على موقع إلكتروني بابورصة للحصول على رأي وملاحظات مختلف الجهات بأحكامها تمهيدا لإقرارات حسب الأصول وهي:
- تعليمات إدراج الأوراق المالية لبورصة عمان لسنة 2017
 - تعليمات منظمة لتداول الأوراق المالية غير مدرجة في البورصة لسنة 2017.
 - تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان 2017.
 - تعليمات الإفصاح خاصة لبورصة عمان 2017.

2- إلقاء السوق الثالث:

قامت بورصة عمان بإلغاء السوق الثالث اعتبارا من تاريخ 2017/04/16 وذلك استنادا لأحكام إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان سنة 2016، وجرى نقل ستة شركات من السوق الثالث إلى السوق الثاني وإلغاء إدراج 29 شركة من شركات السوق الثالث ونقل تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية غير مدرجة.

3- الانضمام إلى مبادرة أسواق الأوراق المالية المستدامة:

قامت بورصة عمان خلال العام 2017 بإصدار منشورات تعريفية الستدامة والتي تضمنت محاور عدة أهمها مفهوم التنمية المستدامة، وأبعادها، والتعريف بأهداف الأمم المتحدة للتنمية المستدامة، وفوائد تطبيقها، كما تضمنت هذه المنشورات التعريف بتقارير الاستدامة، ومبادئ إعداد هذه التقارير، وفوائد تطبيقها.

4- تحديث البنية التحتية التقنية:

قامت البورصة بتشغيل نظام متكامل التعريف واسترجاع البيانات له القدرة على التعامل مع الأجهزة الخادمة الحقيقية والأجهزة الخادمة الافتراضية المتوفرة لدى البورصة بشكل مبسط ومن خلال برنامج واحد، كما تم تجهيز الموقع البديل وموقع إدارة الكوارث بأنظمة تخزين بديلة تقوم بالتعامل مع أي مشكلة.

1 - تقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2017، موقع سبق ذكره.

المطلب الرابع: أداء بورصة الأردن (عمان)

1- عدد الشركات المدرجة:

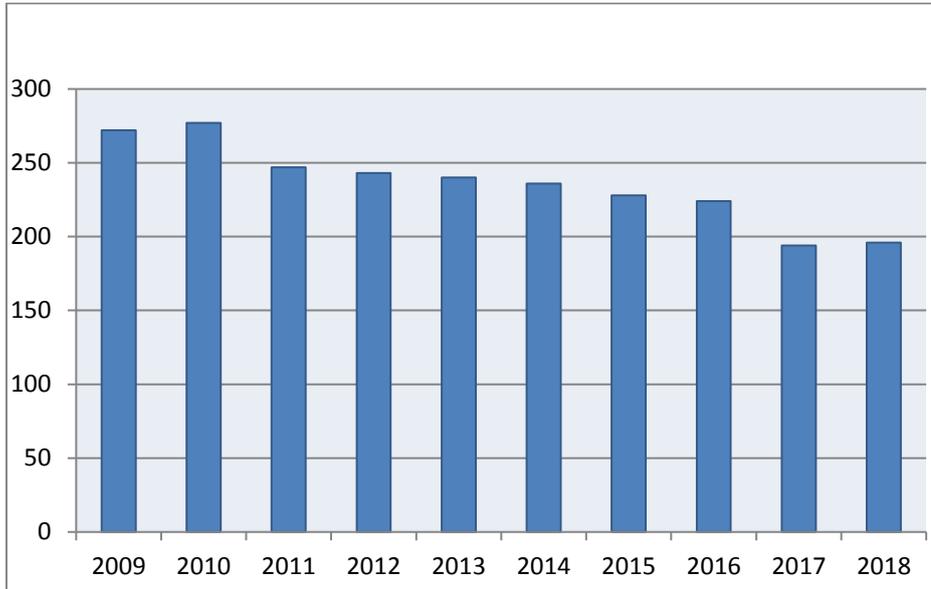
الجدول رقم (1-2): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة	272	277	247	243	240	236	228	224	194	196

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من

سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (2-2): رسم بياني يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2009-2018.



المصدر: من اعداد الطالبتين استنادا على بيانات على الجدول رقم (1-2)

بلغ عدد الشركات المدرجة خلال الربع الأخير لسنة 2009 حسب تقرير صندوق النقد العربي 272 شركة ، و تم إدراج 5 شركات سنة 2010 إلى أن تصل إلى 277 شركة، بعد سنة 2010 نلاحظ انخفاض في عدد الشركات إلى غاية 2017، حيث تم انسحاب 83 شركة إلى أن تصل إلى 194 شركة سنة 2017 و من عوامل التي أدت الى انسحاب هذا العدد الكبير من الشركات هو تراجع أداء بورصة عمان وعدم وجود مسرعات و محفزات للاستثمار و إيجاد فرص استثمارية واضحة في السوق يتطلع إليها المستثمر ، ووجود عدد كبير من الشركات المتعثرة والمهددة بالإفلاس وشركات متهمه بقضايا فساد

ومراجعة الإجراءات التي اتخذتها هيئة الأوراق المالية حيال الشركات التي ظهرت فيها حالات فساد وتكثيف الرقابة على ميزانيات الشركات من الجهات المعنية، مثل البنك المركزي ودائرة مراقبة الشركات.

2- القيمة السوقية لبورصة عمان:

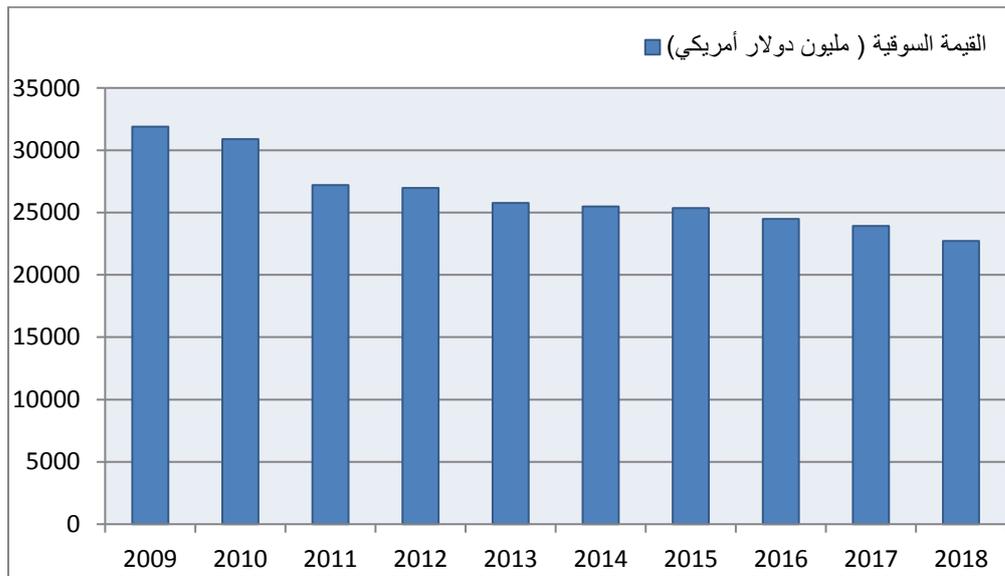
الجدول رقم (2-2): تطور القيمة السوقية لبورصة عمان

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	31889.1	30903.7	27209.9	26971.9	25760.8	25493.6	25366.3	24487.2	23938.1	22724

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من

سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (2-3): رسم بياني يوضح تطور القيمة السوقية لبورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (2-2)

رئيس مجلس إدارة بورصة عمان " الدكتور جواد العنان" أشار إلى أن السوق المالي تأثر بشكل كبير جراء الأزمة المالية العالمية مما أدى إلى هروب المستثمرين الأجانب وبالأخص العرب منهم من السوق، بعدما اضطروا إلى تسيير أسهمهم.

وأضاف أن فساد بعض شركات المساهمة العامة أدى إلى فقدان الثقة بالأسهم المتداولة وموجة خسائر متتالية للمساهمين، إضافة إلى خروج صناديق من الاستثمار بالسوق المالي وعزوف الآخر نتيجة

انخفاض معدلات التداول في البورصة وتحوله من سوق نام قبل 2008 إلى سوق بدائي، جميع هذه الظروف أدت إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصة منذ عام 2008 من 42 مليار دينار إلى 17 مليار دينار في الوقت الحالي.

و حسب تقارير صندوق النقد العربي للربع الأخير للعشر سنوات (2009 - 2018) حققت القيمة السوقية خلال الربع الأخير من سنة 2009 ما قيمته 31889.1 مليون دولار أمريكي، وبعد سنة 2009 عرفت انحدارا تدريجيا إلى غاية 2018 بقيمة 9165.1 مليون دولار أمريكي حيث بلغت القيمة السوقية لسنة 2018، 22724 مليون دولار أمريكي ، وقد استمر التراجع دون حلول و علاج حتى وقتنا الراهن، مما يشير إلى عمق الأزمة التي تعاني منها بورصة عمان و التي أهملت مواجهة على مدار عشر سنوات الماضية من قبل مجلس إدارة البورصة والإدارة التنفيذية، ومن قبل الهيئة الأوراق المالية وجميع الجهات المعنية بشأن الاقتصادي.

كما أشار خبير الأسواق المالية العالمية "خالد الربابعة" أن بورصة عمان لم تشهد أي تحسن يذكر منذ نهايات العام 2008 بل ما تزال الحركة أفقية لحركة الأسعار ولم تشهد البورصة أية اكتتابات جديدة، والسبب في ذلك يعود طيلة السنوات العشر الماضية إلى تجاهل متطلبات سوق الأوراق المالية، حيث تحتاج البورصة إلى حزمة تحفيزات جديدة في كل خطة اقتصادية توضع من قبل الحكومات، إذ تشكل القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة حوالي 61 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2018 بعد بلوغها تاريخيا أكثر من 200 في المائة في سنوات الرواج بين عامي 2005-2007.

3/- حجم التداول بورصة عمان:

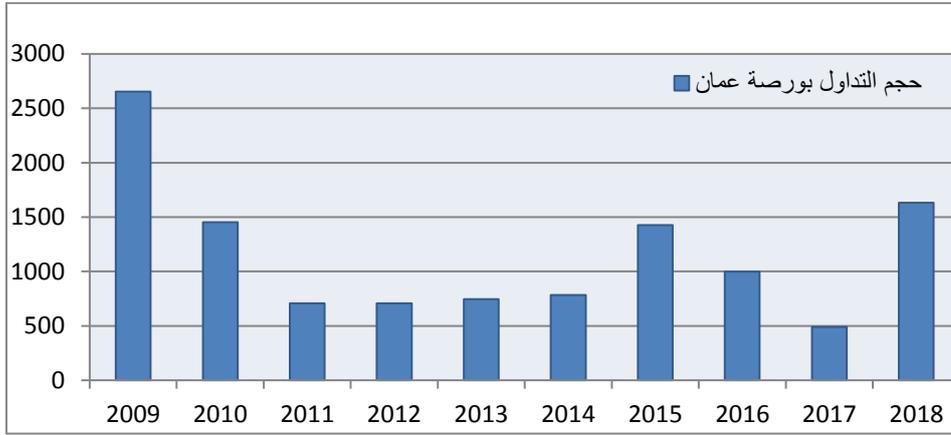
الجدول رقم (3-2): تطور حجم التداول لبورصة عمان

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
حجم التداول (مليون دولار أمريكي)	2652.2	1452.1	708.5	707.1	745.5	785.2	1425.7	998.4	491	1630.8

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع

من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (4-2): رسم بياني يوضح تطور حجم التداول بورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (3-2)

عانت بورصة عمان منذ تسع سنوات مضت من خسائر المتواصلة، حيث انخفض فيها حجم التداول 88 % منذ عام 2008 وتراجعت الإصدارات الأولية للأسهم 78%. خبراء ماليون أجمعوا بحديثهم لووكالة الأنباء الأردنية، على أن التجاهل الحكومي وعدم الجدية في وضع حلول للمشاكل التي تعاین منها البورصة جعلها، على حد وصفهم، تعيش الرمق الأخير و تلفظ أنفاسهم في مسيرة دعم الاقتصاد الوطني.

كما هو الحال في العديد من أسواق المال العالمية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها السلبية على أداء الاقتصاد الحقيقي بكافة قطاعاته بالإضافة الى الاقتصاد المالي و تراجع تدفق الاستثمارات الأجنبية العالمية ، و تراجع سوق التمويل الدولي و انخفاض قيمة الأصول و تراجع أداء أسواق العقارات في مختلف أنحاء العالم وتذبذب في مؤشرات أداء سوق عمان المالي خلال سنة 2008 و 2009 وهذا التذبذب الواضح في المؤشر عادة ما يؤدي إلى ارتفاع المخاطر و بالتالي سيطرة حالة الحذر والترقب على قرارات المستثمرين والمضاربين بالإضافة إلى تراجع مستوى الثقة مما يؤدي إلى صعوبة اتخاذ القرارات الاستثمارية و بالتالي التحول إلى أدوات استثمارية أمنة وأقل مخاطرة وفي مقدمتها الودائع لدى البنوك و هذا بالتالي أدى إلى انخفاض حجم التداول في سوق عمان المالي .

فخلال الربع الأخير لسنة 2009 تراجع حجم التداول و بلغت قيمته 2652.5 مليون دولار أمريكي وهي أعلى قيمة بلغتها بورصة عمان حتى الوقت الراهن، ثم عرفت تراجعا حادا سنة 2011 ووصل قيمته 708.5 مليون دولار أمريكي وأكدوا أن أسباب تراجع أداء بورصة عمان ينحصر مجملها بين الأزمة

المالية في العام 2008 وارتبط السوق الأردني ببعض الاسواق المحيطة من جهة وضعف ثقة المستثمرين بالسوق نفسه، وقدرة القائمين عليه على منع ممارسة التلاعب بالأسعار و حالات الفساد في بعض الشركات من جهة أخرى.

وعرف ارتفاعا طفيفا سنة 2015 بقيمة 640.5 مليون دولار أمريكي، وفي 2016 أعاد الانخفاض حتى 2017 بقيمة 934.7 مليون دولار أمريكي، و في الربع الأخير من سنة 2018 ارتفع حجم التداول إلى 1630.8 مليون دولار أمريكي بقيمة 1139.8 مليون دولار أمريكي مقارنة بالسنة السابقة.

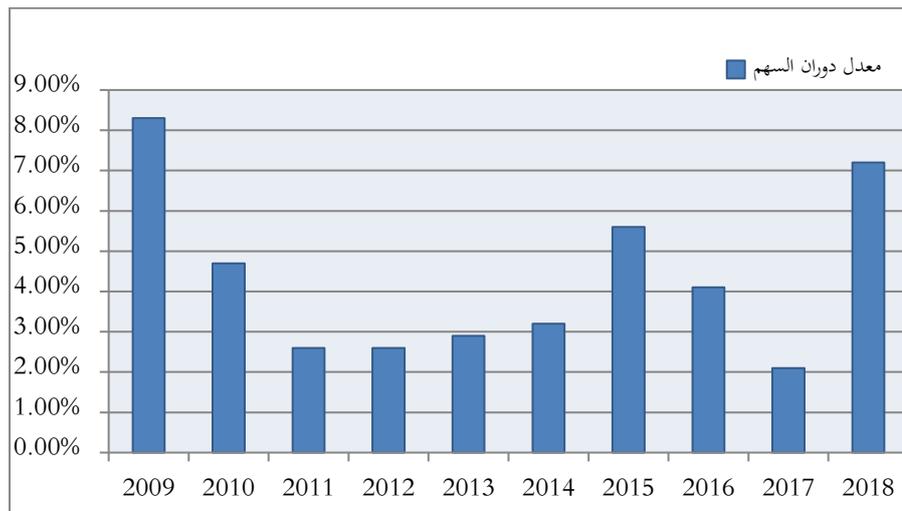
4/- معدل دوران السهم:

الجدول رقم (4-2): تطور معدل دوران السهم لبورصة عمان

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
معدل دوران السهم	8.3%	4.7%	2.6%	2.6%	2.9%	3.2%	5.6%	4.1%	2.1%	7.2%

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (5-2): رسم بياني يوضح تطور معدل دوران السهم لبورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (4-2)

حسب تقارير الصندوق النقد العربي للنشرات الفصلية شهد معدل دوران السهم أعلى قيمة له في الربع الرابع من سنة 2009 مقارنة بالربع الرابع لعشر سنوات الأخيرة حيث بلغ 8.3% إلا أنه عرف بالتدني أكثر خلال السنوات الأخيرة حسب الجدول رقم (10-2) والشكل رقم (17-2)، و يرجع الأسباب في تدني معدل الدوران في الأردن إلى عدم إقبال المستثمرين على التداول في الأسهم، بالإضافة إلى صعوبة تنفيذ أوامر المستثمرين (بيعا أو شراء) في أي لحظة يختارونها بغض النظر عن السعر المعروض وقد حددت الدراسة أن تكلفة السيولة في بورصة عمان تتراوح بين 2.2 في المائة كحد أدنى و 3.1 في المائة كحد أقصى من سعر السهم، وهذه النسب أعلى بكثير من 0.18 و 0.37 في المائة السائدة في سوق نيويورك وسوق ناسداك على التوالي. كذلك أعلى مما هي عليه في الأسواق الأوروبية 0.33 بالمائة وكندا 0.21 في المائة وفي الصين 0.22 في المائة،

كما يعتبر معدل دوران الأسهم في الأردن أقل بكثير مما هو عليه في دول أخرى، مثل الصين (197%)، والولايات المتحدة (116%)، واليابان (92%)، وألمانيا (63%)، والسعودية (48%)، ومصر (30%)، وغيرها من الأسواق. هذا وتظهر الأدلة العالمية إلى أن عوائد (أسعار) الأسهم في الأسواق التي تعاني من تدني معدل الدوران تميل إلى الارتفاع الضعيف أو حتى إلى الانخفاض.

5/- مؤشر بورصة عمان خلال عشر سنوات:

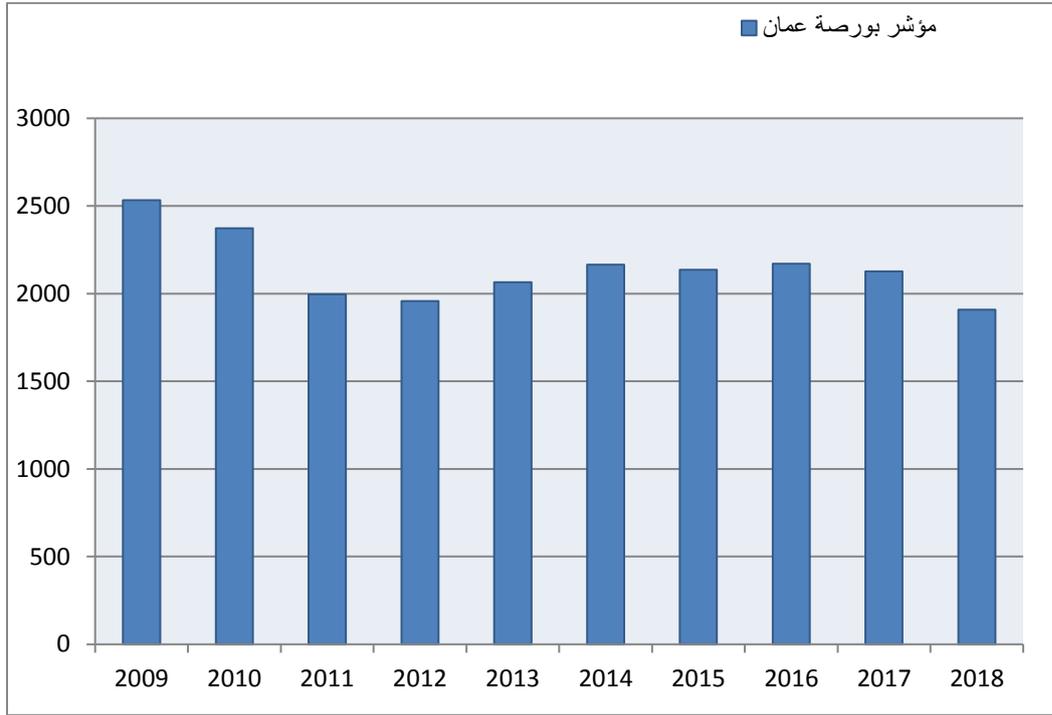
الجدول رقم (5-2): تطور مؤشر بورصة عمان خلال عشر سنوات

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
مؤشر البورصة	2533.5	2373.6	1995.2	1957.6	2065.8	2165.5	2136.3	2170.3	2126.8	1908.8

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع

من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (6-2): رسم بياني يوضح تطور مؤشر بورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (5-2)

حسب صندوق النقد الدولي بلغ مؤشر بورصة عمان للربع الأخير من سنة 2009 ما قيمته 2533. نقطة وكان عاما قاسيا على مختلف شرائح المستثمرين في سوق عمان المالي كما هو الحال في العديد من الأسواق المال العالمية، ثم عرف المؤشر من سنة 2011 إلى غاية 2012 تراجعا مستمرا.

المستثمر في السوق عامر المعشر قال أن الأسواق المالية حساسة لأي أخبار وتتناثر سلبا وبسرعة، وسوق عمان المالي في الأصل يعاني من الهبوط منذ الأزمة المالية العالمية ليأتي قانون ضريبة الدخل ويزيد الأمر سوءا، وتوقع مزيدا من الهبوط في السوق مع استمرار عمليات البيع من قبل مستثمرين أجنب وعرب وأردنيين مطالبوا الحكومة بإلغاء ضريبة الدخل على المتاجرة بالأسهم فورا لوقف النزيف في المؤشر وليس لعودة البورصة للارتفاع.

وقال الخبير الاقتصادي الدكتور جواد العناني أن اتجاه أسعار الأسهم بشكل عام نحو الهبوط عكس واقعا سلبيا شمل الشركات الجيدة ما خفض من أسعار أسهمها، كما أكد ضرورة النظر إلى الشركات التي تعاني من خسائر كبيرة في البورصة وانخفضت أسعار أسهمها إلى أكثر من نصف قيمتها،

مقترحا ما اسماه بإجراء "عملية جراحية" لتلك الشركات من خلال تغيير إدارتها أو مجالس إدارتها أو إعادة هيكله رأسمالها .

يواصل مؤشر بورصة عمان نزيف النقاط، حيث تراجع سنة 2018 إلى مستوى 1908.8 نقطة، وهو المستوى الأدنى منذ 2012، ودفع المؤشر للانخفاض تراجع أسهم الفوسفات 3.37%، بنك الإسلامي الأردني 2.71%، البنك العربي 1.17%، بنك الأردن 0.93%، الأردني الكويتي 0.68%.

6/- نسبة التغير في المؤشر:

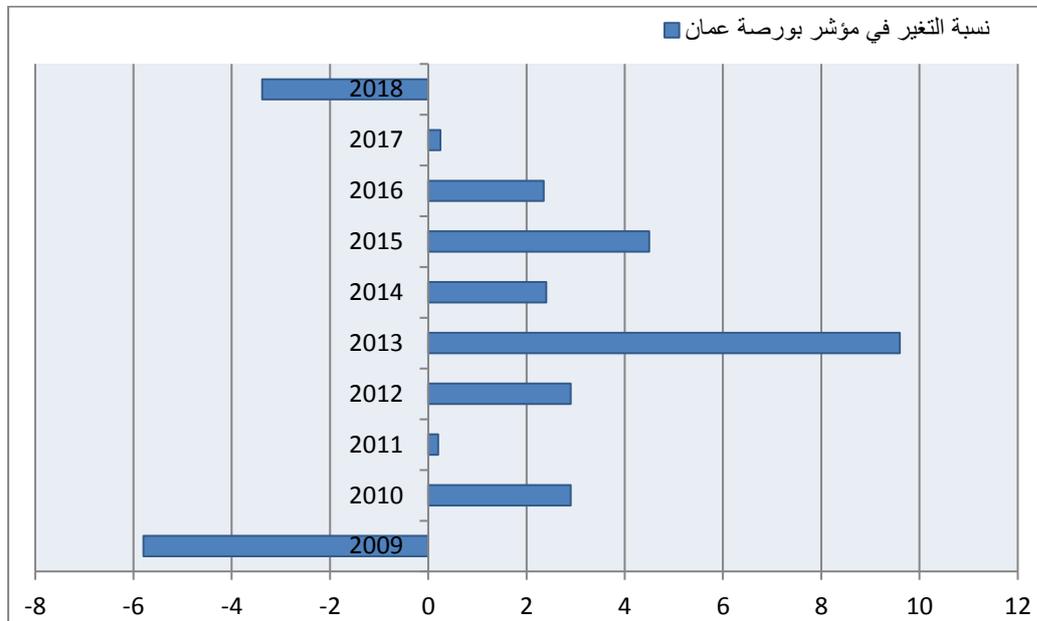
الجدول رقم (6-2): نسبة التغير في المؤشر بورصة عمان

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
نسبة التغير في المؤشر (%)	-5.8	2.9	0.2	2.9	9.6	2.4	4.5	2.35	0.25	3.38-

المصدر: : من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة

2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (7-2): رسم بياني يوضح تطور نسبة التغير في مؤشر بورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (6-2)



سجلت نسبة التغير في المؤشر حسب صندوق النقد العربي تراجعاً بنسبة 5.8- في المائة خلال الربع الرابع ، في حين سجل انخفاضاً خلال عام 2009 ككل بلغت نسبته 8.1 في المائة ، ارتفع المؤشر بنسبة 2.9 في المائة خلال الربع الرابع ليصل الى 2373.6 نقطة في نهاية ديسمبر 2010، مقابل نسبة تراجع خلال الربع الثالث بلغت 1.8 في المائة ، وفي نهاية ديسمبر 2011 ارتفع المؤشر إلى 0.2 في المائة خلال نفس الفترة ليصل إلى 1995.1 نقطة و يعود هذا التذبذب في المؤشر إلى عدة عوامل السابق ذكرها في تحليل مؤشر بورصة.

شهد مؤشر البورصة عمان ارتفاعاً بنسبة 2.89 في المائة خلال هذا الربع الرابع ليصل إلى نحو 1957.6 نقطة من سنة 2012، وسجل بنحو 9.6 في المائة ليصل الى نحو 2065.8 نقطة في نهاية ديسمبر 2013، كما سجل مؤشر بورصة عمان ارتفاعاً بنحو 2.4 في المائة ليغلق عند مستوى 2165.5 نقطة فيما يخص العام 2014 .

سجل مؤشر بورصة عمان ارتفاعاً بنسبة 4.5 في المائة خلال نهاية ديسمبر 2015 و ليغلق نحو 2136 نقطة، و سجل ارتفاعاً بلغ 2.4 في المائة ليغلق عند نحو 2170 نقطة في نهاية سنة 2016، وارتفع بنسبة ربع نقطة مئوية ليغلق عند نحو 2127 نقطة من سنة 2017، وسجل مؤشر بورصة عمان تراجعاً بنسبة 3.38 في المائة ليغلق نحو 1908.8 نقطة بنهاية ديسمبر 2018.

المبحث الثاني: البورصة المصرية

تمهيد:

في ظل التطورات السريعة التي تشهدها الاقتصاديات والأسواق، تلعب أسواق رأس المال دورا تزايداً في دعم خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية ليس من خلال توفير التمويل للشركات لمساعدتها على الانطلاق والنمو ولكن أيضا من خلال دعم ممارسات الشفافية والنزاهة والحوكمة بالإضافة إلى الدور الذي تلعبه في نشر مبادئ وتطبيقات الاستدامة.

إن وجود سوق مال نشط وفعال هو ضرورة لا يمكن التنازل عنها لأي اقتصاد ناشئ يرغب في المنافسة واحتلال مكانة على خريطة الاستثمار، لهذا يتم دعم الاقتصاد المصري وبرامج التنمية مع السعي المتواصل لتحويل السوق المصري من سوق تقليدي ناشئ إلى سوق عصري قادر على المنافسة إقليمياً ودولياً بالإضافة إلى تطبيق أفضل الممارسات الدولية خاصة فيما يتعلق بالشفافية والرقابة وتدعيم البنية التشريعية والتنظيمية والتكنولوجية للسوق.

المطلب الأول: عموميات حول بورصة مصر

الفرع الأول: نشأة البورصة المصرية وأهدافها

بورصتا القاهرة والاسكندرية وهي مؤسسة تتألف من بورصة القاهرة و بورصة الاسكندرية في جمهورية مصر العربية، وتدار بنفس القوانين والنظم أي أنهما مؤسسة واحدة ولكن فب مكانين مختلفين، ويتم من خلالهما نفس المعاملات التجارية، وقد تأسست بورصة الاسكندرية عام 1883م، بينما تأسست بورصة القاهرة عام 1903م، ولقد وصلت بورصتي القاهرة والاسكندرية إلى مراكز متقدمة في بداية عملها حيث احتلت البورصتين المركز الخامس على مستوى بورصة القاهرة نحو 288 شركة برأس مال قيمته 91 مليون جنيه في ذلك العام، فيما وصلت في أربعينيات القرن الماضي إلى المرتبة الرابعة على مستوى العالم، ولكنها أصبحت تتسم بالجمود بدءاً من عام 1961 وحتى عام 1992 وذلك يرجع إلى السياسة الاشتراكية لجمهورية مصر العربية واقتصادها المركزي الذي كانت تقوم عليه من منتصف الخمسينيات من القرن الماضي.

وفي تسعينيات القرن الماضي بدأت الحكومة المصرية في العمل على إصلاح الاقتصاد المصري من خلال برنامج خاص، بالإضافة إلى خصخصة شركات الدولة الخاسرة، مما ساهم في رجوع البورصة المصرية إلى الإزدهار مجدداً.

أهداف البورصة المصرية:

تعمل البورصة المصرية على أن تكون ضمن الأسواق الرائدة في الشرق الأوسط ومنطقة شمال إفريقيا من خلال تقييم الحلول المناسبة والمنتجات اللازمة لكل الجهات، كما تسعى البورصة المصرية إلى

تنمية سوق المال المصري، وأن يصبح ذو جودة عالية من خلال توفير التكنولوجيا العالية وتقديم أفضل المنتجات والسعي إلى تحقيق أسواق عادلة تتسم بالشفافية والكفاءة العالية.

كما تسعى البورصة المصرية من خلال وضع نظاما قيما متكاملًا إلى وضع الأخلاقيات التي يجب على كافة الأطراف اتباعها سواء كانوا العملاء والشركات المقيدة أو الشركات الأعضاء أو المديرين أو المستثمرين المحليين والعالميين.

ويقوم هذا النظام على توفير المعاملات العادلة لجميع الجهات الموجودة في البورصة المصرية، بالإضافة إلى الاستجابة السريعة للتغيرات الداخلية والخارجية.

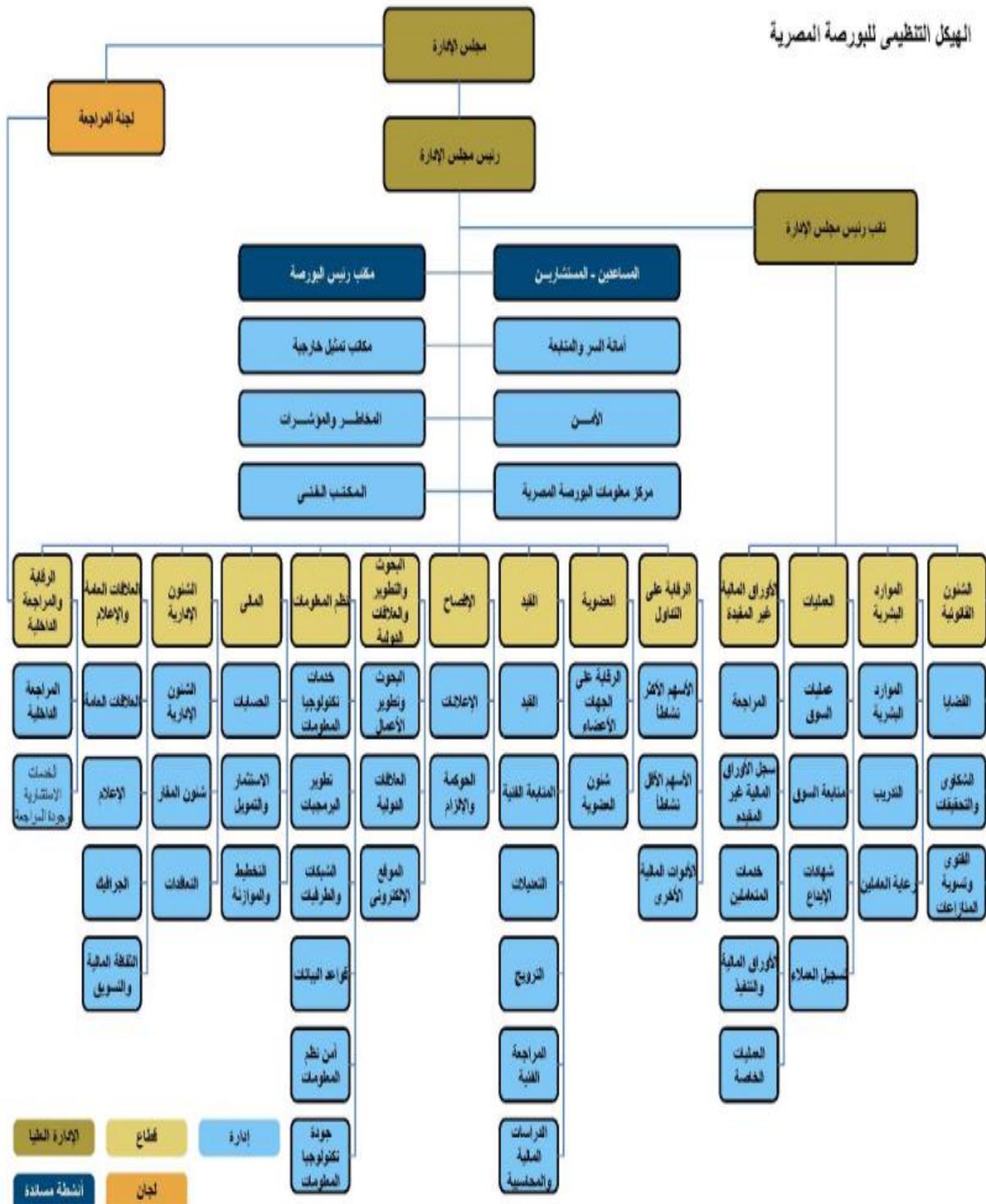
تهدف البورصة المصرية إلى أن تصبح السوق الرائدة في الشرق الأوسط ومنطقة شمال إفريقيا والتي تقدم أفضل المنتجات والحلول لكل الأطراف ذوي الصلة.

تهدف البورصة المصرية إلى تطوير سوق يتمتع بالجودة لخدمة عملائه المصريين والأجانب من خلال تقديم تكنولوجيا أحدث المنتجات وتحقيق أسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية¹

¹ - الموقع الرسمي للبورصة المصرية، الموقع الإلكتروني www.egx.com.eg/ar/organization-structure.aspx.

الشكل رقم (8-2): الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية



المصدر: الموقع الرسمي للبورصة المصرية، الموقع الإلكتروني www.egx.com.eg/ar/organization-structure.aspx.

الفرع الثالث: شروط الإدراج في البورصة المصرية¹

يشترط لقبول وقيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية توافر التالي:

- أ- لا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن خمسون ألف جنيه.
- ب- تكون الأسهم في الصكوك من فئة الخمسة أسهم أو مضاعفاتها، بحيث لا يتجاوز ألف سهم في الصك الواحدة.
- ت- تكون الأسهم قد طرحت في إكتتاب عام، وإلا فيجب تقديم 3 ميزانيات مرضية عن 3 سنوات متتالية لطلب القيد.
- ث- يتم الإكتتاب في أسهم الشركة بالكامل، ولا يقل المدفوع في حالة تقسيط قيمة الأسهم عن الربع تلك القيمة على أنها تقيد في جدول الأسعار المؤقت لحين سداد القيمة الكاملة.
- لا يقيد في البورصة إلا سندات الشركات التي قيدت أسهمها في البورصة فعلا وإذا كانت الشركة أجنبية فيجب توفر الآتي:

- ج- تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة.
- ح- لا تقل قيمة كل منها الاسمية بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه واحد بالتقريب.
- خ- تكون لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

أما إذا كانت السندات صادرة عن الحكومة والهيئات العامة، وأيضا الأوراق المالية التي تضمنها الحكومة سواء تناول هذا الضمان رأس المال أو الفوائد أو الأرباح نتقبل للقيد بقرار وزير الاقتصاد. وقد تم تأسيس العديد من هذه الشركات إذ بلغ عددها 173 شركة حتى أوائل 1996، منها 124 شركة مسورة، 8 صناديق استثمار، 8 شركات إدارة صناديق استثمار والعديد من شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وأخرى لتأسيس الشركات ورأس المال المخاطر وشركة للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

وفي ضوء الارتفاع المستمر في حجم التعامل وعدد الأوراق المتداولة و عدد العمليات، يم إدخال نظام جديد للتداول يعتمد للتداول على التعامل النلي في جميع المراحل، ويرمي إلى التخلص من مشكلة التأجيل في الاجراءات نقل الملكية، وإلى تخفيض مدتها إلى ثلاثة أيام فقط بعد تنفيذ العملية.

¹ - نفس المرجع السابق، دور الأسواق المالية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة سابقة حالة بعض الدول العربية، ص ص 75-76.

المطلب الثاني: استراتيجيات بورصة مصر 2013 - 2018

الفرع الأول: استراتيجيات بورصة مصر 2013 - 2018¹

ترسيخاً لمبدئي العمل المؤسسي ورغبة في تحقيق أكبر قدر من التطوير للسوق المصري خلال السنوات القادمة، فقد أطلقت البورصة المصرية استراتيجية جديدة للفترة 2013-2017 تستهدف وضع برنامج واقعي وطموح للتحرك بالسوق المصري من دائرة الأسواق التقليدية إلى دائرة الأسواق العصرية الحديثة.

أولاً/- مجهودات لتطوير وتحسين بيئة التداول:

واصلت إدارة البورصة جهودها خلال العام لتحسين وتطوير بيئة التداول بما يستهدف تحقيق أعلى مستويات الكفاءة والفاعلية لكافة أطراف السوق، وقد شهد العام العديد من التطورات الهامة ربما يأتي في مقدمتها ضمان استمرار التداول بلا أي توقف بالرغم من كل التقلبات التي شهدتها العام، وإعادة آلية الشراء والبيع في ذات الجلسة والتي كانت قد توقفت منذ قيام ثورة 25 يناير، ولكن بعد إدخال بعض التعديلات عليها لتحقيق المزيد من الفاعلية للمستثمرين حيث أصبح من حق المستثمرين شراء جزء أو كل الكمية المباعة من أرصدة العميل في ذات جلسة التداول، بجانب بيع كل جزء من الكمية التي تم شرائها في ذات الجلسة.

كما انتهجت البورصة منهجاً جديداً هذا العام لتحسين مستويات السيولة في السوق وذلك من خلال لقاءات دورية مباشرة بين مديري صناديق الاستثمار ومسؤولي علاقات المستثمرين بالشركات المقيدة وذلك لاستعراض خطط الشركات خلال الفترات القادمة مما يتيح صورة أفضل لمجتمع المستثمرين عن أداء تلك الشركات.

ثانياً/- التوجه إلى ذاتية التنظيم

مع التطورات المتلاحقة في أسواق المال في العالم والاتجاه العالمي نحو إعطاء البورصات مزيداً من الذاتية في التنظيم بما يسمح بتحقيق أكبر قدر من الكفاءة والفاعلية، فقد بدأ هذا العام بالتنسيق مع الهيئة العامة للرقابة المالية بهدف التحول تدريجياً إلى ذاتية التنظيم و ما يسمح للسوق المصري بالتوافق مع المعايير الدولية في هذا الشأن.

ثالثاً/- تطوير جوهري لسوق السندات:

من الجانب الآخر فقد توجهت جهود البورصة لتفعيل سوق السندات بالاتفاق الذي تم مع وزارة المالية والبنك المركزي والمتعاملين الرئيسيين والذي سوف يسمح بتخفيض نسبة من طروحات سندات الخزينة الحكومية للأفراد بحيث يتم التعامل عليها بواسطة شركات الوساطة، وهو ما سوف يسمح بتحقيق طفرة في أداء سوق السندات خلال الفترة المقبلة.

¹ - تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2013، الموقع الإلكتروني: http://www.egx.com.eg/ar/Services_Reports.aspx

**رابعاً/- تطوير السوق خارج المقصورة**

ومن جانب آخر إدارة البورصة تطوير سوق خارج المقصورة حين أطلقت في معظم العام مجموعة من الضوابط الخاصة بتنظيم وتبسيط إجراءات نقل الملكية بالسوق وهو مكان له أبلغ الأثر في إنهاء كافة المشاكل المتعلقة بعمليات نقل الملكية في عام 2013 مع التركيز على إنهاء الملفات المتعلقة من السنوات السابقة، حيث تم انجاز نسبة كبيرة منها، كما تقوم إدارة البورصة حالياً بدراسة إمكانية منع إجراءات تنفيذية تسمح بتنفيذ عمليات نقل الملكية آلياً من خلال شركات السمسرة الأعضاء بالبورصة مباشرة على أن يتم الاعلان عن تنفيذ تلك العمليات من خلال البورصة.

خامساً/- تحسين مستويات الإفصاح والشفافية

ومن المحاور الهامة التي أولتها البورصة اهتمامها من خلال العام هو استمرار العمل على تطوير وتحسين منظومة الإفصاح حيث تم اطلاق نموذج افصاحي شهري جديد عن الشركات المقيدة يتضمن توفير عدد من المعلومات والبيانات عن السهم بصورة شهرية وبما يهدف لزيادة جودة المعلومات المقدمة للمستثمرين، من جانب آخر فقد أطلقت البورصة المصرية نسخة مطورة لموقعها الإلكتروني على شبكة الأنترنت والذي يضمن توفير المزيد من الاتاحة المعلوماتية فيما يتعلق بعرض الموقع في وقت مقارب لتوقيت نشره على شاشات التداول وبما يسمح بتحقيق أكبر من العدالة بين المستثمرين.

سادساً/- حملات ترويج لاستقطاب الشركات الواعدة

من جانب آخر فقد كشفت البورصة من مجهودات الترويج للقيود حيث تم عقد أكثر من 30 لقاء مع الشركات الواعدة في مختلف المحافظات لحث الشركات على الاستفادة من الفرص التمويلية المتاحة داخل السوق المصري وبما يساعد على رفع كفاءة وتنافسية تلك الشركات وزيادة قدرتها على النمو والتوسع، وتخطط البورصة للتوسع في برامج استهداف الشركات خلال عام 2014 والعمل على جذب شركات كبرى لزيادة عمق السوق.

سابعاً/- التواصل مع مجتمع الاستثمار

واصلت إدارة البورصة سياسات التقارب مع مجتمع الاستثمار، حيث واصلت الإلتقاء بعدد من جمعيات المستثمرين وذلك بهدف التواصل مع كافة أطراف السوق وبحث سبل تطوير صناعة سوق المال في مصر والتغلب على المعوقات التي تواجهها، وقد اتخذت تلك اللقاءات طابع الدورية لضمان استمرارية التواصل مع كافة أطراف السوق.

ثامناً/- مزيداً من التوعية المجتمعية والتدريب

وفي إطار آخر وعلى محور رفع مستوى الوعي المجتمعي بأهمية الاستثمار في البورصة، فقد واصلت البورصة المصرية حملات التوعية في مختلف المحافظات بفرص الاستثمار المتاحة ودور البورصة الحقيقي كسوق لدعم الاقتصاد وليس للتداول فقط.

الفرع الثاني: استراتيجيات بورصة مصر 2018¹

تؤكد إدارة البورصة أن حرصها على تطبيق خطة واضحة للتطوير والتحديث يتوافق مع الأهداف والتوجهات الأساسية للاقتصاد المصري من خلال العمل على خلق مناخ مواتي للاستثمار يسهم فس توفير التمويل للشركات من مختلف القطاعات ويدعم خطط التوسع والنمو لديها.

ويستدعي ذلك ضرورة إحداث نهضة شاملة في جميع النظم المتعلقة بأداء البورصة لكي تعكس حجم الاستثمارات بها حجم وطبيعة الاقتصاد المصري، وفي هذا الإطار تركز البورصة على الجوانب التالية خلال الفترة القادمة:

- التأكيد على أهمية تعميق السوق من خلال إدخال أدوات وآليات مالية جديدة مثل افتراض الأوراق المالية بغرض البيع، وصانع السوق للأوراق المالية المقيدة، وكذلك العقود الآجلة والخيارات.
- التركيز جذب شركات جديدة ذات أداء قوي ماليًا ولها مستقبل واعد للنمو لجذب المزيد من الاستثمارات إلى السوق.
- التأكيد على أهمية تهيئة مناخ الاستثمار في البورصة ليكون مواتيًا للاستثمار بكافة أشكاله المؤسسية والفردية المحلية والأجنبية.
- التركيز على دعم منظومة حماية المستثمرين والحفاظ على حقوق الأقلية مع الاعتماد على أفضل الممارسات الدولية في هذا الشأن.
- أهمية الترويج والتعريف بالإمكانيات الكبيرة في مصر وسوق المال.

المطلب الثالث: إنجازات البورصة المصرية من عام 2015 - 2018

الفرع الأول: إنجازات البورصة المصرية سنة 2015²

1- شهد العام ارتفاع في عدد الشركات المقيدة الجديدة إلى 15 شركة برأسمال نحو 6 مليار جنيه وهو أعلى معدل متحقق منذ عام 2008 ومما يعادل 3 أضعاف رأسمال المتحقق خلال العام الماضي وأكثر من 30 ضعف المتحقق في عام 2013، كما يقترب من إجمالي المتحقق خلال الخمس سنوات الأخيرة (2010 - 2014).

1 - تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2018، موقع سبق ذكره.

2 - التقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2015، موقع سبق ذكره.



- 2- أعلى مستوى للطروحات منذ 10 سنوات: شهد السوق هذا العام نشاط كبير للطروحات العملاقة، حيث قفزت قيمة الطروحات التي تم تنفيذها إلى ما يزيد عن 6.2 مليار جنيه وهو أعلى مستوى للطروحات العامة على مستوى 10 سنوات، وهو من أهل السوق لأن يحتل المرتبة الأولى على مستوى المنطقة من حيث نشاط الطروحات خلال العام.
- 3- مساهمة فعالة للبورصة المصرية في تحسن مناخ الاستثمار: أسهمت التعديلات التي قامت بها البورصة على قواعد القيد والإفصاح في تحسين تقييم مناخ الاستثمار في مصر، حيث أصدر البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية IFC تقريرهما السنوي عن ممارسة الأعمال والذي صنف فيه مصر ضمن أفضل 6 دول في العالم تقوم بإجراء تطور ملموس في حماية حقوق المساهمين خلال 2014-2015 نتيجة تعديلات قواعد القيد في البورصة.
- 4- استمرار جهود وتطوير منظومة الإفصاح: إطلاق أول نظام للإفصاح الإلكتروني يسمح للشركات المقيدة بالإفصاح المباشر عن الأخبار الجوهرية على شاشات التداول، وهو ما ساعد في تخفيض الزمن اللازم للإفصاح بشكل كبير.
- 5- تطوير جوهري في المنظومة التشريعية: شهدت منظومة التشريعات المنظمة لسوق المال تطورات خلال العام، حيث شهد العام تعديل ما يزيد عن 36 مادة من اللائحة التنفيذية لقواعد القيد والإفصاح، مع تحسين مستويات حماية حقوق المساهمين حيث تم الاشتراط بضرورة عدم صدور أية أحكام قضائية ضد أيًا من المساهمين الرئيسيين أو أعضاء مجلس إدارة الشركات الراغبة في القيد أو طلبات تحريك لدعاوي جنائية من هيئة الرقابة المالية نتيجة مخالفة قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية.
- 6- تطوير منظومة التداول وخفض زمن التسوية: شهد العام تطورات إيجابية في إطار تحسين منظومة التداول حيث تم للمرة الأولى في السوق المصري تداول صناديق المؤشرات على المؤشر الرئيسي للبورصة، كما تم بدء العمل للمرة الأولى بنظام صانع السوق.
- من جانب آخر تم تخفيض زمن التسوية والمقاصة في السوق المصري إلى T+1 لزيادة معدلات الدوران في السوق.
- 7- تدعيم البنية التكنولوجية: أجرت البورصة عدد من التطورات في الجانب التكنولوجي حيث يتم العمل على نقل البيانات للقرية الذكية، كما تم تعديل على برامج العمل في السوق خارج المقصورة بما يساعد الشركات الواسطة بالاحتفاظ بأوامر البيع للأسهم المحفوظة مركزيا على شاشات التداول.
- 8- إصدار سابع مؤشرات البورصة: أصدرت البورصة المصرية المؤشر السابع للسوق المصري وهو مؤشر EGX50EWI متساوي شركة الأكثر نشاطا.
- وذلك بهدف تحقيق التوازن في أكثر التغيرات السعرية بالشركات على المؤشر الجديد.

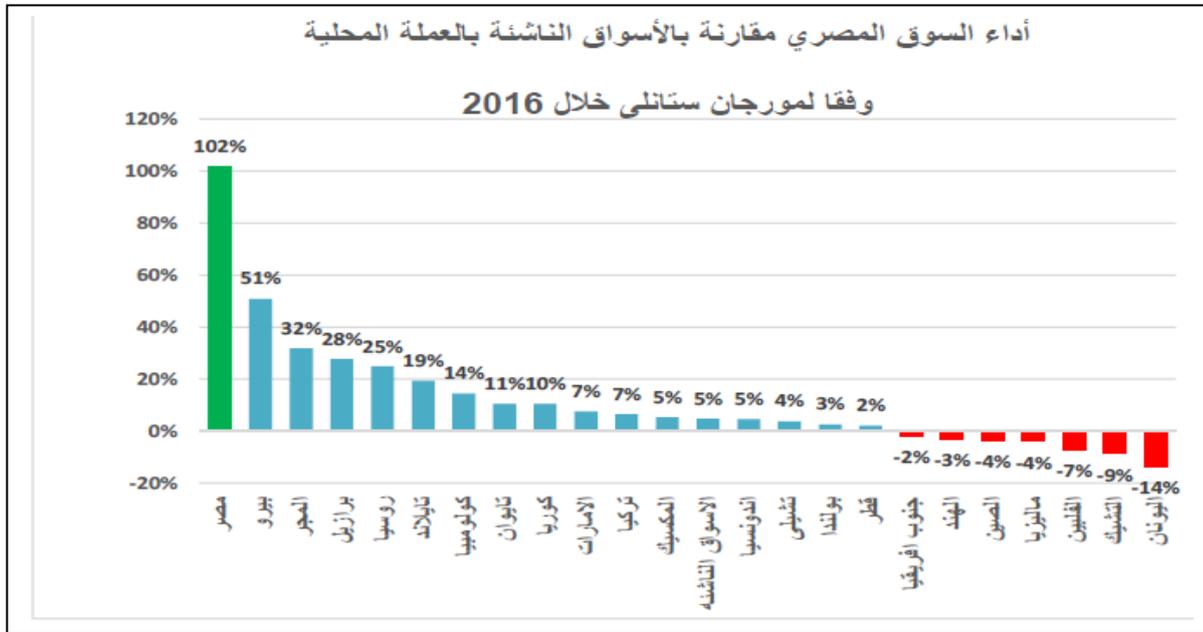
ما حققته البورصة المصرية خلال عامي 2014-2015 يعد حافزا على بذل المزيد من الجهد خلال الأعوام التالية للحفاظ على هذا القدر من الانجاز في ظل ظروف وضغوط إقليمية ودولية. وتسعى البورصة المصرية لاستكمال تنفيذ إستراتيجيتها للفترة 2013-2017 التي بدأتها منذ عامين وتتمثل اهم أهدافها في توسيع مشاركة البورصة المصرية في خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية المستدامة.

الفرع الثاني: إنجازات البورصة المصرية سنة 2016¹

- 1- أداء قياسي للمؤشرات وأعلى صندوق تاريخ البورصة: المؤشر الرئيسي للبورصة يسجل أعلى مستوى في تاريخه، حيث حقق نموا ملحوظا خلال تعاملات العام مما دفع المؤشر الرئيسي لتسجيل أعلى قيمة مقتربا من 12500 نقطة بنمو يقترب من 76% خلال العام.
- 2- السوق المصري أكثر الأسواق نموا على مستوى العالم وفقا لمورجان ستانلي: على المستوى المحلي شهد السوق المصري واحداً من أفضل مستويات أدائه على مدار سنوات عدة، دفعه لأن يتبوأ المرتبة الأولى على مستوى أسواق العالم صعوداً وفقاً لمؤشرات مورجان ستانلي المقومة بالعملة المحلية ليسجل ارتفاعا قياسي تجاوز 102%.

الشكل رقم (2-9): أداء السوق المصري مقارنة بالأسواق الناشئة بالعملة المحلية وفق لمورجان

ستانلي خلال 2016



المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2016، موقع سبق ذكره.

¹ - تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2016، موقع سبق ذكره.



- 3- أعلى حجم تداول منذ سبع سنوات و 140% طفرة في أحجام التداول في الربع الأخير: قفزت معدلات السيولة في 2016 لواحدة من أعلى مستوياتها في سبع سنوات 140% نمو في الأداء للربع السنوي في الربع الأخير، ليقفز إلى ما يقرب من 80 مليار جنيه وهو أعلى قيمة ربع سنوية تتحقق منذ 2009.
- 4- 833 صندوق استثمار ومؤسسة أجنبية جدد دخلوا السوق: مع استمرار تحسن الأوضاع في السوق المصري وتحقيق مستويات أداء قياسية، تمكن السوق من جذب 833 صندوق استثمار ومؤسسة استثمار جدد ليتم تسجيلهم خلال عام 2015.
- 5- نظام لقياس رضا المستثمرين والشركاء المقيدة: أطلقت البورصة نظام جديد للحفاظ على رضا المتعاملين مع قطاع القيد فيما يتعلق بإجراءات القيد وزيادة رؤوس الأموال وغيرها حيث وضع استمارة لدرجة رضا المتعاملين مع القطاع للتعرف على أي معوقات والتعامل معها بصورة سريعة.
- 6- أكثر من 70% من الشركات تستخدم الإفصاح الإلكتروني: استمرت البورصة في تدعيم نظام الإفصاح الإلكتروني الذي يسهم في تخفيض الزمن اللازم للإفصاح وتدفق المعلومات للمستثمرين بشكل كبير وقد ساعد ذلك في زيادة كبيرة عدد الشركات التي تستخدم النظام لترتفع لأكثر من 70% من الشركات المقيدة.
- 7- 8 شركات جديدة تضاف في السوق: بالرغم من التحديات الصعبة التي يواجهها الاقتصاد المصري في الفترة الأخيرة إلا أن الخطة الاستراتيجية للبورصة التي تركز على تعميق السوق وزيادة درجة تنوعه من خلال حملات ترويج اجذب الشركات الواحدة إلى السوق بالإضافة إلى التسهيلات المتعددة التي يتم تقديمها للشركات الراغبة في القيد، قد ساعد في قيد 8 شركات جديدة خلال العام بزيادة في عدد الشركات المقيدة تبلغ 3% عن العام السابق وهو يتوافق مع نسبة الزيادة التي تستهدفها البورصة بصورة سنوية.
- 8- التوعية والترويج: قامت البورصة المصرية بعدد من الأنشطة واللقاءات خلال عام 2016 بهدف الترويج للسوق المصري وجذب المزيد من الاستثمارات له، حيث شاركت البورصة المصرية في فعاليات مؤتمر الاستثمار في إفريقيا حيث تم استعراض فرص الاستثمار الواعدة في السوق المصري كما عقد رئيس البورصة سلسلة من المباحثات مع عدد من أكبر مؤسسات المالية والاستثمارية في العالم.

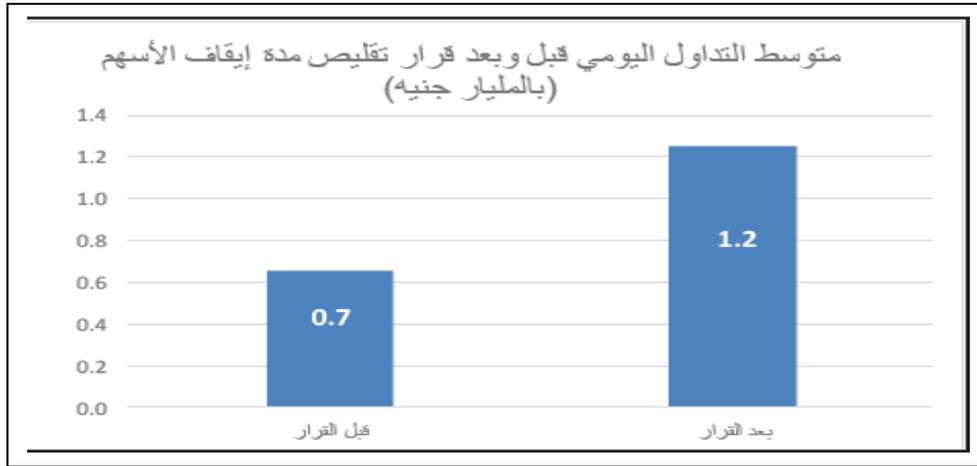
الفرع الثالث: إنجازات البورصة المصرية لسنة 2017¹

1- إدارة جديدة لتحسين الإفصاح المحاسبي: في إطار سعي إدارة البورصة لتحسين مستويات حماية المستثمرين وتحسين جودة الإفصاحات المقدمة للمستثمرين، تم استحداث إدارة جديدة تحتضن بالمراجعة المحاسبية للإفصاحات المقدمة من الشركات سواء أثناء عملية القيد أو بعد القيد.

2- لقاءات دورية بين مسؤولي علاقات المستثمرين ومديري الاستثمار والبحوث: بدأت البورصة المصرية خلال الربع الأخير من العام اتجاها جديدا لتحسين انتقال المعلومات من الشركات المقيدة إلى أطراف السوق لتحسين آليات اتخاذ القرار، حيث اتجهت البورصة إلى تنظيم لقاءين شهيرين بين مسؤولي العلاقات المستثمرين في الشركات ومديري الاستثمار والبحوث في الشركات العاملة في السوق وبنوك الاستثمار.

3- تحسين بيئة التداول من خلال تخفيض زمن الإيقاف المؤقت: ركزت إدارة البورصة على إجراء عدد كبير من التحسينات في منظومة التداول في السوق المحلي بهدف خلق بيئة مواتية وجذابة للاستثمار وتواكب أحداث تطورات النظر في فترة الإيقاف المؤقت التي تتم في حالة تجاوز الحدود السعرية اليومية، وقد كشفت الدراسة أن البورصة المصرية من أطول البورصات بمدة إيقاف التداول، وقد اتخذ مجلس إدارة قرار بتخفيض زمن الإيقاف من 30 دقيقة إلى 15 دقيقة، وهو ما ساهم في زيادة معدلات التداول ليقفز في المتوسط من 700 مليون جنيه يوميا إلى 1.2 مليار جنيه يوميا.

الشكل رقم (2-10): متوسط التداول اليومي قبل وبعد قرار تقليص مدة إيقاف السهم (مليار جنيه).



المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2017، موقع سبق ذكره.

4- السماح بتداول وثائق الصناديق المتداولة بالهامش: في إطار سعي إدارة البورصة لتفعيل وتنشيط أداء صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المصري وجذب المستثمرين إليها كأداة تسمح

¹ - تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2017، موقع سبق ذكره.

للمستثمرين التداول في السوق بمخاطر وتكلفة أقل، حيث وافقت الهيئة العامة للرقابة المالية بسماع تداولها وفقاً لآلية الشراء بالهامش بنسبة 80% مما يساعد في توفير المزيد من السيولة لتلك الوثائق.

5- تطوير نظام صانع السوق لإتاحته على الأوراق المالية المقيدة: عكفت إدارة البورصة على انتهاء من صياغة مقترح لتفعيل نشاط صانع السوق الذي يستهدف رفع معدلات السيولة في السوق على الأسهم غير النشطة بالإضافة إلى التقليل من التذبذبات في السوق مما ينعكس في زيادة كفاءة السوق.

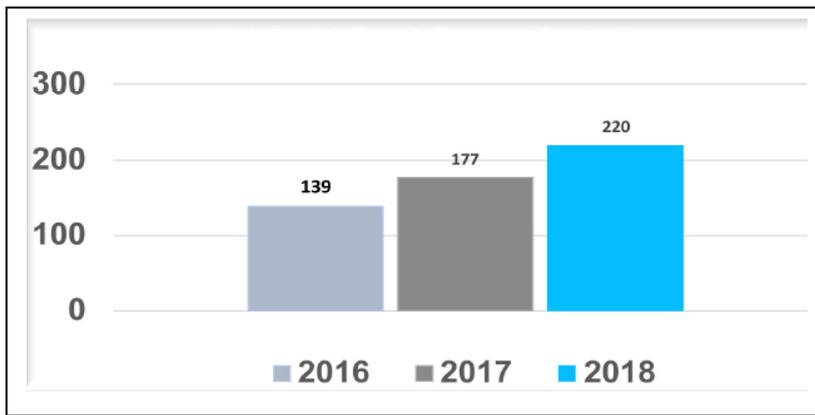
6- التوعية والترويج بدور سوق الأوراق المالية المصرية: نظمت البورصة المصرية حملات ترويجية مكثفة استهدفت جذب المزيد من الاستثمارات إلى السوق المحلي، وقد تم التركيز على محوري الترويج الداخلي والخارجي، فعلى المستوى الخارجي عد رئيس البورصة سلسلة من اللقاءات والاجتماعات مع أكثر من 29 صندوقاً استثمارياً أجنبياً في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والتي تبلغ الأصول التي يقومون بإدارتها نحو 5 ترليون دولار.

الفرع الرابع: إنجازات البورصة المصرية لسنة 2018¹

1- تطوير معدلات الإفصاح ومضمونها: اتباعاً لما بدأته البورصة المصرية في الأعوام السابقة من إعداد نظام للإفصاح الآلي، فقد عملت على زيادة عدد الشركات المقيدة التي تستخدم هذا النظام بشرح فوائده في توصيل المعلومات في أسرع وقت ممكن وبكفاءة تواكب تسارع رأس المال.

فقد ارتفعت عدد الشركات التي تقوم باستخدام هذا النظام لتصل إلى 220 شركة منذ بداية 2018 بنسبة زيادة قدرها 24.29% وهو ما يمثل 90% من الشركات المقيدة مقارنة بعدد 177 شركة في نفس الفترة من 2017.

الشكل رقم (2- 11): عدد الشركات المستخدمة لنظام الإفصاح الإلكتروني

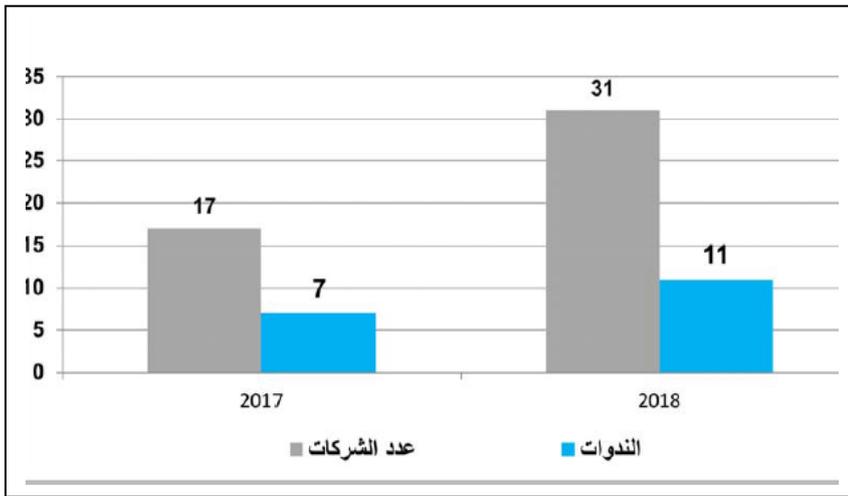


المصدر: تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2018، موقع سبق ذكره.

¹ - التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2018.

2- تفعيل قنوات اتصال بين الشركات المقيدة وأطراف السوق: بادرت البورصة المصرية بعقد سلسلة من الندوات بين الشركات المقيدة والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية بهدف ترويج للشركات المقيدة، حيث تقوم الشركات من خلال تلك الندوات باستعراض لأبرز أنشطة الشركة وأهم انجازات وخطط مستقبلية فيما هو معن للسوق والتي تعزز من التعريف بالشركة لدى الاستثمار بمختلف البنوك والمؤسسات المالية المصرية.

الشكل رقم (12-2): ندوات تواصل مع الشركات المقيدة



المصدر: تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2018، موقع سبق ذكره.

3- الترويج والتعريف بدور سوق الأوراق المالية في نمو الشركات: نظمت الجمعية المصرية البريطانية للأعمال مؤتمرا وكانت البورصة المصرية متحدث رئيسي فيه حيث تحدث رئيس البورصة عن استراتيجية البورصة المصرية لتطوير أداء سوق الأوراق المالية كمنصة للتمويل والاستثمار خلال المرحلة المقبلة، حيث أوضح إن إدارة البورصة المصرية تسعى لرفع كفاءة وعمق السوق المالية وزيادة حجم التداول عبر توعية وتعريف المجتمع المصري بالفرص الاستثمارية والتمويلية التي يتمتع بها السوق.

4- تطوير بيئة التداول واستحداث أوراق وآليات مالية جديدة: عمل مجلس إدارة البورصة المصرية خلال عام 2018 على استكمال الجهود لتطوير سوق المال المصري وتحسين آليات التداول لتدعيم سيولة ونشاط السوق عبر إصدار القرارات التي أصدرتها أهمها:

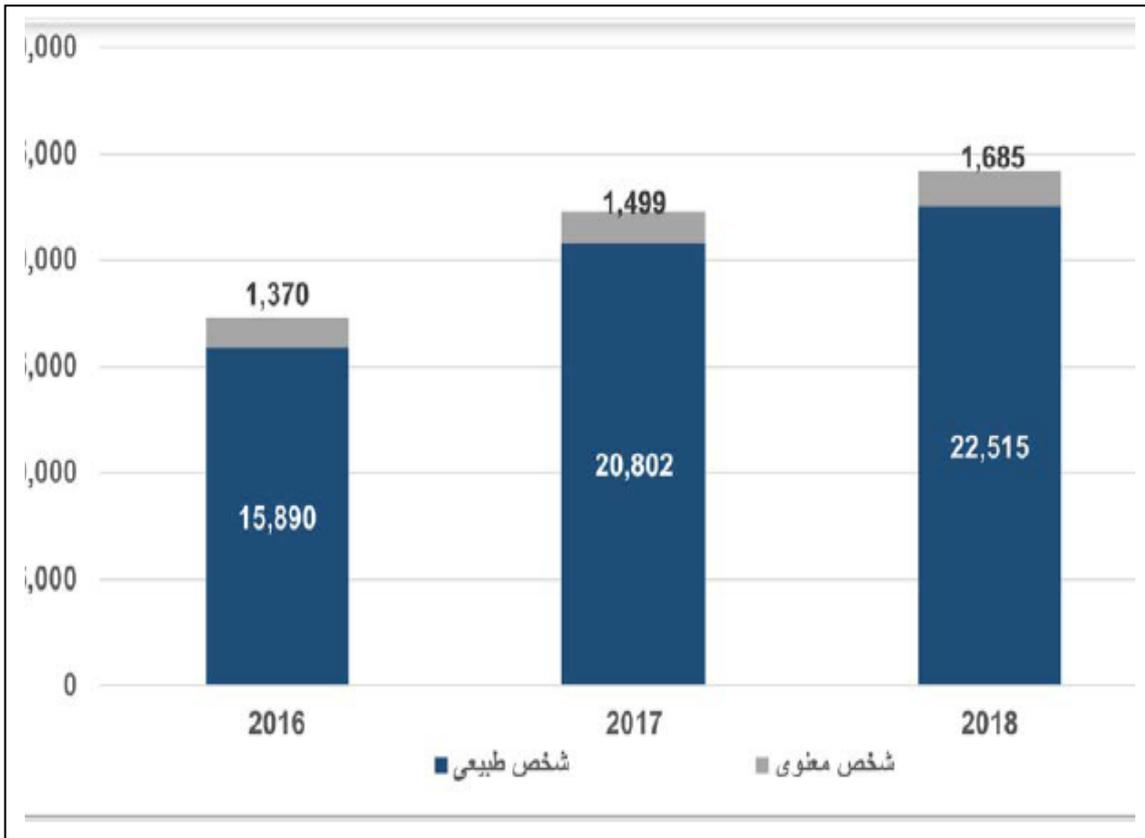
- قرار رقم 1337 لسنة 2018: السماح بالتعامل على وثائق صندوق المؤشر بالهامش.
- قرار رقم 1254 لسنة 2018: تحريك الحدود السعرية في حال وجود عروض شراء بسعر مغاير لسعر السوق.

- قرار رقم 1212 لسنة 2018: تخفيض إضافي لزمان الإيقاف المؤقت من 15 دقيقة إلى 10 دقائق.
- قرار رقم 1336 وقرار رقم 1337: توسيع نطاق عمل آلية التداول في ذات الجلسة على جميع الأسهم بقوائم الأنشطة المتخصصة.

5- تطوير آليات تكويد المستثمرين: اعتمدت الهيئة العامة للرقابة المقترح المقدم من البورصة، بالسماح للمصريين بالخارج بالتكويد أو تحديث بياناتهم باستخدام جوازات سفر هي السارية، دور التقيد شرط أن تكون بطاقة الرقم القومي سارية " للتكويد أو تحديث البيانات " وكان هذا الإجراء نتيجة مواجهة كثير من المصريين المقيمين في الخارج الراغبين في التعامل مع البورصة المصرية صعوبة في التكويد أو تحديث البيانات أكوادهم.

هذا وقد نجح السوق المصري في جذب ما يزيد عن 24 ألف مستثمر جديد هذا العام، والجدير بالذكر دخول نحو 1187 صندوق ومؤسسة أجنبية في السوق مقارنة بنحو 1164 مؤسسة وصندوق أجنبي في العام الماضي.

الشكل رقم (13-2): تطور أعداد المستثمرين المسجلين في البورصة خلال عام 2018



المصدر: تقرير السنوي للبورصة المصرية سنة 2018، موقع سبق ذكره.

المطلب الرابع: أداء البورصة المصرية

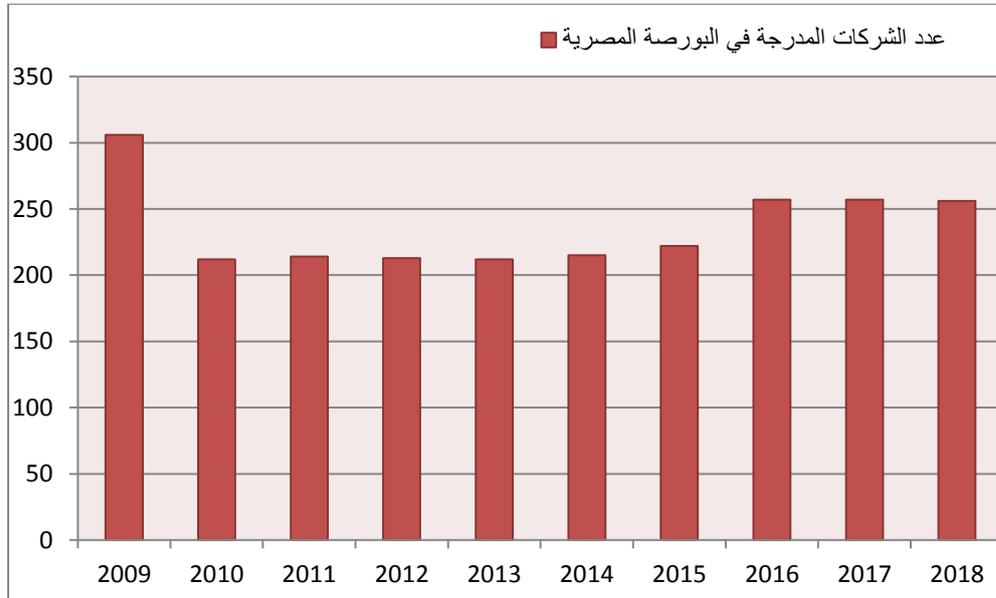
1- عدد الشركات المدرجة:

الجدول رقم (7-2): تطور عدد الشركات المدرجة

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة	306	212	214	213	212	215	222	257	257	256

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (14-2): رسم بياني يوضح تطور عدد الشركات المدرجة



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (7-2)

بلغ عدد الشركات المدرجة خلال الربع الأخير لسنة 2009 حسب تقرير النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي 306 شركة مدرجة ، وهي تعبر عن أعلى قيمة حققها خلال العشر السنوات و في 2010 تم انسحاب 94 شركة لبعض الأسباب منها حيث أكد سيد طه أستاذ الاقتصاد بجامعة المنصورة بأن الشطب الإجباري هو أن إدارة السوق أعطت إنذارًا من قبل لهذه الشركات لتعديل أوضاعها ولم تتخذ الإجراءات المطلوبة في ذلك الشأن. أما الشطب الاختياري فهو عملية انسحاب الشركات بنفسها من السوق في حين تعديل أوضاعها. من جانبه قال محمد صلاح الدين محلل مالي وفني في شركة نماء

للأوراق المالية: إن أسباب شطب هذه الشركات من البورصة جاء جراء إصدار إدارة البورصة ضوابط قيد ولم تلتزم الشركات التي تم شطبها بهذه الضوابط.

أولاً: عدم الشفافية بمعنى أن هذه الشركات الواسطة (السمسرة) تعلن عن ميزانيات غير حقيقية أي أنها تدلى بقيم أسهم ومستندات غير دقيقة مما يجعل المستثمرين والمتداولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في التحليل المالي يتبعون هذه المستندات ويشترونها وبالتالي يتعرضون.

ثانياً: غياب الرقابة المالية على عمل هذه الشركات عن لعب دور أساسي من خلال التعبير بالمستثمرين الذين بادروا بشراء الأسهم والمستندات، بمعنى أن الرقابة المالية المتمثلة في هيئة سوق المال غير فعالة.

ثالثاً: غياب التعاون الوثيق ما بين الشركات المدرجة بالبورصة حول الأسعار المعلنة الخاصة بالافتتاح والإغلاق أي أنها غير حقيقية. ومن جراء هذه الأسباب أصدرت إدارة البورصة قراراً بشطب من هذه الشركات 30 شركة إجبارياً.

وابتداءً من سنة 2010 إلى غاية 2013 عرفت استقراراً نوعاً ما في عدد الشركات حيث أضاف سيد طه أستاذ الاقتصاد بجامعة المنصورة إن هذه الشركات بإمكانها العودة مرة أخرى إلى البورصة إذا استطاعت أن تعدل هيكلها المالي بالإضافة إلى التزام هذه الشركات بضوابط القيد التي أصدرتها إدارة البورصة بالإضافة إلى التزام هذه الشركات بالقواعد المنصوص عليها داخل جدول البورصة وكذلك التزامها بتوفيق أوضاعها مع شروط القيد الجديدة، ومن 2015 إلى غاية 2017 تم إدراج 35 شركة ذلك بعد استمرار تحسن في السوق المصري و تحقيق مستويات أداء قياسية و التوعية و الترويج التي قامت بها البورصة لجذب المزيد من الاستثمارات.

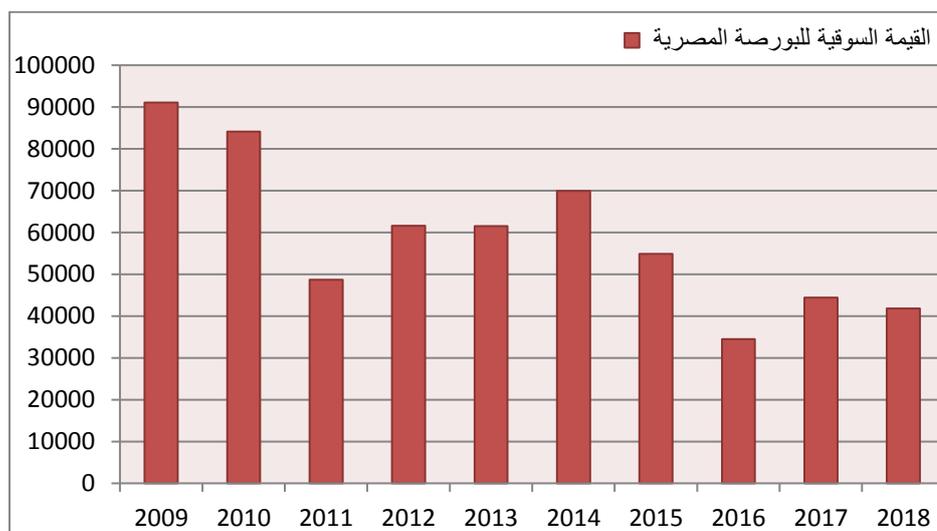
2/- القيمة السوقية لبورصة المصرية:

الجدول رقم (8-2): تطور القيمة السوقية للبورصة المصرية

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	91092	84109	48679	61621	61517	69908	54913	34463	44433	41791

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (15-2): رسم بياني يوضح تطور القيمة السوقية للبورصة المصرية



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (8-2)

حسب تقرير صندوق النقد الدولي للنشرات الفصلية للربع الرابع ، حقق القيمة السوقية أعلى قيمة لها سنة 2009 حيث بلغت 91092 مليون دولار أمريكي ثم، بدأت بالتراجع تدريجيا حتى وصلت إلى 48679 مليون دولار أمريكي سنة 2011 ثم ارتفعت بـ 12942 مليون دولار أمريكي سنة 2012، وحافظت على استقرارها سنة 2013. وواصلت الارتفاع خلال ثلاث السنوات من 2014-2015 تراجمت القيمة حيث بلغت 34463 مليون دولار أمريكي وهي أدنى قيمة سوقية شهدتها بورصة المصرية، كما ارتفعت بـ 9970 مليون دولار أمريكي سنة 2017 ، ثم انخفضت في السنة الأخيرة حيث بلغت 41971 مليون دولار أمريكي. لعدة أسباب داخلية أبرزها تأجيل برنامج الطروحات الحكومية، فشل صفقة بيع شركة جلوبال تليكوم القابضة ، أما الخارجية أبرزها أزمة الأسواق الناشئة ، والحرب التجارية بين أمريكا والصين.

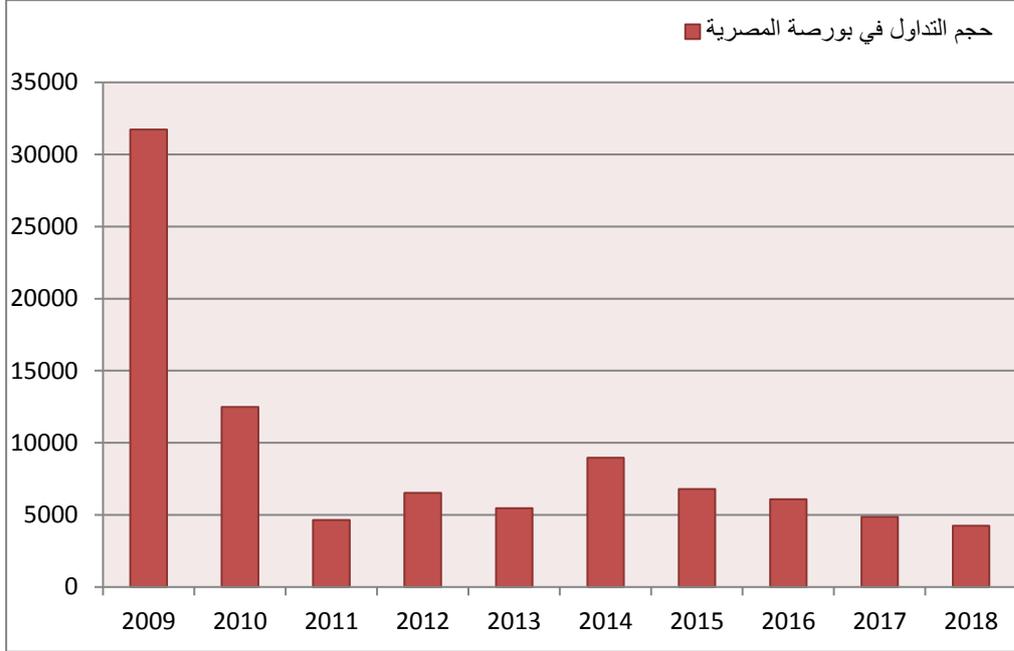
3/- حجم التداول في البورصة المصرية:

الجدول رقم (9-2): تطور حجم التداول في البورصة المصرية

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
حجم التداول (مليون دولار أمريكي)	31735	12480	4646	6532	5470	8960	6805	6077	4859	4252

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (2-16): رسم بياني يوضح تطور حجم التداول في البورصة المصرية



المصدر: من إعداد الطالبتين استناداً على بيانات الجدول رقم (9-2)

وصلت أحجام التداولات في البورصة المصرية إلي حاله يرثي لها، لا تليق بعمر البورصة المصرية والإصلاحات السياسية والاقتصادية التي شهدتها مؤخراً.

ففي حين كانت الأسباب الظاهرة لضعف التعاملات والممثلة بمثله في الظروف الاقتصادية السيئة التي مرت بها البلاد بدءاً من الأزمة المالية العالمية، حتى تداعيات ثوره يناير 2011، كانت الأزمة الحقيقية للانهايار السريع للتداولات هي نقص التوعية وثقافة الاستثمار في البورصة من ناحية، ووقوع التداولات بين مطرقة طمع المستثمر و السمسار من ناحية أخرى، والتي باتت أحجام التداولات هي الضحية، فأصبحت جدران البورصة المصرية أشبه بـ «صاعق الناموس»، وأصبحت محافظ المتعاملين «عمرها قصير»، وبدأت قيم التعاملات في التهاوي عام 2010 عندما سجلت 12480 مليون دولار أمريكي بدلاً من 31735 مليون دولار عام 2009، ثم 4646 مليون دولار في عام الثورة 2011، قبل أن ترتفع عام 2012 صوب 6532 مليون دولار، وتنخفض قليلاً إلي 5470 مليون دولار في العام 2013، ثم تعاود الصعود تجاه 8960 مليون دولار خلال العام الماضي 2014. واستمر في الانخفاض حتى السنة الأخيرة حيث حقق 4252 مليون دولار وهي أدنى حجم تداول تحققه البورصة خلال العشر سنوات.

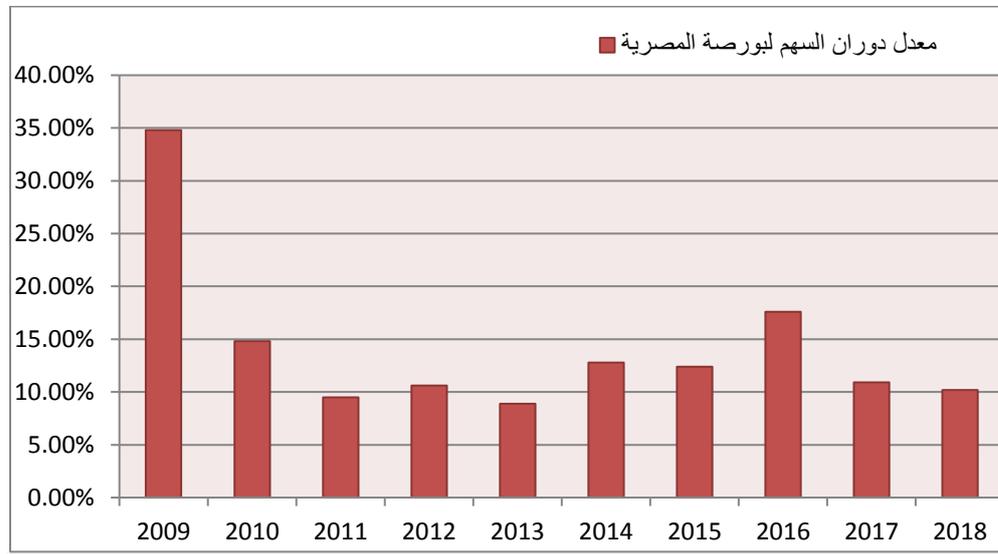
4- معدل دوران السهم في البورصة المصرية:

الجدول رقم (10-2): تطور معدل دوران السهم في البورصة

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
معدل دوران السهم (%)	34.8	14.8	9.5	10.6	8.9	12.8	12.4	17.6	10.9	10.2

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (17-2): رسم بياني يوضح تطور معدل دوران السهم لبورصة مصرية



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (10-2)

شهدت مصر الظروف السياسية هي العامل الأكثر تأثيراً في أداء البورصة وهو ما ينطبق على أسواق المال بصورة عامة، إلا إن عوامل أخرى لا يمكن إغفالها هي ذات تأثير كبير أيضاً على ذلك الأداء يأتي في مقدمتها قوى العرض والطلب على الأوراق المالية والمستوى الاقتصادي ومعدلات النمو بالإضافة إلى الأداء المالي للشركات من العوامل المؤثرة على سوق المال، ما يعني إن استعادة البورصة لعافيتها لا يحتاج فقط إلى عودة الاستقرار السياسي، وإنما يلزمه أيضاً تفعيل مجموعة من الإصلاحات الهيكلية التشريعية والتنظيمية التي تمكنها من القيام بوظيفتها الرئيسية وهي " التمويل"، وبما يمكنها من خلق قيمة مضافة للاقتصاد القومي، إذ لم يتعد عدد الشركات التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام خلال الفترة ما بين عامي 2008 و 2010 السبع شركات فقط، فيما لم يتم طرح أي عمليات للاكتتاب خلال عام 2011 بسبب الاضطراب السياسي، إلا إن ضعف الاكتتاب قبل هذا الاضطراب يوضح ضعف



الدور التمويلي للبورصة على الرغم من إنه يعد وظيفة أصيلة وأساسية لها، وهو الدور الذي يتوقف على توفيرها سيولة للشركات من خلال نجاح عمليات الاكتتاب الأولي العام لأسهمها أو الاكتتاب لزيادة رأسمالها، الأمر الذي لا يتحقق إلا في ضوء سوق أوراق مالية جاذبة للمستثمرين.

فاضطراب البورصة المصرية ليس ناتجاً فقط عن حالة عدم الاستقرار التي أعقبت الثورة، رغم الأهمية الكبيرة لذلك، وإنما هو استمرار لأدائها الهزيل خلال أربعة أعوام ، سادها الاتجاه التنازلي بدءاً من تبعات الأزمة المالية العالمية مروراً بالثورة وما تبعها من اضطرابات.

قال محمد همام، العضو المنتدب لشركة « سيجما كابيتال»، إن تراجع معدل دوران الأسهم بالمقارنة ، يشير إلى غياب كبير للمستثمرين الأفراد الذين ضاعت استثماراتهم كنتيجة لظروف اقتصادية سيئة جعلت تذبذب حركة السوق كبيرة جداً من الصعب بناء توقعات عليه

فعلى مدار الأربعة أعوام الأولى شهدت البورصة انخفاضاً حاداً في إجمالي كمية التداول والتي بلغت معدل دوران السهم حسب تقرير صندوق النقد الدولي للربع الأخير من سنة 2009 34.8% وهي أعلى معدل تحققه البورصة خلال العشر سنوات ثم تراجعت هذه النسبة إلى 14.8% سنة 2010 ومن سنة 2011 إلى 2016 عرف المعدل تغيرات نحو الارتفاع و الانخفاض، حيث حقق في سنة 2016 ما لا قيمته 17.6% واستمرت في التراجع حتى السنة الأخيرة حيث بلغت 10.2% وهو أدنى معدل تحققه البورصة

5/- مؤشر البورصة المصرية :

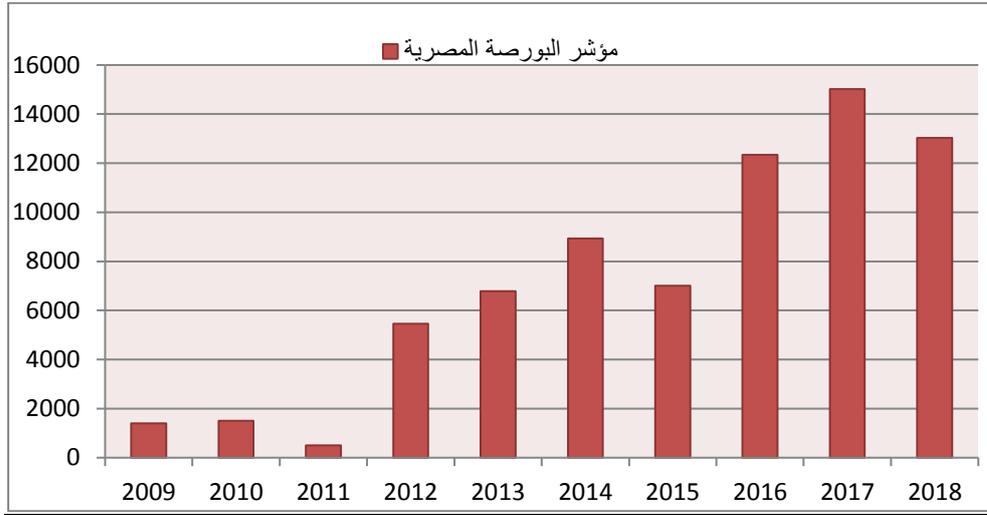
الجدول رقم (11-2): تطور مؤشر البورصة المصرية

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
مؤشر البورصة	1403	1504	501	5462	6783	8927	7006	12345	15019	13036

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من

سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (18-2): رسم بياني يوضح تطور مؤشر البورصة المصرية



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (11-2)

بعد الأزمة المالية العالمية التي اجتاحت جميع الأسواق عام 2008، وتأثرت خلالها البورصة المصرية نحو 61% من أعلى مستوياتها عند 12024 نقطة، مغلقة عند مستوى 4710 نقطة، إلا أن مؤشر البورصة المصرية خلال ربع الأخير لسنوات ثلاثة الأولى شهد أدنى مستوى للمؤشر، حيث جاءت ثورة 25 يناير عام 2011 لتعصف بالسوق من جديد، ويسجل ثاني أكبر خسائره في التاريخ خلال العام بنحو 49.3% خلال 2011، عوض منها 51% من قيمة المؤشر 2012، عقبته خسائر سوق كبيرة خلال النصف الأول من 2013 بسبب اضطرابات السياسية، إلا أنه نجح خلال النصف الثاني من العام في أن يكون أفضل البورصات من حيث نسب الصعود حتى سنة 2014 ارتفع المؤشر تدريجياً حيث بلغ 8927 نقطة، ومن 2015 إلى غاية 2017 استمر في الارتفاع حيث حقق أعلى قيمة له بلغت 15019 نقطة وذلك نتيجة لعدة عوامل من أبرزها ما حدث خلال عام 2016 وهي: أولاً قرارات المجلس الأعلى للاستثمار خاصة المتعلقة بمد تأجيل ضريبة الأرباح الرأسمالية على البورصة 3 سنوات إضافية، وثانياً قرار البنك المركزي بتحرير سعر صرف الجنيه "تعويم الجنيه"، وثالثاً ما تبع صدور قرار تعويم الجنيه من إلغاء تقييد تداول الدولار، رابعاً تحسين مؤسسة ستاندرد أند بورز التصنيف الائتماني لمصر، وخامساً وأخيراً موافقة صندوق النقد الدولي على إقراض مصر 12 مليار دولار خلال 3 سنوات. واتبعتها سياسات وتدابير و الإصلاحات لعام 2017، إلا أن في سنة 2018 فقد مؤشر الأسهم القيادية في البورصة 2% مع نزول 26 من أسهمه الثلاثين، وسط عمليات بيعية للمؤسسات العربية والأجنبية والأفراد المحليين، وبذلك كان المؤشر المصري الخاسر الأكبر حيث تراجع بـ 1983 نقطة ونزل سهم

البنك التجاري الدولي أكبر بنك مصري مدرج 0.6 % بعد أن أصدر تحديثا الأسبوع الماضي بشأن القانون المقترح لضرائب حيازات أدوات الخزنة.

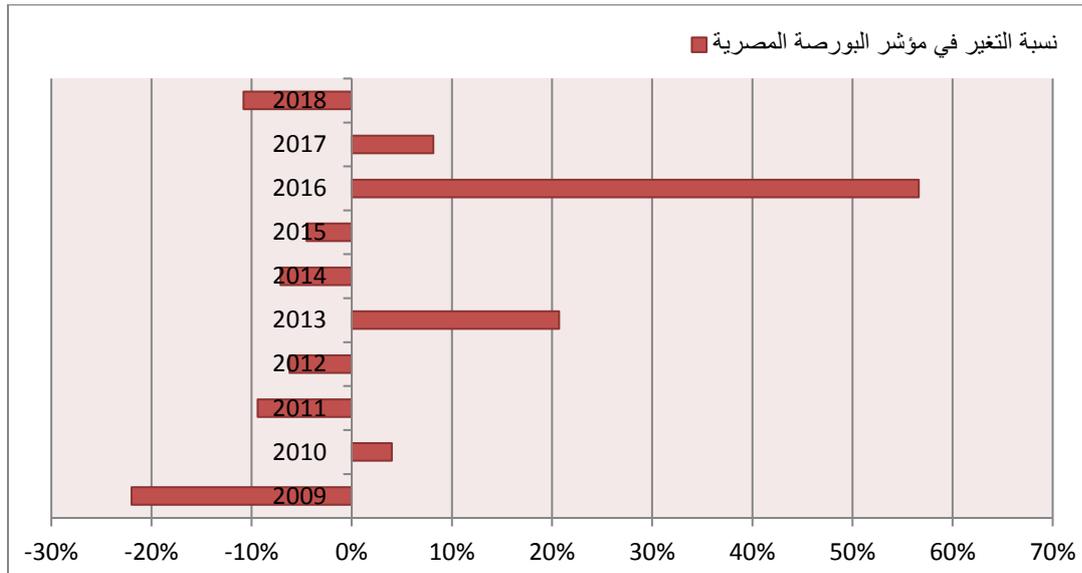
6/- نسبة التغير في المؤشر البورصة المصرية:

الجدول رقم (12-2): تطور نسبة التغير في المؤشر للبورصة المصرية

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
نسبة التغير في المؤشر (%)	-22	4	-9.4	-6.2	20.7	-7.1	-4.5	56.64	8.14	-10.81

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (2-19): رسم بياني يوضح تطور نسبة التغير في بورصة المصرية



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (12-2)

حققت نسبة التغير في مؤشر البورصة خلال الربع الأخير من سنة 2009 تراجعاً بنسبة 22- في المائة، كما ارتفع بنسبة 4.0 في المائة خلال الربع الرابع فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعاً عن الربع الثالث بلغ 8.7 في المائة من عام 2010 ، و تراجع بنسبة 9.4 في المائة خلال الربع الرابع في مكان هذا المؤشر قد سجل انخفاضاً كبيراً عن الربع الثالث من العام 2011 بنسبة بلغت 35.0 في المائة وذلك تأثراً بالاضطرابات السياسية و لحالة عدم الاستقرار التي شهدت مصر خلال العام 2012.



ساهم التحسن و الاستقرار النسبيين في الأوضاع السياسية الداخلية في مصر في استمرار تحسن مؤشر البورصة المصرية فقد بلغ بدوره بنسبة 20.7 في المائة خلال هذا الربع الرابع و ليغلق عند مستوى 6783 نقطة بنهاية ديسمبر 2013، و انخفض بنسبة 7.1 في المائة عن نفس الفترة ليغلق عند مستوى 8926.6 نقطة بنهاية سنة 2014، كما أن المؤشر سجل بدوره انخفاضا بنحو 4.5 في المائة ليغلق عند مستوى 7006 نقطة بنهاية عام 2015.

المؤشر المحلي للبورصة المصرية (أيجي اكس 30) فقد سجل بدوره ارتفاعاً كبيراً بلغت نسبته 56.6 في المائة عن نفس الفترة، كاسباً نحو 4464 نقطة، وليغلق عند مستوى 12345 نقطة بنهاية ديسمبر 2016 ومما هو جدير بالذكر أن جزء كبير من هذا التحسن يعزى إلى قرار البنك المركزي المصري خلال شهر نوفمبر 2016 بخصوص تعويم سعر صرف الجنيه مقابل الدولار، واستمرت مؤشر البورصة بالارتفاع خلال الربع الرابع من 2017 بنسبة 8.1 في المائة كاسباً بذلك نحو 1130 نقطة وليغلق عند مستوى 15019 نقطة بنهاية ديسمبر .

تراجع المؤشر البورصة المصرية بالانخفاض بنهاية الربع الرابع بنحو 10.8 في المائة فاقتدا نحو 1580 نقطة وليغلق عند مستوى 13036 نقطة بنهاية الربع الأخير من 2018.

المبحث الثالث: بورصة الإمارات - دبي -

نجح سوق دبي المالي سريعاً في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي، وقد عززت الجهود الإستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية مكانة دبي كمركز للتميز على المستوى الإقليمي، ورسخت وضعيتها الرائدة في قطاع أسواق المال، من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين المحليين والعالميين.

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.

المطلب الأول: عموميات حول بورصة الإمارات

الفرع الأول: نشأة بورصة دبي وأهدافها

1/- نشأة بورصة دبي: تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20 % من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهموفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).

أنجز سوق دبي المالي بنجاح في العام 2010، تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين، وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية¹.

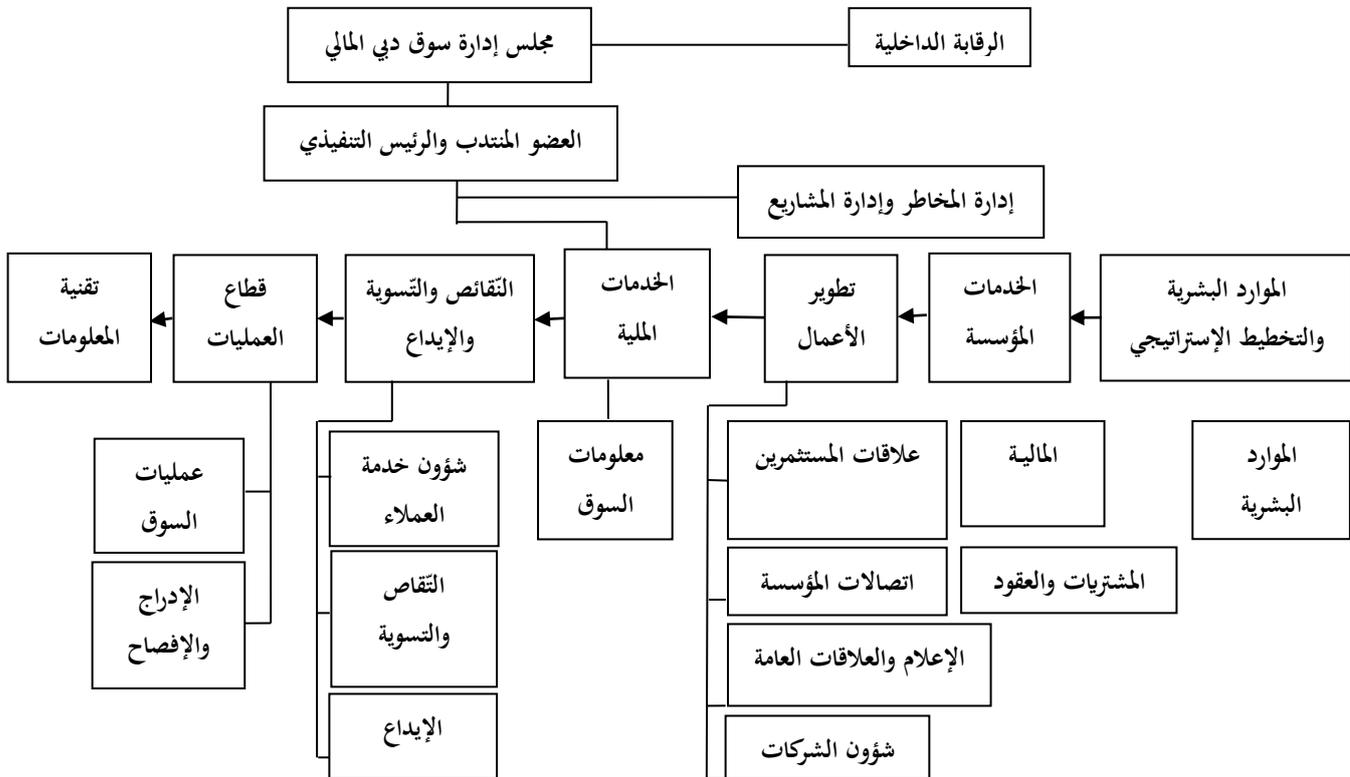
¹ - الموقع الرسمي سوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

2- أهداف بورصة دبي: يهدف سوق دبي إلى¹

- خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني.
- تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمحظورة
- تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعاقل فيما بين المستثمرين.
- تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية ونظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة واقتدار .
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة وتوفير التدريب اللائم لهم.
- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية، وإعداد التقارير بناء على تلك البيانات والمعلومات.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة دبي

الشكل رقم (20-2): الهيكل التنظيمي لبورصة دبي



المصدر : الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني: [https://www.dfm.ae/ar/about-](https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/dfm-org-structure)

[dfm/about-dfm/dfm-org-structure](https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/dfm-org-structure)

1- اتحاد الشركات الاستثمارية، أهم بورصات العالمية، دليل بورصة دبي العالمية، ط1، 2008، ص: 22.

الفرع الثالث: شروط الإدراج في بورصة دبي

يقتصر الإدراج على الأوراق المالية التالية¹:

- أسهم الشركات المساهمة التي تأسست في الدولة أو التي تتخذ من الدولة مقرًا رئيسيًا لها.
- أسهم الشركات التي لا تتمتع بجنسية الدولة التي يوافق المجلس على إدراجها.
- سندات وأدوات الدين التي يقرّر المجلس إدراجها.
- أية أوراق مالية أخرى يوافق المجلس على إدراجها.

أما بالنسبة للشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة تكون شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة للتداول في السوق وفق التصنيف التالي على أن يُقرن اسم الشركة المدرجة بفئة تصنيفها في كافة الأحوال.

أ/- الفئة الأولى: يُشترط لتصنيف الشركة من هذه الفئة ما يلي:

1. أن تكون الشركة مُقيّدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة.
2. أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدّة لا تقلّ عن عامين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من متفق حسابات مقيّد في جدول مدقق الحسابات المشتغلين ومُخوّل بتدقيق حسابات الشركة المساهم أن تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة بإدراج.
3. أن لا يقلّ رأس مال الشركة المدفوع من (25) خمس وعشرون مليون درهم أو 35% من رأس المال المكتتب فيه أيّهما أعلى.
4. أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكلّ فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.
5. أن لا تقلّ حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع.
6. أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية، العادية للشركة مرّة واحدة على الأقلّ في السنة.
7. أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول اسمها في السوق.
8. أية شروط أخرى يُقرّرها المجلس من حين لآخر.

¹ - الموقع الرسمي لسوق الإمارات الأوراق المالية: <https://www.dfm.ae/ar/issuers/listing-requirements/equity> ، تاريخ الإطلاع: 2019/06/01

ب/- الفئة الثانية¹: وتُصنّف الشركة من هذه الفئة عندما لا يتوافر فيها شرطاً أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى يُقرّها المجلس من حيث الآخر وقيم نقل الشركات من الفئة الثانية إلى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط الإدراج المنقولة إليها، عمّا يتمّ نقل الشركات من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية وتوافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها.

وللمجلس نقل أيّة شركة من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية في حال امتناع الشركة من التقيد بأحكام الإنصاح والشفافية المعمول بها أو إخلال الشركة بتلك الأحكام، ويخضع إدراج الأوراق المالية للشركات الأجنبية، والشركات المدرجة في أسواق المناطق الحرة المالية، وإدراج سندات وأدوات الدين الأخرى والسلع، وأيّة أوراق أخرى يوافق المجلس على إدراجها لشروط الإدراج التي يضيّعها المجلس.

المطلب الثاني: إستراتيجيات بورصة دبي (2015-2025)

الفرع الأول: إستراتيجيات بورصة دبي 2015

واصل سوق دبي المالي 2015 جهوده الرامية إلى تحقيق طموحه في التحول إلى سوق إقليمية عالمية المستوى، بالإضافة إلى تعزيز دورة الراشد في أسواق رأس المال.

لقد تمّ التركيز على ثلاث إستراتيجيات خلال عام 2015:

1/- الحفاظ على بنية تحتية متميزة للسوق وفق أفضل الممارسات العالمية: في معرض جهود سوق دبي المالي المتواصلة لتوفير بنية تحتية مُتميّزة للسوق بما يتوافق أفضل الممارسات العالمية، تمكن السوق بنجاح من إيجاد بداية عالمية المستوى حظيت باعتراف مؤسسات دولية رائدة مثل "MSCI" (وستاندرد أندبورز داوجونز) و خلال عام 2015 تابع سوق دبي المالي جهوده من خلال تحسينات إضافية بما في ذلك تطبيق الصبغة المطورة من جلسة ما قبل الإغلاق واستحداث جلسة تداول وفق آخر سعر.

2/- مساندة قوية للشركات الراغبة في التحول إلى مساهمة عامة: يُوخر السوق كافة أشكال المساندة لتلك الشركات الراغبة في التحول إلى مساهمة عامة، كم وفّر لها منصة "DPO" المتطورة للاكتتاب الإلكتروني وأسابع فعّاليات الشركات، كما أصدرت ليلاً جديداً لسوق دبي المالي حول الاتصالات المؤسسية للاكتتابات العامة يعتبر الأول من نوعه عالمياً من قول بورصة إقليمية.

¹- الموقع الرسمي لسوق الإمارات للأوراق المالية، الموقع الإلكتروني : <https://www.dfm.ae/ar/dfm-investor-relations/reports-and-presentations>

3/- تحويل سوق دبي المالي إلى بورصة ذكية: ينفذ سوق دبي المالي منذ أكتوبر 2014 إستراتيجية التحول إلى بورصة ذكية تتيح للمتعاملين تواصلًا فعالاً مع السوق في أي وقت وفي أي مكان، وقد تحققت هذه الإستراتيجية بإطلاق عدد من الحلول الجديدة الذكية خلال العام 2015 بما في ذلك الوصول الفوري إلى معلومات السوق من خلال تطبيقات الهواتف الذكية، وكذلك تطبيقات الواقع المعزز، والتي تدعمها التحسينات الرقمية على المنتجات والخدمات الحالية بما في ذلك الموقع الإلكتروني الجديد الذي وفر للمستخدمين تجربة تصفح سلسلة.

الفرع الثاني: إستراتيجيات بورصة 2016¹

أنجز سوق دبي الحالي بنجاح الحالي بنجاح إستراتيجية خمس سنوات مع نهاية عام 2015 وركز خلال 2016 على مجالات القوة الأساسية، بالإضافة إلى تطوير إستراتيجية جديدة لتسريع النمو مدتها خمس سنوات تنتهي في عام 2021، بما يتماشى مع رؤية دبي 2021، وبما يدعم جهود دبي في التنمية الاقتصادية في إطار سعيها لتصبح أحد أبرز مراكز الاقتصاد العالمية ولقد ركّز سوق دبي المالي خلال عام 2016 على ثلاثة أولويات إستراتيجية هي:

1/- تقديم خدمات السوق المالي وفق أعلى مستويات الجودة وتعزيز قنوات التواصل مع المستثمرين:

- إدراج كل من الشركة الوطنية الدولية القابضة الكويتية في سوق دبي المالي، وشركة الصفوة للخدمات المالية الإسلامية في السوق الثانية لتداول أسهم الشركات والمساهمة الخاصة.
- شهد السوق خلال 2016 تنفيذ تداولات بقيمة 530 مليون درهم على حقوق الاكتتاب بأسهم زيادة رأسمال خمس شركات مدرجة.
- نظم سوق دبي المالي مؤتمراته السنوية للمستثمرين العالميين في كل من نيويورك ولندن وذلك في إطار الجهود المستمرة لجذب الاستثمارات الأجنبية.

2/- عامل دعم وتحفيز الابتكار في الأسواق المالية:

- ارتفعت مستويات التداول عبر تطبيقات الهواتف الذكية بنسبة 27.3% عام 2016.

¹ - تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2016، موقع سبق ذكره.

- وقّع سوق دبي مُذكرة تفاهم مع محاكم دبي حول استخدام بوابة الخدمات الإلكترونية كقناة اتّصال معتمدة.

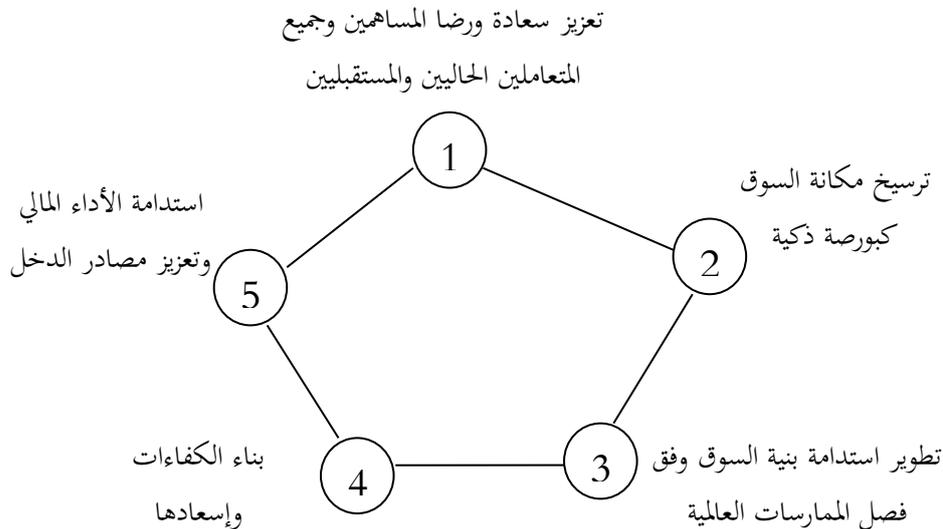
- استعرض سوق دبي المالي مجموعة متكاملة من خدمات وحلول البورصة الذكية خلال أسبوع جيتكس لتكنولوجيا المعلومات.

بشكل عام قد نجح السوق في تنويع مصادر الإيرادات خلال عام 2016 عبر التطوير المستمر لبنائه التحتية ومواصلة الجهود لدعم إدراج الشركات الجديدة وتنفيذ الابتكارات التقنية من خلال طرح منتجات وخدمات جديدة تندمج تحت إستراتيجية البورصة الذكية.

الفرع الثالث: إستراتيجية بورصة دبي (2017-2021)¹

اعتمد مجلس إدارة السوق الإستراتيجية المحدثة لخمس سنوات (2017-2021) والمالية لخطة دبي 2021 بما يدعم نمو السوق وزيادة الإيرادات وتعزيز القيمة المضافة لجميع المتعاملين، نفذ سوق دبي المالي خلال عام 2018 أعماله على أساس إستراتيجية خماسية رسمت معالم توجّهاته حتى عام 2021 وهي كالتالي:

الشكل رقم (2-21): استراتيجية خماسية الغايات لبورصة دبي



المصدر: التقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2017، موقع سبق ذكره.

¹ - تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2017، موقع سبق ذكره.

1- تعزيز سعادة ورضا المساهمين وجميع المتعاملين الحاليين والمستقبلين: يسعى السوق لتحقيق أفضل النتائج المتعلقة بخطة في التنمية المستدامة من حيث مسؤوليته المجتمعية، ومساهماته الاقتصادية البيئية.

1-1/ استمرار العمل الممنهج لدفع مستوى سعادة المتعاملين: في عام 2018 اعتمد سوق دبي نظامًا جديدًا يمتاز بفاعلية أعلى عن الأنظمة السابقة تطبيقها لتقييم رضا المتعاملين، حيث وصل تقييم مؤشر السعادة إلى نسبة 100% خلال عام 2018.

1-2/ من حيث المسؤولية المجتمعية: يأتي دعم سوق دبي المالي للفعاليات المجتمعية امتدادًا لإستراتيجيته في التنمية المستدامة، وذلك من خلال الحضور الفاعل في عدّة أنشطة كان أبرزها المشاركة في الأعياد الوطنية.

2- ترسيخ مكانة السوق كبورصة ذكية: يتابع سوق دبي المالي ترسيخ مكانته كبورصة ذكية، ويعكف السوق الآن على توسيع دائرة تطبيق الاستعمال الذكي وتطوير الحلول الذكية كتشجيع الشركات المصدرة غير المشاركة على توزيع أرباحها بواسطة خدمة توزيع الأرباح التي يوفرها السوق عبر بطاقة آيفستر.

1-2/ تطوير باقة من الحلول الذكية: بحيث تضمّ هذه الباقة إطلاق النسخة المحدثة من تطبيق السوق للهواتف الذكية إطلاقًا خدمات التوقيع الإلكتروني، واستخراج رقم المستثمر من خلال بطاقة الهوية الإماراتية، بالإضافة إلى الإطلاق التجريبي مسابقة سوق دبي المالي للأسهم المفتوحة للجمهور.

2-2/ تشجيع توزيع الأرباح النقدية عبر حلول السوق الذكية: من خلال بطاقة آيفستر والتحويل عبر المسارات المصرفية، وزع سوق دبي المالي الأرباح النقدية للشركات المدرجة وقد بلغت الأرباح 17.6 مليار درب إماراتي على ما يقارب 757.000 مستقر، وارتفع عدد الشركات التي قام السوق بإرادة عملية توزيع الأرباح نيابة عنها على 46 شركة خلال 2018 مقابل 39 شركة في نهاية العام 2017.

3- تطوير واستدامة بنية السوق وفق أفضل الممارسات العالمية: يواصل السوق جهوده لارتقاء بنموذج العمل وتطوير عمليات التشغيل تماشياً مع أفضل الممارسات العالمية من خلال:

3-1/ توقيع مذكرة تفاهم لإطلاق مشروع تطوير منصة تداول الأوراق المالية لشركات المناطق الحرة: حيث يهدف المشروع إلى تمكين شركات المناطق الحرة من التحول إلى شركات مساهمة عامة والإدراج في السوق مع فرصة زيادة رأسمالها وتعزيز أنشطتها وخلق بيئة مشجعة للاستثمارات الأجنبية في دبي والدولة بشكل عام.



3-2/ تنظيم ثالث دورة تدريبية لاعتماد أمناء سر مجلس إدارة الشركات المدرجة: تهدف هذه الدورة إلى الارتقاء بتطبيق مستوى الحوكمة في أوساط الشركات المساهمة العامة، ويسهم في رفع أدائها التشغيلي.

4-/- بناء الكفاءات وإسعادها: حيث يضع سوق دبي على سَلْم أولوياته جذب واشتراك وتطوير الكوادر باعتبارها أهم الأصول ما يكفل استدامة هذه الثروة الرئيسية.

4-1/ الإدارة بالأهداف: يشرك سوق دبي المالي موظفيه في تطبيق استراتيجية بداية كل عام وتتم مراجعة الأداء بقياس مدى ثقتها هذه الأهداف الاستراتيجية.

5-/- استدامة الأداء المالي وتعزيز مصادر الدخل: في إطار جهوده لتغيير مصادر الدخل ولتعظيم الأرباح ولتعزيز القيمة للمساهمين بعمل سوق دبي المالي على تنويع الفرص الاستثمارية وزيادة عمقه السوقي عبر تشجيع ثقافة التحول إلى المساهمة العامة والغدراج، كما يسعى السوق إلى زيادة حجم التداول بتنويع ما يطرحه من منتجات وخدمات نوعية غير تقليدية لكافة المتعاملين ورفع كافة الهمليات التشغيلية للوسطاء والعمليات التقاص والتسوية والإيداع إضافة إلى توفير خيارات استثمارية جديدة تسهم في تعزيز مستويات السيولة.

المطلب الثالث: انجازات بورصة دبي 2015 - 2018

الفرع الأول: انجازات بورصة دبي 2015¹

1-/- بنية تحتية متطورة: اعتبارا من 4 جوان 2015 ستوفر "جلسة ما قبل الإغلاق" تتيح فرصة تداول وفق آخر سعر إغلاق مدتها 5 دقائق للمستثمرين ووضع أوامرهم وفق سعر إغلاق وهو سعر المزايدة المحتسب من خلال النظام.

1-1/- اعتماد الشركات الوسطة المالية للممارسة نشاط التداول بالهامش: يتيح التداول بالهامش لشركات الوسطة تمويل نسبة من استثمارات عملائها في الأوراق المالية بضمان تلك الأوراق أو أي ضمانات أخرى في حالات واردة حصريا في قرار هيئة الأوراق المالية بالهامش.

1-2/- اعتماد البنية التحتية الشبكية SVN FX: إن البنية التحتية التي اعتمدها السوق تستعمل على ربطه مع أربعة مواقع حيوية تشمل المركز الرئيس لسوق دبي المالي ومركز تعافي من الكوارث وشبكة اتصال مع سوق أبو ظبي للأوراق المالية ومركز برينتش تيليكوم لندن للبيانات.

2-/- فرص استثمارية جديدة وتعزيز التواصل مع المستثمرين العالميين:

¹ - تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2015، موقع سبق ذكره.

1-2/ مؤتمر سوق دبي المالي للمستثمرين العالميين في لندن ونيويورك: يسعى السوق من وراء مواصلة تنظيم مثل هذه الفعاليات إلى تعزيز حصول الاستثمار المؤسسي الأجنبي في السوق وجذب مزيد من السيولة الخاصة أن مثل هذه المؤتمرات تتيح الفرصة للشركات المدرجة لتعميق صلاتها بمدراء الصناديق الاستثمار العالمية.

2-2/ إدراج شركات جديدة في السوق: ارتفع عدد الشركات العامة المدرجة في السوق إلى 59 شركة وقد نجح السوق في اجتذاب شركات تنشط في القطاعات اقتصادية متنوعة الأمر الذي يضي على لائحة الشركات المدرجة تنوعاً أكبر.

3- الانجازات الداعمة والمسؤولية الاجتماعية:

1-3/ مذكرة تفاهم مع شركة تمويل الأوراق المالية في كوريا الجنوبية: وقع سوق دبي مذكرة تفاهم مع شركة تمويل الأوراق المالية في كوريا الجنوبية، وتمثل المذكرة إطار عام يعطي مجالات التعاون المشترك وتهدف إلى تمكين أواصر التعاون في مجال أسواق المال، تم توقيع مذكرة تفاهم مع دائرة حكومة دبي الذكية ينظم السوق بموجبها إلى خدمة " هويتي الإلكترونية" وهي تعتبر جواز مرو آمن إلى الخدمات الإلكترونية في سوق دبي بفضل تكاملها مع بطاقة الهوية الوطنية.

2-3/ اتفاقية تعاون لتعزيز نمو أسواق رأس المال الإماراتية: تعكس هذه الخطوة سعي سوق دبي المالي إلى توفير الإطار المناسب لتعزيز التعاون وتظافر الجهود مع مختلف المؤسسات ذات العملة من أجل تعزيز بيئة العمل المواتية والجاذبة للإستثمارات في دبي، الأمر الذي يصيب في إطار الجهود الرامية إلى تحقيق الأهداف الاستراتيجية ضمن خطة دبي 2021 وترسيخ حضور القطاع المالي كأبرز القوى الناصعة والمحركة للنشاط الاقتصادي في الإمارة.

3-3/ مسابقة سوق دبي المالي السنوية للأسهم: أتاح مسابقة سوق دبي المالي السنوية للأسهم الفرصة للآلاف لإظهار قدرات واعدة في مجال الاستثمار في سوق الأسهم وشهدت المسابقة في دورتها الثالثة عشر لتحقيق العديد من الطلاب لعوائد ملفتة إذ بلغ متوسط الربح للمتسابق الواحد من بين أفضل 13 متسابق ما نسبته 6.6%، علماً أن المؤشر العام للسوق تراجع خلال فترة المسابقة بنسبة 1.3%.

الفرع الثاني: انجازات سوق دبي 2016¹

1- فرص استثمارية جديدة وتعزيز التواصل مع المستثمرين العالميين:

1-1/ إدراج شركات جديدة في السوق: يسعى سوق دبي المالي باستمرار إلى تنويع الفرص الاستثمارية، من خلال التعاون مع العديد من الشركات الإقليمية الناشطة، وفي هذا الإطار تم خلال هذا العام إدراج أسهم الشركة الوطنية الدولية القابضة الكويتية في السوق ليرتفع إجمالي عدد الأوراق المالية

¹ - تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2016، موقع سبق ذكره.



المدرجة في السوق إلى 61 شركة مساهمة عامة، من بينها 13 شركة بنظام الإدراج المزدوج، كما يرتفع إجمالي عدد شركات الكويتية المدرجة في السوق إلى 9 شركات، كما تم خلال هذا العام إدراج شركة الصفوة للخدمات المالية الإسلامية، وهي أول شركة تدرج ضمن "السوق الثانية" لتداول شركات المساهمة الخاصة، وتمثل الثانية قيمة مضافة للشركات والمستثمرين على حد سواء.

1-2/ إدراج صندوق المؤشرات المتداولة لشركة أفكار كابيتال: شهد سوق دبي المالي خلال هذا العام إدراج صندوق المؤشرات المتداولة التابع لشركة أفكار كابيتال، حيث يقوم الصندوق بمحاكات المؤشر الاسترشادي، والذي يضم الأسهم من حيث القيمة السوقية في دولة الإمارات العربية المتحدة.

1-3/ تعزيز حضور الاستثمار الأجنبي: يحافظ سوق دبي المالي على جاذبية لكافة شرائح المستثمرين بوجهام حيث نجح في استقطاب 2627 مستثمرا جديدا خلال العام الحالي بينهم 418 مؤسسة استثمارية، وقد أسهمت مؤتمرات سوق دبي المالي للمستثمرين العالميين في اجتذاب المزيد من المؤسسات الاستثمارية العالمية إلى السوق.

2- بنية تحتية وتشريعات متطورة:

1-2/ اعتماد شركات وساطة مالية لمزاولة خدمة التداول المباشر: تتيح خدمة التداول المباشر لشركة الوساطة تقويض أحد الوسطاء العالميين لتنفيذ أوامر البيع والشراء مباشرة في سوق دبي المالي من خلال حزمة برامج التداول المباشر DMA التي تخصصها الشركة، وذلك لمشكل من أشكال التداول الإلكتروني عبر الأنترنت.

2-2/ اعتماد شركات الوساطة المالية لممارسة نشاط التداول بالهامش: ارتفع عدد شركات الوساطة المالية التي توفر خدمة التداول بالهامش إلى 35 شركة مقابل 31 شركة خلال العام الماضي، وقد بلغ إجمالي قيمة التداول بالهامش 70.5 مليار درهم خلال العام 2016 بمناسبة 26.5% خلال العام الماضي.

2-3/ توفير خدمات جديدة لتنفيذ " الصفقات الكبيرة المباشرة ": أطلق سوق دبي المالي خلال العام خدمة " الصفقات الكبيرة المباشرة "، وهي آلية جديدة يوفرها السوق للمستثمرين وشركات الوساطة بما تتيح إنجاز صفقات من هذا النوع على أسهم شركة مدرجة دون التقييد بنطاق الحدود السعرية المعمول بهه في السوق.

3- البورصة الذكية وخدمات إلكترونية متطورة:

3-1/ تطبيقات الهواتف الذكية: ارتفع عدد الشركات الوسطة التي توفر لعملائها خدمة تطبيقات التداول عبر الهواتف الذكية خلال هذا العام إلى 26 شركة، وقد ارتفع إجمالي قيمة التداول تطبيقات الهواتف الذكية في سوق دبي بنسبة 27.3% إلى 4.2 مليار درهم مقابل 3.3 مليار درهم في العام الماضي.

3-2/ مذكرة تفاهم مع محاكم دبي حول استخدام بوابة الخدمات الإلكترونية كقناة اتصال معتمدة: وقع سوق دبي المالي مذكرة مع محاكم دبي تهدف إلى تعزيز التعاون بينهما، حيث سيتم إنجاز الربط الإلكتروني بين سوق دبي المالي ومحاكم دبي بما يمكنها من الاستفادة من بوابة الخدمات الإلكترونية بالسوق عند تقديم الطلبات المتعلقة بإجراءات قضائية تخص المتعاملين.

3-3/ معرض جيتكس لتكنولوجيا المعلومات: شارك السوق في فعاليات الدورة الجديدة من معارض جيتكس لتكنولوجيا المعلومات خلال هذا العام، وقد عرض السوق خدمات المنصة الإلكترونية للإكتتاب الأولي "elpo" التي تمت إضافتها إلى تطبيق الهواتف الذكية، كما عرض السوق نموذجاً وفق تقنية الطباعة ثلاثية الأبعاد لخدمة البث معلومات شاشة التداول، على أن يشمل ذلك معلومات التداول وأسعار الأسهم وشريط الأسعار والجدول التوضيحي لأداء السوق.

4- الانجازات الداعمة والمسؤولية الاجتماعية:

4-1/ برنامج تدريبي لموظفي 7 بورصات ومؤسسات مالية عربية: نظم السوق برنامجاً تدريبياً مكثفاً لمجموعة من موظفي أسواق المال والمؤسسات المالية العربية، استهدف البرنامج إطلاع العاملين في البورصات لأعضاء في الإتحاد، وممثلي المؤسسات المالية العربية الأخرى.

4-2/ مسابقة الأسهم: نظم سوق دبي المالي وبورصة ناسداك دبي هذا العام الدورة الرابعة عشر من المسابقة السنوية للأسهم حيث استقطب 2362 طالباً وطالبو من 26 مؤسسة تعليمية، وتعكس المسابقة العمل من أجل نشر المعرفة المالية وارتقاء بمهارات وقدرات الأجيال الجديدة ومساعدة الطلبة على ربط المعرفة النظرية بالتطبيقات العملية في قطاع أسواق المال.

4-3/ اتفاقية شراكة مع معهد حوكمة الشركات: وقع سوق دبي المالي ومعهد حوكمة الشركات اتفاقية شراكة استراتيجية تهدف إلى نشر أفضل ممارسة حوكمة تنظيم سلسلة ندوات وبرامج ودورات تدريبية.

الفرع الثالث: إنجازات بورصة دبي 2017¹

لقد شهد العام 2017 تحقيق من الانجازات تزامنا مع بدء تنفيذ استراتيجية سوق دبي المالي 2021 التي اعتمدها مجلس الإدارة في ديسمبر من العام 2016. واستنادا إلى ما تقدم، يمكن انجاز أبرز الانجازات وتطورات العمل من عام 2017 فيمايلي:

أولاً/- ركزت استراتيجية السوق 2012 على تعزيز بنية الأساسية والتنظيمية، فقد شهد العام 2017 تدشين خدمة " النقص العام" وإصدار نظامين جديدين يتيحان للمتعاملين تنفيذ صفقات إعادة الشراء والمراجعة، كما تم توقيع اتفاقية مع ناسداك دبي لإطلاق عقود الأسهم الآجلة على المؤشر لسوق دبي المالي.

ثانياً/- حافظ السوق على جاذبية باعتباره الوجهة المفضلة للشركات الساعية لطرح أسهمها للإكتتاب العام والإدراج، حيث استقبل خلال العام 2017 إدراج أسهم عدة شركات كبرى، ويعتبر السوق في وضعية مثالية من حيث تكامل البنية الأساسية.

ثالثاً/- نظم السوق مؤتمرين للمستثمرين العالميين في كل من لندن ونيويورك خلال العام 2017، وقد حقق المؤتمران نجاحا كبيرا واستقطابا 76 مؤسسة استثمارية عالمية تدير مجتمعة أصولا قيمتها 3.3 مليار ترليون دولار، علما أن المستثمرين الأجانب يشكلون حضوراً متزايداً في السوق إذ ارتفعت ملكيتهم من 11.2% في العام 2011 إلى 19.8% في العام 2017 بمعدل نمو سنوي تراكمي 10%.

رابعاً/- بدأ سوق دبي المالي خلال العام 2017 الخطوات التنفيذية لإنشاء مقره الجديد في الخليج العربي، ليبي التطلعات المستقبلية ليس لسوق دبي المالي فحسب وإنما لكافة المتعاملين.

خامساً/- فيما يخص جهود السوق لترسيخ مكانة دبي العاصمة العالمية للإقتصاد الإسلامي باعتباره أول سوق مال متوافق مع الشريعة الإسلامية عالميا منذ العام 2007، فقد مضى السوق قدماً في جهوده لنوفير منظومة معيارية داعمة لتطور أسواق رأس المال الإسلامية وذلك عبر إطلاق معيار التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل في أول ربع من العام 2017.

الفرع الرابع: إنجازات بورصة دبي سنة 2018²

لقد شهد العام تسارعا ملحوظا في وتيرة الجهود التطويرية في إطار استراتيجية سوق دبي المالي 2021، التي تركز على تعزيز القدرات الثقافية، وتنويع المنتجات والفرص الاستثمارية، والتطوير وابتكار المستثمرين فيما يخص خدمات السوق، ويمكن ايجاز أبرز الانجازات والتطورات العمل في العام 2018 فيمايلي:

أولاً/- في إطار محور تطوير واستدامة بنية السوق فقد قطعت الشركة الشوط الأكبر لإنجاز خطة إعادة تنظيم أنشطتها على تنوعها وتباين سماتها التشغيلية والمخاطر المرتبطة بكل نشاط، ومن المقرر استكمال

1 - تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2017، موقع سبق ذكره.
2 - تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2018، موقع سبق ذكره.

هذه المبادرة الريادية الجديدة، التي تشمل إطلاق شركتين جديدتين لخدمة الابداع والتفاس خلال العام 2018.

ثانياً/- تستهدف استراتيجية السوق توفير أدوات استثمارية جديدة، فقد أنجز السوق كافة الاستعدادات لإطلاق منصة متكاملة لتداول صناديق الاستثمار العقارب وتمثل إضافة مهمة في قائمة الأدوات المالية المتداولة في السوق، وقد حرص السوق على توفير إطار عمل محفز لتطور قطاع صناديق الاستثمار العقاري يمتلك آفاق نمو واعدة بالنظر إلى الحضور الملفت والسمعة العالمية للقطاع العقاري في دبي.

ثالثاً/- عمل السوق على ابتكار هذه الآلية لتلبية متطلبات صناديق الاستثمار العالمية، وفي إطار تعزيز خدمات ما بعد التداول فقد تم إطلاق خدمة إعادة الشراء التي تتيح للمستثمرين الاستفادة مما بحوزتهم من أوراق مالية لتوفير سيولة دون البيع النهائي لتلك الأوراق المالية في خطوة رائدة بين الأسواق الإقليمية.

رابعاً/- أنجز سوق دبي المالي خلال العام 2018 المرحلة الأولى من خطة نقل الصلاحيات بموجب توجه هيئة الأوراق المالية والسلع نحو الأسواق ذاتية التنظيم، حيث تم نقل اختصاص ترخيص الوسطاء بجميع أنشطتهم إلى إدارة السوق، وعلى أثر ذلك تم الانتهاء من تعديلات التداول بالهامش الجديد لإعطاء مرونة أكبر للمستثمرين.

خامساً/- وصل عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي إلى 67 في نهاية العام 2018 من بينها 16 شركة ذات إدراج مزدوج ويعتبر السوق في وضعية مثالية من حيث تكامل بنية الأساسية وتقوم خدماته واتساع وتنوع قاعدة المستثمرين.

سادساً/- عززت مؤتمرات سوق دبي المالي للمستثمرين العالميين، التي اعتاد السوق تنظيمها منذ العام 2007 في خطوة ريادية بين أسواق المنطقة، رصيدها الحافل بالنجاحات خلال 2018، فعقب تنظيم السوق لمؤتمر المستثمرين العالميين في نيويورك ولندن، فعقب ذلك نجاحاً لافتاً واستقطب 49 مؤسسة استثمارية عالمية، 28% منها مسجل حضورها الأول في المؤتمر.

سابعاً/- فيما يخص تطوير خدمات وحلول مبتكرة لخدمة كافة فئات المتعاملين في إطار محور " البورصة الذكية " ضمن استراتيجية 2021، أطلق السوق خلال العام 2018 نظاماً إلكترونياً مبتكراً لتوزيع أرباح النقدية للمساهمين، أنجز السوق بنجاح عملية توزيع الأرباح النقدية نيابة عن الشركات المدرجة وذلك في السنة المالية 2017.

المطلب الرابع: أداء بورصة دبي -

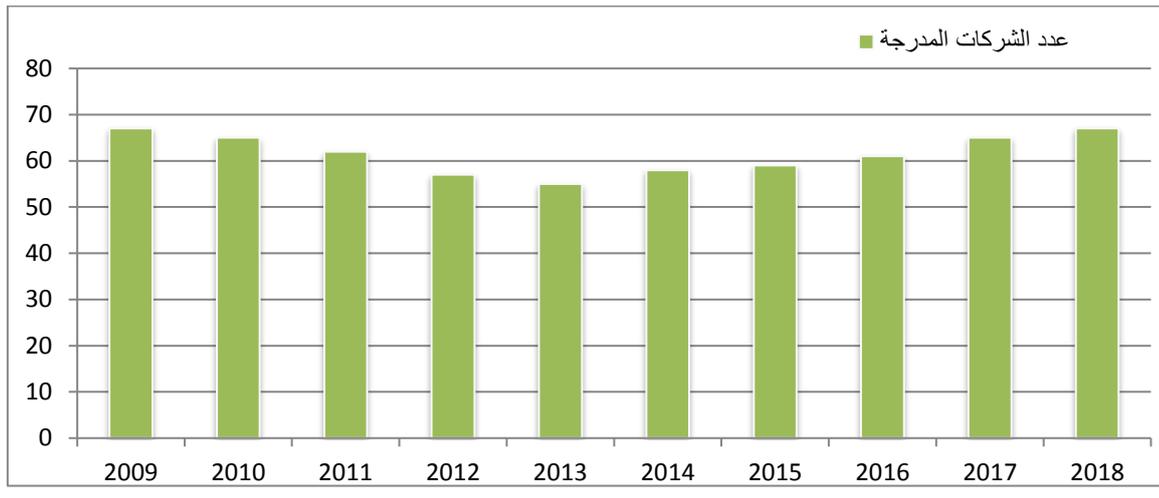
1. عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي:

الجدول رقم (2-13): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة	67	65	62	57	55	58	59	61	65	67

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (2-22): رسم بياني يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (2-13)

من خلال الشكل رقم (2-13) بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي خلال الربع الأخير 67 شركة مدرجة في سنة 2009 ، بعدها عرفت تراجعا تدريجيا لعدد الشركات المدرجة حيث انسحبت شركتين خلال عام 2010، وانسحبت 3 شركات مدرجة في سوق دبي المالي ووصل عددها 57 شركة في نهاية سنة 2012 .

استمر انسحاب الشركات المدرجة إلى غاية سنة 2013 حيث وصل عددها كحد أدنى إلى 55 شركة، حيث تم انسحاب 12 شركة من سنة 2009 إلى 2013 و يعود هذا الانسحاب إلى الأسباب التالية: وهو الحصول على سيولة مالية من مستثمرين، لم تعد موجودة في ظل الهبوط الحاد لقيمة

التداول، و تراجع أداء البورصة الأسباب تتضمن الأوضاع السياسية العالمية والإقليمية وتأثيرها على الانسحابات من البورصة وبشكل اختياري ، وانتشار السلبية في السوق والذي يعاني هو في الأساس من ضعف السيولة وتدني أحجام التداولات

بعد تحسن أوضاع سوق دبي المالي سنة 2013 تم إدراج 3 شركات سنة 2014 ليصل عددها 58 شركة، و ابتداءً من هذه السنة استمر تزايد عدد الشركات حتى سنة 2018 حيث بلغت 67 سيسهم هذا الإدراج في ترسيخ مكانة السوق ،حيث تتطلع هذه الشركات إلى سوق دبي كبورصة جذابة ذات سجل نجاح حافل من حيث الاحترافية العالية واعتماد بنية تنظيمية وتشغيلية رفيعة المستوى، كما أن الإدراج يعكس حرص تلك الشركات على تعزيز نموها من خلال الوصول إلى التمويل اللازم، وتداول الأسهم في سوق دبي.

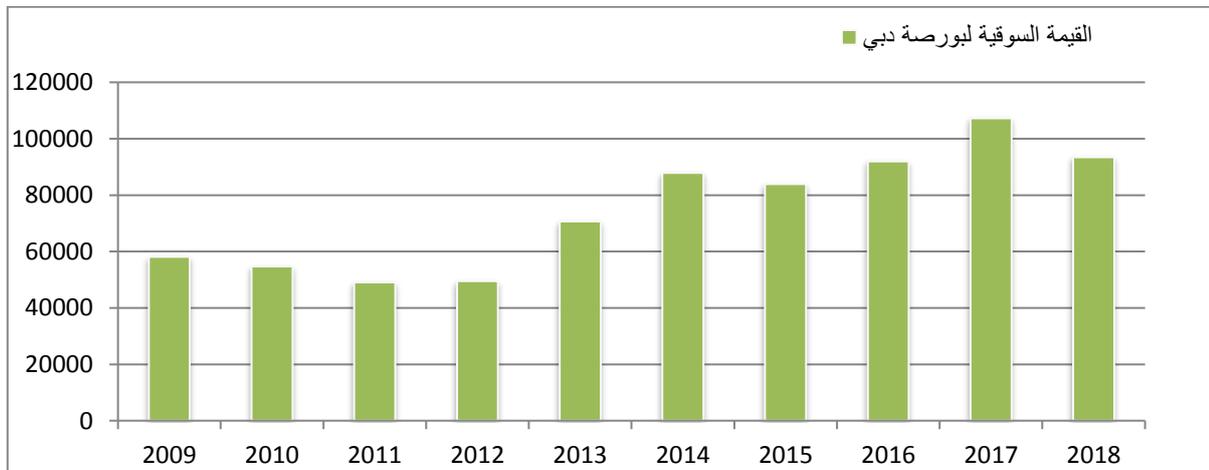
2. القيمة السوقية لبورصة دبي:

الجدول رقم (14-2): تطور القيمة السوقية لبورصة دبي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	58095	54692	49033	49523	70686	87832	83873	91928	107289	93470

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (23-2): رسم بياني يوضح تطور القيمة السوقية لبورصة دبي



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (14-2)



شهدت القيمة السوقية خلال الربع الأخير من 2009 ما قيمته 58095 مليون دولار أمريكي، بعد 2009 عرفت انحدارا تدريجي حتى سنة 2012 بقيمة 9062 مليون دولار أمريكي.

سوق دبي هبط بشكل قوي جدا خلال الأزمة العالمية و ساد الركود في سوق دبي خلال الفترة ما بين سبتمبر 2008 حتى سنة 2012 ، ومن 2013 إلى 2014 ارتفعت القيمة السوقية بـ38799 مليون دولار أمريكي إلى أن وصلت إلى 87832 مليون دولار أمريكي سنة 2014، ويرى عيسى كاظم رئيس مجلس الإدارة، شركة سوق دبي المالي، في الطفرة التي سجلها السوق خلال العام 2013، نقطة انطلاق جديدة، معتبراً أن استعادة السوق لإيقاعه المعتاد من النشاط والحيوية، بمثابة تأكيد على قوة المقومات الأساسية لاقتصادنا الوطني، وجودة وتنوع الفرص التي توفرها الشركات المدرجة في السوق والتي تمثل قطاعات اقتصادية متنامية، حيث قال عيسى كاظم رئيس مجلس الإدارة، شركة سوق دبي المالي إن أداء السوق خلال العام 2013 يعكس اعتراف المستثمرين المحليين والعالميين بالجهود التطويرية العديدة التي قام بها السوق على مدى السنوات الماضية وتكامل البنية التحتية للسوق، مشيراً إلى أن العام 2013 حمل معه العديد من التطورات الإيجابية، التي تبشر بفتح جديد لسوق دبي المالي، ومن بينها عودة السوق إلى بؤرة اهتمام المستثمرين .

وفي ربع الرابع من سنة 2015 انخفضت القيمة السوقية بـ3959 مليون دولار أمريكي، حيث بلغت 83873 مليون دولار متأثراً بعدة عوامل منها انخفاض أسعار النفط.

وفي سنة 2017 ارتفعت القيمة السوقية لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي، إلى حدود حاجز 941 مليار دولار ، لتقترب بذلك من حاجز تريليون دولار.

وأظهر مسح أجرته "الأناضول"، على بورصات الخليج السبعة، أن البورصة السعودية، الأكبر في منطقة الشرق الأوسط، استحوذت على نصيب الأسد إذ بلغت قيمتها السوقية 449.4 مليار دولار، وحلت بورصة قطر في المركز الثاني بقيمة سوقية بلغت 139.8 مليار دولار، وبورصات الخليج السبع هي: بورصة الأسهم السعودية " تداول "، وسوق دبي المالي، وسوق أبوظبي للأوراق المالية، وبورصة قطر، وسوق الكويت للأوراق المالية، وبورصة البحرين، وسوق مسقط للأوراق المالية.

ووفق المسح، جاءت بورصتا الإمارات (أبوظبي ودبي) في المركز الثالث، بقيمة سوقية بلغت 127.2 مليار دولار، تبعتها بورصة الكويت بنحو 93.3 مليار دولار، فيما جاءت البحرين ومسقط في ذيل القائمة بنحو 20 و11 مليار دولار على التوالي.

و في 2018 انخفضت بـ13819 مليون دولار أمريكي إذ انخفضت في سوق دبي المالي أسهم: «شركة الديار للتطوير» بنحو 50.77%، وسهم «شركة إعمار العقارية» بنسبة 34.9%، و«شركة الاتحاد العقارية» بنسبة 28%، و«شركة داماك العقارية» بنسبة 25.4%.

3. حجم التداول في بورصة دبي:

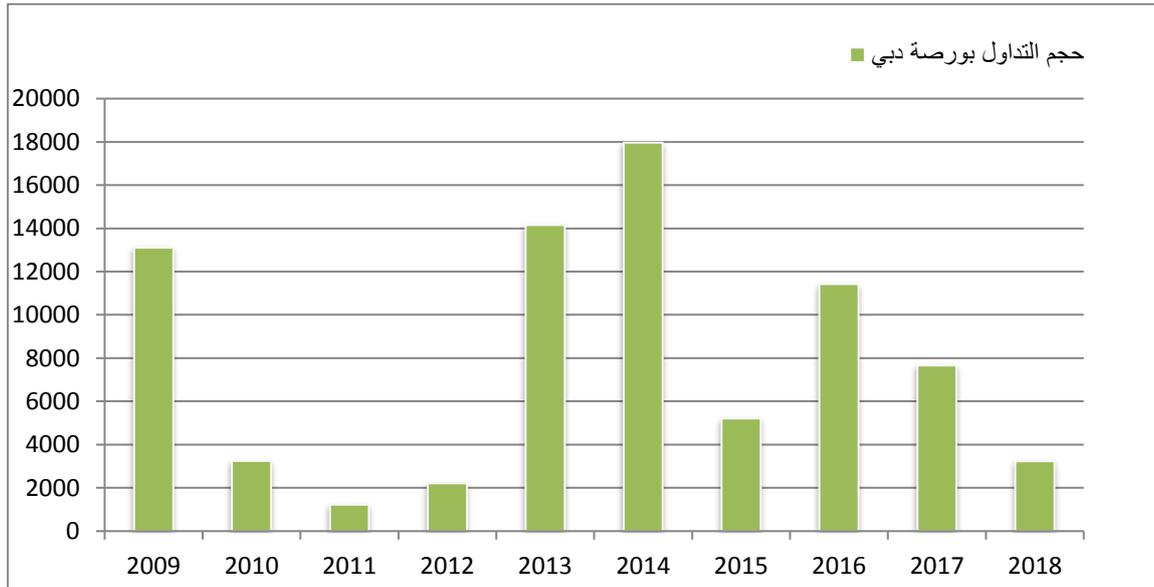
الجدول رقم (15-2): تطور حجم التداول في بورصة دبي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
حجم التداول (مليون دولار أمريكي)	13103	3249	1221	2216	14162	17970	5204	11426	7666	3225

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من

سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (24-2): رسم بياني يوضح تطور حجم التداول في بورصة دبي



المصدر: : من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (15-2)

بلغ حجم التداول في بورصة دبي خلال الربع الأخير لسنة 2009 بـ13103 مليون دولار، وفي سنة 2010 عرف ترجعا حادا بقيمة 9854 مليون دولار ، ووصل انخفاضه سنة 2011 إلى 1221 مليون دولار تأثر السوق بتزايد حدة المخاوف بشأن أزمة الديون السيادية في أوروبا وخفض التصنيفات الائتمانية لتسع بلدان أوروبية، من ضمنها فرنسا، واحتمالات تخلف اليونان عن سداد الديون، الأمر الذي



دفع غالبية الأسواق العالمية، والإقليمية إلى تسجيل تراجعات حادة في ظل حالة لا يقين والخوف من حدوث أزمة اقتصادية عالمية جديدة أكثر قسوة من الأزمة السابقة في عام 2008.

و خلال العام 2013 شهدت بورصة دبي ارتفاعا بقيمة 14162 مليون دولار وواصل ارتفاعه إلى غاية 2014 التي تمثل أعلى قيمة في حجم التداول خلال عشر سنوات الأخيرة بقيمة 17970 وقال جمال عجاج مدير عام مركز الشهران للأسهم والسندات إن التحسن الكبير في أداء سوق دبي خلال 2013، والذي جاء متأخراً خاصة أن الأسواق العالمية الأخرى كانت قد تعافت بشكل أسرع من تبعات الأزمة المالية، من شأنه أن يؤسس لانطلاقة جديدة لنمو السوق خلال الفترة المقبلة، وذلك لأسباب عدة أبرزها أن هذا النمو جاء تدريجياً وليس من خلال قفزات كبيرة، حيث بلغ متوسط النمو الشهري للسوق نحو 9%

إلا أنه تراجع في 2015 بقيمة 12768 مليون دولار، حيث قال جمال عجاج مدير عام مركز الشهران للأسهم، إن السوق تراجع بسبب استمرار غياب محفزات محلية، لافتاً إلى أن الشركات الكبيرة لم تفصح بعد عن نتائجها المالية للربع الثالث، ولا سيما الشركات التي تحظى بحصة رئيسية من أحجام التداول في الأسواق المحلية، ولذا فإنه في ظل غياب المحفزات المحلية للمتعاملين يبقى التردد والحذر السمة الرئيسية للتعامل. وأضاف أن الأسواق المالية المحلية تأثرت تأثيراً محدوداً بتراجع مؤشرات الأسواق الأميركية. وفي سنة 2016 ارتفع حجم التداول إلى 11429 مليون دولار، إلا أنه تراجع بعدها في ثلاث السنوات الأخيرة وتظهر حجم التداول في سوقي دبي، ضعفاً في شهية المستثمرين، حيث تراجعت السيولة الكلية المتداولة إلى 18.5 مليار درهم، التي تدل على ضعف اهتمام المستثمرين بأسواق الأسهم، حيث لا يزال نشاط التداول محدوداً، بسبب تريثهم أو نبذهم للسوق.

وقال وضاح الطه، الخبير المالي، إن سلوك الأسواق المحلية غير منطقي وغير مبرر، وترجع التحليلات وضع السوق الحالي إلى عدد من العوامل الرئيسية، أبرزها العوامل الداخلية التي تنقسم إلى قسمين، وهي عوامل هيكلية مثل هيمنة الأفراد وسلوكهم المضاربي وحالتهم النفسية، فضلاً عن عدم وجود عمق للسوق وضعف عنصر التنويع. ومن العوامل الدخلية أيضاً، النتائج المالية الضعيفة لبعض الشركات، وتوجه البعض لزيادة رأس المال أو إصدارات الصكوك، أما العوامل الخارجية فهي النفط والأسواق العالمية.

4. معدل دوران السهم بورصة دبي:

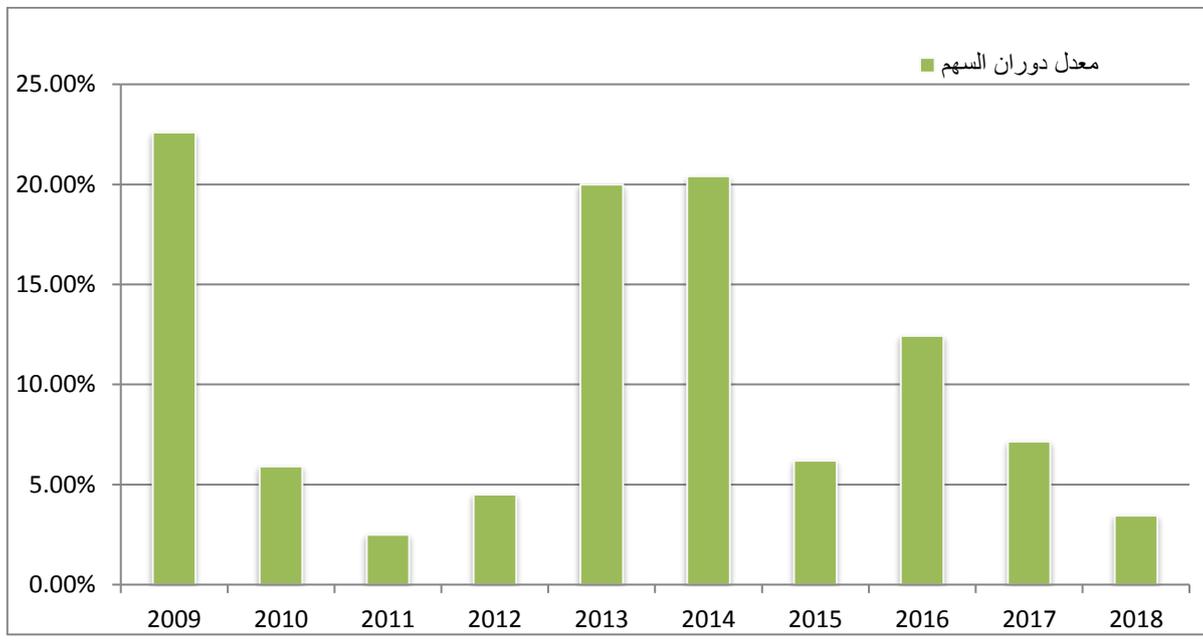
الجدول رقم (16-2): تطور معدل دوران السهم في بورصة دبي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
معدل دوران السهم	22.6%	5.9%	2.5%	4.5%	20%	20.4%	6.2%	12.43%	7.15%	3.45%

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة

2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (25-2): رسم بياني يوضح تطور معدل دوران السهم في بورصة دبي



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (16-2)

عرف معدل دوران السهم نفس التغيرات التي شهدتها حجم التداول حيث بلغ خلال الربع الأخير من 2009 معدل 22.6%، وفي 2010 شهد تراجعاً حاداً بنسبة 16.7% وواصل انخفاضه في عام 2011 إلى 2.5% تأثر السوق بتزايد حدة المخاوف بشأن أزمة الديون السيادية في أوروبا وخفض التصنيفات الائتمانية لتسع بلدان أوروبية، من ضمنها فرنسا، واحتمالات تخلف اليونان عن سداد الديون، الأمر الذي دفع غالبية الأسواق العالمية، والإقليمية إلى تسجيل تراجعاً حاداً في ظل حالة لا يقين والخوف من حدوث أزمة اقتصادية عالمية جديدة أكثر قسوة من الأزمة السابقة في عام 2008.

أظهر تقرير لصندوق النقد العربي سنة 2013 أن سوق دبي المالي أنشط الأسواق المالية العربية على الإطلاق، مشيراً إلى أن معدل دوران الأسهم في السوق بلغ 20% خلال الربع الأخير من سنة 2013 وكشف التقرير عن أن سوق دبي المالي استحوذ منفرداً على 40.7% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية الذي شهد استقراراً مع الميل للارتفاع خلال الربع الأخير من سنة 2014 والتي تمثل أعلى قيمة له خلال عشر سنوات الأخيرة بنسبة 20.46% إلا أنه تراجع في سنة 2015 بنسبة 14.16% مقارنة بالمعدل السابق و 2016 إلى غاية 2018 انخفض بقيمة 8.98% متأثراً بهبوط أسهم العقار والبنوك والاستثمار.

5. مؤشر سوق دبي المالي:

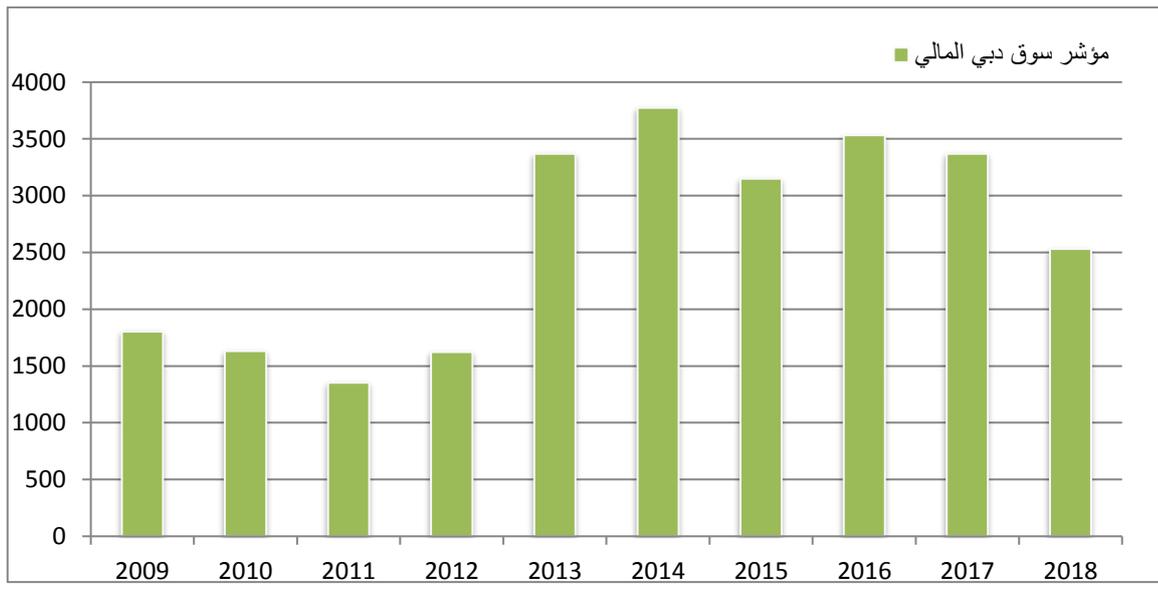
الجدول رقم (2-17): تطور مؤشر سوق دبي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
مؤشر البورصة	1803.6	1630.5	1353.4	1622.5	3369.8	3774	3151	3530.9	3370.1	2529.8

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة

2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (2-26): تطور مؤشر سوق دبي



المصدر: من إعداد الطالبتين استناداً على بيانات الجدول رقم (2-17)

شهد مؤشر بورصة دبي حسب تقرير صندوق النقد الدولي تراجعاً خلال أربعة سنوات الأولى، وفي 2013 حقق أفضل أداء بين البورصات العالمية في 10 أشهر منذ مطلع العام الحالي؛ ليحافظ على ريادته العالمية التي بدأت منذ مطلع العام الماضي أي لمدة تفوق 22 شهراً، ونما مؤشر السوق بما يقرب 35% مرتفعاً إلى 3369.8 نقطة، ويواصل المؤشر انطلاقته الصاروخية التي بدأها في العام 2013، حيث انطلق من مستوى 1622.5 نقطة في نهاية العام 2012 إلى 3369.8 نقطة عند نهاية 2013 ثم ليصل إلى 3774 نقطة بنمو على مدار سنتين فاق 180%، في ما يخص الأداء في هذه الفترة 2012-2014. ومن بين العوامل التي تدعم استمرار الموجة الصعودية للأسهم واختراق المؤشر لمستويات جديدة، في مقدمتها تزايد مستويات ثقة المستثمرين في الأسهم لأعلى مستوياته، وذلك بعد الإعلان عن اتفاقية إعادة تمويل ديون دبي لحكومة أبوظبي والمصرفي المركزي للسنوات الخمس المقبلة، فضلاً عن أجواء التفاؤل التي تسود أوساط المستثمرين بعد إعلان شركة إعمار العقارية عن مقترح توزيع الأرباح السخية للسنة المالية 2013، وفي 2015 انخفض المؤشر بـ 623 نقطة و يرجع ذلك إلى أن أسواق الإمارات تتأثر بعدد من المؤثرات السلبية من بينها انخفاض أسعار النفط، وارتفع في 2016 بـ 379 نقطة، تأثرت مؤشرات الأسواق الخليجية والعربية إيجابياً بالتحسن الكبير في أسعار النفط، بعد نجاح اجتماع أوبك الأخير والاتفاق مع الدول خارج المنظمة في اتخاذ قرارات حاسمة بشأن الإنتاج، واستطاعت أن تغلق تعاملات 2016 وهي رابحة.

كما هوى مؤشر بورصة دبي سنة 2017 و 2018 إلى أدنى مستوى له في ست سنوات بضغط هبوط أسهم العقار والبنوك والاستثمار. وهو أدنى مستوى له منذ النصف الثاني من عام 2013 متأثراً بنزول سهم إعمار أكبر مطور عقاري في الإمارة 1.9%، في حين انخفض سهم "الإمارات دبي الوطني" 1.1%. وسوق دبي منخفضة 24.9% هذا العام لأسباب، منها بواعث القلق حيال القطاع العقاري في دبي والاقتصاد عموماً.

6. نسبة التغير في المؤشر بورصة دبي:

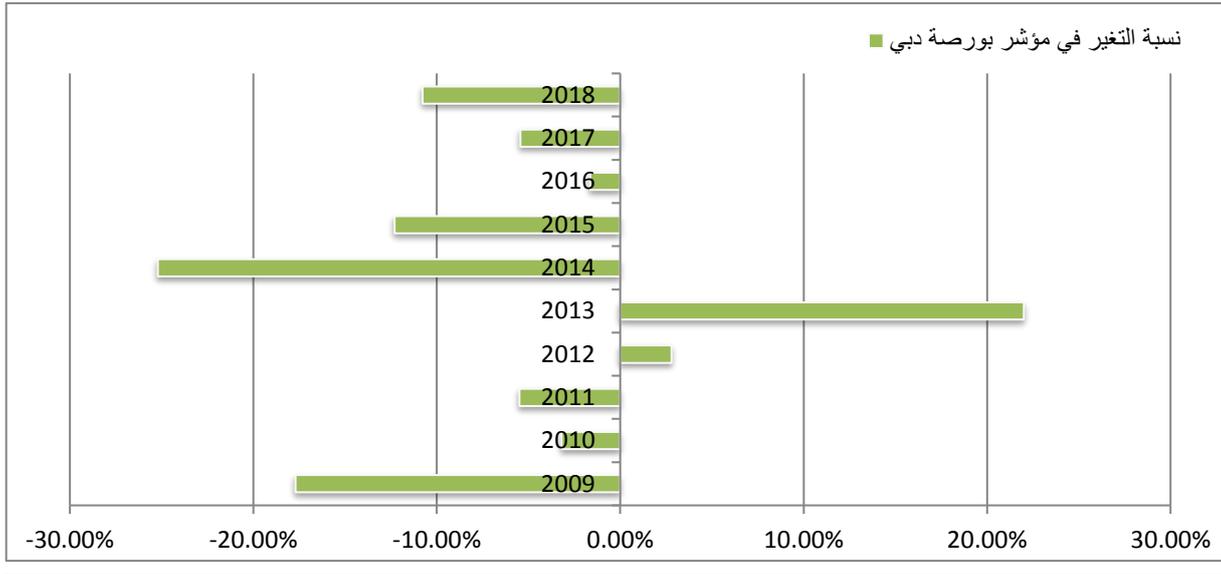
الجدول رقم (18-2): تطور نسبة التغير في المؤشر بورصة دبي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
نسبة التغير في المؤشر	-17.7%	-3.2%	-5.5%	2.8%	22%	-25.2%	-12.3%	1.63%	-5.44%	-10.77%

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة

2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل رقم (2-27): رسم بياني يوضح تطور نسبة التغير في المؤشر بورصة دبي



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم (2-18)

أظهر المؤشر 2009 حسب تقرير صندوق النقد العربي تراجعاً بنسبة 17.7 في المائة في حين كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعاً بلغ نحو 10 في المائة عن عام 2009 ككل ليبلغ بذلك 1803.6 وتأثرت مكاسب مؤشر سوق دبي خلال هذا العام بعدة مؤثرات عالمية و محلية بالإضافة إلى التأثيرات السلبية لأزمة ديون دبي العالمية

انخفض نسبة تغير في المؤشر في الربع الرابع بالنسبة 3.2 في المائة ليصل إلى 1630.5 نقطة في نهاية شهر ديسمبر 2010 فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعاً ملحوظاً عن الربع الثالث بلغ 15.2 في المائة، ثم انخفضت في 2011 بنسبة 5.5 في المائة خلال الربع الرابع وبلغ المؤشر 1353 نقطة فيما كان هذا المؤشر قد سجل انخفاضاً عن الربع السابق بنسبة 5.6 في المائة.

المؤشر ارتفع بنحو 2.8 في المائة خلال هذا الربع الرابع ليصل إلى 1622.5 نقطة في نهاية ديسمبر 2012 ، كما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعاً عن الربع السابق من العام الجاري بنسبة كبيرة بلغت نحو 8.7 في المائة. و استمر

مؤشر سوق دبي المالي، فقد سجل ارتفاعاً بنسبة 22.0 في المائة خلال هذا الربع، وليغلق عند مستوى 3369.8 نقطة في نهاية ديسمبر 2013 ومما هو جدير بالذكر أن النسبة الأكبر من هذه الارتفاعات كانت في شهر ديسمبر. و بنهاية العام 2013، يكون مؤشر سوق دبي قد سجل ارتفاعاً سنوياً بنسبة تزيد قليلاً عن 107 في المائة .



سجل مؤشر سوق دبي المالي انخفاضا كبيرا بلغت نسبته 25.2 في المائة خلال نفس الفترة، وليفقد أكثر من 1250 نقطة و ليبلغ عند مستوى 3774 نقطة بنهاية ديسمبر 2014 وقد تأثرت مؤشرات الأسعار هذه بشكل أساسي بالتراجع الحاد المسجل في مستويات أسعار النفط العالمية خلال الربع الأخير من 2014.

وسجل المؤشر انخفاضا بلغت نسبته 12.3 في المائة خلال نفس الفترة ليفقد بذلك نحو 442 نقطة و ليغلق عند مستوى 3151 نقطة بنهاية ديسمبر 2015. و ارتفاع المؤشر بلغت نسبته 1.6 في المائة خلال نفس الفترة، وليغلق عند نحو 3531 نقطة بنهاية ديسمبر 2016، وانخفض المؤشر بنهاية الربع الرابع من 2017 بنحو 5.4 في المائة خلال نفس الفترة، خاسرا نحو 194 نقطة و ليغلق عند نحو 3370 نقطة بنهاية ديسمبر 2017.

سجل مؤشر سوق دبي المالي تراجعا ملحوظا و نحو 10.8 في المائة خلال نفس الفترة و ليفقد نحو 305 نقطة و ليغلق عند 2530 نقطة بنهاية ديسمبر 2018 حيث خسر مؤشر سوق دبي الرئيس منذ بداية العام الجاري وحتى نهاية جلسة 20 ديسمبر 2018، وفقا لحسابات وكالة "الأناضول" أكثر من 25.5 بالمائة من قيمته، ما يعادل 860 نقطة، ليهوي من مستوى 3370 نقطة وصولا إلى 2529 نقاط. و هذا التراجع جاء تحت ضغط أسهم شركات التطوير العقاري والشركات العقارية.



خلاصة:

خلال ما درسناه في هذا الفصل يتبين أن بورصة الأوراق المالية تلعب دور هام في تحقيق النمو الاقتصادي، فالأسواق المالية تعتبر أحد أهم المراكز الاقتصادية الدولية إلا أنها تعاني من هاجس يطاردها وهو الأزمات المالية حيث أن أبرز مثال على أهمية وتأثير الأسواق المالية في أداء الاقتصاد ككل ما حدث في الأسواق الدولية العالمية حيث تعرضت هذه الدول لأزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أسواقها وتحول هذه الأزمات المالية إلى أزمات اقتصادية إلا أن هناك إجراءات تمكن انتعاشها ليستعيد الاقتصاد حيويته وتتغش الأسواق المالية من وضع خطط استراتيجية وطرح الحلول المناسبة وهذه الاستراتيجيات والانجازات تختلف من بورصة إلى أخرى.

شهدت البورصات العربية (الأردن، مصر، الإمارات)، تراجعاً في أداؤها بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 ، وبدأ تأثيرها بالظهور بشك

ل واضح، إلا أن بورصة عمان تمكنت من تحقيق مؤشرات إيجابية خلال عام 2008 بالرغم تداعيات الأزمة المالية العالمية، ولكن تأثيرها السلبي يظهر بعد عام 2008 حيث تأثر السوق المالي لعمان بتأثر باقي الأسواق المالية واستمرت بالتراجع دون حلول وعلاج.

يتضح تراجع أو تقدم كلا من البورصة المصرية وسوق دبي المالي مرتبط ارتباطاً وثيقاً بالأحداث السياسية والاقتصادية والإقليمية والدولية، فكلما كانت الظروف مستقرة ووازية للاستثمار انعكس ذلك على أداء أسواق الأوراق المالية لذا نجد أن أداء البورصة المصرية وسوق دبي قد ترنح صعوداً وهبوطاً خلال فترة دراسة بعد تأثيرات السلبية للأزمة المالية عام 2008، ووفقاً للظروف والمتغيرات التي شهدتها كلا من مصر ودبي، فنجد مثلاً أن عام 2009 مثلاً تحدياً هاماً للأسواق استهلكت العام بمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية واختتمت بتفجر أزمة دبي العالمية، إلا أن غالبية الأسواق استطاعت أن تمتص تلك الأزمات وأن تعوض جزءاً من خسائرها وقد تصدرت البورصة المصرية قائمة الارتفاعات بنحو 35% وجاءت بورصة دبي بارتفاع قدره 10%.

واستناداً على الدراسة السابقة سنتطرق إلى الفصل الثالث باستخدام بورصة مصر وبورصة الإمارات كنموذج لتفعيل بورصة الجزائر.

الفصل الثالث:

استراتيجيات تفعيل بورصة

الجزائر بالاعتماد على النماذج

السابقة

**تمهيد:**

عرفت الجزائر تحولات هامة بغرض معالجة و تدارك الوضعية الحالية من هيمنة القطاع العام وتذبذب وتيرة النمو الاقتصادي و التبعية للخارج فسارعت بالإصلاحات لتحرير الاقتصاد و تهيئة المحيط ورغبة منها في ربح الوقت رأت السلطات العمومية أنه من المفيد توفير آلية ذات فعالية بالنسبة لنظام اقتصاد السوق، وهذا ما حدث فعلا وذلك بإنشاء بورصة الجزائر، إذ أن البورصة تعتبر أداة فعالة ومكان لالتقاء قوى الاستثمار المختلفة و لها دور فعال في توجيه الاقتصاد وتنشيطه إذ يتم إعطائه قوة دفع أكبر وشمولية أعم وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري. ولقد انطلقت بورصة الجزائر بموجب مرسوم تشريعي سنة 1993 وبدأ التداول فيها سنة 1999 وكان من أهم أهداف إنشاء بورصة الجزائر خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة بعد فتح المجال للقطاع الخاص.

المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقاً لرأس المال كمصدر إضافي للتمويل، وهذا السوق بمثابة مركز اقتصادي غائب عن السوق المالي منذ الاستقلال بسبب النظام الاقتصادي المركزي المتبع من طرف الدولة، لم تبدو ملامح هذا السوق إلا بعد الإصلاحات التي شرعت فيه سنة 1988.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر و مراحلها.

الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر

تم تأسيس بورصة الجزائر في 9 ديسمبر 1990 برأسمال اجتماعي قدره 230000.00 دج تحت اسم " شركة القيم المنقولة SVM " وهذا استناداً للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 وسميت شركة القيم المنقولة تحاشياً لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال هذا من جهة و من جهة أخرى انعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البوصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات كما أنّ مراحل إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة بدأت نشاطها بموجب مرسوم تأسيسي للجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في: 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000 حيث تعرفها المادة 01 كما يلي: تعدّ بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة للأخريين من القانون العام و الشركات ذات الأسهم"

الفرع الثاني: مراحل نشأة بورصة الجزائر

المرحلة 1 (1990-1992): تميزت بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM و إصدار ثلاث مراسيم تتعلق بالبورصة:

- المرسوم التنفيذي 91-169 في 28/5/1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 170-91 في 28 ماي 1991 حدد 10 أنواع من القيم المنقولة أشكالها شروط إصدارها و طرق ذلك : تداولها و تحويلها.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 في 28 ماي 1991 يتعلق بلجنة البورصة.

المرحلة 2 (1992-1993): واجهت شركة القيم المنقولة صعوبات تتعلق بمهمتها ووظيفتها و قد تم رفع رأسمالها من 320000.00 دج إلى 9320000 دج و صدر:

- المرسوم رقم 93-08 (1993/04/25) المكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.
- المرسوم 93-10 (1993/05/03) حدد المحاور الكبرى لسير قيم المنقولة في الجزائر، الوساطة ، لجنة تنظيم و متابعة عمليات البورصة COSOB و لجنة تسيير بورصة القيم SGBV .

المرحلة 3 (1993-1995): تم إصدار نصين تشريعيين: المرسوم رقم 94-175 (13/06/1994) كأداة جديدة لتنظيم و تمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال و تمويل الاستثمار و برامج التنمية وكان الافتتاح الرسمي و الفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 ولها مكان مادي "مقر" بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.

المطلب الثاني: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين¹.

الفرع الأول: سوق سندات رأس المال

تتكون سوق سندات رأس المال من:

1- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة

السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات.
- أن - سي ا- رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء

هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

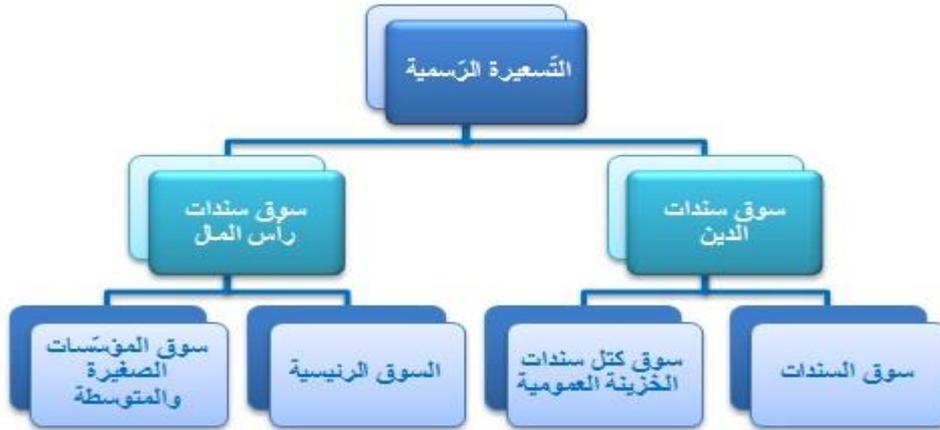
ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم. AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

¹ المصدر: بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني WWW.SGBV.DZ تاريخ الاطلاع 23 ماي 2019

الفرع الثاني: سوق سندات الدين

تتكون سوق سندات الدين من:

- 1- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.
 - 2- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع. ويمثل الشكل رقم (3-1) البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:
- الشكل رقم (3-1): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



المصدر: بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني WWW.SGBV.DZ تاريخ الاطلاع 23 ماي 2019

المطلب الثالث: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تتمثل الهيئات السوق المالي الجزائري فيما يلي:

الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة COSOB.

نصبت رسمياً هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضائها في 1995/12/27 وهذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بغية حماية المستثمرين والسهر على السير الجيد وعلى شفافية السوق، وقد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذلك.

وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي:¹

أ- السلطة التنظيمية والقانونية:

وتعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم وسير سوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة، حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلق بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية وتنتشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة.

حيث أن المضاربات للوسطاء تغط المستثمرين، حيث أي معلومات خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها بهدف التأثير على اتجاهات السوق، وتسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق والمراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين.

ب- سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالإطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة والضمان لتنفيذ الأحكام التشريعية وذلك من أجل التأكد من ما يلي:

- إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة؛
- امتثال الشركات التي تقوم المصدرة لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛
- التأكد من التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل؛
- بإمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة لحسابات المؤسسة؛
- تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج.

وللجنة الصلاحيات والحق في القيام بهذه التحقيقات.

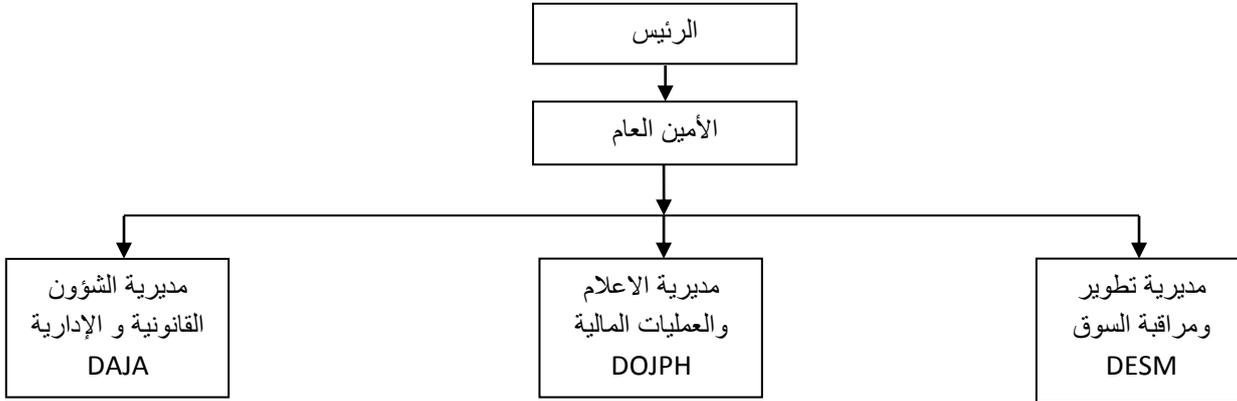
ت- السلطة التأديبية والتحكيمية:

عندما يحدث أي عمل مخالف القانون أو الإجراءات التشريعية والتنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين، فيطلب وضع حد للمخالفات ولهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى، وتعاقب المخالفات في إطار صلاحياتها وتأسس كطرف مدني، أما العدالة فهي تمارس هذه السلطة عند إخلال الوسطاء في عمليات البورصة بالعمليات المهنية والأخلاقية، أو المخالفات لإجراءات قانونية والتنظيمية، وتمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل النزاعات الناشئة بين الوسطاء أنفسهم، بين الوسطاء والزبائن، أو بين الوسطاء وبين هيئات المراقبة أو الإدارة... الخ.

¹ - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الموقع الإلكتروني WWW.COSOB.ORG تاريخ الاطلاع 2019-05-23.

وخلاصة القول أن لهذه اللجنة السلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، تعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم.¹

الشكل رقم (2-3) : الهيكل التنظيمي ل COSOB.



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الموقع الإلكتروني WWW.COSOB.ORG تاريخ الاطلاع 2019-05-23.

الفرع الثاني: شركة إدارة بورصة القيم SGBV

عملت شركة إدارة البورصة القيم منذ إنشائها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية، لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها، وتأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها المكون من 24 مليون دج.

فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة IOB، وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة COSOB، وتقوم أساسا بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في:²

- دعم الاقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم.
- القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة.

1 - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الموقع الإلكتروني WWW.COSOB.ORG تاريخ الاطلاع 2019-05-23.
2 - بمقتضى المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 03-97 المؤرخ في 1997/11/18.

- بالإضافة إلى مهام أخرى ل SGBV تحت إشراف COSOB متمثلة في ما يلي:
- التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
 - التنظيم الناتج لحصص البورصة وتنظيم وتسيير نظام التداول والتسعيرة.
 - نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.
- الشكل رقم (3-3): الهيكل التنظيمي ل SGBV.



المصدر: بورصة القيم المنقولة SGBV <http://www.sgbv.dz/ar/> تاريخ الاطلاع: 2019/05/09.

الفرع الثالث: الوسطاء في عمليات البورصة IOB

لإرسال أمر إلى البورصة يجب الاتصال حتماً بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم ومراقبة البورصة COSOB حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها، حيث ينحصر عمله في بيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه.¹ ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماس 1993 مهامه فيما يلي:

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه.

¹ - بمقتضى المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997.

- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية.
- القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.
- شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:**

وتتمثل في:¹

- السن 25 سنة عند تقديم الطلب.
 - أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
 - تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة.
 - أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين.
 - توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط.
 - أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة ب 500000 دج.
 - أن يقدم طلب اعتماد لدى COSOB.
- شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط:** وتتمثل في:²

- امتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري.
- امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن.
- مقر الشركة أن يكون بالجزائر.
- أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل.
- إيداع طلب عند COSOB.

أنواع الوسطاء الماليين:

- أ- **تقسيم عام:** يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم عام إلى:³
- الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود:** وهو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها:

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل.
- القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة.
- كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة.

¹ بورصة القيم المنقولة SGBV http://www.sgbv.dz/ar/ تاريخ الاطلاع: 2019/05/09.

² - نفس المرجع.

³ - المادة 2 ، من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة، رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03.

الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود: وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصنفي.

ب- تقسيم خاص: يقسم الوسطاء الماليون حسب تقسيم خاص إلى:¹

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء و نميز بين الوسطاء التاليين:

- **Broker وسيط:** هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددها COSOB.
- **Dealer تاجر:** وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء ويشترى ويبيع لحسابه الخاص، ويتلقى كمقابل فرق الأسعار عوض العمولة و لقد حددت COSOB نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة .
- **Jobber العميل:** يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط.

الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر²:

يتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك CNEP-Banque، والقرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El djazair، Société Générale Algérie وشركة خاصة Tell Markets.

الفرع الرابع : المؤتمر المركزي

تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية³:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين.
- مركزية حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين.

¹ منشورات شركة إدارة بورصة القيم، SGBV، 2008.

² بورصة القيم المنقولة SGBV http://www.sgbv.dz/ar/ تاريخ الاطلاع: 2019/05/09.

³ نفس المرجع السابق.



- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...).
- التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

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

المطلب الرابع: الإدراج في بورصة الجزائر (الشروط والعمليات)

الفرع الأول: الشروط الإدراج في بورصة الجزائر¹

أولاً- السوق الرسمي

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA).
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.

¹ بورصة القيم المنقولة SGBV http://www.sgbv.dz/ar/ تاريخ الاطلاع: 2019/05/09.

- و أن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكبّل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج .
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ثانياً/- سوق السندات

- تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.
- باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) وذلك يوم الإدراج .

ثالثاً/- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة

- تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و عادة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:
- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة".
 - تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.
 - تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط.

وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار، ولا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

الفرع الثاني: عملية الإدراج في البورصة الجزائرية¹

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي: مرحلة ما قبل الإدراج؛ مرحلة الإدراج؛ مرحلة ما بعد الإدراج.

أولاً/ - مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبناها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

¹ بورصة القيم المنقولة SGBV http://www.sgbv.dz/ar/ تاريخ الاطلاع: 2019/05/09.

اختيار الوسيط في عمليات البورصة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛
- مشروع المذكرة الإعلامية؛
- مشروع الدليل؛
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
- معلومات عن التمويل؛
- معلومات اقتصادية ومالية؛
- الوثائق القانونية؛
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم .
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها
- تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.
- الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

- **حملة التسويق:** سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.
 - **بيع السندات:** يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.
 - **كشف النتائج:** في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة .
 - **تسوية العملية:** يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.
- ثانياً: مرحلة الإدراج:** وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة، تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.
- كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ثالثاً: مرحلة ما بعد الإدراج:** هذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق .
- **عقد السيولة:** يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها .
 - **نشر المعلومات:** ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزَمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات. يتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

المبحث الثاني: تحليل الوضع العام لبورصة الجزائر خلال الفترة 2009 - 2018

تلعب السوق المالية دورا هاما في عمليات التنمية الاقتصادية في الجزائر، حيث تعد قناة قادرة على جذب وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو تمويل المؤسسات الاقتصادية وبالتالي فهي تعتبر بالنسبة لها مصدر هام للتمويل الطويل والمتوسط، كما تبقى المؤسسات المقيدة في السوق المحافظة على حسن أدائها الاقتصادي و على تحقيق النتائج المالية و الاقتصادية.

المطلب الأول: القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر

القيم المنقولة هي أدوات ملكية أو دين أسهم و سندات صادرة من أشخاص معنويون عن القطاع العام أو الخاص بغية جلب المال لتمويل الأعمال . و تمثل تلك الأدوات وسيلة الاستثماري بيد حاملها عند تداولها بالسوق الثانوي بانقالها بين العديد من المستثمرين¹.

حيث يمكن إصدار هذه القيم من شركات المساهمة التي تستوفي عددا معينا من الشروط المحددة في القانون التجاري، هدفها هو تقديم أقصى قدر من الضمانات و الشفافية المالية في هذه القيم المنقولة وتمكين الجماعات المحلية أو الهيئات العمومية التي تتمتع بضمانات من الدولة أن تصدر أيضا قيما منقولة ولاسيما منها سندات الدين قصد تمويل مشاريع كبرى مثل الطرق السريعة، و السدود.. الخ.

توفر بورصة الجزائر قيما متنوعة معروضة للتداول والاستثمار فيها وتتمثل هذه القيم في الأوراق المالية التالية:

أولا/ - الأسهم: لقد حدد القانون التجاري لسنة 1993 أصنافا مختلفة من الأسهم، يمكن تداولها في بورصة الجزائر وهي:

- **الأسهم العادية:** وهي صكوك يتسلمها المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية لسهمه ويشترط لإعطاء هذه الأسهم ، أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة.
- **العائد على السهم:** و يكون عند تحقيق المؤسسة مصدرة السهم ربحا يحصل المستثمر حامل السهم علما جزء من ذلك الربح عند توزيعه سنويا وذلك حسب حصته في رأس المال (مساهمتها) وعند الخسارة لا تأتي له ذلك.
- **خطر حيازة السهم:** من متوسط إلى مرتفع جدا فيتم تقييمه حسب حجم المؤسسة وتنافسيتها والأرباح التي تجنيها و استقرارها المالي.

¹ - مطبوعة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها دليل القيم المنقولة الجزائر أوت 2004 من ص3 إلى ص 14.

ثانيا/ - **السندات:** ارتأت مؤسسات اقتصادية أخرى عدم فتح رأس مالها في البورصة الجزائري لمشاركة الآخرين في الملكية وضع القرار بها فعمدت إلى إصدار سندات دين تحمل فوائد لأصحابها وتكون محل التداول بين المستثمرين المهتمين بسوق السندات بالبورصة.

وهي أوراق مالية افتراضية تمثل قيمة معينة من رأس المال أو المبلغ الأصلي قابلة للتسديد في مدة معينة و بفائدة معلومة و بشروط محددة و هناك عدة أنواع من بينها:¹

- **السندات ذات النسبة الثابتة :** هي سندات دين تصدرها المؤسسات الاقتصادية أو الحكومية في البورصة الجزائرية تتعهد بدفع عائد ثابت طوال مدة الاقتراض و بسداد رأس المال المقترض في أجل مسمى حسب الكيفيات المنصوص عليها في عقد الإصدار.
- **العائد بعد حيازتها :** للسندات ذات النسبة الثانية عائد ثابت (مستقر) للمستثمر حملها حيث يمكن أن يتجاوز هذا العائد ما يدره التوظيف البنكي.
- **الخطر من حيازتها :** يكون الخطر من حيازة المستثمر للسندات ذات النسبة الثابتة من ضعيف إلى مرتفع بناء على قدرة المصدر على التسديد (و الخطر الأكبر يكون في حالة عسر التسديد) وكذا عند ارتفاع معدلات الفائدة ما يخفض سعر هذا السند.
- **السندات ذات النسب المتغيرة:** هي سندات تتغير نسبة مكافأتها من سنة إلى أخرى بحسب المؤشر المرجعي، بغية تقادي مخاطر أو تقلبات في أسعار البورصة المترتبة على التغيرات في نسبتها.

عائد السند: ترتبط مكافأته بنسب التوظيف المطبقة بالسوق.

الخطر من حيازتها: يرتبط هذا الخطر في عدم إمكانية السداد لمصدرها أو إفلاسه .

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هي سندات التي يكون لصاحبها إمكانية و ليس إلزامية استبدالها بسندات الملكية المتمثلة في أسهم المصدر نفسه.

عوائدها: لها نسبة فائدة ثابتة باعتبارها سند.

مخاطرها: تحتوي هذه السندات نفس خطر السهم باعتبارها قابلة للتحويل إليه بينما لا تتأثر إلا قليلا بأسعار الفائدة السائدة في السوق.

¹ - عادل مزيان " الاستثمار في سوق الأوراق المالية " ، مذكرة ماجستير، سيدي بلعباس ، 2013-2014، ص 104 ص 109 .

- **سندات ذات أذونات اكتتاب بالأسهم:** هو سند عادي ذو نسبة ثابتة ، يتصل به أذن أو أكثر و تخول هذه الأذونات الحق في اكتتاب أسهم جديدة تصدرها الشركة ، وفق شروط وأجال يحددها عقد الإصدار.

عوائدها: باعتبارها سندات ذات نسبة ثابتة فإنها لها فائدة فضلا عن ربح رأس مالي عند بيعها.

مخاطرها: عند فك الربط بين السند والأذن فإنه يتعرض لنفس الخطر الذي يعترض السندات ذات النسبة الثابتة، أما عملية حمل الأذن فتكون في شكل مضاربة فيشهد تغير.

ثالثا: قيم منقولة أخرى:

1. **أذونات الاكتتاب أو سندات الاكتتاب:** وهي أوراق تسمح بشراء أسهم بسعر محدد مسبقا وطوال مدة محدودة و تمثل سندات الاكتتاب قيما منقولة للتوظيف تصدرها الشركات أثناء عمليات مالية (الزيادة في رأس المال) وتترتب عليها نشأة أسهم جديدة يمكن فصل أذونات الاكتتاب عن الأسهم وتداولها منفصلة في البورصة.

2. **حقوق الاكتتاب:** وهي مزايا تمنح للمساهمين العاديين بتمكينهم من شراء أسهم إضافية مباشرة من الشركة المصدرة بسعر محدد وطوال مدة محددة وتصدر هذه الحقوق بعدد يتناسب وعدد الأسهم التي بحوزتها كل مساهم.

3. **شهادات الاستثمار:** وهي قيم منقولة تشبه الأسهم من دون حق في التصويت وتنتج عن تقسيم سهم عادي إلى قسمين متميزين وهما شهادة الاستثمار والحق في التصويت ولا يمكن لحامل شهادة الاستثمار المشاركة في الجمعيات العامة و التصويت فيها. و لكنه سيستفيد من الحقوق المالية المتصلة بالأسهم الحق في الأرباح في الإعلام في الاكتتاب في حالة الزيادة في رأس المال والحق مما تبقى من التصفية.

شهادات الحق في التصويت: تصدر شهادات الحق في التصويت (الاسمية وجوبا) على غرار شهادات الاستثمار بمناسبة الزيادة في رأس المال أو عند تجزئة الأسهم الموجودة وتمثل الحقوق غير المالية المتصلة بالأسهم و تصدر بعدد المساوي لعدد شهادات الاستثمار.

صناديق الاستثمار: لا تعرف بورصة الجزائر سوى شركة استثمار ذات رأس مالي متغير واحد وهي شركة سليم التي تم اعتمادها سنة 1998 إلا أنها لم تفتح على الجمهور إلا في سنة 2006 وعليه يتبين لنا أنه لا يقبل في بورصة الجزائر حاليا سوى صنفان من الأوراق المالية في جدول التسعيرة وهما الأسهم العادية المصدرة من طرف الشركات ذات الأسهم والسندات العادية على الرغم من أن المشرع قد سمح بإصدار عدة أنواع منها وهي الأسهم العادية، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة في الحق في

التصويت، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت شهادة الاستثمار مع الحق في التصويت، شهادة الاستثمار دون الحق في التصويت، سندات المراقبة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم، السندات العادية، سندات المساهمة.

المطلب الثاني: أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2009-2018

1- عدد الشركات المدرجة:

الجدول رقم (1-3): تطور عدد الشركات المدرجة بورصة الجزائر

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنوات
02	02	02	02	02	02	02	02	02	02	عدد الشركات المدرجة

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

وصف تقرير نشرته وكالة الأنباء التركية «الأناضول» مؤخرًا، البورصة الجزائرية أنها بمثابة «جسد بلا روح»، وقال التقرير إن نشاط البورصة اقتصر مؤخرًا على عمليات اكتتاب محدودة لبعض الشركات الجزائرية، بواقع شركتين حكوميتين وثلاث شركات خاصة موزعة على قطاعات صناعة الأدوية، والفنادق، والتأمينات، والصناعات الغذائية، والعصائر، فيما تنتظر البورصة إدراج سبع مؤسسات أخرى منذ 2013.

صنف تقرير لصندوق النقد العربي صدر في 2015 بورصة الجزائر ضمن الأضعف عربيًا، بالنظر إلى عدد الشركات المدرجة فيها، وأيضًا حجم التداول اليومي للأسهم والسندات، إذ أوضح حينها أستاذ الاقتصاد بجامعة البليدة " فارس مسدور " أن الجزائر لا تمتلك منظومة صناعية، ولا تجارية، تسمح بممارسة النشاط البورصي، بالإضافة إلى أن « ثقافة البورصة في العقلية الاستثمارية الجزائرية لم تترسخ بعد، نتيجة ضعف من الدولة التي لم تمكن المجتمع من دخول هذه المنظومة المالية الجديدة ».

ويرى " مسدور " أن طبيعة المؤسسات التي تتميز بالطابع العائلي هو الأمر الذي أعاق تطور هذه الشركات إلى شركات اقتصادية تخضع لمعايير السوق، كما أن منطق رجل الأعمال الجزائري هو منطق التاجر التقليدي، الذي لا يعتمد على الأدوات الحديثة في تطوير مؤسسته".

كما تعتبر البورصة مفهوم دخيل على المجتمع الجزائري، وهي كمؤسسة مالية غير واضحة المعالم بالنسبة للغالبية العظمى من الجزائريين، إذ لا يدركون كيف يتم التعامل فيها، وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها، وما هي خصائص و مزايا كل أداة، هذا بالنسبة للأفراد. و إذا ما رجعنا إلى المؤسسات الجزائرية فنجدها غائبة تماما عن البورصة، فنجد معظم هذه المؤسسات لا تمتلك من الخصائص والميزات التي تؤهلها للدخول إلى البورصة، و حتى تلك التي تمتلك بعض الخصائص التي تساعد على الدخول إلى البورصة تكون ملك لعائلة، فتجدهم يمتنعون عن فتح رأسمالها لمساهمين من خارج العائلة. هذا من جهة. و من جهة ثانية لا يمكننا إنشاء بورصة تحركها المؤسسات العمومية فقط، وإلا فما الهدف من إنشائها، كما أن البورصة لا يمكن أن تنمو وتتطور دون مؤسسات خاصة. إذ تعتبر البورصة وسيلة لتحقيق الخصوصية، هذه الأخيرة التي تلعب دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية، كما أن البورصة تعد وسيلة أساسية لتمويل الجهاز الإنتاجي.

بينما أكد المدير العام لبورصة الجزائر بأن % 85 من الشركات الخاصة في الجزائر لا يسمح لها إطارها القانوني ونمط تسييرها بإدراجها في البورصة، مضيفا بأن قوة البورصة من قوة الشركات، وبأن هناك وعيا بأهمية سوق البورصة لتفعيل الاقتصاد الوطني و كشف من جانب آخر عن وجود برنامج هام يخص تحديث البورصة من خلال تحسين شروط التداول والرفع من سيولة القيم بالإضافة إلى وضع صندوق لضمان الاستثمار وآخر لضمان استقرار السوق.

وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل.

انطلاقا من ذلك وإذا أردنا قياس مدى اتساع حجم السوق ، بالاعتماد على عدد الشركات المسجلة، من أجل الحكم على كفاءته، يمكننا القول أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق رأس المال فهي لم تقترب حتى من أصغر سوق من أسواق رأس المال العربية، فأين نحن من كفاءة سوق رأس المال.

2- القيمة السوقية لبورصة الجزائر

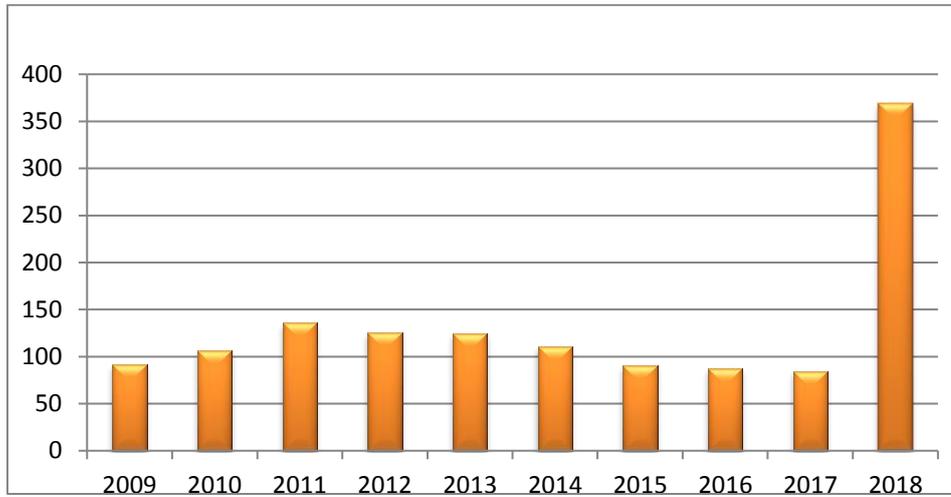
الجدول رقم (2-3): تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر :

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	91.1	106.1	135.6	125.9	124.7	110.7	90.6	88	84.6	369.4

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من

سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل (3-4): رسم بياني يوضح القيمة السوقية في بورصة الجزائر خلال فترة 2009-2018



المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على معطيات الجدول رقم: (2-3)

أن رأس المال السوقي عرف انخفاضات في أغلب سنوات الدراسة، ما عدا الزيادة الوحيدة المسجلة سنة 2018 هذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، كما يعكس عجز بورصة الجزائر على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات، وعجزها عن زيادة الإصدارات الجديدة، كم أنها لا تساهم في تنويع المخاطر. هذا من جهة و من جهة أخرى فان تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية. و عليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا، كما أن اتجاه تطور البورصة سلبي في أغلب السنوات.

إن قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية للمؤسسات المدرجة فيها، وإذا ما رجعنا إلى بورصة الجزائر يتضح أنها أصغر بورصة سواء بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المسجلة أو بالنسبة لباقي المؤشرات، إذ سجلنا ثلاثة شركات و هي شركة الأوراسي، صيدال، رياض سطيف.

3- حجم التداول بورصة الجزائر

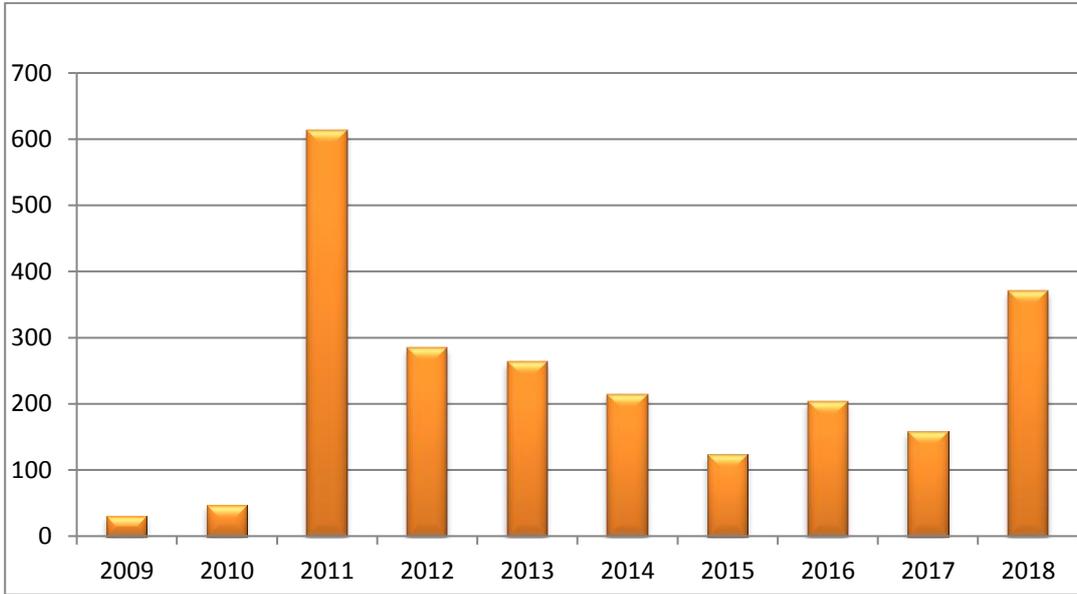
الجدول (3-3): تطور حجم التداول بورصة الجزائر

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
حجم التداول (مليون دولار أمريكي)	30.2	46.1	613	284.9	263.4	214.5	123.7	203.3	158.5	370.4

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من

سنة 2009 حتى 2018.

الشكل (5-3): رسم بياني يوضح حجم التداول في بورصة الجزائر خلال فترة 2009-2018



المصدر من إعداد الطالبتين استنادا على الجدول (3-3)

حسب تقرير صندوق النقد العربي للربع الرابع لسنة 2009 بلغ حجم التداول لبورصة الجزائر 30.2 مليون دولار امريكي وهو يمثل ادنى حجم تداول، وارجع ذلك الى صغر أحجام التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي الأسواق المالية العربية إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة، وكذلك إلى تدني عدد أيام التداول والتي تقتصر على يومي تداول في الأسبوع فقط، وفي بعض الأحيان يكون حجم التداول معدوماً، وهذا راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الاستثمار والادخار في الجزائر . حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أماناً وأقل مخاطرة، كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير...الخ.

كما عرف حجم التداول تراجع عدد الصفقات المبرمة بالرغم من إدراج شركة ذات أسهم بيوفارم 2016، و أن سي أ رويبة سنة 2013 وأليانس للتأمينات سنة 2011 ، و خلال الفترة 2009-2018 كفترة قبل بداية أزمة المالية في الجزائر وكذلك في عمق الأزمة، وما نستطيع ملاحظته هو تراجع حجم الصفقات وهذا لعزوف الشركات الاستثمار في هذه السوق وهذا السبب الذي أدى إلى انتعاش السوق الموازية.

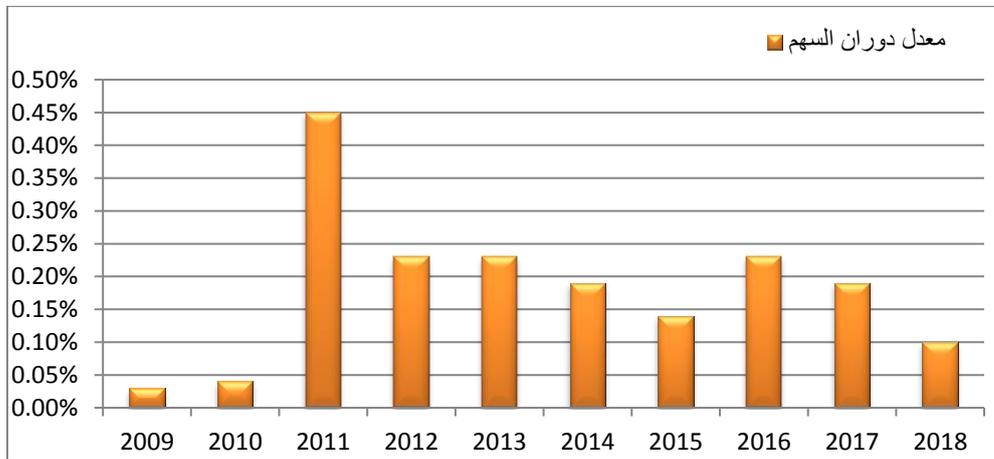
4- معدل دوران السهم بورصة الجزائر

الجدول رقم (4-3): تطور معدل دوران السهم بورصة الجزائر

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
معدل دوران السهم	0.03	0.04	0.45	0.23	0.21	0.19	0.14	0.23	0.19	0.10

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2018، الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الشكل (6-3): رسم بياني يوضح معدل دوران في بورصة الجزائر خلال فترة 2009-2018



المصدر: من إعداد طالبتين استنادا على معطيات الجدول رقم (4-3).

بالنسبة لمعدل الدوران هو الآخر نجدة متذبذب و ضعيف و هو الآخر يضعف من أداء البورصة فلو كان المعدل مرتفعا على الرغم من حجم الرسملة القليلة لكان لذلك الدور الإيجابي في زيادة الدور الذي تساهم به البورصة في إنعاش و دعم الاقتصاد الوطني . نلاحظ أنه انخفض سنة 2009 بنسبة 0.03 غير أنه سجل أعلى قيمة له سنة 2011 بنسبة 0.45 وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، وهو ما يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير، وهي تعد أقل نسبة مقارنة مع أسواق رأس المال العربية، فما بالك بالأسواق العالمية، وهو الأمر الذي يجعلنا بعيدين جدا عن كفاءة سوق رأس المال.

5- مؤشر البورصة الجزائرية ونسبة التغير في المؤشر:

فيما يخص مؤشر بورصة الجزائر و نسبة التغير في البورصة لم يتم التطرق إليهما خلافا لباقي الأسواق رأس المال محل الدراسة، وسبب راجع إلى عدم توفير صندوق النقد العربي للمعلومات عن مؤشر البورصة الجزائرية و نسبة التغير في المؤشر.

إذن من خلال ما سبق ذكره من تحليل المؤشرات الخاصة بقياس درجة تطور السوق المالي، نجد بأن البورصة الجزائرية مازالت بعيدة عن التطلعات والأهداف المرجوة، حيث أنها لا تكاد تحظى بمؤشر واحد فقط يكون في المستوى المطلوب وهذا ما يبين ضعف السوق المالي الجزائري في جذب المدخرات للقيام بالعملية المعاكسة ألا وهي عملية تمويل الاقتصاد الوطني، وهذا يضعف من قدرتها على دعم التنمية الاقتصادية بصفة عامة .

بينما يرى المدير العام لبورصة الجزائر، يزيد بن موهوب، أن بورصة بلاده لم يكن لها فرصة للعب دورها كما يجب، باعتبارها فاعلاً أساسياً في تمويل اقتصاد البلاد لثلاثة أسباب رئيسية، أبرزها غياب الوعي والثقافة بأهميتها لدى جميع الجزائريين، سواء المواطنين أو رؤساء المؤسسات والشركات، بالإضافة إلى أن الوقت الذي تأسست فيه البورصة خلال فترة صعبة من تاريخ الجزائر (سنوات التسعينات)، ولم تكن حينها الشروط متوفرة لبروز ونجاح هذا النوع من المؤسسات المالية المعنية بأسواق الأسهم، والسبب الثالث هو أن أصحاب رؤوس الأموال يتوجهون للبنوك عوضاً عن البورصة.

المطلب الثالث: دراسة مقارنة بين بورصة الإمارات و الأردن و مصر و الجزائر

أولاً: دراسة مقارنة لأهم مميزات البورصات العربية محل الدراسة

الجدول رقم (5-3): دراسة مقارنة بين بورصة دبي و عمان و مصر و الجزائر

بورصة عمان	بورصة مصر	بورصة دبي	بورصة الجزائر	
من حيث النشأة	أنشأت بورصة عمان في 11 مارس سنة 1999م بموجب قانون المالية كمؤسسة مستقلة ماليًا تدار من قبل القطاع الخاص لا تهدف إلى الربح.	البورصة المصرية هي مؤسسة تضم بورصة القاهرة والإسكندرية وتدار كلاهما بنفس المدراء ويتشاركان في نفس المعاملات التجارية هي مؤسسة واحدة لكن	سوق دبي المالي مؤسسة ذات شخصية اعتبارية مستقلة تأسست بقرار وزارة الاقتصاد عام 2000 م وبلغ رأس مالها بـ 8 مليارات درهم وباشرت نشاطها من	تأسست بورصة الجزائر في 9 ديسمبر 1990م تحت اسم شركة قيم المنقولة SVM استناداً للمادة 01 من قانون 38-03 الصادر بتاريخ 2 جانفي

<p>1988م وبلغ رأس مالها الاجتماعي 320000 دج، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج بدأت نشاطها بموجب مرسوم تأسيسي للجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة</p>	<p>نفس السنة في 26 مارس 2000م</p>	<p>بموقعين منفصلين ويرجع السبب إلى أن بورصة الإسكندرية تأسست سنة 1888م و قاهرة سنة 1903م ورأس مال يقدر بـ 91 مليون جنيه.</p>		
<p>يتم تداول يومي الاثنين والأربعاء من الساعة 9:30 صباحاً حتى ساعة 11:30 صباحاً.</p>	<p>تكون ساعات التداول ببورصة دبي العالمية من يوم الاثنين حتى يوم الجمعة من الساعة 11:45 ظهراً حتى الساعة الخامسة عصراً (في الساعة 7:45 صباحاً حتى الواحدة ظهراً بتوقيت جرينتش.)</p>	<p>بالنسبة للسوق داخل المقصورة ساعات التداول: في 10:30 صباحاً تبدأ جلسة التداول وتنتهي 2:30 مساءً السوق خارج المقصورة تبدأ على الساعة 9:45 صباحاً وتغلق على الساعة 11:15 صباحاً ماعدا يوم الاثنين والأربعاء تكون أوقات التداول من 12:30 مساءً وتغلق الجلسة الواحدة مساءً.</p>	<p>تبدأ بورصة عمان أعمالها يوميا من الأحد للخميس من الساعة الثامنة صباحاً وحتى الرابعة مساءً، ما عدا أيام العطل الرسمية. ويتم التداول في أيام العمل الرسمية من الساعة 9:45 صباحاً إلى الساعة 1:00 بعد الظهر.</p>	<p>من حيث أيام التداول</p>
<p>- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم - أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار</p>	<p>- ألا يقل رأس المال المدفوع عن 25 مليون درهم - ألا يقل حقوق المساهمين في الشركة عند الطلب الإدراج عن رأس المال المدفوع - أن تلتزم الشركة</p>	<p>- لا يقل رأس مال الشركة عن 50 ألف جنيه - تكون الأسهم طرحت للاكتتاب العام مع 03 ميزانيات مرضية - يتم اكتتاب في أسهم الشركة بالكامل، ولا يقل</p>	<p>- لا يقل صافي حقوق المساهمين التي تسبق طلب الإدراج عن 75 بالمائة عن رأس مال المدفوع - نشر الشركة قوائم المالية في صحيفتين يوميتين لمرّة على الأقل</p>	<p>من حيث شروط الإدراج في البورصة</p>



<p>- أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يُعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين</p> <p>- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.</p> <p>- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج</p>	<p>بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها</p> <p>- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.</p> <p>- أية شروط أخرى يقرها مجلس من حين لآخر</p>	<p>المدفوع في حالة تقسيط قيمة الأسهم عن ربع تلك القيمة على أنها تقيد في جدول الأسعار المؤقت لحين سداد القيمة الكاملة</p>	<p>- أن يكون قد تم تداول 10 بالمائة من مجموع الأسهم المكتتب بها في سوق الموازي خلال عام كامل على الأقل</p> <p>تقديم الشركة مجموعة من البيانات والمعلومات خاصة بها</p>	
<p>هيكلها التنظيمي بسيط جدا حيث يتكون مجلس الإدارة من مديرية العامة التي تتكون من:</p> <p>- خلية الاتصال والإعلام</p> <p>- الهيئة مكلفة بالإدارة والمالية</p> <p>- هيئة مكلفة بعمليات وتطوير السوق.</p>	<p>يتمثل في مجلس إدارة الرئيس التنفيذي و الذي ينقسم بدوره إلى:</p> <p>- الرئيس التنفيذي</p> <p>- الموارد البشرية والتخطيط</p> <p>-الخدمات المؤسسية</p> <p>- تطوير الأعمال</p> <p>- الخدمات المالية</p> <p>- النقص والتسوية</p> <p>- قطاع العمليات</p> <p>- قطاع العمليات</p>	<p>يعتبر هيكل التنظيمي هو الأكبر مقارنة بالهيكل السابقة بحيث يتكون من:</p> <p>- ثلاث إدارات عليا.</p> <p>- 14 قطاع</p> <p>- وقسمين من الأنشطة المساندة</p> <p>- و 55 قسم إداري</p> <p>- ولجنة مراجعة</p>	<p>تُدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.</p>	<p>من حيث الهيكل التنظيمي</p>

<ul style="list-style-type: none"> - تهدف بورصة الجزائر إلى مساهمة الاقتصاد الجزائري متطلبات العصرية الاقتصادية العالمية - تمويل الاقتصاد الوطني من حيث السماح المؤسسات الخاصة والعمومية أو الدولة بتوفير رأس المال الضروري لتمويل استثماراتها من خلال الادخار - جذب رأس المال الفائض الغير الموظف والغير المعبئ في الاقتصاد الوطني وتحويله من مال عاطل إلى مال فعال - خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة بعد فتح المجال للقطاع الخاص. 	<p>-خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني.</p> <p>-تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمحظورة.</p> <p>-تحقيق سماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعاقل فيما بين المستثمرين.</p>	<p>يهدف بورصة المصرية إلى أن تصبح السوق الرائدة في الشرق الأوسط ومنطقة شمال إفريقيا والتي تقدم أفضل المنتجات والحلول لكل الأطراف ذوي الصلة.</p> <p>- تهدف البورصة إلى تطوير سوق يتمتع بجودة لخدمة عملائه المصريين والأجانب من خلال تحقيق أسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية.</p>	<p>قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق</p>	<p>من حيث الأهداف</p>
	<p>اعتمد مجلس إدارة السوق المالي الإستراتيجية المحدثة للخمس سنوات 2017-2021 حيث نفذ سوق دبي إستراتيجية خماسية وهي على النحو التالي: 1- تعزيز سعادة ورضا</p>	<p>أطلقت البورصة المصرية إستراتيجية جديدة للفترة 2013-2018 تستهدف وضع برنامج واقعي وطموح للتحول من سوق تقليدي إلى سوق عصري وترتكز هذه إستراتيجية على:</p>	<p>قامت بورصة عمان بتنفيذ الخطة الإستراتيجية للسنوات الثلاث القادمة 2018-2020 والتي تهدف بشكل رئيسي إلى تعزيز البيئة الاستثمارية في البورصة وتطوير مختلف جوانب العمل فيها وتطوير</p>	<p>من حيث الإستراتيجية</p>



	<p>المساهمين وجميع المتعاملين الحاليين والمستقبليين</p> <p>2- ترسيخ مكانة السوق</p> <p>كيورصة ذكية</p> <p>3- تطوير واستدامة بنية السوق وفق أفضل الممارسات العالمية</p> <p>4- بناء الكفاءات وإسعادها</p> <p>5- استدامة الأداء المالي وتعزيز مصادر الدخل</p>	<p>1- تدعيم البنية التشريعية والتنظيمية للسوق.</p> <p>2- تطوير منظومة التداول وزيادة كفاءتها</p> <p>3- تطوير البنية المعلوماتية والتكنولوجية</p> <p>4- ترويج والتوعية المجتمعية.</p> <p>5- تعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتعزيز مكانتها على مستوى الدولي</p>	<p>البيئة التقنية في البورصة وتطبيق نظام إفصاح إلكتروني باستخدام الـ XBRL للشركات المدرجة وشركات الوساطة، وتحقيق التميز المؤسسي.</p>	
<p>الأوراق المالية المتداولة:</p> <p>- أسهم (أسهم عادية و الممتازة واسهم التمتع والسهم (الخصوصي)</p> <p>- سندات الحكومية و سندات الخاصة</p> <p>- قيم المنقولة أخرى وهي ذي سندات قابلة للتحويل، السندات المجزأة مشتقات المالية الأخرى وهي عقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المقايضة.</p>	<p>يتعامل سوق دبي المالي بما يلي:</p> <p>1. الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة العامة</p> <p>1- الصكوك الإسلامية</p> <p>2- السندات</p> <p>3- صناديق الاستثمار المشتركة</p>	<p>الأوراق المالية بالسوق المصري: الأسهم العادية (الاسمية أو لحامله).</p> <p>الأسهم الممتازة. سندات القطاع الخاص. سندات القطاع العام. صكوك التمويل. وثائق استثمار الصناديق المغلقة. وثائق استثمار الصناديق المفتوحة.</p>	<p>يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك إسنادات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة</p>	<p>من حيث الأدوات المالية المتداولة في البورصة</p>

المصدر: من إعداد الطالبتين

ثانيا: دراسة مقارنة بين بورصة دبي و عمان و مصر و الجزائر استنادا على المؤشرات السابقة

يقيس مؤشر عدد الشركات المسجلة مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة. في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة، أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

وكما هو معروف انه كلما زاد عدد الشركات المدرجة في البورصة كلما اتسع حجم السوق، هذا الاتساع الذي يعتبر من الميزات الأساسية للسوق الكفاء.

حيث تبين من خلال تطبيق المؤشرات المعتمدة، ومنها مؤشر عدد الشركات المدرجة، أن عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية محل الدراسة يعرف نموا من سنة لأخرى بعد الأزمة المالية العالمية 2008، مما يدل على الاتجاه نحو زيادة اتساع السوق بشكل يساهم مستقبلا في زيادة كفاءته. هذه النتيجة تم تسجيلها بالنسبة لكل من بورصة دبي و بورصة مصر، أما بالنسبة لبورصة عمان فقد عرفت انخفاض متتالي بالنسبة لعدد الشركات المسجلة من سنة لأخرى وهو أمر من شأنه التقليل من اتساع السوق، ومن ثم التقليل من كفاءته، تبقى بورصة الجزائر التي سجلت أدنى عدد للشركات المدرجة في البورصة، سواء بالنسبة لأسواق رأس المال محل الدراسة، أو حتى بالنسبة للأسواق الأخرى، وهو ما يعني أن بورصة الجزائر لا تحقق سمة الاتساع.

أما بالنسبة لمؤشر حجم التداول فيمكن القول أن كل من بورصة الأردن "عمان"، وسوق المالي لدبي، وبورصة مصر كانت تتمتع بقدر من السيولة، وان كانت نسبة السيولة تتفاوت من سوق لآخر. تبقى بورصة الجزائر التي سجلت انخفاض شديد في حجم التداول وهذا راجع إلى الانخفاض الكبير في معدل دوران السهم.

كما أن تطور معدل نمو قيمة التداول يعكس ركود بورصة الجزائر، وهي كلها مؤشرات تعكس عدم كفاءة السوق.

أما فيما يخص رأس المال السوقي فقد سجل على العموم نمو ايجابي في معظم أسواق رأس المال محل الدراسة، باستثناء بورصة الجزائر التي عرفت على خلاف باقي الأسواق انخفاض رأس المال السوقي في معظم سنوات الدراسة.

وفيما يخص مؤشر الأسواق المال العربية محل الدراسة عرف المؤشر تحسنا ملحوظا بعد فترة من الأزمة خاصة بورصتي دبي ومصر ذلك بعد استمرار السوقين في تحقيق تحسن مستويات أدائهما، إلا أن بورصة عمان في بقيت على حالها و لم تعرف أي تحسن.

بالنسبة لمؤشر بورصة الجزائر لم يتم التطرق إليه، وسبب راجع إلى عدم توفير صندوق النقد العربي المعلومات خاصة بالمؤشر، وأعتقد أنها نتيجة متوقعة فإذا كانت أدنى الشروط والمقومات التي يجب أن تتوفر في أي سوق رأس مال لا تتوفر في بورصة الجزائر.

انطلاقاً من ذلك يمكن القول أنه إذا كانت لمعظم الأسواق قدرة على جذب المدخرات، وتشجيع الاستثمار، بما يساهم في اتساع السوق واتجاهه نحو الكفاءة، وإن كانت هذه القدرة تتفاوت من سوق لآخر، حسب ما يعكسه مؤشر سوق رأس المال السوقي، فيمكن القول أن بورصة الجزائر تبقى عاجزة على تعبئة الادخار، وتشجيع الاستثمار، وزيادة الإصدارات الجديدة، بالشكل الذي يؤدي إلى تقلص القاعدة الاستثمارية في البورصة. وهو ما يعني أن بورصة الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة.

المطلب الرابع: الصعوبات المعرّقة لبورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطور يذكر صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق، لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعداً و من بين المعوقات التي تعترض بورصة الجزائر نذكر منها:

1/- المعوقات الاقتصادية: من أهم المعوقات الاقتصادية التي تعاني منها بورصة الجزائر نجد:¹

- التضخم: يرتبط التضخم ارتباطاً وثيقاً بنشاط السوق المالي. إذ يؤثر ارتفاع معدل التضخم سلباً على حجم العمليات في البورصة حيث إنه يؤثر على قيمة النقد وبالتالي يؤثر على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتماماتهم إلى ارتفاع الأسعار بدل التوظيف في السوق المالي، وقد عرف معدل التضخم في الجزائر منذ بداية التسعينات ارتفاعاً كبيراً كان من بين الأسباب التي وقفت عائقاً أمام تطور البورصة في الجزائر.

- ضعف القدرة الشرائية للأفراد: لقد كان من آثار انخفاض قيمة الدينار وتجميد الأجور وتحرير أسعار السلع والخدمات والتسريح الجماعي للعمال بسبب كبير في تدهور القوة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع. حيث يلاحظ توسع دائرة الفقر والبيّوس وتقلص القدرة الادخارية للعائلات. وفي هذه الحالات والأوضاع من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف الأسر الجزائرية من أجل الادخار في الأصول المالية و في غيرها من المجالات.

- هيمنة القطاع العام: إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشياً لاحتياج اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع العام الذي يمثل 80% من مجموع تعاملات بورصة الجزائر وما يميزه من صعوبات مالية، اقتصادية وعدم كفاءته سينعكس لا محالة على أداء البورصة، حيث أن تأخر عمليات الخصخصة التي كان يعول عليها كثيراً في تنشيط البورصة زاد من مراد عرقلة نموها و تطورها.

1 - أحمد بوراس، "أسواق رأس المال"، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر، 2002، ص 150.

- **السوق الموازي:** إن الأرباح المحققة في هذا السوق على قدر كبير من الأهمية . لذا فإن وجوده لا يشجع العائلات على توجيه ادخارها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.¹

إذ تشير الدراسات التي قام بها المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي إلى اتساع ظاهرة الاقتصاد الموازي في الجزائر ففي تقرير CNES الذي جاء عن القطاع غير الرسمي أو هام و حقائق، وأكد التقرير أنه لا توجد معطيات إحصائية موثوق بها لتقدير حجم القطاع غير الرسمي في الاقتصاد الوطني واستنادا إلى إحصائيات الكناس التي أشارت أن حجم السوق الموازي تمثل 35% من مجموع النشاطات التجارية كما كشف التقرير أن إحصاء الأسواق والداخلون غير الرسميون في الاقتصاد الوطني لسنة 2000 عن وجود 700 سوق غير منظم و عشوائي تنشط خارج القانون ينشط فيها حوالي 100 ألف تاجر غير شرعي لا يملكون سجلات تجارية أو رخص إدارية أي ما يعادل 14% من التجار المسجلين في السجل التجاري وتتمركز هذه الأسواق في 12 ولاية أهمها في وسط البلاد وعبر الشريط الحدودي للوطن.

حيث تمثل ما نسبة 60 % من حجم الأسواق غير الرسمية في الاقتصاد الوطني ككل، و أكبر عملية شدد انتباه القائمين على تقدير حجم السوق الغير الرسمي ، هي عملية البيع بدون فاتورة التي تعد أكثر أشكال التهرب الضريبي انتشارا في الجزائر.

- **ضعف الحوافز الجبائية:** ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 12% من الأرباح هذه النسبة تؤدي إلا تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تقلل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية أي عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع أو الخدمات وحتى في الأصول المالية، وهذا ما يدفعهم أي المتعاملين الذين لحقهم الضرر من النظام الجبائي إلى تغيير سلوكياتهم الاستثمارية والاستهلاكية والادخارية من جهة، ومن جهة أخرى النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب.

- **ضعف الجهاز الإنتاجي:** إن من أهم ما يميز المؤسسات العمومية الاقتصادية نجد²:

- ارتفاع عدد العمال و ضعف مردودية العمل و يد عاملة غير مؤهلة.
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

¹ نورين بومدين ، " اساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر " ، مذكرة ماجستير في علوم الاقتصادية ، جامعة شلف ، 2007 ، ص166.

² - بوضياف عبير سوق الأوراق المالية في الجزائر مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير ، جامعة قسنطينة سنة 2007 ، ص ص 122 -124.



- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات أضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

- **ضعف الإفصاح والشفافية:** يعاني المستثمرين في العديد من أسواق الأوراق المالية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرية التنفيذيين أو المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة أو يجتنبون خسائر جسمية من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات أما في بورصة الجزائر فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية دعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات.

- **عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر:** من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلاءم إمكانياته وأهدافه. أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنه تتداول فيها ثلاث أوراق مالية لثلاث شركات وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الأسواق الأخرى، حيث نلاحظ أن الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة في عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول العربية.

2/- المعوقات الاجتماعية والثقافية:¹

- **غياب ثقافة البورصة:** حيث أن النهج الذي سارت عليه الجزائر منذ الاستقلال قد أبعد أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، حيث أن الخزينة أخذت على عاتقها كل الاستثمارات وبهذا فإن مثل هذه السوق في الجزائر يواجه بالتأكيد بعض الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور، وهذا راجع لانعدام ثقافة البورصة في أوساط أفراد المجتمع الجزائري، ومن تم عدم تقبل فكرة الاستثمار في البورصة نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق بصفتها سوق لم يتم التعامل فيها بتاتا في السابق.

- **العامل الديني:** يلقي الاستثمار في بعض الأوراق المالية المعارضة من قبل المجتمعات الإسلامية ومنها الجزائر، حيث أن الاستثمار في السندات مثلا يدر عائدا ثابتا و محدد مسبقا، وهو ما يمثل بذلك صورة من صور " الربا " وهو محرم في الإسلام و عليه فالاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية يبقى عقبة تمثل تحديا أمام البورصات في الدول الإسلامية، وبالتالي لا بد من تقديم أوراق مالية بديلة تتناسب مع خصائص المجتمعات الإسلامية.

¹ - صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية و إمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار الملتقى الدولي حول الشفافية و نجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي جامعة الجزائر 2003 ص 168.



- **العوامل التاريخية:** والتمثلة في الجهل والأمية وكل مخلفات الاستعمار الأخرى التي ما زال المجتمع الجزائري يعاني منها لحد الآن، كما أن عدم الإقبال على التعامل يعيق البورصة نتيجة ممارسات بعض الهيئات المالية والفضائح التي خلفها بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري والفضائح المتوالية الأخرى التي يشهدها القطاع المالي بصفة مستمرة.

3/- المعوقات السياسية و التشريعية و التنظيمية:¹

- **المعوقات السياسية:** إن المستثمر يبحث عن الأمان والمردودية، وهذان العاملان لا يتحققان في المحيط السياسي الجزائري، الذي يتميز بعدم الاستقرار السياسي والانقلابات السياسية، بحيث يسعى كل مستثمر للحصول على أقصى حد من الضمانات لاستثماره، وفي هذا الإطار يعد الاستقرار العامل الرئيسي لتأسيس سوق مالية وسيرها الفعال، وينبغي أن يكون المستثمر في البورصة متيقن من ثبات القوانين التي تدير البورصة، و إن الثقة في المؤسسات الدولية ضرورية للمدخر، لأن التخوف وانعدام الثقة يعيقان تطور السوق المالية، ورغم التقدم المحقق من أجل إضفاء الاستقرار على المؤسسات فإن الوضع الأمني ما زال يؤثر على البلاد، وكل هذا يعرقل نشاط بورصة الجزائر.

- **المعوقات التشريعية:** طبقا للقانون المتضمن شروط القيد في سوق الأوراق المالية بالجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد صُف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفيري 1996، كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 رغم أن المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها، نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في: 03 جوان 1996 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

- **المعوقات التنظيمية:** من أبرز العوائق التنظيمية التي تعيق نشاط بورصة الجزائر نجد:²

- **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي لسوق الأوراق المالية، حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة فيها كلما زادت فعاليتها و العكس صحيح، وما يلاحظ الآن في سوق الأوراق المالية بالجزائر، هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ذلك لأن عدد

1 - عثمانى أحسين، شعابنية سعاد، "النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر"، ممتقى دولي حول حوكمة الشركات كآلية لمحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، يومي 06-07 ماي 2012، ص 124.

2 - حسان خبابة، "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، فيفري 2004، ص152.



المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في السوق محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات وهذا ما يعيق نمو بورصة الجزائر.

- سير عمل البورصة : حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم تنظم حصص التفاوض مرتين في الأسبوع و ذلك يوم الاثنين و الأربعاء من الساعة 9:30 إلى الساعة 10:30 صباحا، ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم 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، كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

المبحث الثالث: المحاور الأساسية لتأهيل بورصة الجزائر

إن تفعيل بورصة الجزائر يندرج ضمن مجال سعي السلطة المعنية في البلاد لتطوير هذا القطاع الحيوي والحساس، وفي هذا الشأن يلاحظ أنه لا بد من تنشيط البيئة الاقتصادية (مطلب أول)، الدور المحوري للبنوك (مطلب ثاني)، وإعادة هيكلة النظام العام لبورصة الجزائر (مطلب ثالث).

المطلب الأول: تنشيط بيئة المؤسسات الاقتصادية

أن نظام البورصة مرتبط ارتباطا وثيقا باقتصاد السوق، الذي يمزج بين رأس المال والتنظيم وحرية العمل، وعليه فإن تنشيط البيئة الاقتصادية يخضع لمعايير الوضعية القانونية، الحجم مجال النشاط، نمط الأداء. إذ تتمثل أساسا في معرفة مدى قدرة تنشيط هذه المؤسسات على تحقيق أهداف الأعوان الاقتصاديين.¹

الفرع الأول: خصخصة شركات القطاع العام.

تجمع الخصخصة والبورصة علاقة مزدوجة فوجود سوق نشطة للأوراق المالية، يكون دافعا فعالا لبرنامج الخصخصة التي تسمح بالنمو والتوسع، حيث تلعب سوق الأوراق المالية دورا أساسيا كآلية من آليات الخصخصة، خصخصة المؤسسات العمومية وانتقال جزء من أصولها إلى الأفراد، وهذا من خلال انتقال الأموال النقدية من المدخرين إلى الدولة البائعة²، وتتم عملية التحويل هذه عن طريق شراء مباشر (البيع في المزاد العلني) أو غير مباشر (الوسطاء) الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية حل الخصخصة والتي ستتيح للمؤسسات عموما:

- الحصول بسهولة على تمويل مباشر من سوق الأوراق المالية.
- التقليل من الاعتماد على الاقتراض المصرفي.
- تحول الادخار النقدي إلى ادخار مالي يزيد من مستوى السيولة.

ويرى أهل الاختصاص أن تحقيق المزايا السابقة ممكن جدا في إطار الخصخصة، ومن هذا المنطلق بدأت سلسلة الإصلاحات في الجزائر بتكريس المؤسسات العمومية عن طريق إخضاعها للقانون التجاري تمهيدا لخصصة البعض منها إلا أن تطبيق فتح رأس المال في البورصة عرف بداية محتشمة لعدم وجود جدول زمني محدد لتطبيق مثل هذه البرامج. وعليه فإن دراسة أثر الخصخصة في الجزائر يطرح من جانبين أساسيين:

1 - غول فرحات، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص 03.
2 - محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، عدد 12-2012، جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، ص 107.

1. توسيع قاعدة الملكية:

لقد عملت العديد من الدول النامية إلى خيار توسيع قاعدة الملكية في المؤسسات العمومية من خلال طرح الأسهم للاكتتاب العام، وخصوصا في الدول التي تتوفر على بورصات للأوراق المالية حيث يحقق هذا الأسلوب خيار توسيع القاعدة الاجتماعية للملكية كوسيلة من وسائل الخصخصة، لذا فإن القانون الجزائري المتعلق بخصخصة المؤسسة العمومية جعل التنازل عن طريق السوق المالية اختيارا يجعله حتميا له الأولوية في التطبيق عن بقية الأساليب.¹

2. استقرار السوق المالي:

وهي إحدى مزايا الخصخصة حيث كفاءة وفعالية المؤسسات الخاصة، نظرا لابتعادها عن البيروقراطية الإدارية وقدرتها على المنافسة بسبب الانضباط المحاسبي والمالي، والتعامل مع مخاطر البورصة.

نشير إلى أن الخصخصة لا تعني دائما التنازل الكلي عن رأسمال الشركات العمومية، بل هناك خيار ثاني يتمثل في التنازل الجزئي، سواء عن طريق المساهمة العمالية، المساعدة في التسيير من طرف الخواص.

الفرع الثاني: تعبئة القطاع الخاص وتأهيل المؤسسات المتوسطة والصغيرة

إن تعبئة موارد القطاع الخاص وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو من أهداف الدولة الجزائرية في دعم تطوير بورصة الجزائر من خلال استقطاب عدد كبير من المؤسسات.

1. تعبئة القطاع الخاص:

تسعى السلطات إلى تفعيل سوق الأوراق المالية بتعبئة القطاع الخاص بالسعي إلى تطوير وملائمة نظام البورصة، بالعمل على توفير محيط استثماري جذاب للشركات الخاصة.

- توفير الحماية والضمانات القانونية.

- تقديم الاستشارات الإدارية والفنية.

ليس هناك أدنى شك أن عزوف شركات القطاع الخاص عن دخول البورصة في الجزائر قد يعود إلى عدم نجاعة الوسائل القانونية والمالية لحماية المدخر والمستثمر، وعدم قدرتها على المخاطرة بالرغم دخول مؤسسة "أليانس للتأمينات" بتاريخ 07 مارس 2011 حيث قامت بطرح أسهم للاكتتاب العام في حدود % 31 وهي نسبة غير كافية للاستفادة من مزايا التحويل، لكنها تعتبر أفضل مقارنة بمؤسسات القطاع العام.

¹ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 10.



2. تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

بإصدار القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون المشرع قد أعطى أهمية لهذا الشكل من المؤسسات حتى تتمكن من المنافسة وإيجاد مكان لها في السوق بحث تتميز:

- ببساطة الهيكل التنظيمي ونظام التسيير المبسط.
- تمثل تدخلاتها شبكة دعم للمؤسسات الكبيرة لأن غالبيتها تنشط في مجال المقاوله من الباطن.
- تمثل نسيج مرتبط مع المؤسسات الاقتصادية الكبرى، وينتشر هذا النموذج الناجح في الدول المتقدمة كاليابان، ألمانيا.¹

ولإدراك المشرع الجزائري بدور هذا الصنف من المؤسسات في دعم سوق الأوراق المالية تم إنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا بموجب تعديل النظام لبورصة الجزائر.² وتنشط هذه الشركات في السوق الثانية غير الرسمية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي، وتتميز الأحكام المطبقة على هذا السوق بالمرونة والبساطة بمقارنة بالسوق الرسمي.

الفرع الثالث: تطوير النظام الاقتصادي والمالي

إن إبراز أهمية النظام الاقتصادي والمالي في الرفع من مستوى أدوار بورصة الأوراق المالية، إنما يكمن في تحفيز الطلب على الأوراق المالية وتشجيع المدخرين عن طريق الضمانات التي تقدمها الدولة من تشريع مواكب للتحويلات والنقلات التي تعرفها الأسواق المالية.

1. تطوير النظام الاقتصادي:

التطوير الاقتصادي بهذا المفهوم هو تشجيع الطلب على سوق الأوراق المالية من خلال:

- تخفيض سعر الفائدة لأن هذا الإجراء في تخفيض أسعار الفائدة يؤدي إلى اللجوء إلى سوق الأوراق باعتبار الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية، أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات أقل بتحول الأرصدة النقدية، أي الودائع إلى أسهم وسندات مع احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استشارية عند تحديد معدل الفائدة المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.³

- حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في القيم المنقولة ومعناه تعديل النصوص التشريعية ومسايرة التطورات الحالية سواء على المستوى الجهوي أو الدولي وخلق آليات لحماية المدخر وخاصة الأطراف غير المحترفة.

- توفير الضمانات القانونية والتنظيمية لتشجيع العرض والتداول في الأوراق المالية محليا ودوليا لتوسيع دائرة بيع الأسهم للمستثمرين الأجانب.

¹ - دادي عدون ناصر، اقتصاد المؤسسة الطبعة الثانية، دار المحمدية العامة، الجزائر، دون سنة نشر، ص65

² - النظام رقم 01-12 المتعلق بالنظام العام لبورصة الجزائر للقيم المنقولة.

³ - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، محمد براق، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006/2005، ص 312.

إعادة تنظيم خدمات الاستثمار وذلك بالاستفادة من المناهج المطبقة في بورصات العالم قصد الاستفادة من خبرتها الإدارية والتكنولوجية.¹

2. تطوير النظام المالي:

إصلاح السوق المالي مرتبط لإدارة السلطات العامة في إيجاد الآليات القانونية التي تسمح بإيجاد حلول لمشاكل توظيف الأموال والمتابعة واستقطاب المستثمرين في هذا المجال، وهذا باقتراح بعض الحلول الممكنة²:

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية للمستثمرين، وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، وتخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض من % 35 إلى % 30 لكافة الشركات.

- تطوير النظام المحاسبي في إطار حوكمت الشركات وتكوين كوادر البورصة

- ترويج الأوراق المالية باستعمال أساليب معلوماتية مختلفة

- إدخال بعض التعديلات على القوانين الداخلية للبورصة كتقليص مدة الاكتتاب وتسهيل إجراءات الدخول.

- تفعيل دور الرقابة لإعادة الثقة للمتعاملين.

المطلب الثاني: إجراءات ترقية وتطوير السوق المالي

قبل الشروع في عملية ما لا بد من القيام بدراسة السوق، أي التقرب من الميدان من أجل جمع المعلومات اللازمة التي تؤدي إلى نجاح هذا المشروع. وهو ما يطبق على السوق المالي حيث هناك عوامل عديدة تحدد ترقيته وتطوره لا بد أن تؤخذ بعين الاعتبار. ولتحقيق ذلك لا بد من توفر مجموعة من العناصر تتمثل في:

الفرع الأول: إرساء ثقافة البورصة

إذا تعمقنا في أسباب جهل أغلبية المواطنين الجزائريين لمعنى البورصة ولأهميتها ولمهامها نجد أن السبب الرئيسي يتمثل في كون السلطات الجزائرية لم تفكر في إدراج مفاهيم السوق المالي في المنظومة التربوية أو حتى التطرق إليها من خلال وسائل الإعلام المختلفة كأى منتج جديد.

إنه من الضروري السعي إلى تعويد العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية للشعب وتحسسهم بأهمية هذه الأداة التي تهتم بتمويل الاقتصاد، وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول لذلك بتعيين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق

1 - نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة - تخصص قانون، أطروحة دكتوراه في العلوم، زوايمية رشيد، جامعة تيزي وزو، كلية الحقوق والعلوم السياسية، 5 أكتوبر 2013، ص 350.
2 - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 313.

البورصة يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية، سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة البورصة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور¹.

الفرع الثاني : الجانب المالي²

- تحديد رسم التوظيف في القيم المنقولة: بغرض جلب المستثمرين وليس المضاربين نحو السوق المالي لا بد في بداية الأمر إخضاع القيم المنقولة إلى عوائد متغيرة (عوائد الأسهم)، وعوائد ثابتة (الفوائد) من جهة أخرى ومن أجل DECOURAGER المضاربة لا بد من إخضاع القيمة المضافة الناتجة عن التنازل عن القيم لمعدل ضريبة مرتفع نوعا ما.

لا بد من التفكير أيضا في تقليص معدلات الضرائب على العوائد الناتجة عن نشاط OPCVN وهذا من أجل تشجيعهم وبذلك تشجيع المستثمرين على الادخار في البورصة بوضع هؤلاء حافظتهم تحت تصرف هذا النوع من الشركات.

- التعديل المالي للمؤسسات الجزائرية: يتطلب السوق المالي أن تكون المؤسسات التي تطمح الدخول إلى البورصة ناجعة ذات مردودية، لكن أغلبية الشركات الجزائرية هي في الوقت الراهن ماليا وتنظيميا وتسييريا هشة. أنهت البعض منها برنامجها التطهيري بينما لم ينتهي البعض الآخر بعد، وعليه يعد ضروريا إعادة النظر في نتائج عملية التطهير المالية للمؤسسات الجزائرية والإسراع فيها.

الفرع الثالث : جلب المستثمر

تتحقق ثقة المستثمر في القيم المنقولة بتوفير ما يلي:

- الإستقرار السياسي: يبحث المستثمر في الأوراق المالية دوما عن الأمن والاستقرار قبل توظيف أمواله ويتأكد من أن سياسة البلد مستقرة وغير قابلة للتغيير بين لحظة وأخرى، ولتحقيق ذلك وجلب المستثمر وكسب ثقته لا بد من اكتتاب الأمن والسلم و بهذا نصل إلى سوق مالي ناجح.

- حماية المدخر: يجب وضع حد أدنى من القوانين تهدف إلى حماية الادخار والمدخرين من شأنها أن تجعل المستثمر أو المدخر يشعر بأمان يدفعه إلى الاستثمار في القيم المنقولة بكل ثقة، وهو الشيء الذي يساهم في ترقية وتطوير سوق القيم المنقولة.

- وضع سياسة الخصوصية حيز التطبيق: إن وضع سوق مالي ناجح يمثل شرطا هاما و ضروريا لنجاح الخصوصية ، فعملية الخصوصية يسهل تحقيقها إذا وجدت مسبقا بورصة عملية و ناجعة يقتنع فيها المدخرون بالاكتتاب لشراء قيم جديدة، نشير أيضا إلى أنه بدون خصوصية لا يمكن للبورصة أنة تتقدم لأن الشركات التي تقبل أسهمها للتفاوض في البورصة لا بد أن تكون شركات أسهم.

¹ - محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000، ص 171.

² - فتيحة ابن بوسحاقي، " بورصة الجزائر - واقع و آفاق - " ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر، سنة الجامعية 2002-2003، ص 197.

- الاستفادة من إطار قانوني أدنى: للتأكد من حسن سير البورصة لا بد من توفير بعض القوانين التي تحكم المتدخلين في السوق من جهة وشفافية الشركات المسعرة فيها من جهة أخرى.

المطلب الثالث: الدور الأساسي للبنوك في تفعيل البورصة

تلعب البنوك دور فعال في تأهيل النشاط المالي للدولة بنشاطاتها المختلفة، بالإضافة إلى قبول الودائع والإقراض، واتسعت معاملاتها لتشمل دور "الوساطة"¹ في عمليات البورصة، إضافة إلى تدخلاتها في عمليات سوق الأوراق المالية البيع والشراء وتسيير المحافظ المالية²، وللقيام بهذه المهام وتحقيق أهدافا يتطلب أن تطلع البنوك الجزائرية ببعض الإجراءات والأدوار التي نوجز نقاطها الأساسية في الفروع الآتية:

الفرع الأول: إنشاء بنوك الأعمال

وهي البنوك التي بإمكانها إنشاء شركات بمقدورها إصدار أوراق مالية، وخاصة الخدمات المرتبطة بشركات الأموال، والمساهمة في رؤوس أموالها، بالإضافة إلى تقديم القروض الكافية وخاصة شركات الأموال التي ستشكل مستقبلا خيارا لإكمال الدائرة الجديدة للتمويل³ وهذا من خلال النقاط التالية:

1. المساهمة في تأسيس الشركات:

يوجد في الجزائر أكثر من 3500 شركة أموال عمومية وخاصة، وبين هذا العدد لا يوجد في الوقت الحالي سوى خمس شركات مساهمة تم إدراجها في سوق الأسهم ويتعلق الأمر بكل من رياض سطيف، نزل الأوراسي، صايدال، أليناس، الروبية.

بالرغم من العدد الكبير لشركات الأموال، لا تساهم البنوك الجزائرية إلا في القليل منها لأن أغليبيتها شركات مساهمة مغلقة الملكية.

المساهمة في رأس المال:

وهي منظومة مالية مناسبة وأفضل من منح قروض، لأن القرض البنكي أو القروض الخارجية وبالنسبة للبنوك التجارية القيام بأعمال التمويل متوسط الأجل، لأسباب منها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة خاصة أن هذه البنوك ملزمة بقوانين وأنظمة البنك المركزي.

غياب آلية تغطية المخاطرة المتصلة بالقروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (خطر الصرف، تغير نسب الفوائد...) إضافة إلى غياب بنك متخصص في تمويل وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.⁴

1 - وهو دور ملزم حيث يتعين على الشركة أن تعين وسيطا لمرافقتها في البورصة، تطبيقا للمادة 17 من نظام رقم 97-03.

2 - سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار العملاء -دراسة تطبيقية تحليلية- مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص17

3 - عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة حالة الجزائر - مذكرة لنيل شهادة ماجستير، محمد براق، جامعة تبسة، قسم العلوم التجارية، 2006، ص260.

4 - عبد الرحمان بابنات وناصر دادي عدون، التدقيق الإداري وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دون طبعة دار، المحمدية العامة، صص136-137.

لهذه الأسباب يبقى خيار المساهمة في رؤوس أموال الشركات الحل الأنسب للبنوك حتى تستطيع هذه الشركات تحقيق شروط الإدراج في البورصة.

لكن الإشكال يبقى في الإطار القانوني لمساهمات البنوك والمؤسسات المالية حيث حددت المادة 118 من قانون النقد والقرض 03-11¹ والتي هي الإطار التنظيمي لعمليات المساهمة (أخذ مشاركات) في رؤوس أموال الشركات التي تقوم بها البنوك سواء:

- الاكتتاب في مؤسسات قيد الإنشاء.
- المشاركة في رؤوس أموال مؤسسات قائمة.

حيث تبقى العمليتين السابقتين مقيدة بالشروط التي يحدد قانون النقد والقرض أصناف الاستثمارات والحدود القصوى للمشاريع المعنية وهي ميزة التطور والتحول في أنظمة البنوك والمؤسسات الاقتصادية بصفة عامة، وقد حددت الفقرة الثانية من المادة 2/729 من القانون التجاري بـ 50 % من الأموال الخاصة للشركات المستهدفة وهذا يعني أن البنوك لا يمكنها امتلاك أكثر من 50 % من رأس مال شركات أخرى بما فيها فروع هذه البنوك.²

الفرع الثاني: أهمية البنوك في التوظيف الجماعي للأوراق المالية

إن خبرة البنوك في إدارة الأوراق المالية وتسيير المحافظي، يؤهلها أن تلعب دورا في تقديم استشارات فنية، وتشجيع الشركات على شراء الأوراق المالية، بزيادة المعروض من القيم المنقولة في السوق³، وهذا عن طريق فتح البنوك لرؤوس أموالها وخصصت البنوك العمومية.

1. فتح البنوك لرؤوس أموالها:

البنوك ذات رؤوس أموال كبيرة في الجزائر هي بنوك مملوكة للدولة، وهو ما يقلص من عملية التوظيف لرؤوس الأموال، الإصدار، أو عمليات الوساطة، لأنها تؤدي عمل وظيفي أكثر منه تجاري. للعلم أن رأس مال البنوك العمومية الكبرى الأربع، قد بلغت سنة 2002 حوالي 24,5 مليار دينار للبنك الخارجي الجزائري BEA، 21.6 مليار دينار للقرض الشعبي الجزائري CPA، وفي نهاية سنة 2003 قدر رأس مال بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR بـ 33 مليار دينار، و 14,6 مليار دينار للبنك الوطني الجزائري BNA وهو ما يؤهلها أن تلعب دور فعال في تشجيع الادخار كما ذكرنا⁴، سواء عن طريق فتح رأس المال أو الوساطة. مع العلم أن التداول في أسهم البنوك يسيطر بنسبة كبيرة على سوق التداول في العديد من الأسواق العالمية، خاصة الدول المتقدمة، ولنا في النموذج الخليجي مثلا على

¹ أمر 03-11، مؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 52، صادر في 27 أوت- 2003.

² عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص 261.

³ مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطلعة الثالثة، الجزائر، 2003، ص 254.

⁴ عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص 268.



مساهمة البنوك في أداء البورصات حيث تصل نسبة الاستحواذ على % 60 من إجمالي القيم المنقولة المتداولة فيها.

وعلى العموم فرغم كون البنوك الجزائرية تتخذ شكل شركات مساهمة، باستثناء الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي الذي يتخذ شكل تعاونية، يبقى تقليدية في أنظمتها، إضافة إلى محدودية المساهمين لدى غالبية البنوك.

2. خصصت البنوك العمومية:

بالإضافة إلى البنوك الخاصة التي تمثل مسار السوق الحر فإن البنوك العمومية هي مركز القوى المالية في الدولة، إلا أن خصصة هذه البنوك حتما سيوسع من قاعدة الملكية ويفتح آفاق للنمو والتوسع، لذا فإن السلطات المعنية في الجزائر أدركت مدى نجاعة هذه السياسة المالية في تحفيز المستثمرين وتشجيع الادخار في البورصة، إلا أن بطء سياسة الإصلاحات منذ صدور المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق بسوق القيم المنقولة وصدور الأمر 95-22 المتضمن قانون الخصخصة يدل على عدم وجود جدول زمني محدد أو خطة اقتصادية ناجحة لتطبيق هذا البرنامج المعقد الذي يتطلب:

- رسملة البنوك المعنية وتطهير محفظة ديونها.
- تطوير النظم الإدارية للرفع من مستوى الخدمات البنكية.
- الاستفادة من الخبرات الأجنبية.
- فتح رأس المال للاستثمار الأجنبي من خلال أسلوب الشراكة مع بنوك أجنبية.
- للإشارة فإن ضمن شركات الوساطة الخمس التي تم اعتمادها في الجزائر فقط "يونيوبنك" الوسيط الوحيد الخاص.

الفرع الثالث: دور البنوك في تنشيط السوق المالي

ويتمثل هذا بالدرجة الأولى في إدارة الإصدارات الأولية، وتقييم الشركات وإعادة هيكلتها وتعهد إصدار سندات الشركات الوطنية الكبرى.

1. التعهد بإصدار سندات الشركات:

بصدور قانون النقد والقرض رقم 03-11 مؤرخ في 26 أوت 2003 وإلغاء التخصص، سمح للبنوك بممارسة وظائف بنوك الأعمال وخاصة بطرح سندات سواء للاكتتاب العام¹، أو مقتصرًا على المؤسسين.

¹ تنص المادة 17 من القانون رقم 04-03، المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدلة و الممتدة للمادة 43 من المرسوم التشريعي 93-10 "تعد من الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني، الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداء من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتها مهما كان نوعها، إما البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسيط".

فإصدار سندات في جانبها التمويلي يمثل تشجيعا للشركات الوطنية الكبرى التي ستجد الدعم المالي والائتماني على غرار القرض السندي لسوناطراك في جافني 1998 ، وعلى العموم يمكن للبنوك أن تقوم بأدوار أخرى في تنشيط السوق المالية:

- تقديم خدمات بعد الإصدار .
- ضمان السيولة بعد فترة الاكتتاب إلى غاية الإدراج في البورصة خدمات في إطار نقابة الإصدار .
- إمكانية الحصول على الفوائد على مستوى نقاط البيع التابعة للبنك العضو في النقابة بالنسبة للمكتتبين .
- التعهد بإصدار السندات الحكومية بعد الحصول على الاعتماد من طرف وزارة المالية، حيث تعمل على احتكار التدخل في سوق السندات الحكومية، بحيث يتحتم على الشركات اللجوء إلى وساطة هذه البنوك.

2. تنشيط السوق المالي (التداول) :

أجاز الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض تعامل البنوك الجزائرية في الأوراق المالية، سواء بالبيع و الشراء لحسابها والتفاوض لحساب الغير أو تسيير محافظ جماعية مثلما سمت بذلك القوانين المتعلقة ببورصة الأوراق المالية.

1) التداول للحساب الخاص:

بإمكان البنوك تداول الأوراق المالية بالقيام بعمليات الشراء بنية إعادة بيعها في الأجل القصير قصد تحقيق أرباح من العملية ويشترط في هذا التعامل الضوابط التالية:¹

- أن تكون السوق مضمونة السيولة.
- أن يكون البنك صانع لسوق الأوراق المالية.

بدون هذه الضوابط فإن البنوك لا تغامر بالتوظيف مواردها القصيرة الأجل في مثل هذه الأدوات بسبب ما يميز الأسواق المالية الجزائرية من افتقار للسعة وقلة الطلب والعرض ومحدودية محافظ الأوراق المالية .

2) الوساطة في عمليات البورصة:

تنص المادة 06 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 " نشاط الوساطة في عمليات البورصة تمارس بعد اعتماد لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من طرف شركات تجارية أنشأت أساسا لذا الغرض البنوك والمؤسسات المالية "

¹ عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص276

وهو القانون الذي سمح للبنوك بالتدخل في عمليات البورصة شريطة أن تثبت وجود قسم بداخلها يحقق الفصل بين نشاط الوسيط و مراقبة عمليات البورصة.

إضافة إلى عملية الوساطة هناك أعمال فنية ومحاسبية تقوم بها البنوك أضافها القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 والتي تستهدف إعادة تأهيل السوق المالي في الجزائر، والسماح للبنوك إنشاء ماسك الحسابات والذي يرتبط نشاطه بكل من المؤتمر المركزي على السندات (شركة البراء للمقاصة)، بنك التسوية (بنك الجزائر)، حيث يعد شريكا أساسيا في نظام التسوية والحفظ المركزي.¹

المطلب الرابع: إعادة هيكلة النظام العام للبورصة

ويدخل هذا في إطار خلق ميكانيزمات جديدة لعصرنة بورصة القيم المنقولة (الفرع أول)، اعتماد المصارف الإسلامية (الفرع ثاني)، وخلق روابط جديدة مع بورصات عالمية ضمن تكريس التعاون الدولي (الفرع ثالث).

الفرع الأول: عصرنة بورصة القيم المنقولة

1. تجزئة سوق البورصة:

باعتبار بورصة الأوراق المالية في الجزائر تنقسم إلى قسمين أسواق رسمية وأسواق غير رسمية فالسوق الرسمية تتميز بالصرافة، ويتم التعامل فيها على درجة عالية من الكفاءة، إذ لا يتعامل فيها إلا الشركات التي تتوفر فيها الشروط اللازمة، أما السوق الثانوية فيتم تداول فيها الأوراق المالية للشركات التي لا تتوفر فيه شروط القيد في الجدول الرسمي.

وعليه فإن تجزئة سوق البورصة هو أحد آليات تطوير نظام التعامل في بورصة الجزائر، القيد في الجدول الرسمي.²

2. تعبئة الوسائل اللازمة لعصرنة البورصة:

بالدرجة الأولى استخدام الوسائل التقنية المعاصرة لتحسن كفاءة وسرعة الأوراق المالية وهذا من خلال:

- تسهيل عملية تداول الأسهم.
- ترقية واحترافية المهن المرتبطة بالسوق على مستوى المالية.
- تأهيل مجموع المتعاملين والأنظمة والإجراءات والتنظيمات.
- تعزيز سلطة الضبط في إطار تنظيمي متين ومساحة من التدخل واضحة المعالم.

¹ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01 يتضمن النظام العام للمؤتمر المركزي على السندات.
² - وعلى هذا الأساس تم إنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب النظام 12-01 المعدل و المتمم للنظام 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، إلا أن معظم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة متخصصة في القطاع الخدماتي ومؤسسة عن طريق القروض البنكية في إطار صيغ الدعم المختلفة للدولة، ودخولها السوق المالية دون غطاء قانوني وتنظيمي محكم سيؤدي إلى إفلاس عدد كبير منها.

- ضبط طرق التداول المقاصة التسوية والإشراف.
- انجاز مخطط عصرنة بفترات زمنية محددة.

3. تأهيل الإطارات العاملة بالبورصة:

وهو أحد المحاور الأساسية التي يجب أن تقوم بها لجنة تنظيم عمليات البورصة:

- تعزيز وسائلها البشرية بمختصين من خبرات و إطارات جامعية... الخ.
- الاستفادة من دورات تكوينية.

4. تعزيز نشر المعلومة، الشفافية والإفصاح:

إن المهمة الموكلة إلى لجنة المتمثلة في نشر المعلومات لا يمكن أن تتحقق بالكامل عن طريق المذكرة الإعلامية وحدها إلا إذا هناك شفافية وإفصاح عن المعلومة ونشرها بعد طرق بحيث يتم الحصول عليها في الوقت المناسب والاستفادة منها في الوقت الملائم.¹

كما يجب على إدارة البورصة أن تقوم بإصدار نشرات ودوريات لإعطاء الدوائر المعنية والجمهور المعلومات الكافية عن السوق، والتعامل مع السوق المالي المتخصص، مع إلزام المؤسسات بالنشر في الصحف واسعة الانتشار وفرض غرامات على الشركات المخالفة، مع إلزامها بإعداد قوائم مالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية.

الفرع الثاني: اعتماد المصارف الإسلامية

لا تسمح الشريعة ببيع الديون إلا بقيمتها الاسمية، ولهذا فلا يتوفر للمصارف الإسلامية خيار موارد مالية ببيع متطلبات السيولة عند الحاجة، لأن القروض بفوائد لا تجوز في الشريعة الإسلامية²، يبقى عملها في هذا المجال محدودا على حفظ الأوراق المالية، تحصيل الأسهم واستلام الأرباح، شراء الأوراق المالية، والقيام بعمليات تسهيل الاكتتاب في الأسهم³، ويعرض هذا الفرع بعض الأنشطة المتاحة على مستوى السوق المالية للمصارف الإسلامية، وكيفية تعاملها من خلال الضوابط والهيئات.

أولا/ - الأنشطة المتاحة على مستوى السوق الأولية:

1) إصدار أسهم:

بالنسبة للمصارف الإسلامية التي تأخذ شكل شركة مساهمة، والتي ترغب في الرفع من قدرتها التمويلية من خلال إصدار أسهم خاصة مما يسمح لها من تحفيز عدد كبير من الجمهور للاكتتاب.

2) إصدار سندات إسلامية (المسماة الصكوك):

1 - فاتح آيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم - تخصص قانون، عمار معاشو، جامعة تيزي وزو، كلية الحقوق و العلوم السياسية، 01 جويلية 2012، ص309.

2 - حربي محمد عريقات و سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2010، عمان، ص313.

3 - حربي محمد عريقات و سعيد جمعة عقل، مرجع نفسه، ص247.

إن إصدار السندات الإسلامية (الصكوك) يستجيب لرغبة العديد من المستثمرين والمختصين في (الصيرفة الإسلامية)، إذ تعرف هذه السندات ازدهار كبير على المستوى العالمي وتمثل أدوات مالية موحدة النمط ومطابقة للشريعة الإسلامية وللمبادئ التي يقوم عليها تحريم الربا.¹

ثانيا/ - الضوابط الشرعية:

هناك ضرورة حتمية لخضوع معاملات أعمال صناديق الاستثمار الإسلامية للرقابة حتى تستقطب العديد من المدخرين دون تردد أو شبهة في ذلك، وتخضع هذه المصارف للرقابة المالية والشرعية، حيث يجب على الإدارة وضع نظم وآليات مناسبة وفعالة، للمتابعة السابقة واللاحقة للالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، ورقابة متعددة المقاصد والجوانب للاطمئنان و المحافظة على الأموال وتميبتها.²

ثالثا/ - الهيئات المنظمة لصناديق الاستثمار الإسلامية:

1) صناديق الأسهم الإسلامية:

ظهرت استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين، إذ يقوم الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحا، لتحقيق أرباحا من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات.

2) المصارف الإسلامية المعاصرة:

علاقة المصارف بالبورصة في جزء هام منها الوساطة والاستثمار في الأوراق المالية وتقاسم المخاطرة ومن هذه المصارف كما سبق صناديق الأسهم، صناديق السلع، صناديق التأجير. إلا أنه في الوقت الحاضر كل الدول الإسلامية تطبق مصارفها المركزية الأنظمة التقليدية القائمة على الربا باستثناء باكستان، إيران والسودان التي طبقت مصارفها النظام الإسلامي³ ، بالرغم من فكرة البنوك الإسلامية تجذب حتى الغربيين وقد جاء في مقال عن عمليات المصارف الإسلامية والمصرفية أن جامعة (هارفرد) تطلع بمشروع بحث لدراسة مستقبل المصرفية الإسلامية وصيغها المختلفة على المستوى البعيد.⁴

الفرع الثالث: تكريس التعاون الدولي

التعاون الدولي هو الصيغة التبادلية التي من خلالها يتم الاستفادة من تجارب الآخرين وتسهيل عملية الالتقاء بين المدخرين والمتعاملين الوسطاء أو حتى الحكماء أحيانا.

التعاون هيئات الضبط:⁵

هذا التعاون يدخل في إطار الاستئناس بالتجارب الموجودة على مستوى هيئات الضبط سواء في دول البورصات الناشئة أو دول البورصات المتقدمة.

1 - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 2010 ، ص ص 24-25.
 2 - محمد براق و مصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسنول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقة، 22 و 23 ، 2011، ص 171.
 3 - حازم محمود عيسى الوادي، كفاءة السياسة النقدية في الإسلام - دراسة مقارنة - عالم الكتب الحديث، عمان 2009 ، ص 90.
 4 - محي الدين يعقوب أبو الهول، تقييم أعمال البنوك الإسلامية الاستثمارية - دراسة تحليلية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012 ، ص 126.
 5 - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 2010، ص ص 100 - 101.



1) المنظمة الدولية للجان القيم (OICV): من لجان هذه المنظمة " لجنة الأسواق الناشئة "وتضم البلدان الأعضاء التي تعتبر سوق الأوراق المالية فيها ناشئة على غرار الدول العربية وتعمل هذه المنظمة على تكريس التعاون بين أعضائها وتتضمن أهدافها بالدرجة الأولى.

- تقييم مدى تطبيق المعايير الدولية لأعداد التقارير المالية على مستوى الأسواق الناشئة ومدى فعالية التدخلات فيها.
- تبادل المعلومات.

بالإضافة إلى المشاركة في الملتقى السنوي للاتحاد العربي لضبط لقيم المنقول.¹

2) المعهد الفرنكفوني لضبط المالي: هذا المعهد ينظم دورات سنوية حيث يبحث الآليات والترتيبات التي تسبق وقوع الإختلالات والصعوبات أمام الوسطاء والمصدرين.

3) صندوق الودائع الفرنسي: إن التعاون مع هذا الصندوق يسمح بالاستفادة من تجربة هذه الهيئة في معالجتها لبعض الضوابط والقواعد الجوهرية المتعلقة بالبورصة خاصة:

- آليات حماية المستثمرين من عمليات الاحتيال.
- دور السلطة الاحترازية وكيفية تدخلها.
- طريقة مساهمة المنتسبين إلى صندوق الودائع.

¹ تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2012 ، ص 71.



خلاصة:

إن سوق الأوراق المالية له صلة مباشرة، ومتعددة الأطراف مع كل ما له علاقة بالمال والأعمال، وأن البورصة ركن ركين في الاقتصاد الحر الذي لا يقبل القسمة إلا على اثنين، الخسارة أو الربح اللذان يتحدان عن طريق العرض والطلب، المنافسة والمخاطرة. إن تداخل هذه العناصر يشكل ملامح اقتصاد السوق الذي كان أحد خيارات الدولة الجزائرية بعد التخلي التدريجي عن المنهج الاشتراكي، الذي لم يكن أبدا خيارا، وإنما واقع فرضته العولمة الاقتصادية وتغير الموازين على أصعدة عديدة، وبالتالي فإن ملامح إنشاء سوق للقيم المنقولة في الجزائر بدأت تتضح بعد أن شهدت المنظومة القانونية تعديلات جذرية، منها على الخصوص:

- الأمر 01-88 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.
- المرسوم التشريعي 08-93 المتضمن تعديل القانون التجاري.
- المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق بالقيم المنقولة .

لقد خُصص هذا الفصل من دراسة لتحليل أداء بورصة الجزائر، باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة عدة مؤشرات لقياس كفاءة وأداء بورصة الجزائر بالاعتماد على بورصات كنموذج لتفعيلها، فتبين من خلال دراستنا أن أداءها موصوف بالجمود وعدم الفعالية وقلة الشركات المدرجة، حيث لم يتم إدراج سوى خمس شركات فقط منذ نشأة السوق المالية في الجزائر منها ثلاثة عمومية التي لجأت إلى العرض العمومي عن طريق الخصخصة، هي فندق الأوراسي، صايدال، رياض سطيف هذه الأخيرة انسحبت في 2006، وشركتين خاصتين هما شركتا أليناس للتأمين، ومصبرات روية.

لذا فإنه من الضروري بعث روح المنافسة وجلب أكبر عدد ممكن من المؤسسات من خلال تفعيل البورصة بآليات محكمة، على غرار تشجيع المؤسسات الإنتاجية وتكيف عمل البنوك مع الوضع الاقتصادي للدولة، مما يسمح لها بأداء دور ايجابي خصوصا عمليات الوساطة ومرافقة الشركات .

كما استخلصنا منه أن بورصة الجزائر يرافقها ركود ناجم عن جملة من المعوقات تجعلها ضعيفة الأداء، لذا قمنا باقتراح جملة من الاقتراحات لتفعيل بورصة الجزائر .

الخاتمة



تعتبر الأسواق المالية أهم الأماكن التي تتداول فيها مختلف الأوراق المالية والبورصة هي بمثابة أداة تفاعل هذه الأوراق ومكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز وتحريك عجلته وتنشيط دورته الاقتصادية وتوزيع الأدوار الاقتصادية وإعطاء قوة دفع أكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري و القومي وذلك بأنها أصبحت من شروط التقدم و أداة لتحقيق التنمية، وكل هذا بفضل الخصائص التي تتمتع بها البورصة وأهدافها التنموية الاقتصادية، ومقابلة طلبات المشترين بعروض البائعين والتفاوض على هذه الأوراق تطلب الأمر وجود فئة متخصصة داخل هذه السوق تسمى بالوساطة المالية.

حيث شهدت هذه الفئة من المؤسسات الوسيطة تطورات ملحوظة من خلال نوعية وحجم الخدمات التي تقدمها، وكذلك خبرتها المكتسبة في المجال المالي، مما جعلها تساهم في تطوير سوق الأوراق المالية و تلعب دورا بارزا في تنشيط المعاملات المالية فيها. ومن أجل أني دخر المستثمرون أموالهم عن طريق سوق الأوراق المالية، يجب أولا اختيار الوسيط المالي المناسب، والذي يستطيع المستثمر من خلاله الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة ومن خلاله أيضا يستطيع إصدار أوامره المختلفة إما بالبيع أو الشراء، بحيث يستطيع التحكم في استثمارات كيف يشاء وتتمثل المهام الأساسية للوسيط المالي في تقديم النصح والمشورة لمساعدة المتعاملين في السوق،تنفيذ مختلف أوامره وكذلك تسيير المحافظ المالية لحساب عملائه أو لحسابه الخاص. ويجب أن تتوفر في الوسيط المالي مجموعة من الخصائص ، كما يجب أن يتوفر على الإمكانيات البشرية و المادية المناسبة التي تؤهله للقيام بالأعمال الموكلة إليه بطريقة مناسبة. وحتى تقوم الوساطة المالية بدورها في سوق الأوراق المالية على أكمل وجه، تقوم الهيئات المنظمة لهذه السوق على تحسين ظروف الوساطة المالية من خلال وضع شروط خاصة بالوسطاء كأشخاص طبيعيين ومعنويين لمزاولة مهنتهم داخل هذه السوق.

كما لاحظنا أن الأثر لا يستهان به بحيث لا نجد بلد متطور إلا وأن وراءه أسواق مالية متطورة، كما أنه لا يمكن تصور وجود بورصة في بلد ما دون وجود اقتصاد السوق لأنها تعتبر المرآة العاكسة لاقتصاد أي بلد حيث أن فكرة إنشاء بورصة أو سوق مالي والدور الذي تلعبه هذه السوق أصبح بشكل جزءا من حياة وثقافة المجتمع و عاداته و خاصة أن أخبار البورصات اليوم أصبحت تبتث في وسائل الإعلام وأصبحت جزءا من الحياة. و استطاعت مؤسسات الوساطة المالية أن تخطو خطوات عملاقة في السنوات الأخيرة و خاصة فيما يتعلق بتطوير و تنشيط سوق الأوراق المالية، و قد ساعدها في ذلك تطور وسائل الاتصال و خاصة الانترنت، حيث أصبح يتسنى لأي شخص أن يستثمر أمواله في البورصة وهو في بيته أو مكان عمله بإعطاء الأوامر لوسيطه بيعا أو شراء في أي وقت يشاء من خلال هذه الشبكة.



اختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج ذات الصلة باختبار صحة الفرضيات والمتمثلة في:

❖ يقع على عاتق مؤسسات الوساطة المالية دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي و الأجنبي للاستثمار في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن هذه المؤسسات هي المدخل الأول للمستثمرين. حيث تقوم هذه المؤسسات بالمساهمة في خلق السوق الأولية من خلال العروض التي تقدمها لطالبي الأموال من أجل الاكتتاب.

يعتبر وجود مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح ونمو هذه السوق، و هذا نظرا للدور الذي تقوم به هذه المؤسسات من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية و العمل على بناء الثقة بين المستثمرين و سوق الأوراق المالية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

❖ إن عدم نجاح بورصة القيم المنقولة في الجزائر لحد الساعة، يعود بشكل كبير إلى ما يتواجد في محيطها من معوقات وعراقيل أثرت على أدائها سلبا أكثر مما تعانیه هذه البورصة من إختلالات وعراقيل داخلية لذلك يتوجب الإسراع في إصلاح محيطها حتى يتسنى في تأدية دورها المنوط بها، وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة تقديم ما يمكن تقديمه واقتراحه من تدابير لتفعيل وتنشيط هذه الأداة على مستوى محيطها أوفي حد ذاتها حتى تصبح أداة فعالة.

يعد الجانب الأساسي لإقامة سوق أوراق مالية، توفر مناخ استثماري مستقر وهذا من خلال حالة الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي، وكذا زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تحسين القرارات وشروط الإدراج و تنوع الأوراق المالية التي تعد أداة تحفيزية ، و هذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

❖ قد تم تأكد من خلال الدراسة أن المقارنة بين بورصة الجزائر و باقي الأسواق محل الدراسة تعد صعبة، نظرا للفروق الواضحة بينها، وشهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في هذه أسواق وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق، وليس هذا وحسب بل انفتاحها أمام المستثمرين الأجانب أفراداً كانوا أم مؤسسات إضافةً إلى الدور الهام الذي أصبحت تتطلع به في مسيرة التنمية خاصة في البلدان النامية والتي تفتقر إلى وجود مثل هذه الأسواق بالإضافة إلى حاجتها إلى توفير بيئة استثمارية ملائمة، حيث أن بورصة الجزائر مازالت غير واضحة المعالم، ومن الصعب في مرحلة كهذه الحديث عن سوق رأسمال حقيقي في الجزائر، ملائمة وبالتالي فإن الأسواق المالية لهذه الدولة هي الركيزة الأساسية للنهوض وتنمية الأسواق المالية البدائية، و هذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

النتائج و التوصيات:

أولاً: نتائج البحث:

✓ تعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، و هو ما ينتج عنه نمو و ازدهار الاقتصاد ككل، كما أنها تحد من معدلات التضخم و ذلك راجع للوظيفة الأساسية التي تقوم بها وهي جذب مدخرات الأفراد و المؤسسات.

✓ يقع على عاتق مؤسسات الوساطة المالية دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي و الأجنبي للاستثمار في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن هذه المؤسسات هي المدخل الأول للمستثمرين. حيث تقوم هذه المؤسسات بالمساهمة في خلق السوق الأولية من خلال العروض التي تقدمها لطالبي الأموال من أجل الاكتتاب.

✓ يعتبر وجود مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح ونمو هذه السوق، و هذا نظرا للدور الذي تقوم به هذه المؤسسات من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية و العمل على بناء الثقة بين المستثمرين و سوق الأوراق المالية.

✓ تتطلب مهنة الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية شروطا معينة سواء بالنسبة للشخص الطبيعي أو بالنسبة للشخص المعنوي، و هذا من أجل حماية أموال المتعاملين و توفير المعلومات المالية باستمرار و تحليلها بدقة من طرف الوسطاء الماليين من شأنه المساهمة في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.

✓ تعتبر البورصة مفهوم دخيل على المجتمع الجزائري، وهي كمؤسسة مالية غير واضحة المعالم بالنسبة للغالبية العظمى من الجزائريين.

✓ قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية للمؤسسات المدرجة فيها ومنه يمكننا القول أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق رأس المال فهي لم تقترب حتى من أصغر سوق من أسواق رأس المال العربية.

✓ إن البورصة الجزائرية مازالت بعيدة عن التطلعات والأهداف المرجوة، حيث أنها لا تكاد تحظى بمؤشر واحد فقط يكون في المستوى المطلوب وهذا ما يبين ضعف السوق المالي الجزائري في جذب المدخرات.

✓ من خلال دراستنا لهذا الموضوع وجدنا أن بورصة الجزائر واجهتنا مجموعة من المعوقات الاقتصادية و سياسية و تشريعية و تنظيمية و هي كالتالي:

المعوقات الاقتصادية : من أهم المعوقات الاقتصادية التي تعاني منها بورصة الجزائر نجد التضخم يرتبط التضخم ارتباطا وثيقا بنشاط السوق المالي، وضعف الإفصاح و الشفافية ، وعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر.

المعوقات الاجتماعية و الثقافية : كغياب الثقافة البورصة بالإضافة إلى عامل الديني في تحريم الربى.



المعوقات السياسية : يسعى كل مستثمر للحصول على أقصى حد من الضمانات لاستثماره ، وفي هذا الإطار يعد الاستقرار العامل الرئيسي لتأسيس سوق مالية وسيرها الفعال، وينبغي أن يكون المستثمر في البورصة متيقن من ثبات القوانين التي تدير البورصة.

المعوقات التنظيمية : من أبرز العوائق التنظيمية التي تعيق نشاط بورصة الجزائر نجد قلة المؤسسات المدرجة و ضعف في سير عمل البورصة.

ثانيا: التوصيات:

من خلال النتائج المتوصل إليها، ومن خلال دراستنا المتواضعة لكفاءة أسواق المال فإننا نقدم الاقتراحات و التوصيات التي نراها مناسبة بالنسبة للجزائر بصورة خاصة، ولبقية أسواق رأس المال العربية بصفة عامة، حتى تتمكن من تحسين و رفع أداء بورصتها ، لتتحقق الكفاءة في أعلى درجاتها ونلحق بمصاف الدول المتقدمة ، فتكون أسواق رأس المال العربية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية. حيث تتمحور هذه التوصيات حول:

✓ تطبيق استراتيجية سوق دبي في ادراج شركات جديدة في السوق و ذلك من خلال التعاون مع العديد من الشركات الإقليمية الناشطة في قطاعات اقتصادية عدة وتشجيعها على الإدراج وتداول أسهمها في السوق الرائد على المستوى الإقليمي يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر.

✓ زيادة ايام التداول لتفعيل بورصة الجزائر وزيادة حجم المعاملات بالاعتماد على منظومة التداول للبورصات السابقة من الاحد الى الخميس .

✓ إعادة النظر في هيكل البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف و محاولة تصحيحها على جميع الأصعدة، تشريعية، تنظيمية... الخ، وذلك بالاستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداء البورصة

✓ التركيز على سلطة السوق و دورها في توفير وزيادة درجة الإفصاح في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في سوق رأس المال.

✓ دعم وتشجيع الوسطاء في عمليات البورصة، من أجل زيادة حركية و نشاط سوق رأس المال وبالتالي الرفع من سيولة القيم من خلال حث الوسطاء والمنشآت المصدرة للقيم على اللجوء إلى أساليب تنشيط السوق من خلال تحسين شروط التداول.

✓ فتح المجال أمام أسواق رأسمال أخرى، وخاصة أسواق رأس المال العربية للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان.

✓ تهيئة بيئة استثمارية مناسبة تشجع على جلب الاستثمارات المحلية و الأجنبية و تساهم في دعم عملية الخصخصة و زيادة كفاءة القطاع الخاص.



✓ العمل دائما على خلق و ابتكار أدوات مالية كنموذج لإستراتيجية بورصة مصرية لتطوير بيئة التداول استحداث أدوات و آليات مالية جديدة دائما تساهم في جلب المدخرات و تغطي احتياجات مختلف المستثمرين.

✓ العمل بإستراتيجية بورصة المصرية في زيادة درجة الإفصاح و الشفافية في بورصة الجزائر ونشر المعلومات حسب إستراتيجية بورصة عمان من خلال نشر التعاميم والقرارات الصادرة عنها باللغة الإنجليزية إضافة إلى اللغة العربية، و الهدف الرئيسي من ذلك هو تمكين المستثمرين الأجانب المهتمين في السوق من متابعة أخبار الشركات والأحداث المتعلقة بها.

✓ مواكبة التطورات الحاصلة في أسواق رأس المال في الدول المتقدمة ، وذلك باستغلال مختلف التقنيات التكنولوجية الحديثة لتسهيل عملية نشر البيانات المتعلقة بالشركات ،أسعارها، حجم التداول، التسويات ، طرق التسعير... الخ. مثل تحديث البنية التحتية للتقنية كإحدى استراتيجيات كل من أسواق السابقة الذكر.

✓ اعتماد معايير محاسبية دولية في إعداد التقارير المالية التي تكون الشركات ملزمة بالإفصاح عنها، مع ضرورة إخضاع هذه التقارير للتدقيق و المراجعة من أجل زيادة ثقة المستثمرين في المعلومات المنشورة و بالتالي زيادة فعالية التقارير في ترشيد القرارات.

✓ حث الشركات على استخدام نظام الإفصاح الإلكتروني وتطوير نظام التعامل الإلكتروني الذي من شأنه أن يرفع من أداء سوق رأس المال حيث قامت بورصة مصر بقاءات فردية مع الشركات التي لم تقم باستخدام النظام لحثها على استخدامها استهدافا للوصول إلى نسبة 100% من الشركات المقيدة ، وقد تم عقد لقاءين مع مسؤولي الشركات سنة 2018.

✓ تعزيز التعاون مع البورصات الدولية للاستفادة من الخبرات العالمية ، وهو ما يسمح بتطبيق معايير دولية في التعامل على مستوى أسواق رأس المال العربية.

✓ العمل على خلق ثقافة الاستثمار و الادخار لدى الفرد الجزائري، وذلك ببذل الجهود اللازمة من أجل توعية و إعلام الأفراد بمختلف التقنيات المستعملة، و من أجل إيصال ثقافة البورصة لدى الأفراد. دون أن ننسى الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الجامعة في هذا المجال بالتعاون مع الإطارات المختصة، من خلال الندوات، الأيام الدراسية... الخ. و هذا العمل يعتبر كإحدى استراتيجيات بورصة دبي ، حيث أتاح برنامج سوق دبي المالي الفرصة لمجموعة من الطلاب المواطنين، يمثلون عدة مدارس وجامعات في الإمارات العربية المتحدة، للاطلاع على مختلف جوانب العمل في قطاع الأسواق المالية ، علاوة على التدريب العملي في قطاعات السوق المختلفة وشركات الوساطة بهدف توفير المعرفة والمهارات التخصصية المطلوبة في قطاع أسواق المال لهؤلاء المتدربين.



✓ تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات و تشجيع الاستثمار، حيث أثبتت العديد من الدراسات أن إعطاء أهمية للسندات، وبصورة خاصة السندات الحكومية المتنوعة يسمح بتنشيط حركة التداول في سوق رأس المال، إذ أن الأفراد يفضلون الاستثمار في السندات مقارنة بالأسهم، خاصة في الأسواق المالية حديثة النشء.

قائمة المراجع



أولاً: الكتب

أ- الكتب باللغة العربية:

1. اتحاد الشركات الاستثمارية، أهم بورصات العالمية، دليل بورصة دبي العالمية، ط1، 2008، ص: 22.
2. أحمد بوراس، "أسواق رأس المال"، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر، 2002.
3. أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية وأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
4. توماس مايز، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: سيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002.
5. جمال جويدات الجمل، دراسات في أسواق المالية النقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.
6. حازم محمود عيسى الوادي، كفاءة السياسة النقدية في الإسلام - دراسة مقارنة - عالم الكتب الحديث، عمان 2009 .
7. حربي محمد عريقات و سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2010 ، عمان.
8. حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
9. حميدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
10. دادي عدون ناصر، اقتصاد المؤسسة الطبعة الثانية، دار المحمدية العامة، الجزائر ، دون سنة نشر.
11. سامي خليل، النقود والبنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008
12. سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء (دراسة تطبيقية تحليلية)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
13. شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، ط1، الجزائر، 1993.
14. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
15. عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004.

16. عاطف وليم افدراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.
17. عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، دار النشر الشركة العربية المتحدّة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، القاهرة، 2010.
18. عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، النقود والمصارف وأسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
19. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن - عمان، 2009.
20. فليح خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، 2006.
21. فيصل محمود الشاورة، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
22. مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000.
23. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصة الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1992.
24. محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، إسكندرية، 1998.
25. محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
26. محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات حلبي الحقوقية، بيروت - لبنان، طبعة الأولى، 2004.
27. محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، دار الجامعية، إسكندرية، 2002-2003.
28. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
29. محي الدين يعقوب أبو الهول، تقييم أعمال البنوك الاسلامية الاستثمارية - دراسة تحليلية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
30. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2003.
31. مصطفى رشيدى شيخة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993.
32. منير ابراهيم الهندي، إدارة أسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.



33. منير ابراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، إسكندرية، 2003.
34. نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، 2005.
35. نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
- ب- الكتب باللغة الأجنبية:**

1. Daniel SZpiro, Introduction a la fainance de marché, economica, paris, 1998
2. Josph antoine, Marie- claire capiau- heart dictionnaire des marche financiers, traduit par amel leila sebis, Edition pages bleues, bruxelles, 2010.
3. Sid Ali Boukramir, vade mecum de la finance, Office des publication, 1992.

ثانيا: الأطروحات و الرسائل الجماعية:

1. احمد بن مداني، الوساطة في المعاملات المالية(السمسرة)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2002.
2. بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، سنة الجامعية 2011-2012.
3. بوضياف عبير سوق الأوراق المالية في الجزائر مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير ، جامعة قسنطينة سنة 2007.
4. خالي عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006.



5. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، محمد براق، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006/2005.
6. زرفة زهية، بورصة القيم المنقولة المتداولة وأهميّة الوساطة في العمليات البورصة مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000.
7. سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار العملاء -دراسة تطبيقية تحليلية -مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004 .
8. سمعية بن محياوي، دور أسواق المالية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، السنة الجامعية، 2014-2018.
9. صلاح الدين شروط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2012.
10. طواهرية الشيخ، " الوساطة المالية و الأسواق المالية " ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة سيدي بلعباس ، 2011.
11. عادل مزيان " الاستثمار في سوق الأوراق المالية " ، مذكرة ماجستير، سيدي بلعباس ، 2013-2014
12. عبد الرحمان بابنات وناصر دادي عدون، التدقيق الإداري وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دون طبعة دار،
13. عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق أوراق المالية مع إشارة لحالة بورصة تونس، فرع إدارة مالية، جامعة منثوري قسنطينة، الجزائر، 2012.
14. عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة حالة الجزائر - مذكرة لنيل شهادة ماجستير، محمد.براق، جامعة تبسة، قسم العلوم التجارية،2006
15. غول فرحات، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية، الجزائر،2008 .
16. فاتح آيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم - تخصص قانون، عمار معاشو، جامعة تيزي وزو، كلية الحقوق والعلوم السياسية، 01 جويلية 2012.
17. فتيحة ابن بوسحاقي ، " بورصة الجزائر -واقع و آفاق- " ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، جامعة الجزائر، سنة الجامعية 2002-2003.



18. لحر خديجة، التنمية دور النظام المالي في تمويل الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، الجزائر، 2004-2005.
19. محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000
المحمدية العامة.
20. نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة - تخصص قانون، أطروحة دكتوراه في العلوم، زوايمية رشيد، جامعة تيزي وزو، كلية الحقوق والعلوم السياسية، 5 أكتوبر 2013.
21. نور الدين بهلول، الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، مذكرة مقدّمة لاستكمال متطلبات الماجستير في علوم المالية، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2005-2006.
22. نورين بومدين ، " أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر " ، مذكرة ماجستير في علوم الاقتصادية ، جامعة شلف ، 2007.
23. هلال غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001-2002.

ثالثا: النصوص القانونية

1. بمقتضى المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03 المؤرخ في 1997/11/18.
2. المادة 2 ، من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة، رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03.
3. النظام رقم 12-01 المتعلق بالنظام العام لبورصة الجزائر للقيم المنقولة.

رابعا: التقارير:

1. تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2015.
2. تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2016.
3. تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2017.
4. تقرير السنوي لسوق دبي المالي، سنة 2018.
5. تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2013.
6. تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2016.
7. تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2017.



8. تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2018.
9. تقرير السنوي للبورصة عمان، سنة 2015.
10. تقرير السنوي للبورصة عمان، سنة 2015.
11. تقرير السنوي للبورصة عمان، سنة 2016.
12. تقرير السنوي للبورصة عمان، سنة 2017.
13. تقرير السنوي للبورصة المصرية، سنة 2015.
14. تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سنة 2010.
15. تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سنة 2012.

خامسا: المجالات:

1. الجريدة الرسمية عدد 52 ، صادر في 27 أوت 2003 .
2. حسان خبابة ، "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية" ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة بسكرة ، فيفري 2004
3. محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية-
4. دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، عدد 12-2012 ، جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
5. مطبوعة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها دليل القيم المنقولة الجزائر أوت 2004 .



سادسا: الملتقيات:

1. صالح فلاح، بورصة الجزائريين المعوقات الاقتصادية و القانونية و إمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى الدولي حول الشفافية و نجاحة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، جامعة الجزائر، 2003.
2. عثمانى أحسين ، شعابنية سعاد ،" النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره عمى بورصة الجزائر" ، ممتقى دولي حول حوكمة الشركات كآلية لمحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، يومي 06-07 ماي 2012 .
3. محمد براق و مصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسئول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقة، 2011

سادسا: المواقع الإلكترونية:

1. بورصة القيم المنقولة <http://www.sgbv.dz/ar/SGBV> تاريخ الاطلاع: 2019/05/09.
2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الموقع الإلكتروني WWW.COSOB.ORG تاريخ الاطلاع 2019-05-23.
3. الموقع الرسمي لبورصة عمان، الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar>
4. الموقع الرسمي لسوق دبي، الموقع الإلكتروني <https://www.dfm.ae/ar/products/eservices>
5. الموقع الرسمي للبورصة المصرية، الموقع الإلكتروني www.egx.com.eg/ar/organization-structure.aspx
6. الموقع الإلكتروني للصندوق النقد العربي: <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الملخص:

تعد الأسواق المالية من بين الأدوات الممولة لاقتصاد أي دولة، إذ تلعب دورا مهما في تعبئة مدخرات أصحاب الفوائض المالية (أفراد، مؤسسات، بنوك...)، وتهدف هذه الورقة البحثية إلى محاولة تقييم بورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها لتصبح كبديل لاقتصاد الاستادنة في تمويل الاقتصاد الوطني، نظرا لما تعاني منه الجزائر فيما يخص إشكالية التمويل والعجز في مختلف المؤسسات الاقتصادية، ضف إلى ذلك قلة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ومحدودية الأدوات المتداولة فيها إذ تقتصر على الأسهم فقط، وكذا محدودية حجم المعاملات في السوق الرئيسية، بينما نجد الأسواق الأخرى تعاني من الخمول وعدم النشاط، وتعد سوق المؤسسات الوسطة المالية كمدخل لتنشيط البورصة وجعلها تلعب الدور التقليدي للأسواق المالية ألا وهي التمويل و هو بذلك تساهم في خلق السوق الأولي.

الكلمات المفتاحية: الوسطة المالية، البورصة، أسواق رأس المال العربية، نماذج، تفعيل بورصة الجزائر.

Résumé:

Les marchés financiers font partie des outils financés par l'économie de tous les pays et jouent un rôle important dans la mobilisation de l'épargne des détenteurs d'excédents financiers (particuliers, institutions, banques, etc.) Ce document a pour objectif d'évaluer le marché boursier algérien et de proposer des moyens de l'activer, Dans le financement de l'économie nationale, compte tenu des souffrances de l'Algérie face au problème du financement et du déficit de diverses institutions économiques, en plus des sociétés anonymes cotées sur le marché boursier algérien et des instruments limités qui y sont négociés, limités aux seuls stocks, ainsi que du volume limité des transactions sur le marché principal, Autre t Je suis d'inactivité et le manque d'activité, et sont les institutions du marché de l'intermédiation financière en entrée pour activer le marché boursier et faire jouer le rôle traditionnel des marchés financiers, à savoir la finance et contribue ainsi à la création du marché initial.

Mots-clés: intermédiation financière , Bourse , Le marchés des capitaux, Bourse d'Alger , le model , Activation de la bourse d'Alger.

