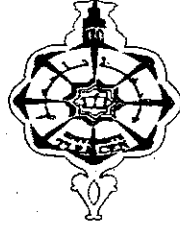


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد

- تلمسان -



كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص نقود، بنوك ومالية

الموضوع :

عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية
- حالة الجزائر -

من إعداد الطالب : بن حاسون بن عمر
تحت إشرافه / أ.د بوطالب قويدر
المشرف المساعد / د. محمد بن بوزيان

أعضاء اللجنة :

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بلقاسم مصطفى
مشرقا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بوطالب قويدر
مشرقا مساعدا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	د. بن بوزيان محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن حبيب محمد الرزاق
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن يحيى محمد الله محمد السلام

السنة الجامعية

2004-2003

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

يا رب لا تدعني أصاب بالغرور إذا نجحت وأصاب باليأس إذا فشلت...

بل ذكرني دائما بأن الفشل هو التجارب التي تسبق النجاح.

يا رب... علمني أن التسامح هو أكبر مراتب القوة وأن حب

الانتقام هو أول مظاهر الضعف.

يا رب إذا جردتني من المال اترك لي الأمل وإذا جردتني

من النجاح اترك لي قوة العناد حتى أتغلب على الفشل... وإذا

جردتني من نعمة الصحة اترك لي نعمة الإيمان.

يا رب... إذا أسأت إلى الناس اعطني شجاعة الاعتذار وإذا أساء

لي الناس اعطني شجاعة العفو.

يا رب إذا نسيتك فلا تنسني

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا وَمَا كُنَّا لِنَشْكُرَهُ إِلَّا بِرَحْمَتِهِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا وَمَا كُنَّا لِنَشْكُرَهُ إِلَّا بِرَحْمَتِهِ

إهداء

اهدي ثمرة جهدي وعملي هذا إلى

• أسيب التزينة

• روح أبي

• جميع أخواتي عرفانا لهم بالجميل وإلى روح أختي

• كل العاملين والساهمين في إثراء الساحة العلمية لما يقدمونه

من أفكار وبحوث نافعة

• جميع زملائي وأخص زملائي في الدراسة:

- عبد الله أبه ولد سيدات، لحسن، فتحي، ميلود، ميدوني

، حجاوي، بوطية، عبد الحق، مصطفى، شكوري

- جميع أصدقائي، زهير، زيان، بوهني، سليمان

أنور.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر وتقدير

لا يسعني وأنا أضع اللمسات الأخيرة لهذا البحث إلا أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى كافة

من ساهموا في تسهيل الصعاب أمامي مهما كانت درجة ذلك الإسهام.

بإيدي ذي بدء أتقدم بكامل الشكر والتقدير إلى كل من أستاذي الفاضل

الدكتور بوطالب قويدر، وأستاذي الدكتور بن بوزيان محمد، لما قدموه لي

من إرشادات هادفة وحرص دائم على متابعة هذا البحث في مختلف مراحلهم

مني كامل الشكر والتقدير لما بذلوه من وقتهم النفيس في هذا السبيل.

الفهرس

الدعاء

الإهداء

كلمة شكر وتقدير

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

المقدمة العامة

الفصل الأول: السوق المالي كحتمية اقتصادية

01	مقدمة
02	المبحث الأول: الأسواق المالية
02	المطلب 1: تعريف الأسواق المالية
04	المطلب 2: وظائف الأسواق المال
05	المطلب 3: تصنيف الأسواق المالية
08	المطلب 4: شروط نجاح الأسواق المالية وفعاليتها
09	المبحث الثاني: سوق التداول و أثره في الاقتصاد الوطني
09	المطلب 1: أهمية السوق المالية و شروط إنشائها
10	المطلب 2: البورصة: تعريفها، تاريخها، وظائفها، وأهميتها و فعاليتها و عملياتها ...
22	المطلب 3: العوامل المؤثرة على حركة البورصة
24	المطلب 4: معايير كفاءة السوق المالية
25	المبحث الثالث: التنظيم الداخلي لسوق الأوراق المالية
27	المطلب 1: لجنة مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية
28	المطلب 2: اللجان الفرعية
28	المطلب 3: الجمعيات العامة
28	المطلب 4: هيئات التحكم و مجلس التأديب و مندوب الحكومة

30.....	المبحث الرابع: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية
30.....	المطلب 1: المعلومات الداخلية
30.....	المطلب 2: تعريف المعلومات الداخلية و تأثيرها على مستوى أداء السوق
31.....	المطلب 3: اثر المعلومات الداخلية في أداء الأسواق المالية في الدول المتقدمة
32.....	المطلب 4: إفصاح و أنواع المعلومات الداخلية المؤثرة على أداء الأسواق المالية
33.....	خاتمة الفصل
	الفصل الثاني: الأوراق المالية المتداولة و المتعاملين فيها
34.....	مقدمة
35.....	المبحث الأول: الأسهم العادية
35.....	المطلب 1: مفاهيم الأسهم العادية
36.....	المطلب 2: خصائص الأسهم العادية
37.....	المطلب 3: مزايا و عيوب تمويل الأسهم العادية
38.....	المطلب 4: اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية
39.....	المبحث الثاني : الأسهم الممتازة
39.....	المطلب 1: مفاهيم الأسهم الممتازة
40.....	المطلب 2: خصائص الأسهم الممتازة
42.....	المطلب 3: مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة
	المطلب 4: مستقبل الأسهم الممتازة كمصدر مالي و العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار
43.....	التمويل و المخاطر التي يتحملها المستثمر
44.....	المبحث الثالث: السندات
44.....	المطلب 1: مفاهيم السندات
45.....	المطلب 2: خصائص السندات
48.....	المطلب 3: مزايا و مخاطر السندات
49.....	المطلب 4: أنواع السندات
50.....	المبحث الرابع: الوسطاء في عمليات الأسواق المالية

50.....	المطلب 1: تعريف السماسرة
53.....	المطلب 2: الشروط التي تتوفر في السماسرة
54.....	المطلب 3: الخدمات التي يقدمها السماسرة
55.....	المطلب 4: الأوامر المحددة التي تصدر عن السماسرة
59.....	خاتمة الفصل
الفصل الثالث : البورصات و الأزمات المالية	
60.....	مقدمة
61.....	المبحث الأول : التسعيرة في الأسواق المالية
61.....	المطلب 1: تعريف التسعيرة
61.....	المطلب 2: آلية تحديد السعر للورقة المالية
61.....	المطلب 3: طرق التسعيرة
63.....	المطلب 4: أسواق التسعير
64.....	المبحث الثاني: مؤشرات البورصة
64.....	المطلب 1: تعريف المؤشر
67.....	المطلب 2: كيفية حساب المؤشر
69.....	المطلب 3: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات
70.....	المطلب 4: المؤشرات الشائعة الاستخدام
73.....	المبحث الثالث: الأزمة المالية في القرن العشرين
73.....	المطلب 1: أسباب الأزمة
74.....	المطلب 2: الأزمات المالية لسنة 1929
75.....	المطلب 3: الأزمات المالية الاثني الاسود 19 أكتوبر 1987
76.....	المطلب 4: الأزمة الآسيوية لسنة 1997-1998

78..... خاتمة الفصل

الفصل الرابع: نماذج من البورصات العالمية

79.....	مقدمة
80.....	المبحث الأول : نماذج من البورصات في الدول المتقدمة
80.....	المطلب 1: بورصات اليابان
81.....	المطلب 2: بورصات ألمانيا
82.....	المطلب 3: بورصات لندن
83.....	المطلب 4: بورصات فرنسا
85.....	المبحث الثاني: بورصة تونس
85.....	المطلب 1: تاريخ بورصة تونس
85.....	المطلب 2: مرحلة الإصلاحات
87.....	المطلب 3: تنظيم و عمل البورصة
90.....	المطلب 4: أوامر و مؤشرات البورصة
93.....	المبحث الثالث : بورصة المغرب
93.....	المطلب 1: تاريخ بورصة المغرب
95.....	المطلب 2: تنظيم و عمل بورصة الدار البيضاء
98.....	المطلب 3: مؤشرات البورصة و المؤسسات المدرجة فيها
102.....	المبحث الرابع : بورصة عمان
102.....	المطلب 1: تاريخ بورصة عمان
103.....	المطلب 2: الهيكل التنظيمي الثاني
106.....	المطلب 3: نشاط بورصة عمان
107.....	المطلب 4: دور السوق كبورصة للأسواق المالية

108.....	خاتمة الفصل
	الفصل الخامس :الوضعية الحالية لبورصة الجزائر
109.....	مقدمة
110.....	المبحث الاول : عرض بورصة القيم المنقولة في الجزائر
110.....	المطلب 1:نشأة بورصة القيم المنقولة.....
112.....	المطلب 2:تنظيم بورصة القيم المنقولة.....
117.....	المطلب 3:شروط الدخول في البورصة.....
119.....	المطلب 4:إجراءات الدخول في بورصة الجزائر.....
122.....	المبحث الثاني : شروط تطوير البورصة في الجزائر
122.....	المطلب 1:الانتقال من القطاع المخطط نحو القطاع الخاص.....
123.....	المطلب 2:التحكم في التضخم.....
123.....	المطلب 3:أهمية البورصة بالنسبة للاقتصاد الجزائري.....
123.....	المطلب 4:دور البنوك في تفعيل عمل البورصة.....
124.....	المبحث الثالث : تقييم البورصة الفرص و العراقيل
124.....	المطلب 1:الشركاء- المدرسة ضمن بورصة الجزائر.....
128.....	المطلب 2:نشاط بورصة الجزائر بين 1999 الى 2002.....
139.....	المطلب 3:الحوافز و الامتيازات لتشجيع التوظيف في البورصة.....
140.....	المطلب 4:أسباب ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر.....
143.....	المطلب 5:الشروط الأساسية لتفعيل البورصة في الجزائر.....
146.....	خاتمة الفصل
148.....	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع

قائمة الجداول :

الجدول	صفحة
جدول (1.2)	41
جدول (2.2)	47
جدول (1.3)	66
جدول (1.4)	83
جدول (2.4)	97
جدول (3.4)	100
جدول (4.4)	102
جدول (1.5)	124
جدول (2.5)	129
جدول (3.5)	131
جدول (4.5)	138

صفحة	الأشكال
04	شكل (1.1) تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال
14	شكل (2.1) جوانب تعريف سوق الأوراق المالية
17	شكل (3.1) أهمية البورصات في الاقتصاد القومي
26	شكل (4.1) التنظيمات التي تتكون منها إدارة سوق الأوراق المالية
39	شكل (1.2) الإطار الأساسي لتنفيذ خطة المشاركة
52	شكل (2.2) مجموعة الخدمات المتكاملة التي يقدمها السماسرة في سوق الأوراق المالية
56	شكل (3.2) أنواع أوامر المستثمر في البورصات أو الأسواق المالية
105	شكل (1.4) الهيكل التنظيمي لسوق عمان المالي
116	شكل (1.5) تنظيم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة
121	شكل (2.5) مخطط عام لسير بورصة الجزائر
133	شكل (3.5) تطور نشاط البورصة

القصة العظيمة

(1) - مقدمة:

احتل النظام الرأسمالي مكانة عالمية بعد انهيار النظام الاشتراكي، مما أدى إلى موجة كبيرة من التحرر الاقتصادي وما واكبها من تطورات تمثلت في الخوصصة التي سادت البلدان النامية منذ الثمانينات، مما نجم عنه التقليل من الاعتماد على القطاع العام و التخطيط المركزي في كافة المجالات الاقتصادية فقبل سيادة النظام الرأسمالي. كانت المجالات التمويلية تعتمد بصفة أساسية على الميزانية الحكومية وعلى الفوائض التي تحققها شركات القطاع العام بوصفه القطاع المسيطر في النظام الاشتراكي، مما لا يترك مجالاً للدور الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في التنمية.

إن نشأة الأسواق المالية ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها وعرفت هذه الأسواق المالية تطوراً كبيراً خلال فترة السبعينات والثمانينات، و كان للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا الفضل في تطوير الأسواق المالية. وقد انعكس تطور الأسواق المالية في هذه الدول على كفاءة وتطور الاقتصاديات المحلية فيها مما نجم عنه إدماجها في الأسواق الدولية الأخرى وخاصة في الدول النامية. من المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي نعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أعطتها أهمية أساسية، الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العارض والطالب.

بالتالي فإن الأسواق المالية هي الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي، وعلى البلدان النامية أن تعمل على تطوير وتنمية الأسواق المالية، إذا أرادت أن تسير الركب الحضاري، أو أن تلحق بالدول المتقدمة. وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتنمية أسواقها المالية، بفعل إدراكها للدور الذي يمكن أن تلعبه في تنميتها الاقتصادية.

إلا أن واقع الأسواق المالية في الدول النامية يتبين بأنه يواجه عدة صعوبات وعراقيل تقلل من قدرة هذه الأسواق على القيام بدورها الرئيسي، المتمثل في تجميع المدخرات المحلية وتوجيهها إلى الاستثمارات الوطنية المنتجة، مما ينعكس على التنمية الاقتصادية فيها، ويؤدي إلى الرفع من المستوى المعيشي للأفراد.

2- الإشكالية:

- انطلاقا من واقع الأسواق المالية في الدول النامية، وبناء على المعطيات السابقة يمكن صياغة

الإشكالية التي يعالجها هذا البحث في طرح سؤال رئيسي هو:

* ما هي أهم العقبات التي تحد من قدرة الأسواق المالية على القيام بدورها في الدول النامية خاصة

في الجزائر؟

و يتفرع هذا السؤال إلى الأسئلة الجزئية التالية :

1- ما هو مفهوم الأسواق المالية؟ وما هي مكونات هذه الأسواق؟

2- إلى أي مدى تنعكس كفاءة الأسواق المالية على التطور الاقتصادي للدول؟

3- ما هي آفاق الأسواق المالية في الدول النامية؟ وما هي الاستراتيجيات الواجب اتباعها من طرف

هذه الدول لتفعيل أسواقها المالية، سواء من حيث تعبئة المدخرات أو من حيث توظيفها توظيفا كفعا؟

إن كون الجزائر تنتمي إلى مجموعة الدول النامية كان لا بد لنا من التطرق إلى موقف الدول النامية من

هذه الأسواق المالية، و التي استوعبت مؤخرا أهمية وجود هذه الأسواق المالية في اقتصادياتها بعد أن

لاحظت كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة التي قطعت شوطا بعيدا في هذا المجال حيث تتميز

بوجود نظم قوية و فعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين فيها اتخاذ قرارات استثمارية صحيحة بفضل ما

تقدمه إليهم من معلومات تتعلق بالشركات التي يرغب في شراء أسهمها و تتعلق أيضا بالسوق نفسها

و التطبيق الواسع للتقنيات المتطورة للإعلام و الاتصال و ما يترتب عليها من إمكانية معالجة حجم

أكبر من المعاملات في تلك الأسواق المالية و القدرة على نقل التطورات فيها بشكل أسرع و استجابة

أكثر للمعلومات الجديدة مع ربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة مما أسهم في اختفاء أوجه

التفاوت و التمييز بين الأسواق المحلية و زيادة درجة التكامل بين المراكز المالية الدولية.

إن كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة تمثل حافزا قويا للدول النامية نظرا لعولمة ظاهرة

تقنيات الإعلام و الاتصال و إمكانية إقرار نظم فعالة و متقدمة، و بالإضافة إلى هذا إن نجاح تجربة

الأسواق المالية في الدول النامية تتطلب توفر شرطين أساسيين وهما: (1)

1) وجود عدد كافي من الأوراق المالية المطروحة في السوق تسمح للمستثمر أن يختار الشكل الذي

يناسبه منها و بطريقة ناجحة.

(2) وجود أسواق مالية تسمح بتحويل هذا النوع من الادخار الطويل الأجل إلى مال نقدي سائل و جاهز عند طلب.

(3) - أهداف الدراسة:

إن هذه الدراسة تحقق مجموعة من الأهداف تتمثل في : إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية و التطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية لإقامة الأسواق المالية في البلدان النامية، مع توضيح العقبات التي تعيقها، فالسوق هو بمثابة وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات و تعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلي احتياجات قطاع الأعمال و المستثمرين في إقامة المشروعات الاقتصادية و بالتالي إقامة تنمية اقتصادية و أيضا للتعرف على طبيعة الاقتصاد الوطني و طبيعة تمويله.

(4) - أهمية الدراسة:

تعتبر التنمية الهدف الأساسي لكل الدول النامية و المتقدمة على حد سواء ، غير أن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب التمويل ، و بالتالي فالأسواق المالية تمثل عنصرا أساسيا يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في التمويل الاقتصادي .

(5) - أسباب اختيار الموضوع:

توجد مجموعة من الأسباب التي أدت إلى اختيارنا هذا الموضوع و هي:

- 1- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.
- 2- اعتبار الأسواق المالية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية.
- 3- قلة البحوث المقدمة في الموضوع نتيجة لحدائه.
- 4- إن هذا الموضوع من ضمن التخصص الذي أنهجه في دراستي و هو تخصص النقود و مالية البنوك.

(6) - منهج الدراسة:

المنهج المتبع في الدراسات الاقتصادية يكون عموما وصفا بالنسبة لبعض الفصول المتعلقة بتقديم السوق المالي بشكل عام ودوره في تمويل النشاط الاقتصادي، ثم يكون تحليليا للواقع الاقتصادي لتبيان أسباب ظهور هذه عقبات.

(7) - الدراسات السابقة:

من خلال قراءتنا و نحن بصدد إعداد هذا البحث تطلعنا على بعض المراجع التي تناولته من بعض الجوانب ز أهمها:

- وليد أحمد صافي: [سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة سوق عمان المالي]، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 1997. و هي رسالة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصصها نقود و مالية حيث كانت إشكالية البحث : ما هي مكانة هذه الأسواق في تمويل التنمية الاقتصادية. وقد قسم الدراسة إلى قسمين، احتوى القسم الأول على أربعة فصول قسم اول منها إلى خمسة مباحث. المبحث الأول هو تمهيدي، تطرق فيه لإطار النظري للاستثمار، أما في المبحث الثاني فتناول هيكل سوق الأوراق المالية، و في المبحث الثالث فتطرق للوسطاء المتدخلون في البورصة، أما المبحث الرابع بين فيه كيفية تحديد السعر في البورصة كما تطرق في المبحث الخامس إلى السوق المالية الكفؤ.

أما الفصل الثاني فقد خصصه للأوراق المالية المتداولة في البورصة.

بالنسبة للفصل الثالث فقد تناول فيه أهم البورصات الدولية، و في الفصل الرابع و الأخير تناول موضوع دراسة حالة للسوق المالية لدولة عمان.

- مصيطفى عبد اللطيف، [دور البنوك والأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي]، جامعة تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و التسيير، سنة 2003، و هي عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود و مالية البنوك، الإشكالية التي يدور حولها الموضوع : ما هو الدور الداعم و المكمل الذي يمكن أن تلعبه البورصة ؟ و قد قسم الدراسة أي ثلاثة أبواب و كل باب يحتوي على فصلين يبدأ كل فصل بتمهيد و ينتهي بخاتمة حيث تكلم في الأول عن النظام المصرفي و المالي و مكائنها في الاقتصاد و تكلم أيضا عن فاعلية البنوك و الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية و مشكلة التمويل و أهمية المدخرات و دور البنوك و الأسواق المالية. و أيضا عن النظام المصرفي و المالي الجزائري قبل الإصلاحات قبل عام 1986).

8- محتويات الدراسة:

من أجل الإحاطة بكل جوانب بحثنا المسطرة تحت العنوان: عقبات قيام الأسواق المالية في البلدان النامية، ارتأينا تقسيمه إلى خمسة فصول، استعرضنا في الفصل الأول أسواق المال كحتمية اقتصادية، مبينين مفهوم الأسواق المالية، و أثرها على الاقتصاد الوطني بالإضافة إلى التنظيم الداخلي لسوق الأوراق المالية، مبينين في آخره دور المعلومات في الأسواق المالية، أما فصلنا الثاني فقد تطرقنا فيه للأوراق المالية المتداولة و المتعاملين فيها مستعرضين الأسهم و أنواعها و كذلك السندات بالإضافة إلى التعريف بالوسطاء الماليين الذين يقومون بعمليات الوساطة من أجل تحقيق الصفقات التجارية على مستوى هذه الأسواق، أما الفصل الثالث فقد تناولنا فيه البورصة و طريقة التسعير في الأوراق المالية، مع توضيح المؤشرات الاقتصادية. هذا بالإضافة إلى التعرض للأزمات المالية العالمية. أما في الفصل الرابع، فقد تطرقنا إلى ذكر بعض تجارب البورصات العالمية و العربية. و قد خصص الفصل الخامس لدراسة حالة بورصة الجزائر.

الفصل الأول

السوق المالي كتيمة اقتصادية

المقدمة :

تلعب الأسواق المالية دورا هاما ، في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي هي في حالة عجز مالي ، مع إيجاد قروض متاحة للتوظيف الفعال للموارد المالية و الزائدة لدى أطراف الفائض ، الشيء الذي يؤدي إلى استمرارية تطور الاقتصاد الرأسمالي و تعاضم قدراته الإنتاجية ، و اتساع تأثير المنافسة ، و آلية السوق ، و تزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية أدوات تعبئة المدخرات ، و رفع كفاءة استخدام الموارد المتاحة و بالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية)

نتيجة الأهمية التي تحتلها الأسواق المالية ، يتوجب علينا في هذا الفصل دراسة الأسواق المالية كختمة اقتصادية ، تمكن البلدان النامية في حالة تطورها من دفع عجلة التنمية و هذا ما فرض علينا تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث ، نتناول في المبحث الأول الأسواق المالية تعريفها ، وظائفها ، تصنيفها و شروط نجاحها ، أما المبحث الثاني نتطرق فيه لسوق التداول و أثره على الاقتصاد الوطني ، أما المبحث الثالث نستعرض فيه التنظيم الداخلي لسوق الأوراق المالية ، أما دراستنا لدور المعلومات في سوق الأوراق المالية نتناولها من خلال المبحث الرابع و الأخير

المبحث الأول : الأسواق الماليةالمطلب الأول : تعاريف الأسواق المالية

توجد مفاهيم متعددة لسوق المال ، و سنتعرض هنا لمجموعة من هذه المفاهيم :

أ - تعريف (1): الأسواق المالية هي تلك الأسواق التي يتم فيها إصدار و تداول (بيع

و شراء) الأصول المالية كالأسهم و السندات⁽¹⁾

ب - تعريف (2): هو أداة هامة لتوفير و تقديم الأنشطة المختلفة ، و ذلك من خلال

الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية ، و التي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين :الأول

تعبئة المدخرات ، و الثاني توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة

المختلفة (2)

ج - تعريف (3): السوق المالية هو السوق الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلاد ، إذ أن

التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود الأسواق المالية المزدهرة و المتطورة ، و يتألف

السوق المال من سوقين هما السوق الأولية (الإصدارات) و السوق الثانوية (سوق التداول)⁽³⁾

د - تعريف (4): هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها

(المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة

و بالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي ، أي صناعة رأسمال الذي يعتبر واحد من

أهم عوامل الإنتاج . (4)

(1) د . السيد البدوي عبد الحفيظ . ادارة الاسواق و المؤسسات المالية. توزيع دار الفكر العربي القاهرة السنة 1999 ص 05

(2) د. عبد الغفار الحنفي - د . رسمية قريظاص - السواق و المؤسسات المالية - كلية التجارة - جامعة الاسكندرية السنة 2001 ص

253

(3) د. خليل المندي : العمليات المصرفية و السوق المالية ج2 : مؤسسة الحديثة لكتاب سنة 2000 ص 06

(4) د. صلاح السيد جودة : بورصة الاوراق المالية : مكتبة و مطبعة الاشعاع الفنية سنة 2000 ص 20

و-تعريف (5): و بمعنى واسع فإنه يتألف من سوق رأسمال في الأجل الطويل -الذي يتمثل في مجموع القروض و الطلبات لرأسمال المخصص للاكتتاب في رأسمال الاجتماعي للمؤسسات و التوظيف في الأجل الطويل ، و يمارس السوق المالي وظيفتين هما :نظام الوساطة الذي يجمع الموارد مقابل إصدار الأوراق المالية في الأجل الطويل (سوق الأول) أي سوق الإصدار الأوراق ، و يسمح بالتفاوض عن الأوراق المالية و سيولتها (سوق التيسيداول) أو سوق الأوراق المالية ، أو البورصة⁽¹⁾.

هـ -تعريف (6) : هو مكان الإصدار (سوق الأول) و التفاوض (السوق الثانوي) من أجل التمويل المباشر الطويل المدى⁽²⁾

ف -تعريف (7) : إنه ملتقى ما بين المدخر و المستثمر، سواء كان ذلك مباشر في قاعة السوق أو عبر الوسطاء ، و بوسائل الاتصال الحديثة⁽³⁾.

ق-تعريف (8) : هو السوق الذي يتم فيه بيع إصدارات الأسهم و السندات الجديدة ، حيث تقوم الحكومة أو شركات قطاع الأعمال بطرح سندات أو بيع أسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمار الثابت⁽⁴⁾

و من خلال هذه التعاريف نستنتج أن السوق المالي يتكسبون مسن السوق الأولى (الإصدارات) و السوق الثانوي(هو مكان التقاء العارضين و الطالبين و يكون ذلك مباشرة أو عن طريق الوسطاء الماليين).

¹ مذكورة : مصطفى عبد المظيف دور البنوك و الاسواق المالية في التمويل النشاط الاقتصادي — دراسة حلة الجزائر سنة 2003 ص 21 جامعة تلمسان

² د. مصطفى رشدي شيحة : الاقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات — دار جامعة الجديدة للنشر سنة 1998 ص 391 (3www. Benkofed.com

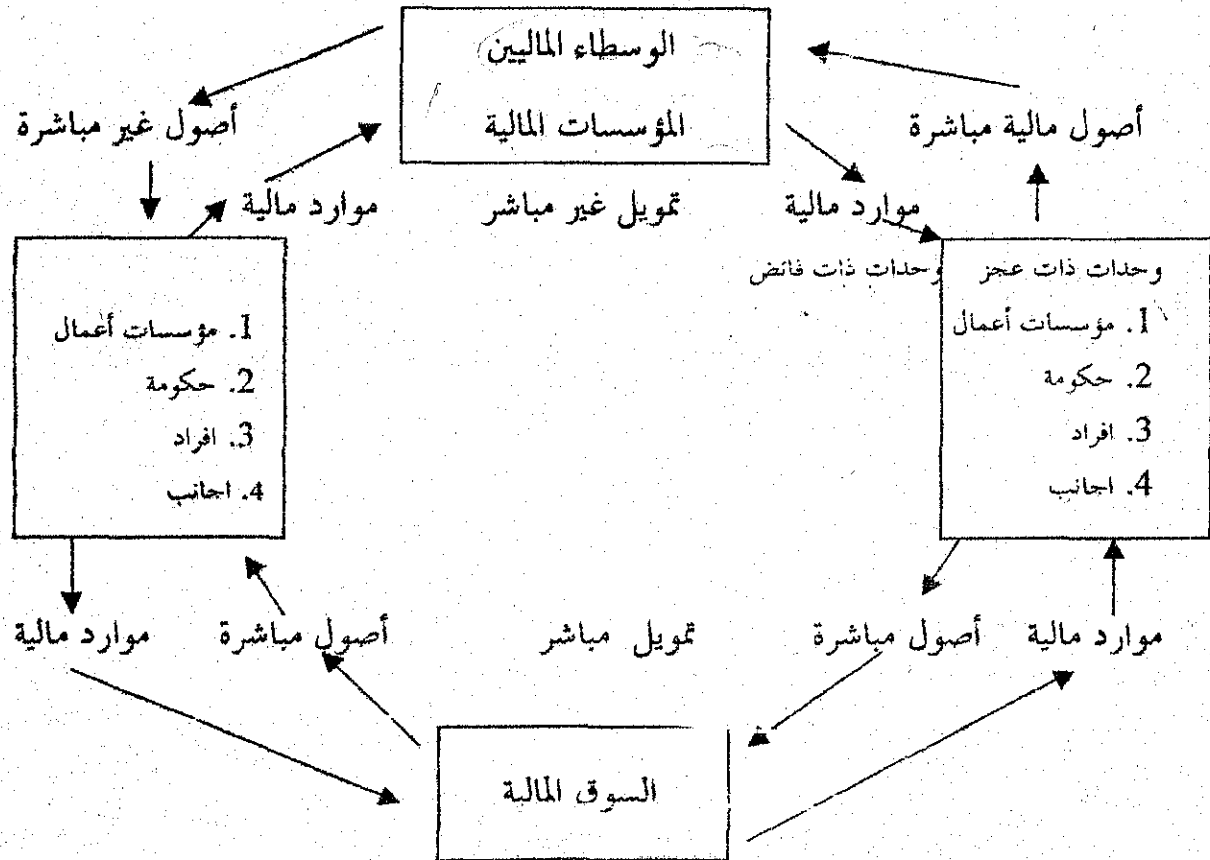
⁴ د. احمد ابو الفتوح الناقه نظرية النقود و البنوك للاسواق المالية النشر مؤسسة الشباب جامعة الاسكندرية سنة 1998 ص 21

المطلب الثاني : وظائف الأسواق المالية

هناك مجموعة من الوظائف: تقوم بها الأسواق المالية من أهمها :

1- تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز كما يوضحه

الشكل التالي (1)



الشكل (1.1) : تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال

يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية ، لسوق المال و هي أساسا البنوك و شركات التأمين ، مؤسسات الادخار و الإقراض و صناديق المعاشات ، أي أنها تقوم بتقديم التسهيلات اللازمة لتحويل المدخرات التي تتوافر لديهم من أموال ، و ليست لديهم

¹ د. احمد ابر الفتوح الناقه : نظرية التقوم و البنوك و الاسواق المالية : مؤسسة الشباب الجامعة الاسطندرية سنة 1998 ص 17

فإننا نقصد في واقع الأمر سوق للأوراق المالية و يكون إصدار الأسهم عند تأسيس الشركات أو عند إجراء التوسعات التي تستلزم زيادة رأسمال⁽¹⁾.

تعريف 2:

يطلق على السوق الأولى اسم سوق الإصدارات ، حيث تنشأ فيه العلاقة بين المقترض و المقرض ، أو بين مصدر الورقة المالية و المكتب فيها لأول مرة ، و لذلك هو سوق مالي تتجمع فيه المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل⁽²⁾ يمكن إعطاء تعريف للسوق الأولى أو سوق الإصدار: (أنه سوق تخصصه المؤسسات المالية التي تقوم كوسيط مالي ، تنشر فيه للجمهور و المستثمرين أوراقا مالية لمؤسسات عامة أو خاصة تقوم بإصدارها لأول مرة).

أ) المهام الرئيسية لبنوك الاستثمار :

يقوم بنك الاستثمار بوظيفته على الوجه الأكمل ، و عليه أن يخضع لأربع مهام رئيسية و هي⁽³⁾

1. توجيه النصيح و المشورة بشأن حجم الإصدار ، و مدى ملائمة توقيته ، و ما إذا كان هناك وسائل تمويل جديدة أكثر ملائمة .
2. القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة ، و ما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى ، مثل لجنة الأوراق المالية في البورصة .
3. التعهد بتصرف كل الكمية أو الحد الأدنى منها ، و قد يدفع البنك مقدما للجهة المساهمة الإصدار ، قيمة الكمية التي تعهد بتصرفها ، و في بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتعريف الإصدار .

(1) د. محمد سويلم : ادارة البنوك و البورصات الاوراق الاملية كلية التجارة - جامعة منصوره - سنة 1997 ص 34
 (2) مذكرة : وليد احمد الضاني : سوق الاوراق المالي و دورها في السمية الاقتصادية - جامعة الجزائر - سنة 1997 ص 19
 (3) د. منير ابراهيم المندي الاوراق المالية واسواق راس المال - توزيع مصارف بالاسكندرية - سنة 1999 ص 83

4 - للتوزيع الفعلي للإصدار ، و ذلك بيعه للجمهور أو عملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه ، من خلال النشاط السمسرة الذي يمارسه.

ب) أساليب الإصدارات في السوق الأولية :

إن بنك الاستثمار لا يعد السبيل الوحيد لإصدار الأوراق المالية و تصريفها ، فهناك طريقتين و هما الأسلوب المباشر و أسلوب المزاد⁽¹⁾

□ الأسلوب المباشر : يقصد بالأسلوب المباشر ، قيام الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين من المؤسسات المالية الضخمة ، لكي تبيع لها الأسهم و السندات التي تم إصدارها

□ أسلوب المزاد : هو أسلوب تتبعه الخزينة الأمريكية لتصرف ما تصدره من صكوك و بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها ، و سعر الشراء ، و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى فالأقل ، إلى أن يتم تصريف الإصدار بالكامل .

و في حالات الإصدارات الضخمة عادة ما يبرم البنك المنشئ عقد شراكة مع بنوك استثمارية أخرى ، تتعهد فيه بالمساهمة في توزيع الإصدار و تمويل شراكه ، في مقابل الحصول على جزء من عمولة الإصدار التي عادة ما تتراوح نسبتها ما بين 10 إلى 15% من حصيلته البيع .

2. السوق الثانوي (سوق التداول)

هو سوق للتداول الأوراق المالية الطويلة الأجل يباع أو شراء بسعر السوق ، والتي سبق الاكتتاب بها في السوق الأولي ، و من هنا يمكننا أن نعرف السوق الثانوي ، بأنه المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية يباع و شراء ، و التي يترتب عنها حمل أو نقل ملكية

(1) د . منير ابراهيم الهندي الاوراق المالية واسواق راس المال - توزيع مصارف بالاسكندرية - سنة 1999 ص 84

الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقصة المالية ، وقت البيع و الشراء (1)

و أهم ميزة للسوق الثانوي ، هو أنه يوفر للأوراق المالية المصدر في السوق الأولي عنصر السيولة ، لذا يستمد السوق الأولي فعاليته و كفاءته من فاعلية و كفاءة السوق الثانوي، و يعتبر السوق الثانوي في العادة مجالا للنشاط لأصحاب صانعي الأسواق المالية .

المطلب الرابع : شروط نجاح السوق المالية و فعاليتها

إن شروط نجاح السوق المالية في الدول النامية هي كما يلي :

1- توفر المعلومات الواضحة و الدقيقة حول الشركات و المؤسسات و حتى الدول التي تجزي بأسهمها و سنداتها أو عملاقها .

2- وضوح المعاملات و دقتها : أي أن هناك خطران أساسيان من الأسواق المالية يجب تداركهما و هما : أ- فقدان المعلومات للمتعاملين و نقص المعلومات المتوافرة .

ب- مخاطر انهيار السوق أو النظام المالي في ذاته (2)

إن وضوح المعلومات و دقتها و انتظامها ، كلها أمور تستفيد من نظام عمل متطور و مستند إلى استعمال أجهزة الإعلام الآلي و الاتصالات الإلكترونية .

3- فعالية السوق المالية و هي تتضمن الأهداف التالية :

أ- تنظيم السوق : ذلك من أجل تجنب التقلبات المفاجئة في أسعار الأوراق المالية

ب- الإصلاح : توفير المعلومات عن المؤسسات المسطرة في البورصة و ذلك لإعطاء أكثر ثقة للمساهمين و حاملي القيم المتداولة ، و أحسن صيغة للصفقات ، وهذا التصرف يسمح بتغطية و توجيه الموارد نحو التوظيفات المستهدفة ، حتى يدعم

(1) د. خليل المندي : الطوان الناشف ، الجزء الثاني : المؤسسة الحديثة للكتاب سنة 2000 ص 82

2) olive picom : la bourse : 14e edition : delmas : annee 2000 p : 13

التوسع الاقتصادي⁽¹⁾

ج-التوسيع: أحجام الصفقات، تؤثر على تنظيم السوق ، و هو خاضع لعدد الإدخالات الثابتة المسيرة في البورصة .

المبحث الثاني: سوق التداول و أثرها في الاقتصاد الوطنيالمطلب، الأول: أهمية سوق الأوراق المالية

و هي تتمثل فيما يلي :

- 1- تبيان أن الدراسات لأسواق الأوراق المالية المنظمة قد ساهمت مساهمة فعالة في تنمية العادات الادخارية ، و توجه هذه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطني المتاح.
- 2- سوق الأوراق المالية ، إنها من الأركان الأساسية في هيكل النظام التمويلي في النظام الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص .
- 3- سوق الأوراق المالية أحد الآليات المهمة لتجميع الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد و الشركات لما يصدر في الأسواق من أوراق مالية مختلفة⁽²⁾
- 4- إن الأسواق المالية تتوفر على سيولة للأوراق المالية عن طريق إسداع المدخرات في المؤسسات ، تقوم بتوظيفها في الأوراق المالية أو قروض .

⁽¹⁾ محاضرات لسنة الثالثة ليسانس الاستاذ بن بوزيان محمد مقياس مالية الدولية لسنة 2000

⁽²⁾ د. خليل الهندي ، انطوان الناشف ج2 المؤسسة الحديثة للكتاب سنة 2000 ص 51

2- شروط الأساسية لإنشاء سوق الأوراق المالية : إن سوق الأوراق المالية لا ينشأ بمجرد

الرغبة في ذلك ، و لا بصدور قرار من السلطات المختصة ، لكن لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية و هي كما يلي :

(أ) وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة .

(ب) وجود مؤسسات مالية و مصرفية من كافة الاختصاصات لتؤدي دورها في اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات و توليد الفرص الاستثمارية و بلورتها في شكل مشاريع محددة و الترويج لها الواسطة لتحقيق التقاء العرض و الطلب .

(ج) طاقة استيعابه و معقولة و قادرة على استيعاب رأس المال المعروض ، تنبسط في توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية و ربح معقول .

(د) وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تجدد لرأس المال دوره ، فكفاءة سوق الأوراق المالية تقاس في المقام الأول بقدرتها على تجميع المدخرات الخاصة و توظيفها توظيفا مريحا⁽¹⁾

(و) تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسعا و فاعلية و تتيح الفرص أمام المتعاملين كافة .

المطلب الثاني : تاريخ البورصة

إن المفهوم الحالي للبورصة يعتبر حديثا، عكس مفهوم السوق و التبادل اللذان ظهرا منذ القدم ، و في الحقيقة كانت نهاية القرن السادس قبل الميلاد، عبارة عن فترة ظهور الحضارة الإغريقية رومانية ، التي تميزت بتضاعف مستمر لعمليات التبادل بكل أشكاله ، فيمكننا أن نذكر على سبيل المثال الأسواق التي كانت تمارس إلى غاية فترة 2800 قبل الميلاد. (2)

(1) د. زينب حسين عوض الله : اقتصاديات الفرد و المال - دار الجامعة - سنة 1994 ص 196

olivier chazoule : comment investir ? senil pratique 2000 p 115/2

إن هذه التبادلات كانت تتحقق نتيجة التفاعل ما بين حجم العمليات التجارية و كذا التدفقات المالية الناجمة عنها ، و هذا ما أدى إلى ظهور بنية خاصة بالمجتمعات مثلا : ظهور الضرائب ، ظهور المجتمعات الرأسمالية ، و المختصين الذين يمثلون في نفس الوقت عملاء مصرفين .

- مع التطور أيضا ، و بالتحديد انطلاقا من القرن الحادي عشر ، شهد العالم نشأة منطقتان جغرافيتان هامتين ، اعتبرنا كعامل مهم أول انطلاقة لتشكيل نظام للبورصة ، و يعنى الأمر شمال إيطاليا و أوروبا و خاصة في "بروج بيلجيكيا ، أمستردام بهولندا." - و قد شهد العالم أول ظهور للقيم المنقولة (الأسهم) بالبندقية بإيطاليا في نهاية القرن الحادي عشر ، و يعد ذلك جنوة بإيطاليا في نهاية القرن الثاني عشر ، و كان يشكل هذا الأمر ظهور المجتمع الاشتراكي في 1408 ، و في فلورنسا بإيطاليا ، سمح التشريع لمجموعة من الشركاء بإعطائهم الحق في أن لا يكونوا مسؤولين ، إلا على حسب مقدار استثماراتهم ، و قد حقق هذا الإجراء نجاحا واسعا ، حيث خفف من درجة الخطر التي كان يتعرض لها الشركاء سابقا، حيث لم يصبحوا مسؤولين على كافة النتائج المحققة من طرف الشركة في حالة إفلاسها .

في جنوة إيطاليا و بعد أن أصبحت قيمة الضرائب المحصلة لا تكفي لتوسيع و تنمية النشاط المصرفي أصبح اللجوء إلى الموارد المالية التي هي بحوزة الأشخاص أمرا حتميا . في إيطاليا و شمال أوروبا أصبحت المعارض التجارية أماكن التقاء الطالبيين و العارضين و هي تمثل مناطق فعالة لتحفيز عملية التبادل ، حيث كانت هذه المعارض تنتقل بين مختلف المدن خلال فترة شهرين كاملين .

و اعتبارا من هذا المنطلق ، فإن ظهور نشاطات البورصة كان ملحوظا في منطقة شمال أوروبا ، حيث جرت العادة في هذه الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال

الصرافة في منزل الرئيس ، من أجل دراسة عمليات بيع و شراء السلع ، من تم كتابة بوالص التأمين ، إضافة إلى كل ما يمد بصلة .

أما الرئيس الذي كان ينتقل تلك العائلات في منزله ، فكان يدعى "فاندر بورز" ومنه أي اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع و الخدمات ، إضافة إلى عمليات بيع و شراء العملة :اسم (بورز) بالفرنسية أي البورصة في اللغة العربية ، أو سوق الأوراق المالية (1) ومع بداية القرن 19 ، أصبحت مفاوضات حكرًا على وكلاء الصرف ليصدر القانون التجاري ، بعد ذلك ميينا في المادة (76) شروط قيام شركة وكلاء الصرف .

1 تعريف البورصة: يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها [مركز لتجميع و تركيز رؤوس الأموال ، ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم و السندات] (2) و يمكننا تقديم تعاريف أخرى للبورصة و هي كالتالي :

أ. تعريف : (1) اجتماع بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء سوق الأوراق المالية (السماسرة) لتنفيذ أوامر عملائهم الملقاة قبل و أثناء فترة العمل أو التقاء العرض و الطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في الأوراق المالية معينة ، تتوفر فيها شروط محددة وفقا لتقواعد و نظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة (3)

ب. تعريف : (2) سوقا يلتقي فيها البائع و المشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات ، و من تم فإن نشاطها يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات ، و الأنشطة التي يمارسها الشخص ، و يحتاجون إليها لإشباع احتياجاتهم و رغباتهم (4)

¹ olivier chazoule نفس المرجع السابق ص 115

(2) د. مروان معلون : الاسواق النقدية و المالية (البورصات و شكلاتها في عالم النقد و المال : مج : ديوان مطبوعات الجامعة سنة 1993 ص 218

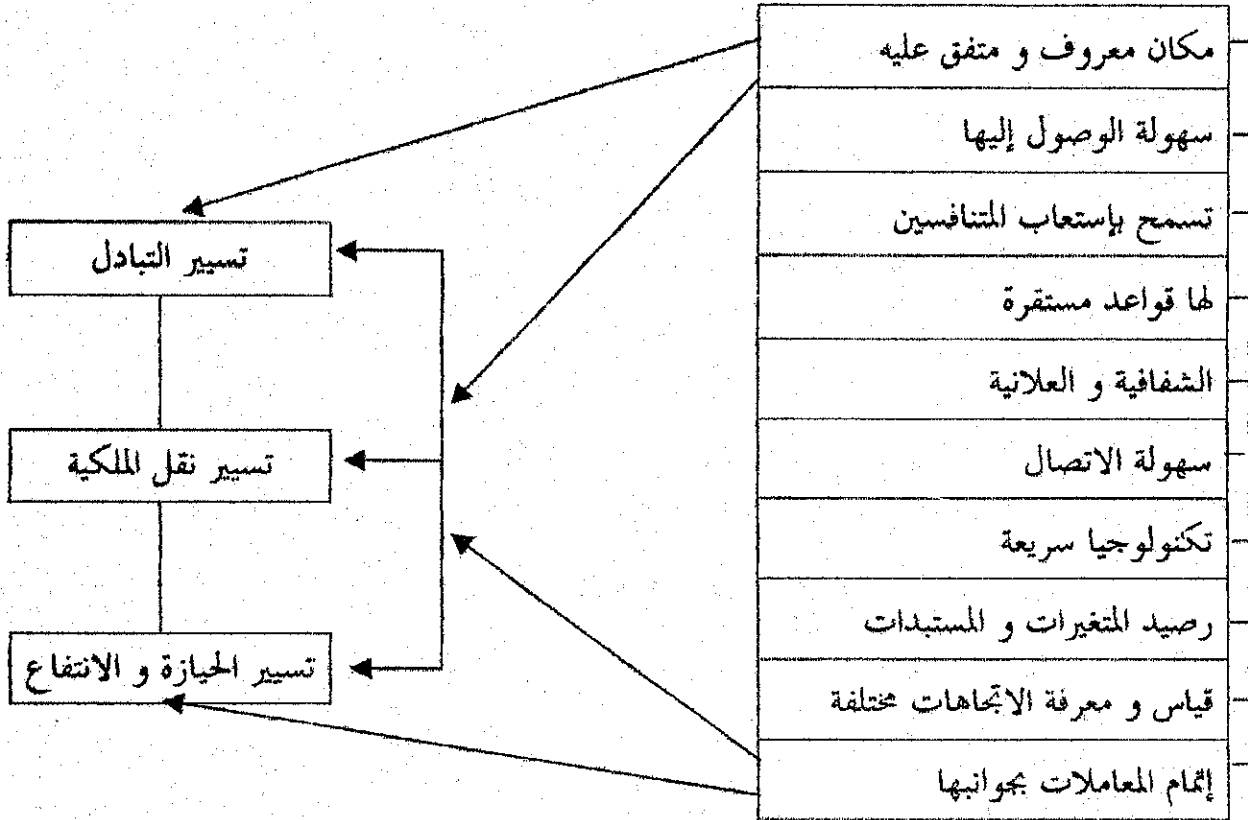
(3) د. زينب حسن عوض الله : اقتصاديات القود و المال : دار الجامعة سنة 1994 ص 191

(4) د. محسن الحضري : كيف تعلم البورصة في 24 ساعة : اشراك لنشر و التوزيع سنة 1996 ص : 09

و من خلال هذه التعاريف نستنتج أن سوق الأوراق المالية، هو سوق منظمة تنعقد في مكان معين ، و في أوقات دورية للتعامل في البيع و الشراء للأوراق المالية ، و تتوفر فيها شروط محددة وفقاً لقواعد و نظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة .
إن سوق الأوراق المالية ليست حصراً على الأوراق المالية ، بل توجد أنواع أخرى و هي بورصة البضائع و بورصة القطع و المعادن النفيسة .

و على خلاف السوق الأولي التي لا يتحدد لها مكان معين للمعاملات التي تتم فيها ، تتحدد سوق التداول بمكان معين هو سوق الأوراق المالية ، و أن غياب سوق الأوراق المالية يمثل عائقاً أمام السوق الأولي ، فعلى الرغم من أن سوق الإصدار تعتبر خطوة الأولى في حركة النشاط المالي ، إلا أنها تحقق للمستثمر الطمأنينة التي يشدها من وراء استثماره في الأوراق المالية ، و التي تمثل في توافر السيولة النقدية للأوراق المالية التي يجوزته عند عرضها للبيع ، و هو ما يشجع على تخصيص نسبة مالية من المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية الطويلة الأجل ، و لا يتم ذلك إلا من خلال سوق الأوراق المالية .

و يمكننا الإحاطة بجوانب مفهوم البورصة ، و التي يحددها لنا الشكل التالي :



شكل رقم 1. 2 جوانب تعريف سوق الأوراق المالية

المصدر : د . محسن أحمد الحضيري - كيف تعلم البورصة في 24 ساعة - اترك للنشر و التوزيع - سنة 1996 - ص 09

2 وظائف سوق الأوراق المالية :

تؤدي سوق الأوراق المالية عدد من الوظائف الرئيسية ، سواء للمستثمر الفردي أو الشركات أو الاقتصاد الوطني ، و من أهم هذه الوظائف نجد :

1- تشجيع وجود سوق الأوراق المالية ، بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولى ، لمعرفةهم و المستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود السوق الثانية. إذ وجود سوق الأوراق المالية نشيطة و ذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في

السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق ، مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات .
 2- تقوم سوق الأوراق المالية بتقييم و تحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء المعلومات منها ، من خلال عمليات التداول (شراء و بيع) ، ما يبين عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم البعض ، أي أن التقييم يتم على أساس الموضوعية لا يدخل فيها العامل الشخصي ، تعميم البورصة أسعار التداول للأوراق المالية على كافة المستثمرين الفعليين و المحتملين ، فور تشكيلها من خلال وسائل الإعلام و الاتصالات (1).

3- تمثل سوق التداول سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية و التمويلية ، التشغيلية و التسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها . و عليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفوءة تحقق نتائج أعمال جيدة ، و تحسن أسعار أسهمها في السوق . أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية ، لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق .

4- تراقب إدارات أسواق الرأسمال عمليات التداول في دار البورصة أو على شاشة الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق دون حدوث أي تلاعب في الأسعار ، لهذا الهدف الأساسي هو حماية المستثمرين ، خاصة الصغار منهم .

5- تلزم قوانين سوق الرأسمال الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المختلفة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها ، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار .

6- تساهم البورصات في تشجيع عمليات الادخار و الاستثمار في المجتمع ، و ذلك بتجميع المدخرات الصغيرة و تحويلها إلى رؤوس أموال في الاستثمارات الأكثر إنتاجية ، إذ أن ميزات السيولة و الرقابة على الأداء و الإفصاح و الأمانة في التداول التي توفرها البورصات ، حتماً

(1) د. محمد بن عزت اسواق الرأسمالية في سورية : المركز السوري لبحوث و التدريب في ادارة سنة 2002

تشجيع المستثمرين على الإقدام لتوظيف إدخاراتهم في الأوراق المالية ، و يخفض تكاليف التمويل بالأسهم .

7- تفضيل سوق الأوراق المالية سوقا مستمرا لتداول الأوراق المالية ، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة ، و تعني السيولة هنا إتاحة الفرصة للمستثمر لأن يبيع أوراق مالية فورا ، و بأسعار لا تختلف إلا قليلا عن أسعار البيع السابقة ، و تشجيع ميزة السيولة للمستثمرين على اختلاف أنواعهم ، الإقدام إلى توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية من السوق الأولي ، أو من السوق الثانوي (1).

3 أهمية البورصة :

إن البورصة لها أهمية أو دور رئيسي تزداد ضرورته في المجتمعات الحرة اقتصاديا و الذي يعتمد اقتصادها على المبادرة الفردية و الجماعية للأشخاص و المؤسسات و المنظمات التي معها تقوم البورصة في الحفاظ على حيوية و دافعية الاستثمار .بالإضافة أنها تعمل على سهولة تحريك رؤوس الأموال بوجه عام هدفا مطلوبا ، كما يمكن للدول النامية أن تحقق نمو اقتصادي سريع ، و تحسين مستواها المعيشي ، و توسيع الأسواق المالية المحلية بواسطة جهازها و أنها تعتبر مؤسسة فعالة نظرا للموامل التالية و هي: (2)

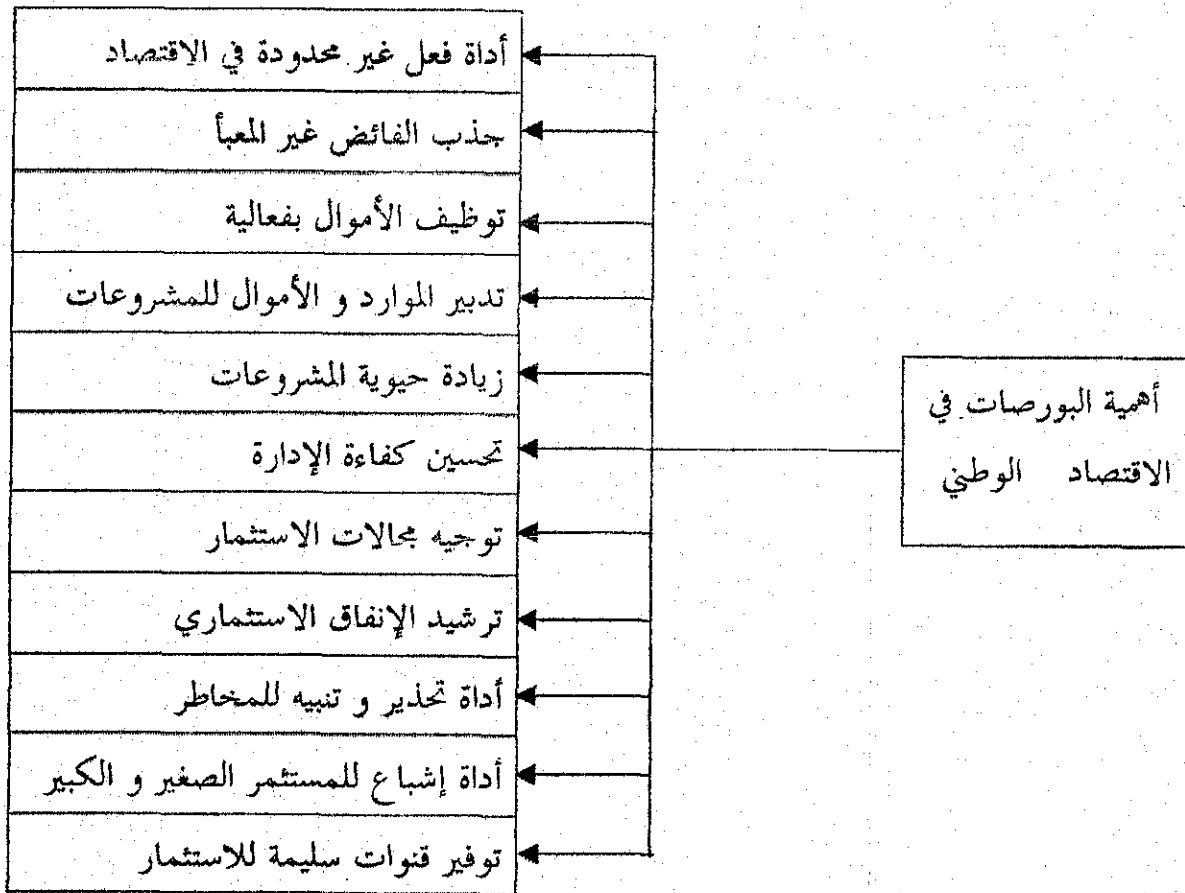
- توفير السيولة لكل الإصدارات ، مما يشجع الإقبال على الاستثمارات في الأوراق المالية
- تقوم البورصة بالتمويل الوطني .

و من خلال هذا الشكل يبين أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني (3)

¹ عماد أمين عزة الميداني نفس المرجع السابق

² د. عمن الخطري : كيف تعلم البورصة في 24 ساعة اشترائه لنشر و التوزيع سنة 1996 ص : 17

³ د. صلاح السيد حمودة : بورصة الأوراق المالية كمنيا و عمليا : مكتب و مطبعة الإشعاع سنة 2000 ص 14



شكل : 3.1 : أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني

المصدر : د . محسن أحمد الحضيري - كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة - اتراك للنشر و التوزيع - سنة 1996 - ص 18

إن البورصات هي أداة فعل غير محددة في الاقتصاد الوطني ، أي إنها تؤثر في كل جوانب الاقتصاد ، كما تؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي ، و في الوقت ذاته تتأثر بهذا كله و من خلال هذا التأثير و التأثير المتبادل ، تحدث آثار جديدة تتمثل في أهمية جذب رأس المال الفائض الغير موظف و غير المعبأ في الاقتصاد الوطني ، بحيث أنه يقوم بعمليات التحويل من خام إلى جاهز ، و يصبح رأسمال فعال ، له تأثير إيجابي ، بالإضافة إلى هذا فإن البورصات

توفر قنوات، و مداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد ، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول ، و تحقيق جملة من المنافع الاقتصادية .

3 فعالية البورصة :

حتى تكون لدينا فعالية جيدة لتسيير البورصة لا بد أن تتوفر لدينا أربع شروط أساسية

و هي :

1 - سيولة البورصة : بمعنى أن يكون تبادل الأسهم و السندات يكون بسرعة، أي تسليم واستلام يكون بسرعة بين البائع و المشتري بمرونة ، عدم مادية القيم (الأسهم و السندات غير ملموسة) أي أن المستثمر يشتري الأسهم و السندات دون الحصول عليها ماديا و إنما يتم تقييدها في حساب بنكي في مؤسسة البورصة ، و المساهمين فيها هم الوسطاء في البورصة بخصص متساوية ، و دورها هو الإسراع في العمليات داخل البورصة .

2- مردودية البورصة :

توجد ثلاث أنواع من المردودية و هي :

أ - المردودية الإيجابية : اختيار الأسهم التي لها أكبر ربح ممكن .

ب - المردودية السلبية : في حالة وجود خسارة حتمية ، اللجوء إلى أقل خسارة

ج - المردودية في المدى المتوسط و الطويل : يجب أن تكون إيجابية (1)

3- شفافية البورصة :

يجب أن يتسم السوق بالشفافية ، و توفر المعلومات لجميع المتعاملين داخل البورصة .

(1) محاضرات و تقنيات البنية لسنة اول ماجستير : الأستاذ طاوولي مصطفى

4- مبدأ قانون العرض و الطلب :

وجود عدد كبير من المستثمرين و البائعين داخل السوق ، مع وجود منافسة بينهم .

5 عمليات البورصة:

تنقسم عمليات أسواق الأوراق المالية إلى عمليات عاجلة و عمليات آجلة و هي :

1. العمليات العاجلة :

و هي العمليات التي يلتزم كل من المشتري و البائع بتنفيذ عقودها ، و ذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية ، و يسلم المشتري ثمنها ، خلال مدة قصيرة جدا 48 (ساعة على الأكثر) تجري العمليات في السوق العاجلة على أية كمية من الأوراق المالية ، و لورقة واحدة ، و يعتمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما :

أ — الاحتفاظ بها : بمعنى الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها ، و غيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة .

ب — المضاربة على ارتفاع أسعارها : فيعدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة⁽¹⁾

2. العمليات الآجلة : و هي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري و البائع على تصفيتها في تاريخ معين ، يجري فيه التسليم ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها و تعويضها .

و تجري التصفية في كل شهر مرة واحدة ، حيث تجري الصفقات نهائيا بين المتعاملين و يتم دفع الثمن و تسليم الأوراق المالية فعليا خلال مدة أيام من تاريخ التصفية . بحيث يشترط

¹ د. شعون شعون : البورصة الجزائرية : جامعة الجزائر للنشر سنة 1993 ص 51

في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة ، أن تكون موجودة بكثرة ، و أن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة ، و أهم العمليات التي يجري بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية :

أ — العمليات الباتة و القطعية : يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية ، يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن ، و تسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ، و لا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية ، إلا أنه للمتعاملين في العمليات الباتة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة .

و يؤدي تنفيذ البيع البات إلى خسارة أحد الطرفين المتعاملين و هم البائع أو المشتري ، إلا إذا كان سعر يوم التصفية معادلاً لسعر البيع نفسه ، و يمكن أن يتضمن البيع البات ما يسمى بشرط خيار التنازل عن الأجل ، و يتمتع المشتري وحده بهذا الخيار ، و يلجأ المشتري إلى استعمال هذا الخيار لإيقاف حركة هبوط السعر ، فعندما يلاحظ اتجاه الأسعار نحو الهبوط يطلب من البائع تسليمه الأوراق المالية موضوع الصفقة قبل الموعد المتفق عليه ، فيشتري البائع هذه الأوراق من السوق بالسعر العاجل ، فيزيد من الطلب عليها و بالتالي ترتفع أسعارها مرة أخرى ، أو على الأقل تقف حركة الهبوط في سعر الورقة المالية المعنية . لا يلزم مشتري الأوراق المالية بالبيع ، بل يمكنه تكليف وسيط يبيع هذه الأوراق ، و يسجل رصيد العملية إذا اقترنت بربح في رصيد دائن .

ب — العمليات الآجلة بشرط التعويض : وهي العملية التي يلتزم بها كل من البائع و المشتري بتصفيتها في تاريخ معين ، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية و ذلك مقابل تحليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقاً كتعويض ، أو يتنازل عن تنفيذ الصفقة ، و تنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى :

* العمليات الشرطية للمشتري : بحيث يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك

و بين التخلي عن التعويض ، و يكون البائع ملزماً بالقرار النهائي للمشتري و يجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر وهي :
السعر - مقدار التعويض - أجل التصفية .

*العمليات الشرطية للبائع : في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة ، أو التنازع عن تنفيذها ، مقابل دفع تعويض متفق عليه مسبقاً .

• البيع مع خيار الزيادة : في هذا النوع من العمليات يحق لواحد من المتعاملين (البيع و الشراء) عند حلول الأجل المتفق عليه و يتخذ شكلين :

1 . خيار الزيادة للمشتري ؛ 2 . خيار الزيادة للبائع .

إذا كان حق الزيادة للمشتري فيمكنه طلب تسليم نصف الأوراق المشتراة أو أكثر و يعتبر الشراء باتاً في الكمية المتفق عليها مسبقاً ، و اختياريًا بالنسبة للكميات الزائدة و تكون أسعار الأوراق المالية في هذه الحال أعلى من أسعارها في السوق الباتة . و المشتري يوازن بين الأسعار الباتة و الأسعار الآجلة بشرط الزيادة و أسعار السوق في موعد التصفية ، محاولاً معرفة إمكانية الربح و الخسارة .

3- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء : المتعاملين في سوق الأوراق المالية بموجب هذا الشرط الخيار في إبرام الصفقة في موعدها بصفتهم من المستثمرين و البائعين لقيمة معينة من الأوراق المالية المتفق عليها مسبقاً ، و لهذه العمليات سعران . و للمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الأعلى ، أو البيع بالسعر الأدنى ، فالمتعاملون في هذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو هبوطاً ، بينما يعتقد بائعو الأوراق المالية أن الأسعار لن يطرأ عليها تغير كبير ، بل أن السوق يبقى على حاله (1)

*المراجعة و الوضعية : تتطلب تسوية صفقات سوق الأوراق المالية الناجمة عن إبرام العمليات

(1) د. شمعون شمعون : نفس المرجع السابق ص 60

الباتة، وجود أموال نقدية كبيرة في متناول يد المشتري، تخصص لإبقاء الدين المترتب على عقد الصفقة، كما يتطاب، مجموعة من الأوراق المالية، و عدم التصرف فيها، انتظار لتنفيذ العقد، و لأن هذا فيه إرهاب كبير للمتعاملين من وجهة نظر سوق الأوراق المالية، فقد تضمنت أنظمة التعامل، بالسوق نوعاً من العمليات الآجلة فيه بعض التسهيلات حسب ما تتطلبه عمليات المضاربة، و أهم هذه العمليات المراجحة و الوضعية، و بمقتضى هذه العمليات يجوز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد التصفية لاحقة، و يحدث ذلك عندما يشعر المتعاملون في السوق بأنهم لن يستطيعون تنفيذ الصفقة التي عقدها، نظراً لتطور الأسعار بخلافاً لتقديراتهم.

4. العمليات المركبة :

إنها العمليات التي تتم في الأسواق المالية، و تنقسم إلى عمليات آجلة و عمليات عاجلة، لكن عادة ما يلجأ المضاربون إلى القيام بعمليتين باتجاه معاكس مثلاً⁽¹⁾

- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بشرط التعويض .
- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات .
- شراء بات مقابل بيع بشرط التعويض .
- شراء عاجل مقابل بيع بشرط التعويض .

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على حركة البورصة

توجد عدة عوامل تؤثر على حركة البورصة، فمن شأنها أن تعمل على حسن سير هذه المؤسسات و ازدهارها أو العكس، و بالتالي تشل البورصة عن تأدية مهامها و تطبيق مبادئها و من ثم انكماشها، و من هذه العوامل ما يلي :

⁽¹⁾ شمعون شمعون، نفس المرجع السابق ص 63

الحاجة الطبيعية لدى الأفراد ، لتحويلهم الحصول على رصيد مدخراتهم مقابل بيعهم الأسهم و السندات .

لحماية هؤلاء يتحتم على الدولة تأمين جو من المنافسة و الحرية ، بعيد عن الاستغلال و الاحتكار ، كما يتحتم على الجمهور المتعامل في البورصة ، الابتعاد عن هذا المفهوم السلبي للمضاربة ، بل عليهم اتباع القواعد الموضوعية التي تساعدهم على اقتناء مجموعة من الأوراق المالية توفر لهم ربحا معقولا .

4. السياسة الجبائية :

تتأثر أسعار البورصة أو أسعار الأوراق المالية ، بالسياسة المالية التي تتبعها الدولة خصوصا فيما يتعلق بالضرائب المفروضة على أرباح الشركات ، مما يؤثر كثيرا على أسعار الأسهم و مدى إقبال الجمهور عليها ، فإذا ما كانت الضريبة على أرباح الشركات مرتفعة هذا يؤدي إلى الحصول على عائدها منخفض أو ضعيف ، و بالتالي عدم الرغبة في الحصول على هذه الورقة ، و العكس صحيح إذا ما كانت الضريبة على أرباح الشركات منخفضة يؤدي إلى الحصول على عائد مرتفع و من ثم ترغيب المتعاملين في الحصول على هذه الورقة و الوصول إلى تنشيط و توسيع حركة و عمليات البورصة .

المطلب الرابع : معايير كفاءة أسواق الأوراق المالية

إن كفاءة أسواق تداول الأوراق المالية تنعكس مباشرة على كفاءة و تطور الوضع الاقتصادي ، و هو ما يستوجب الاهتمام بتحسين كفاءة هذه الأسواق ، بحيث يوجد هناك ثلاثة معايير لتحديد مدى كفاءة السوق المالية ، و هذه المعايير هي كالتالي (1)

(1) د. خليل الهندي : انطوان الناشف : ج2: العمليات المصرفية و السوق المالية: المؤسسة الحديثة للكتاب سنة 2000 ص 66

كفاءة التعامل

تقاس بتكاليف التعامل و عمولة الوساطة ، و من الملاحظ أن هناك علاقة عكسية بين كفاءة التعامل ، و هذه الكفاءة أنه كلما انخفضت تكاليف التعامل ، زادت كفاءة التعامل و العكس صحيح .

كفاءة التشغيل

و هي تقاس بمدى الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء ، و العلاقات بينهما عكسية أيضا ، أي أنه كلما قل الفارق بين سعر الشراء و سعر البيع ، زادت كفاءة التشغيل

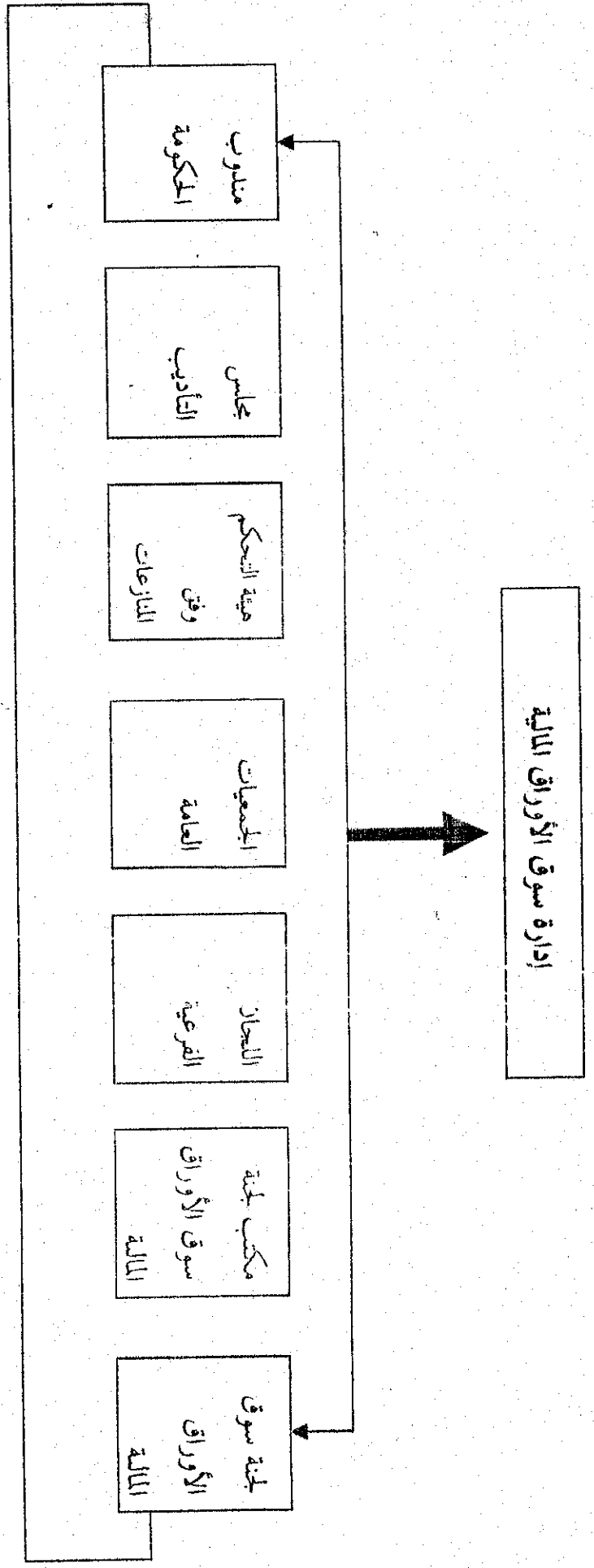
كفاءة الهيكلية

هي التي تعكس درجة المنافسة في السوق ، فتقاس بعدد المتعاملين في السوق ، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين و العلاقة هنا مباشرة ، بمعنى أنه كلما زاد عدد المشتركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية .

بالإضافة على تنوع الأوراق المالية للتداول ، و على زيادة عدد مرات تداول الورقة الواحدة ، إن رفع كفاءة تداول الأوراق المالية يؤدي حتما إلى استقرار أسعار الأوراق المالية و زيادة درجة السوق . تتوقف مدى كفاءة السوق بدرجة كبيرة على وجود نظام فعال للمعلومات ، يضمن إحاطة المتعاملين في السوق ، بكل ظروف و شروط التعامل .

المبحث الثالث : التنظيم الداخلي لسوق الأوراق المالية

إن إدارة سوق الأوراق المالية في مجموعة لجان و مكاتب اللجان و الهيئات و المجالس ، إلى جانب ممثلين عن الحكومة ، تكون مهمتهما الإشراف على حسن إدارة البورصة، ومراعاة الضوابط و القوانين ، و سير الإجراءات كما يبينه لنا الشكل رقم (1.4) و هو التالي :



الشكل: (4.1) المنظمات التي تتكون منها الإدارة سوق الأوراق المالية¹

المصدر: د. محسن احمد الصمري: كيف تتعلم البرمجة في 24 ساعة: ابراك لنشر و التوزيع سنة 1996 ص 31

المطلب الأول : لجنة سوق الأوراق المالية

إن هذه اللجنة هي بمثابة جهاز تنظيمي و تحكيمي داخل البورصة ، فهي تتابع نشاطات جميع الأطراف وتراقب مدى تطبيقهم للقواعد و الإجراءات التي تنظم البيع و الشراء في سوق الأوراق المالية ، و أهم أهدافها هي حماية المستثمرين ؛ و تنظيم سوق لتحقيق الشفافية الكاملة ، لذلك يخول لها القانون جملة من الامتيازات و السلطات التي تستخدمها اللجنة لأجل تحقيق النظام الداخلي للبورصة ، كالسلطة التنظيمية و سلطة البحث ، السلطة التأديبية و التحكيمية و يحق للجنة أن تفرض جملة من الشروط على جميع الأشخاص المعنويين حتى يتمكنوا من الدخول إلى البورصة أو للأسواق المالية للتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية .

كما تلزم اللجنة جميع المؤسسات المصدرة ، بإصدار مجموعة من المعلومات في نشرة إعلامية تحت تصرف الجمهور ، و بذلك يتمكن كل الأشخاص المعنويين بإصدارات هذه المؤسسة من معرفة الوضعية المالية و الاقتصادية التي تتميز بها ، و من مهام اللجنة أيضا ضبط العلاقات و المعاملات التي تتم ما بين الزبائن و الوسطاء و ما بين مؤسسة البورصة ، و ذلك باستخدامها السلطة التأديبية و التحكيمية حتى تتدخل في حالة حدوث مخالفات ، أي نزاع ما بين هذه الأطراف ، لا سيما و أن السوق المالية تعرف مخالفات متعددة الجهات المرتكبة لها و هذه المخالفات هي :⁽¹⁾

- 1 اتفاق بعض المتدخلين في الأسواق المالية بتشكيل شركات احتكارية للأوراق من خلال شرائهم لعدد كبير منها ، و بالتالي يصبحون متحكمين في أسعار هذه القيم المنقولة و هو الأمر الذي يلحق الأذى بالمستثمرين الصغار .
- 2 تقديم معلومات تتعلق بمؤسسة مصدرة على معينة من الأشخاص الذين يكونون معروفين لدى المجلس الإداري للمؤسسة ، أو يكونوا أقارب أو أصدقاء لأصحاب القرار .

¹ د. محسن احمد الحضيري : كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ابتراك النشر و التوزيع سنة 1996 ص 32

و قد تم تأسيس لجنة العمليات البورصة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1933، بعد الهزة العنيفة التي عرفتها بورصات العالم في 1929، حيث أنشئت "لجنة حماية المبادلات".

المطلب الثاني: اللجان الفرعية

يحق للجنة الأسواق المالية أو البورصة تشكيل لجان فرعية بقدر ما يستلزم و يحتاج إليه الزبون و النشاط في البورصة ، إن لجنة البورصة تشكل في أول جلسة تعقدها بعد كل انتخاب سنوي لهذه اللجان الفرعية ، و إن مهام هذه اللجان الفرعية هي تقوم بمساعدة لجنة البورصة في المسائل المختلفة ، و التي تتطلب دراسات و أبحاث خاصة لضمان حسن سير العمل والنشاط في البورصة وفقا لاختصاص كل لجنة فرعية ، و تقوم أيضا بتقديم تقرير عن أعمالها إلى لجنة البورصة .

المطلب الثالث: الجمعيات العامة

تتكون الجمعية العامة للبورصة من جميع الأعضاء المنظمين للبورصة سواء كانوا عاملين أو منضمين ، و تعقد اجتماعها سنويا في شهر مارس ، و ذلك بعد ثمانية أيام على الأقل من إبلاغ الحساب السنوي إلى الأعضاء ، و تختص الجمعية العامة بالمصادقة على الميزانية المقدمة إليها ، و على حساب النفقات و الإيرادات ، و أيضا تختص باللوائح الداخلية المنظمة للعمل في البورصة و لنشاطها يتم عرض ما تقرره الجمعية العامة على الوزارة المختصة للنظر فيها .

المطلب الرابع: هيئات التحكم و مجلس التأديب و مندوب الحكومة

أ. هيئات التحكم

تقوم هذه الهيئات بدور هام في الحفاظ على العلاقات بين أطراف النزاع ، و في الوقت ذاته يحقق لهم السرعة في العمل في الخلاف ، و أيضا الحفاظ على أسرارهم ، فضلا عن أن قرارات هيئة التحكم نهائية ، و غير قابلة للاستئناف .

ب. مجلس التأديب

و تمثل مهام هذا المجلس في الفصل فيما وقع من مخالفات لأحكام قوانين البورصة ولوائحها، وكذلك جميع المسائل التي تخص حسن سير العمل و النظام في البورصة .

ج. مندوب الحكومة

تتمثل مهامه في حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعيات العامة ، و لجنة البورصة و لجاتها الفرعية ، إذا ما صدرت هذه القرارات مخالفة للقوانين أو اللوائح الخاصة بالبورصة و المعارضة للصالح العام.⁽¹⁾

⁽¹⁾ محمد صالح الخناوي و محمد فريد الصحن ، مقدمة في الأعمال و المال ، دار الجامعة للطبع و النشر و التوزيع سنة 1999 ص 397

المبحث الرابع: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: مفهوم المعلومات الداخلية

إن تعريف المعلومات الداخلية يقصد بها كافة أنواع البيانات و التقارير و المعلومات المتعلقة بالنشاط الداخلي للمؤسسة من حيث⁽¹⁾:

1 خطط مجلس الإدارة العليا في المؤسسات اتجاه توزيع الأرباح ، و نسبة التوزيع وتوقيت الإعلان عن ذلك .

2 الأشكال المقترحة لتوزيعات الأرباح من حيث نوعية هذه التوزيعات ، سواء كانت نقدا أو أسهم

3 خطط المؤسسة المستقبلية نمو النمو أو التوسيع أو التوزيع .

4 كفاءة الإطار داخل المؤسسة ، و سمعة الإدارة و قدرتها على تحقيق الأهداف المقترحة.

5 التطور التاريخي لأرباح المؤسسة ، و استقراره خلال السنوات السابقة .

6 نوعية العلاقة بين المؤسسة و الموردين في الفترات الماضية و المستقبلية .

7 كفاءة و فعالية البرنامج التسويقي للمؤسسة ، و مقدرته على التكيف مع المتغيرات الداخلية و الخارجية للبيئة .

8 المخاطر النظامية و غير النظامية التي تواجه المؤسسة ، و كيفية تعامل الإدارة معها .

المطلب الثاني: تأثير المعلومات الداخلية على مستوى إدارة السوق

تلعب المعلومات الداخلية دورا هاما في زيادة كفاءة السوق المالي ، و يمكن بيان هذا الدور فيما يلي :

1. نوعية و كمية المعلومات الداخلية المتوفرة للسماسة و المتعاملين ، من شأنها تدعيم حركة

(1) د. محمد سويلم : إدارة البنوك و مؤسسات للأوراق المالية : كلية التجارة جامعة المنصورة سنة 1996 ص 319

التداول بطريقة تناسب و احتياجات كل مستثمر .

2. تبين العديد من تجارب الأسواق المالية داخل الدول النامية أن ظاهرة المعلومات الداخلية غير معلنة تعتبر من أهم عوائق تطوير و زيادة كفاءة الأداء داخل هذه الأسواق.

3 حصول بعض المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات ، على بعض المعلومات حيث ستحقق مكاسب غير عادية لمؤلاء المستثمرين على حساب الآخرين ، كما تقوم بعض الفئة من المستثمرين على عدم إعطاء معلومات للآخرين ، و بالتالي تحقيق فوائد مضاربة غير عادلة داخل السوق .

4 حدوث تداول غير عادي لأسهم المؤسسة المعنية في السوق ، بناء على معلومات داخلية غير معلنة ، من شأنه التأثير على حركة أسعار أسهم الشركات الأخرى ، وتسارع المستثمرين في إتمام عمليات الشراء الغير سليمة ، و بالتالي التأثير السلبي على أداء الأسعار للشركات المسجلة الأخرى

المطلب الثالث : أثر المعلومات الداخلية على أداء الأسواق المالية في الدول المتقدمة

لعبت الأسواق المالية في الدول المتقدمة دورا كبيرا في هذا المجال ، خاصة في تنظيم الحصول على المعلومات بشكل عام ، و المعلومات الداخلية بشكل خاص ، كما سنت هذه الدول للعديد من القوانين و التشريعات لضمان زيادة فعالية الأداء في السوق المالي ، و القضاء على ظاهرة عدم العدالة في حصول المستثمرين على المعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق ، و أن هذه القوانين تهدف بشكل رئيسي إلى الوصول إلى السوق العادل ، تكون المعلومات متوفرة لجميع المستثمرين عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالتجارة داخل السوق .

المطلب الرابع: الإفصاح و أنواع المعلومات الداخلية المؤثرة على أداء الأسواق المالية

1. الإفصاح عن المعلومات المالية للشركات

إن الإفصاح عن المعلومات و البيانات المالية للشركات بطريقة سليمة و عادلة ، لا بد من تزويد السوق المالي بالمعلومات و نوعية ممتازة تساعد جميع المستثمرين على اتخاذ القرارات السليمة .

و من أجل تطوير طرق و أساليب الإفصاح عن المعلومات ، لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار عند إعداد القوائم المالية للشركات ، إظهار السياسات المحاسبية المتعلقة بالمفاهيم الأساسية . و إن أهم السياسات المتبعة في ذلك كما يجب أن تتناول هذه الطرق بيان البنود غير العادية في ميزانية الشركة ، الناتجة عن أداء الشركة لنشاط آخر غير نشاطها العادي ، و توضيح التغيرات في المركز المالي .

2. أنواع المعلومات الداخلية المؤثرة على أداء السوق

إن تأثير المعلومات الداخلية على مستوى الأداء داخل السوق نشيط جدا ، خاصة المعلومات المتعلقة باهتمامات المستثمرين و هي كما يلي: (1)

أ) حصول بعض المستثمرين على معاملات داخلية عن مقياس الربحية في المؤسسة يؤثر سلبا على عملية المتاجرة لباقي المستثمرين داخل السوق .

ب) حصول بعض المستثمرين على مؤشرات أولية حول النسبة المقترحة ، و لا بد من تحقيق مكاسب مالية لهم على حساب باقي المستثمرين .

ج) يجب أن تكون هذه المعلومات منشورة بصفة دورية و منتظمة في وقت واحد لجميع المستثمرين

¹د. محمد سويلم ادارة البنوك و البورصات للاوراق المالية: الشركة العربية للنشر و التوزيع ص 324

خاتمة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل ، تعرفنا على مفهوم السوق المالية و الوظائف التي تقوم بها ، و حتى الشروط اللازم توفرها من أجل نجاح هذا السوق و الدور الذي يلعبه و من أهم هذه الشروط ، توفر المعلومات و وضوحها .

و لاحظنا أن سوق التداول له أثر كبير على الاقتصاد الوطني ، بوصفه البوابة التي يتم من خلالها تجميع الموارد من أطراف الفائض بواسطة الاكتتاب في الأسهم و السندات ، غير أن هذه البوابة المالية تعيقها في بعض الأحيان مجموعة من العوامل التي يجب إزاحتها ، و توفير معايير الكفاءة السوقية ، و هذا لن يتحقق إلا إذا وجد تنظيم داخلي دقيق يضمن السير الأحسن لصفقات سوقية ، مع التركيز على ضرورة توفير المعلومات الدقيقة بوصفها عنصرا أساسيا في فعالية الأسواق المالية .

الفصل الثاني

الأوراق المالية المتداولة

و المتعاملين فيها

المقدمة :

في هذا الفصل سنقوم بدراسة الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية ، و خاصة الأسهم و السندات التي تصدرها المؤسسات ، حيث تعتبر هذه الأوراق المالية السلعة الوحيدة المتداولة في أسواق رأسمال و تمثل الورقة صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد ، أو الحق في جزء من أصول المؤسسة ، فإن الأسهم العادية و الأسهم الممتازة ، لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المؤسسة ما .

نتناول في المبحث الأول الأسهم العادية ، حيث نقوم بتعريفها ، إبراز أهم خصائصها ، أما في المبحث الثاني نتناول الأسهم الممتازة من حيث تعريفها و خصائصها ، في المبحث الثالث نتطرق إلى تعريف السندات و خصائصها من خلال مقارنتها بالأسهم العادية .

أما فيما يخص المبحث الرابع و الأخير ، خصصناه لدراسة السماسرة حيث تعرضنا لتعريفه والشروط الواجب توفرها فيها ووظائفها.

المبحث الأول : الأسهم العاديةالمطلب الأول : مفاهيم أساسية للأسهم العادية1. تعريف الأسهم العادية

يمكن تعريف الأسهم العادية بأنها تمثل حصة في رأسمال الشركة المساهمة ، أو إحدى شركات الأموال المصدرة لها ، و هي صك إثبات ملكية المساهم في رأسمال الشركة ، و يترتب على ملكية المساهم للأسهم حقوق و التزامات اتجاه الشركة ، كحقه في الحصول على أرباح الشركة بقدر حصته من الأسهم ، و يحق له حضور الجمعيات العمومية و الرقابة على مجلس الإدارة بحيث لا تعطي مالكها أي امتيازات ، سواء في الأرباح أو عند تصفية الشركة المساهمة الصادرة للأسهم العادية ، و أنه يحصل على حقوقه بعد حصول حاملي الأسهم الممتازة على حقوقهم⁽¹⁾

و تعطي الأسهم العادية لحاملها حقوقا في الشركة من أهمها (2):

1- له الحق بإبطال أي قرار تتخذه الجمعية العامة أو مجلس الإدارة ، إذا كان مخالفا للقانون أو نظام الشركة أو نظامها الداخلي .

2- حق التصويت في الجمعية العمومية (حق أساسي ملازم للسهم ، و لا يمكن نزع إصدار أسهم مجردة عن هذا الحق) .

3- حق الأفضلية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال في الأسهم الجديدة عند إقرار زيادة الرأسمال .

4- الحق في فائدة الأرباح ، أي له الحق في الحصول على فائدة من الأرباح بعدما تسمح الجمعية العامة بتوزيعه .

و بالإضافة إلى ما سبق أن الأسهم العادية⁽³⁾ تمثل عقد ملكية في شركة المساهمة له قيمة اسمية (مفهوم قانوني) ، و قيمة دفترية (مفهوم محاسبي) و قيمة سوقية حيث أنها القيمة التي يصدر بها السهم أصلا في عقد التأسيس .

(1) د. عمر محي الدين : مجلة دورية تصدر عن الدائرة الاقتصادية لبنك الكويت الصناعي العدد 18 سنة 2000 ص 10

(2) د. خليل هندي - أنطوان الناشف - العمليات المصرفية و السوق المالية - المؤسسة الحديثة للكتاب - 2000 - ص 40 .

(3) د. منير إبراهيم هندي - الأوراق المالية و الرأسمال - توزيع المعارف الإسكندرية - 1999 - ص 07 .

2. القيمة الدفترية: هي قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ، و لكن تتضمن الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة ، أو بمعنى آخر هي المبلغ الذي يحسب السهم الواحد من صافي موجودات الشركة بعد الخصم التزاماتها .

3. القيمة السوقية

هي تلك التي تباع فيها الأسهم في سوق المال ، و التي تحددها عوامل العرض و الطلب في السوق ، و قد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية (1) إن المتعاملون في سوق المال أن القيمة الإسمية لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم ، و لا القيمة الدفترية أيضا إن القيمة الحقيقية للسهم العادي هو الذي سيتم التعامل على أساسها في السوق.

المطلب الثاني : خصائص الأسهم العادية :

تمتع الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص أهمها: (2)

- 1- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية ، و على هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة .
- 2- في حالة تصفية المؤسسة ، أصحاب الأسهم العادية هم آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء
- 3- يشكل السهم موضوعا للمضاربة في البورصة ، و تتحقق القيمة الجارية أو السوقية على أساس العائد المحقق و سعر الفائدة .
- 4- لصاحب السهم الحق المشاركة في تسيير المؤسسة ، و ذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة ، مثل انتخاب أعضاء المجلس للإدارة ، و تعديل النظام الداخلي للمؤسسة .
- 5- الدخل العائد من السهم العادي هو دخل متغير ، و هو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة و بالأفق الاقتصادية لهذه المؤسسة .
- 6- يسمح السهم العادي لصاحبه بالاستفادة من عائد ، و هو ربح السهم أو الحصة ، و كذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة للخسائر .
- 7- السهم العادي هو ورقة مالية غير محدودة الأجل ، و أجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها ، و بالتالي فهي تعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدرا لتمويل الدائم .

1. د. جميل الزيدانين -- أساسيات في الجهاز المالي في المنظور العلمي - دار وائل للطباعة و النشر - 1999 - ص 219 .

2. د. الطاهر لطرش : تقنية البنوك : ديوان المطبوعات الجامعية ، الساحة المركزية بن عكنون الجزائر السنة 2003 ص 83

- * حقوق حملة الأسهم العادية: تتعدد حقوق حملة الاسهم العادية، إلا أنه يأتي في مقدمتها : (1)
- الحق في الحصول على الأرباح و هذا بعد مصادقة و إقرار المجلس الإداري للحسابات السنوية و يتم توزيع هذه الأرباح إما سنويا كما هو الحال في فرنسا ، أو سداسيا كأمریکا .
 - للمساهمين الحق في الحصول على الأسهم المصدرة حديثا ، على السندات القابلة للتحويل و على الأسهم ذات أذونات الاكتاب في أسهم أخرى ما لم يقوم المساهمين بالتنازل عن حقهم هذا في الجمعية الغير العادية .
 - للمساهمين حق ملاحقة الشركة المصدرة في العدالة ، و متابعتها قضائيا أن تسيير مديرها سيئا و يلحق أضرار بمصالح المساهمين

المطلب الثالث : مزايا و عيوب الأسهم العادية:

1. مزايا التمويل بالأسهم العادية : يمكن حصر المزايا التمويلية للأسهم العادية فيما يلي :
- حامل السهم العادي يعتبر مالكا ، و له حرية التصرف في هذه الأملاك .
 - فائدة السهم العادي من الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر (2)
 - أسعار الأسهم العادية معرضة للتقلبات في السوق بفعل عوامل عديدة ، سواء عوامل النشاط الاقتصادي ، أو عوامل ترجع للشركة نفسها .
 - السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق مثل السندات ، و لكن المساهم يمكنه بيع السهم في السوق و ليس من حقه الرجوع على الشركة المصدرة .
 - المساهم مسؤول مسؤولية محدودة بقدر حصته في رأس المال.
 - أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي حقوق مالية، إلا بعد الوفاء أو تسديد التزامات الشركة قبل الدائنين ثم الأسهم الممتازة. (3)
 - المساهم يعتبر عضوا في الجمعية العمومية للشركة، و له حق التصويت و رقابة الأعمال.

1. د. مروان عطوان : الاسواق النقدية و المالية ج1 سنة 1993 ص 84
 2. د. طاهر لطرش تقنيات البنوك ، مطبوعت جامعة ساحة مركزيو بن عككون سنة 2003 ص 83
 3. خليل الهندي العمليات المصرفية و السوق المالية المؤسسة الحديثة للكتاب . سنة 2000 ص 40

2. عيوب التمويل بالأسهم العادية : من أهم العيوب التمويلية بالأسهم العادية ما يلي :

- في حالة الإفلاس ليس هناك من يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم العادي ، بل قد لا يسترد شيئاً منها .

- ليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً .

- لا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على الشركة المصدرة لاسترجاع قيمته، و إذا أراد التخلص من أسهمه فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال .

المطلب الرابع : اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية

بالإضافة إلى الأسهم العادية التقليدية ، ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم

العادية و هي (1) :

1. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

يمكن أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ، لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية ، أطلق عليها الفئة آي (E.doss) و ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح ، و الذي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية ، بحيث مجموعة أخرى أطلق عليها الفئة إتش (H.class) ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات ، و على هذا من محاسن التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم العادية ، إلا أنه خلق نوعاً من تضارب مصالح المستثمرين .

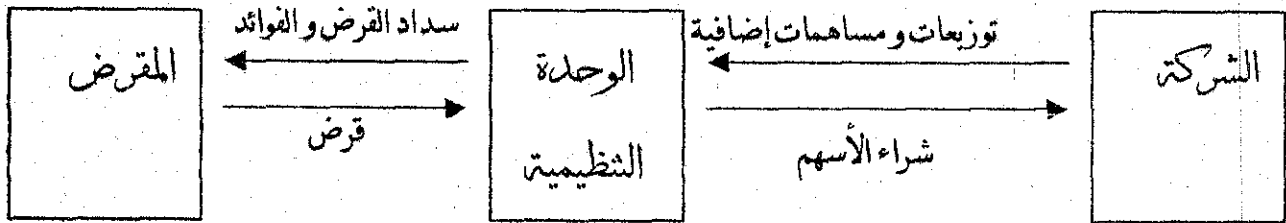
2. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

إن التوزيعات التي يحصل عليها جملة الأسهم العادية ، لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة ، و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصتها إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة بخضم التوزيعات على تلك الأسهم في الإيرادات قبل حساب الضريبة ، ليس فقط هذا بل نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرض لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة ب 50% من الفوائد التي تحصل عليها ، و قد يكون هذا ملائم في هذا الصدد ، الكشف عن كيفية شراء تلك الأسهم العادية ، و هنا تقوم وحدة تنظيمية متخصصة نيابة عن العاملين بالحصول على القرض طويل

¹ د. منير إبراهيم الهندي - الأوراق المالية و أسواق رأس المال - توزيع المعارف بالإسكندرية - 1999 - ص 12 .

الأجل بهدف استخدامه في شراء الأسهم العادية للشركة التي يعملون بها ، وتتم خدمة القرض في التوزيعات التي تتولد في الأسهم المشتراة ، كما قد يتم خدمته من مساهمة مالية إضافية ، تقدمها شركة معينة و تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، و ذلك في حدود 25 % من إجمالي مرتبات العاملين ، و من العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة ، أن الخصم الضريبي الذي يستفيد من القرض يضعه في موقف يسمح له بتخفيض معدل الفائدة على القرض ، و هو ما يعني بتعبئة تخفيض تكلفة تمويل شراء الأسهم .

و يلخص هذا الشكل خطة المشاركة المشار إليها (I)



شكل 1-2: الإطار الأساسي لتنفيذ خطة المشاركة

المبحث الثاني : الأسهم الممتازة

المطلب الأول : مفهوم الأسهم الممتازة: يمكن أن نعرف الأسهم الممتازة كما يلي :

1. التعريف الأول

إن الأسهم الممتازة تجمع بين صفات العادية و السندات التي تصدرها بعض الشركات ، فهي أسهم العادية لكونها حقوق ملكية في الشركة (و إن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) ، إلا أنها تشارك في الأرباح التي تزيد عن النسبة المحددة لها ، و كذلك لا تشارك في إدارة كمل تشارك الأسهم العادية ، و من ناحية أخرى فهي تشبه السندات بحصولها على الأرباح بغض النظر عن النتائج التي تحققها الشركة (2)

¹ مذكرة تخرج - وليد صافي - دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية - جامعة الجزائر - 1997 - ص 77 .

² د. مروان عطوان - الأسواق النقدية و المالية - ديوان المطبوعات الجامعية - 1993 - ص 86

إن للسهم الممتاز قيمة اسمية و قيمة دفترية و سوقية ، شأنه شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة و على الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق ، إلا أنه قد ينص على استدعائه في وقت لاحق .

2. التعريف الثاني

إن الأسهم الممتازة غير مرغوب بالتعامل بها من طرف المستثمرين مقارنة بالأسهم العادية و السندات، غير أنها بما تتميز به من خصائص مميزة تجعل المستثمرين يعملون بها تحت ظروف معينة أولا هي ورقة مالية مبينة ، لأنها تجمع بين خصائص ورقتين ماليتين ، و هما الديون و الأسهم العادية و ثانيا تمثل ورقة مالية تحقق دخلا ثابتا ، فالمستثمر يحصل على مبلغ نقدي ثابت (1)

3. التعريف الثالث

هي تقع بين السندات و الأسهم العادية ، تجمع في خصائصها بين النوعين ، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد و الأولوية في الحصول على هذا العائد قبل الأسهم العادية ، و كذلك عند التصفية . و هي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم اتجاه لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم ، و تدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية ، فلا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تصفى من الضريبة (2)

المطلب الثاني : خصائص الأسهم الممتازة

تتمثل خصائص الأسهم الممتازة فيما يلي :

- 1- إن لحامل الأسهم الممتازة أولوية على حامل الأسهم العادية في أموال التصفية .
- 2- إن الأولوية في الحصول على الأرباح عند توزيعها تعطى نوعا ما من الضمان لأصحابها للحصول على نسبة من هذه الأرباح المقررة توزيعها⁽³⁾
- 3- الحصول على مزايا الأسهم و السندات معا ، أي أن إصدار الأسهم الممتازة يشبه الاقتراض من حيث قلة تدخل أصحابها في إدارة الشركة ، كما أنه لا يترتب على الشركة المصدرة التزامات بدفع عوائد معينة في جميع الحالات (4)

¹ د. صلاح السيد جودة - بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا - مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية - 2000 - ص 228 .

² د. عبد الغفار حنفي - بورصة الأوراق المالية - دار الجامعة الجديدة للنشر - ص 37 .

³ د. مروان عطوان - الأسواق النقدية و المالية - ديوان المطبوعات الجامعية - 1993 - ص 161 .

⁴ د. صلاح السيد جودة - بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا - مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية - 2000 - ص 228 .

4- يحق لحاملي الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية ، لأنه بموجب القيمة الاسمية للسهم الممتاز يمكن الحصول على عدد أكبر من الأسهم العادية . و يتم ذلك كلما كان المركز المالي للشركة قوي ، و لتحقيق المساواة بين حامل الأسهم ، و للتخفيف من عبئ الأسهم الممتازة على الشركة ، و تجنب رفع الأرباح المتجمعة لهم ، لأنه سيتم دفعها في صورة أسهم عادية .

* يتضح من هذا أن الأسهم الممتازة تجمع في خصائصها بين الأسهم و السندات . و يوضح الجدول التالي خصائص كل من السندات و الأسهم العادية و الممتازة ، و الجدول يبين لنا ذلك :

الأسهم الممتازة	الأسهم الممتازة	السندات bonds	الورقة المالية عامل المقارنة
المرتبة الثالثة المتبقي و غير محدد	المرتبة الثانية ثابت و محدد	الدرجة الأولى في السداد ثابت و محدد	1- الحق في الحصول على دخل أ- من حيث الأسبقية ب- من حيث مبلغ الدخل أو العائد
المرتبة الثالثة المتبقي و غير محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الأولى محدد	2- الحق في الأصول عند التصفية أ- درجة الأسبقية ب- المبلغ
المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	إجباري محدد سابقا و له تاريخ سداد	3- الحق في استرداد القيمة أ- تاريخ الاستحقاق

جدول 1-2 : خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

المصادر : د. عبد الغفار حنفي - بورصة الأوراق المالية - دار الجامعة الجديدة للنشر - 2003 -

المطلب الثالث: مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

1. مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

للأسهم الممتازة بعض المزايا نذكر منها ما يلي :

- حامل الأسهم الممتازة يحصل على قيمة الأسهم قبل أصحاب الأسهم العادية عند التصفية .
- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح .
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت و بالتالي التدخل في الإدارة .
- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ، و هو أمر يترتب على زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للشركة (1)

2. عيوب التمويل بالأسهم الممتازة: لا تخلوا الأسهم الممتازة كوسيلة تمويلية من العيوب والتي من بينها:

- 1-زيادة مستوى المخاطر المالية نتيجة توزيعات الأرباح ، التي تعتبر عبئ ثابت في حالة تحقيق أرباح و من ثم تزيد تكلفة الأموال بسبب الأسهم الممتازة .
- 2-عدم الاستفادة بالوفر الضريبي مثلما تستفيد منه في حالة السندات ، و ذلك لأن توزيعات الأرباح على المساهمين الممتازين لا تعتبر مصروفا يحمل على الدخل ، يعكس الفوائد التي تخصم من الأرباح قبل دفع الضرائب بالنسبة للسندات .

3. أنواع الأسهم الممتازة

بالإضافة إلى الأسهم الممتازة التقليدية ، هناك عدة أنواع أخرى من الأسهم الممتازة التي يمكن ذكرها

على النحو التالي⁽²⁾

(أ) أسهم المشاركة في الأرباح :

بعد الحصول على المعدل المقرر ، يستطيع أصحاب مثل هذه الأسهم المشاركة أصحاب الأسهم العادية في بقية الأرباح ، لكن هذا النوع من الأسهم قليل الاستعمال .

(ب) الأسهم القابل للتحويل :

هي تلك التي يمكن تحويلها إلى أنواع أخرى من الأوراق المالية ، كالأسهم العادية مثلا ، و ذلك بهدف تشجيع الاكتتاب بها .

1 د. مروان عطوان - الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) - الجزء 1- ديوان المطبوعات الجامعية-1993-ص 85

2 د. مروان عطوان نفس المرجع السابق - ص 87 .

المطلب الرابع : مستقبل الأسهم الممتازة كمصدر مالي و العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار التمويل

1. مستقبل الأسهم الممتازة كمصدر مالي :

إن توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة ، تتم على صافي الربح بعد الضرائب و بالرغم من كونها أعباء مالية فإنها لا تعتبر نوع من الضرائب على الدخل ، فإن غالبية الشركات لا تفضلها كمصدر مالي ، إلا إذا كانت قابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، أو إلى سندات ذات فائدة ثابتة للحد من قيمة الضرائب على الدخل ، و عندما تكون الأسهم الممتازة أسهم غير قابلة للسداد في مدة زمنية غير محددة ، فإن إدارة الشركة تحاول أن تحصل على موافقة حملة هذه الأسهم لتحويلها إلى أسهم عادية ، و لكن يترتب على ذلك حصول حملة هذه الأسهم على أكثر من سهم عادي ، مقابل كل سهم ممتاز ، فإذا كان سعر السهم العادي في السوق يساوي إلى 200 دج و القيمة الإسمية للسهم الممتاز بـ 400 دج ، معني هذا أن حامل السهم الممتاز يحصل على سهمين عاديين ذو مبلغ 200 دج ككل سهم عادي ، و عملية التحويل هذه تلجأ إليها الشركة لتحقيق المساواة مع حملة الأسهم العادية ، كما أن ذلك يدل على قوة المركز المالي للمؤسسة (1)

و بالإضافة إلى ذلك يتضح أن الأسهم الممتازة لا تلجأ إليها الشركة ، إلا في حالات الضرورة عندما تكون تكلفة التمويل ، أقل من باقي أنواع الأوراق المالية الأخرى .

2. العوامل المؤثرة في أخذ قرار التمويل بالأسهم الممتازة

إن اتخاذ قرار الاعتماد على الأسهم الممتازة كمصدر مالي ، يعتمد على تحديد ما إذا كان من الأفضل الاعتماد على الأسهم العادية كإصدار جديد ، أم من الأفضل الاعتماد على السندات أو القروض الطويلة الأجل .

إن هامش الربح الذي يحققه المشروع الكبير ، أو إذا كانت المبيعات أو الدخل المحقق منها غير ثابت يختلف من فترة لأخرى ، فإن الاعتماد على السندات يكون أكثر مخاطرة للمشروع ، لأثر الفائدة على ربحية الشركة ، الأمر الذي يجعل من الأسهم الممتازة أفضل مصادر التمويل .

3. المخاطر التي يتحملها المستثمر

يكمن القول أن المشروع يستطيع أن يعتمد على مصادر التمويل بالسندات و الأسهم الممتازة ، إذا توفرت الاعتبارات التالية (2)

1 د. فريدي بان جورج أبي صالح - بورصة الأوراق المالية و إدارة المحافظ - اتحاد المصارف العربية . بيروت - 1987 - ص 85 .

2 د. محمد سويلم - إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية - الشركة العربية للنشر و التوزيع - 1993 - ص 359 .

- 1- أن تكون العلاقة بين المبيعات و الدخل ثابتة .
- 2- اتجاه هامش الربح نحو الارتفاع.
- 3- توقع زيادة الأرباح مع اتجاه الأسعار نحو الارتفاع .
- 4- اتجاه نسبة المديونية نحو الانخفاض .
- 5- انخفاض القوة الإيرادية ، و أسعار بيع الأسهم عن مستوى معدل الفائدة في السوق المالي .
- 6- الرغبة في تخفيض درجة رقابة المساهمين على إدارة الشركة .
- 7- عدم مطالبة حاة السندات برهن أحد أصول المشروع .
- 8- انخفاض أثر الفائدة على السندات على التدفق النقدي الداخلى .

المبحث الثالث : السندات

المطلب الأول : مفاهيم عامة للسندات

1. التعريف الأول

السند هو صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد بواسطة الاككتاب العام ، و تصدره الشركات أو الحكومة و فروعها ، يعتبر حامل سند الشركة دائئا للشركة ، و لا يعد شريكا فيها ، على خلاف حامل السهم و يعطى لحامل السندات فائدة ثابتة سنويا ، و لهم الحق في الاستفادة من قيمتها عند حلول أجل الاستحقاق(1)

2. التعريف الثاني

السند هو عقد مكتوب من قبل المقرض يدفع مبلغ معين من المال إلى حامله بتاريخ معين ، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق (2)

3. التعريف الثالث

السندات هي الأموال المقرضة التي تستخدم في التمويل الطويل الأجل ، لأنها في الواقع عبارة عن قروض طويلة الأجل ، و ينقسم هذا القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة ، يطلق على كل منها اسم (سند)(3)

¹Josette Peyrard – La bourse 9 – 4^{ème} édition – 2000 – P 29

²Bertrand jac quillat ,Bruno Selnik : “ Marches financiers “ 4 eme edition Dumod Paris 2002 p:77

³ د. محمد فريد الصحن و محمد صالح الحناوي – مقدمة في الأعمال و المال – الدار الجامعية طبع و النشر و التوزيع – 1999 – ص 343 .

4. التعريف الرابع

يعد السند أحد أشكال الاستثمار في الأصول المالية ، فهو عبارة عن صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند (المقرض) بإرجاع القيمة المدونة على السند بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند (المقرض) و ذلك خلال فترة زمنية متفق عليها⁽¹⁾

5. التعريف الخامس

السند هو جزء من قرض مقدم إلى الشركة أو الحكومة ، حيث يعتبر الصك مديونية، و يعتبر مالك السند دائنا للجهة التي أصدرته . و لصاحب السند الحق في الحصول على الفوائد المستحقة و كذلك انقضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض .

و ليس لحامل السند الحق في التدخل في إدارة الشركة ، إلا أنه يحق له تمثيل حملة الأسهم في حضور الجمعيات العمومية ، و لا يحق لحامل السند مطالبة الجهة المصدرة له بقضاء دينه قبل ميعاد انقضاء الدين و يمكن لحامل السند أن يبيعه لمن يرغب إذا كان السند مدرجا في البورصة وفقا للسعر الذي يتحدد من خلال العرض و الطلب (2)

6. التعريف السادس

السندات التي تصدرها الشركات الأعمال تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة و المستثمر و بمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول و التي تتعهد بدورها جرد مبالغ الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة (3)

- من خلال تعاريف بعض الاقتصاديين ، نستنتج أن السند هو أداة دين لحامله على الجهة المقترضة ، و لا يحق له التدخل في إدارة الشركة و التصرف في شؤونها ، و أن للسند الحق في حصوله على قيمة فلائدة سواء حققت الشركة ربحا أو خسارة .

بالإضافة إلى ذلك تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيامها بتسديد قيمة السند .

المطلب الثاني : خصائص السندات

يمكن تحديد خصائص السندات و التي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية من خلال مجموعة من

العناصر و هي على التالي(4)

- 1 . د. جلال العيد و إبراهيم سلطان و محمد صالح الحناوي - تحليل و تقييم الأوراق المالية -الدار الجامعية - 2002 - ص 247 .
- 2 . د. عسر و محي الدين - المال و الصناعة - بنك التكويت الصناعي - العدد 18 - 2000 - ص 17 .
- 3 . د. رسمية قرياقص و عبد الغفار حنفي - الأسواق و المؤسسات المالية - الدار الجامعية للطبع و النشر و التوزيع - 2001 - ص 271 .
- 4 . د. جلال العيد و إبراهيم سلطان و محمد صالح الحناوي - تحليل و تقييم الأوراق المالية -الدار الجامعية - 2002 - ص 248 .

1-الكوبون :

هو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند خلال حياة السند ، و يتحدد معدل الكوبون للسند اعتماد على أسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات التي لها نفس درجة المخاطر .

2-تاريخ الاستحقاق :

إن فترة الاستحقاق إلى عدد السنوات التي بعدها ، يحصل حامل السند على القيمة الاسمية للسند.

3-القيمة الاسمية :

و هي القيمة المدونة على السند و التي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق .

4-شروط نقل الملكية :

قد يصدر السند لحامله ، و بالتالي يمكن نقل الملكية عن طريق البيع أو التنازل .

5-أنواع الإصدار :

قد تصدر السندات بضمان أصول معينة سواء كانت أصول حقيقية أو أصول مالية ، معنى أن هذه الأصول تعد بمثابة رهن لضمان سداد القرض .

يمكن إظهار خصائص السندات بواسطة المقارنة بين السندات و الأسهم كما يوضحه

الجدول التالي (1)

السند	السهم
1- السند هو أداة دين حامله على الجهة المقترضة .	1- السهم هو أداة ملكية لحامله في رأسمال الشركة.
2- حامل السند يحصل على فائدة بغض النظر عن حجم الأرباح و توزيعها.	2- حامل السهم يحصل على عائد لا على الربح فقط و إنما اتخاذ قرار بتوزيعه .
3- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السند و بالكامل.	3- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة ، أو تصفية الشركة و لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده ، و هو قابل للزيادة أو النقصان .
4- حاملو السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشركة .	4- للمساهمين حق المشاركة في الإدارة و الحصول على معلومات بخصوص تسيير العمل بالشركة .
5- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات و لا تخضع للضريبة .	5- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح و تخضع للضريبة .

الجدول 2-2: مقارنة بين السندات و الأسهم

المصدر : د. محمد سويلم - إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية - الشركة العربية للنشر و التوزيع - 1993 - ص 272

المطلب الثالث : مزايا و مخاطر الاستثمار بالسندات1. مزايا الاستثمار بالسندات

إن السندات تلعب دور أساسي لكونها أداة استثمارية من أدوات الدين ذات الدخل الثابت ، فهي تصدر لحاملها مزايا أساسية و هي :

أ) ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر ، فالسند يصدر في الغالب مضمونا ، إما بالأصل محدد من أصول الشركة ، أو بجملة أصولها ، و بالإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند عن حامل السهم بحق الأولوية في استفاء دينه على الشركة (1)

ب) توفر بعض السندات للمستثمر ميزة الإعفاءات الضريبية ، لدى يتجه الاستثمار في السندات أنماط كثيرة من المستثمرين هم غالبا المستثمرون المتحفظون ، الذين لا يميلون للمضاربة ، في حين يتجه المستثمرون المضاربون إلى سوق الأسهم ، حيث تتقلب أسعارها في مدى واسع ينتج أرباح .

ج. ميزة ثبات و استمرارية العائد ، ذلك أن الكوبون سند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة ، على عكس ما هو عليه لمقسوم السهم ، و الذي لا يدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحا يكفي للتوزيع ، و بعد توصية من المجلس الإدارة للشركة و موافقة الجمعية العمومية للمساهمين .

2. مخاطر الاستثمار في السندات

إن المستثمرون يواجهون عدة مخاطر و يتعرضون لها ، و لهذا يتطلب منهم الاحتراس في تحليل هذه المخاطر قبل الإقدام على اتخاذ قرارهم الاستثماري ، و من بين هذه المخاطر فهي كالتالي :

أ. مخاطر السيولة :

تحتاج السندات لخاصية السيولة ، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل ، و بسبب هذه السيولة يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد ، في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي ، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الاسمية التي يصدر بها . وكما بقي أجل السند الطويل الأجل ترتفع هذه المخاطر ، و لتخفيض مخاطر السيولة إلى حدها الأدنى ، لا بد على المستثمرين في السندات أخذ بالعوامل الآتية بعين الاعتبار (2)

(1) متكرة: وليد صافي نفس المرجع السابق ص 86

(2) د. جمال الزيدانين - أساسيات في الجهاز المالي - دار وائل للنشر و الطباعة - 1999 - ص 225 .

كلما زاد حجم الإصدار زاد حجم التعامل	1. حجم الإصدار .
و ارتفعت فعة السند ، أدى هذا إلى الزيادة في السيولة	2. حجم الصفقة
	3. فعة السند .

ب. مخاطر تقلب أسعار الفائدة :

تتحرك أسعار السندات صعودا أو هبوطا باتجاه معاكس بتحريك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال ، من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية ، خصوصا في فترات التضخم و إذا في مثل هذه الأحوال يضطر معظم حملة السندات إلى التخلص مما لديهم من سندات .

ج. مخاطر الإفلاس :

إن مخاطر الإفلاس التي يتعرض إليها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها الأسهم بسبب الشرط الأولوية الموفر لحملة السندات على موجودات الشركة المصدرة ، إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات و ستعكس آثاره على حقوق المساهمين و حملة السندات معا .

و لهذا فعلى المستثمرين في السندات بتوجيه مدخراتهم في السندات ذات النوعية الجيدة .

المطلب الرابع : أنواع السندات

هناك عدة أنواع رئيسية للسندات و هي :

1. السندات ذات سعر الفائدة ثابتة

و هي الميزة الأساسية لهذه السندات بالنسبة للمستثمر ، فهي استلام مبالغ ثابتة سنويا حتى

الاستحقاق ، و يعبر عن سعر الفائدة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند(1)

2. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

تتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم ، و يعتبر بعضها وسيلة لشراء الأسهم بدون دفع الضرائب و يتم تحويل السندات إلى الأسهم خلال فترة زمنية من تاريخ إصدار هذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق على أساس سعر ثابت تحدده شروط الإصدار ، كما توفر السندات القابلة للتحويل درجة عالية من المتاجرة بالملكية ، لانخفاض نسبة الهامش النقدي المطلوب للمضاربة بها في السوق المالي

1 د. عمر و محي الدين - المال و الصناعة - العدد 18 - البنك الصناعي للكويت - 2000 - ص 18 .

و التي تقل عادة عن نسبة الهامش المطلوبة للمضاربة في الأسهم ، هذا ما يؤدي بهم إلى تحقيق فرص كبيرة من الأرباح عن طريق التعامل بها في السوق المالي (1)
3. السندات الغير قابلة للتحويل

و تتميز بأن معدل الفائدة عليها ليس ثابتا طول حياة القرض ، و إنما هو معدل متغير يتحدد الغالب على أساس معدل الفائدة السائدة بين البنوك المحلية لمدة ستة أشهر ، و تتميز هذه السندات بأنها طويلة الأجل و تحمل صفة القروض البنكية .

المبحث الرابع : الوسطاء في عملية الأسواق المالية

المطلب الأول : تعريف وسطاء الصرف و السمسارة

1. تعريف وسطاء الصرف

يتم تحديد وسطاء الصرف بتقديم و كلاء الصرف القدامى طلب لاختيار وسطاء صرف جدد إلى الغرفة النقابية ، لتقوم بعد ذلك وزارة الاقتصاد و المالية بتعيين و كلاء جدد ، و يعتبر و كلاء الصرف مفاوضين و زارين و مهامهم الرئيسية هي مفاوضة القيم المنقولة ، و تسعير الأوراق المالية المدرجة في اللائحة ، و أهم ما يتميز به هؤلاء الوكلاء السرية المهنية التامة و المسؤولية المطلقة في جميع العمليات و الصفقات التي يتوسطون فيها ، إذ أنهم يخضعون لقواعد و التزامات القانون التجاري ، و يكون عددهم محدود إذ يصل إلى 83 و كليل مصرف .
و يشترط في و كليل الصرف مجموعة من الشروط حتى يستطيع مزاوله عمله كوسيط في عمليات الأسواق المالية و هي :

✓ السن 25 سنة على الأقل .

✓ الخبرة المهنية و الكفاءة التي يثبتها الامتحان التأهيلي .

كما تقوم الجمعية العامة بانتخاب غرفة نقابية تقوم بتنظيم العلاقات بين و كلاء الصرف من خلال الدور التأديبي الذي تتميز به ، كما تقوم بتنظيم السوق من خلال تسيير التسعيرة ، و نشر كل المعلومات الخاصة بالأسواق المالية .

1. تعريف السمسارة: السمسارة هم أشخاص طبيعيين أو معنويين يدخلون إلى الأسواق المالية لمفاوضة الأوراق المالية بعد حصولهم على تصريح من قبل لجنة عمليات البورصة ، إذ تقوم هذه الأخيرة بـالتحري عن السمسار حتى تتأكد من توفر جميع الشروط فيه حتى تحمي حقوق المستثمرين و المدخرين.

¹Frediric Darg : « guide pratique et juridique de la bours » edition grancher annee 2000 P 70

و من بين أهم هذه الشروط :

❖ أن يكون للسمسار تكوين متخصص و دراية وافية كبيرة بشؤون الأسواق المالية و قضايا المال و تبادل الأوراق المالية .

❖ أن يكون سنه يتجاوز الـ 25 سنة .

❖ أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية .

❖ أن يكون له مكتب مجهز بجميع المعدات و التجهيزات التي تساعد على أداء مهمته .

❖ ألا يكون قد شهر إفلاسه من قبل .

❖ أن لا يكون قد أدين في جنابة أو جنحة أو سرقة ، إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره .

2- السمسار هو شخص ذو دراية و كفاءة في شؤون الأوراق المالية ، و يقوم بعقد عمليات بيع

و شراء الأوراق المالية في الأسواق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء ، مقابل عمولة يتلقاها

من البائع و المشتري ، و يعتبر أيضا مسؤولا عن صحة كل عملية (1)

3- السمسار هو المستشار الأمين الذي يرشد المستثمر و يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية

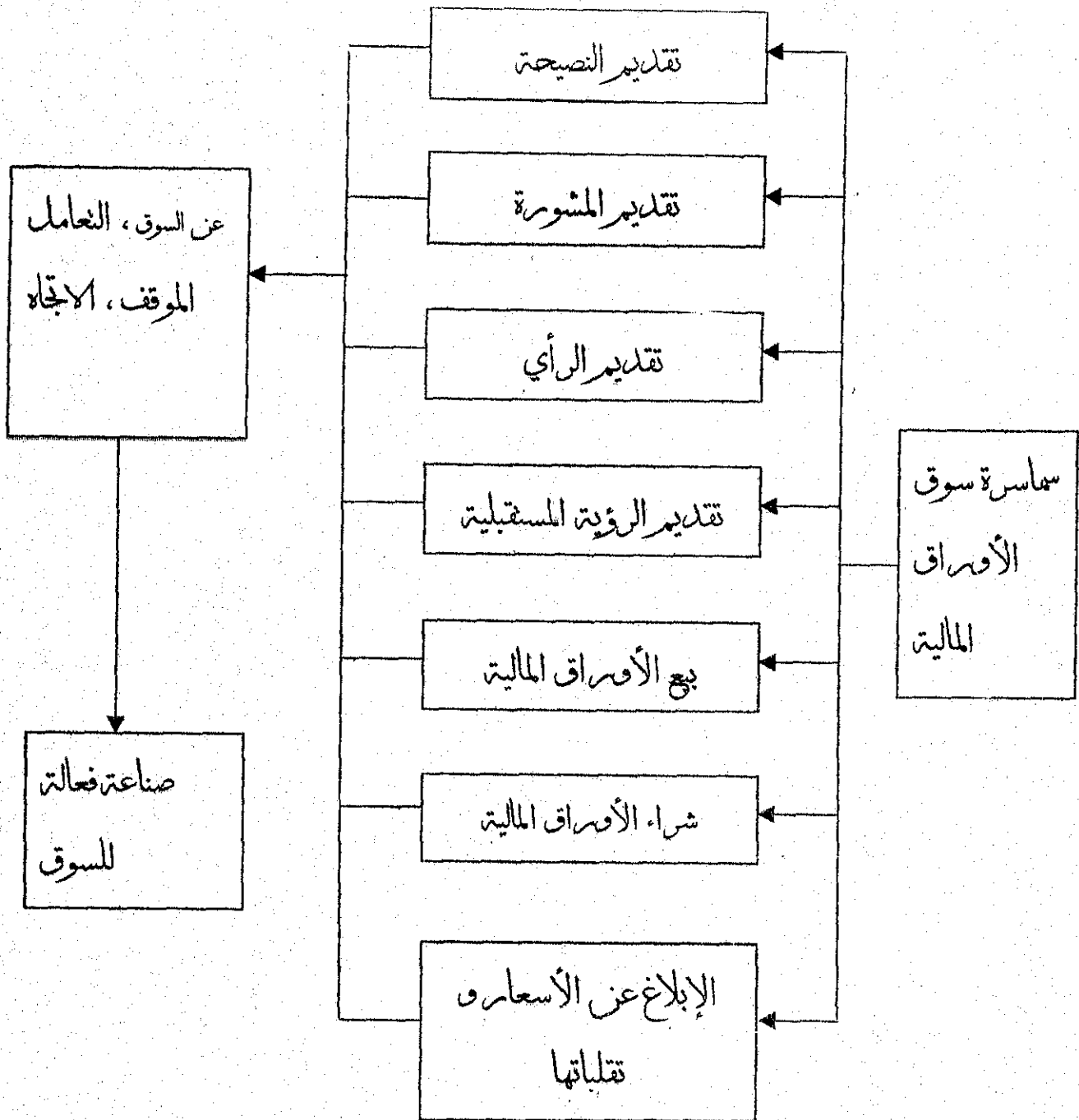
للمؤسسات القوية ، و يوضح له أفضل أوقات الشراء و البيع ، حيث يقدم السمسار النصائح و الرأي

و الرؤية المستقبلية فيما يتعلق بالسوق ، و التعامل على أوراق معينة بذاتها ، كما يقوم ببيع و شراء

الأوراق المالية نيابة و باسم العملاء ، و إبلاغهم بتطور الأسعار و تقلباتها بأي من وسائل الاتصال المتفق

عليها .

و الشكل التالي يبين الخدمات التي يقدمها السمسار (1)



الشكل 2-2 : مجموعة الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار في سوق الأوراق المالية

و يعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له ، يحملون لحسابه و تحت مسؤوليته ، و هو المندوب الرئيسي و الوسيط .

3. المندوب الرئيسي

هو مستخدم يعمل بأجر عند أحد السماسرة ، و مكلف في تنفيذ الأوامر بالمقصورة ، و لا يجوز أن يعمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه و يعمل لحسابه و على مسؤوليته .

4. الوسيط

هو أداة اتصال بين العميل و السمسار المقيد لديه و الوسيط على نوعين ، و سطاء لهم حق التقاعد ، و آخرون ليس لهم الحق التقاعد⁽¹⁾

ولا يجوز لأي من الوسيط و المندوب الرئيسي أن يلتحق بأكثر من مكتب سمسة ، كما لا يجوز الجمع بين عمل المندوب الرئيسي و الوسيط و يعتبر السمسار مسؤولا بالتضامن ماليا مع المندوبين الرئيسيين و الوسيط التابعين له عن الغرامات التي يحكم بها عليهم . كما أنه لا يجوز لكل من السمسار و الوسيط و المندوب الرئيسي إفشاء أسرار العملاء ، أو إعطاء أية معلومات عنهم لأي جهة .

انظنب الثاني : الشروط الواجب توافرها في السمسار

في الأسواق المالية لا توجد أية مشكلة في انتقاء السمسار ، فحجم السوق محدد و إعدادهم ضئيل و تلعب المعرفة الشخصية دورا هاما ، و توجد هناك قواعد عامة يجب أن تراعى عند اختيار السمسار و إن أهم هذه القواعد هي كالتالي :

- ❖ أن يكون السمسار مقيدا في بورصة الأوراق المالية .
- ❖ أن يكون من المكاتب المشهود لها بالأمانة و المقدرة على التعامل .
- ❖ أن يكون ذا مقدرة مالية تمكنه من مجابهة الحالات الطارئة لمصلحة العميل .
- ❖ أن لا يكون من المضاربين في البورصة لحسابه الخاص أو لحساب أقاربه و معارفه .
- ❖ أن يكون قادرا طوال الوقت على تقديم المعلومات و البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في البورصة .
- ❖ أن يتمتع بقدره في المهارة و الحرص على تنفيذ أوامر العملاء فالسمسار قد يتعرض للمطالبات بسبب أية خسائر قد يسببها جراء ارتكابه للأخطاء .

1 د. زينب حسين عوض الله - اقتصاديات النقود و المال - الدار الجامعية - 1994 - ص 197 .

المطلب الثالث : الخدمات التي يقدمها السمسار

إن الخدمات التي يقدمها السمسار للمتعاملين في السوق المالي بشكل عام ، يمكن حصرها فيما يلي :

- ❖ وساطة بالعمولة .
- ❖ وساطة بيع و شراء لصالح محفظة السمسار .
- ❖ وساطة لتغطية الإصدارات الجديدة .

1. الوساطة بالعمولة

عند قيام الوسيط بشراء أو بيع الأوراق المالية لصالح عملائه فإنه يتقاضى عمولة محدودة من كل من المشتري و البائع ، و هذه العمولة تحددها لجنة إدارة السوق و يصادق عليها وزير المالية .

2. وساطة بيع و شراء محفظة السمسار

السمسار له الحق أن يبيع أو يشتري لصالح المحفظة بموجب ترخيص خاص يتحصل عليه من إدارة السوق و هو في هذه الحالة يقوم وفقا لأنظمة السوق المالي بدور صانع السوق ، و هو مصطلح آخر يتردد في أسواق المال ، حيث أن صانع السوق هو الشخص (طبيعي أو معنوي) الذي يتعامل بالأسهم و الأوراق المالية الأخرى ، شراء أو بيع في السوق الثانوي لصالح محفظة عملائه التي يديرها ، و لا يحق له التعامل لصالح الغير إلا بإدارة أموالهم ، و من وظائف صانع السوق المحافظة على استقرار الأسعار و كذلك المحافظة على حجم التعامل بممارسته لمهامه الأساسية ، و هي لعب دور المشتري في حالة انخفاض الأسعار ، و البائع في حالة ارتفاعها ، و بذلك يلعب صانع السوق دورا هاما في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية ، و كذلك حجم تعاملاتها .

3. وساطة لتغطية الوساطة الجديدة

بحيث يكون الوسيط بموجب هذا الترخيص حلقة وصل ما بين الشركة أو المؤسسة المصدرة للأوراق المالية الجديدة و بين الجمهور عامة .
و يأخذ السمسار عند تأديته لهذا النوع من الخدمات مهمة تسويق هذه الإصدارات لصالح الجهة المقترضة مقابل عمولة محددة ، يتقاضاها منها بموجب اتفاقية أو تعهد بتغطية الإصدارات ، و ذلك لضمان تسويق كامل الإصدار أو جزء منه ، أو وفق قاعدة أفضل جهد ، و الوسيط الذي يقوم بدور المغطي للإصدارات الجديدة يلعب دور الوكيل يتعهد بتسويق الإصدار الجديد .

المطلب الرابع : الأوامر التي تصدر عن السماسر

لا تخرج أوامر العملاء من كونها أوامر للبيع أو أوامر للشراء ، كما أنها تأخذ إحدى الصورتين التاليتين⁽¹⁾:

✓ أوامر بكميات غير كسرية

✓ أوامر بكميات كسرية .

فالأوامر بكميات غير كسرية و هي التي تشمل الأمر فيها على 100 سهم أو مضعفاتها .

الأوامر بكميات كسرية فيقصد بها الأوامر التي تشمل على أقل من 100 سهم أو السندات ، و إذا مسا

احتوى الأمر على 240 سهم مثلا حينئذ يعامل لو كان أمرين

أمر كسري يتضمن 40 سهما

، و أمر غير كسري يتضمن 300 سهم ، و عادة ما تكون تكلفة السهم داخل الكمية الكسرية أعلى من

مثيله داخل الكمية غير الكسرية و ذلك لسببين :

✓ نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله داخل الكمية غير الكسرية .

✓ سعر السهم داخل الكمية الكسرية ، عادة ما يضاف إليه نسبة إضافية .

* أنواع الأوامر التي تصدر عن السماسرة :

تتعدد أنواع أوامر البيع و الشراء في الأسواق المالية ، و من خلال هذا الشكل يمكننا أن نتعرف

على أهمها ، و هي على النحو التالي :

(1) د: محمد صالح الحناوي أساسيات الاستثمار في البورصات الاوراق المالية سنة 1998 ص: 22

X - أمر طلب (أمر سوقي) :

هي أكثر أنواع الأوامر المتداولة ، و هنا يصدر المستثمر أمر للسمسار لشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق فوراً ، و هنا يكون السمسار ملتزماً ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء و أعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر ، و على هذا الأساس ، فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكيد أن الأمر سيتم تنفيذه و إن كانت درجة تأكده أقل فيما يتعلق بالسعر ، و على كل فإنه عادة ما تتوفر على معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه ، بحيث هذه الطريقة الأسرع للتنفيذ (1)

2-أوامر محددة (أمر محدود) :

يطلب المستثمر من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية أو حجم معين بسعر محدد ، أي لا يتم تنفيذه فوراً إلا إذا كان تحقيق هذا الشرط ، و يظل هذا الأمر ساري المفعول حتى تاريخ معين إذا لم يتحقق هذا الشرط خلال مدة معينة ، يتوقف تلقائياً التعامل فيه حتى يصدر المستثمر أم آخر ، و يمكن أن يظهر الأمر يومي ساري المفعول مباشر إلا في اليوم هذا ، أو أفضل حتى إلغاء أو يلغى مباشرة إذ لم ينفذ في الحين ، إذن السمسار عليه أن يشتري و يبيع بالسعر المحدد و هو يتضمن الحد الأقصى فيما إذا كان سعر البيع ، إن الأمر لا ينفذ في حالة شراء إلا إذا كان السعر معادلاً أو أقل من السعر المحدد ، و في حالة البيع معادلاً أو أكثر من السعر المحدد (2).

3- أمر يومي :

هو أمر مدته الزمنية يوم عمل ، حيث يقوم المستثمر بإصدار إلى السمسار بتوجيهات معينة يتم تنفيذها خلال يوم العمل ، و ينتهي مفعول هذا الأمر ، بانتهاء ساعات العمل الرسمية في السوق المالي ، أو يمكن للعميل المستثمر إلغاؤه قبل انقضائها بإبلاغ ذلك إلى السمسار .

4- أمر ساري المفعول حتى يتم إلغاؤه :

هو أمر يأخذ شكل مستمر لفترة من الزمن حتى يتم إلغاؤه ، أو انتهاء الغرض منه ، مثل إصدار المستثمر أمراً للسمسار للقيام بشراء ما يعرض في السوق من سهم معين ، و أن يتم ذلك بسعر معين و دون تحديد لعدد الأسهم ، أو دون تحديد لمدة التنفيذ .

¹ د. عبد الغفار حنفي - بورصة الأوراق المالية - دار الجامعة الجديدة للنشر - 2003 - ص 46 .

² د. محسن أحمد الخضيرى - كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة - إنترناك للنشر و التوزيع - سنة 1996 - ص 107 .

5- أمر وقف التعامل :

و هو ينقسم إلى قسمين رئيسيين و هما :

- ❖ أمر وقف الشراء : و هو عبارة عن طلب شراء بسعر أعلى من السعر السائد في السوق .
- ❖ أمر ارتقف البيع : هو عبارة عن طلب سعر أقل من السعر السائد في السوق ، لا يوجد معه طلب شراء على الورقة .

6- أمر بالبيع المسبق على الشراء :

هي عملية استنادة مؤقتة يقوم بها المستثمر ، حيث يستدين أسهم معينة من الوسيط أو السمسار و يحصل عليها على سبيل الإعارة أو الاستعارة المؤقتة ، يقوم المستثمر ببيع السهم في السوق بالسعر السائد ، حتى أن يعود و يشتريه بسعر منخفض ، و يعيده لمن استعاره منه ، و يستفيد من فروق الأسعار .

7- أمر خاص بشراء عقود المستقبل :

عقد المستقبل هو عبارة عن عقد بين البائع و المشتري ملزم للطرفين و نهائي ، و لكنه قابل للتحويل لطرف آخر مستفيد ، و يتم بموجبه تسليم صفقة في تاريخ لاحق ، و بسعر متفق عليه مسبقا ، و بموجب العقد يتم الاتفاق على الآتي : (1)

1. نوع و كمية الأوراق المتفق عليها
2. السعر الذي يتعين دفعه في تاريخ التسليم .
3. موعد التسليم في المستقبل .

خاتمة الفصل:

تعتبر الأوراق المالية العنصر الأساسي و الفعال في نشاط الأسواق المالية، باعتبارها أداة تعاملية طويلة الأجل، و من أهم هذه الأوراق، الأسهم العادية و الممتازة، كذا السندات بالإضافة إلى القائمين على عملية التبادل فيها، و الممثلين في بيوت السماسرة ، و لاحظنا من خلال الفصل الثاني ضرورة توفر الأوراق المالية بأنواعها المختلفة ، كي يتمكن المتعاملون فيها من عقد الصفقات الضرورية، لقيام السوق المالية بالمهمة المنوطة بها ، بوصفها العنصر الأساسي من عناصر التطور الاقتصادي ، شرط توفر الشفافية التي تمكن طرفي التعامل من العمل بجد .

الفصل الثالث

البيورحات و الأزمات المالية



المقدمة:

تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في خدمة و توفير التمويل اللازم للاقتصاد، و تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قيامها بتعبئة المدخرات اللازمة لعملية التنمية، و بما أن البورصة تعتبر من أهم مكونات السوق المالي ، و الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية من اسهم و سندات ، و غيرها من الأصول المالية الأخرى.

و التي تتحدد أسعارها حسب العرض و الطلب ، و خلال هذا الفصل نتناول في المبحث الأول مفهوم التسعيرة، و في المبحث الثاني نتطرق للمؤشرات البورصة و نختتم هذا الفصل بمبحث ثالث نتناول فيه أهم الأزمات التي تعرضت لها الأسواق المالية، بداية بالأزمة الاقتصادية الكبرى ل: 1929 إلى غاية الأزمة المالية لسنة 1997 .

المبحث الأول: التسعير في الأسواق الماليةالمطلب 1: تعريف التسعيرة

إن السعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى الجلسات في السوق المالية، والذي يسجل في لوح التسعيرة بعد انتهائها، و يعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقى عندها طلبات البيع و الشراء للورقة المالية (1)

المطلب 2 : آلية تحديد سعر الأوراق المالية:

إن التسعيرة للأوراق المالية في السوق المالي الذي يخضع لآلية السوق، أي قانون العرض و الطلب بحيث تتم مواجهة الطلبات على الأوراق المالية بالعروض عليها، و من هنا يتحدد سعر التوازن بينها و بالتالي الوصول إلى أكبر عدد ممكن من المعاملات.

و قد جاءت المادة 26 من المرسوم التشريعي رقم: 91/196 الصادر بتاريخ 28 ماي 1991 والتي تؤكد "القواعد التقنية لتنظيم التسعيرة في السوق المالي و أوقات افتتاح و اختتام جلسات التسعيرة و تحديد فترات تسوية العمليات العاجلة او الآجلة محددة من خلال النظام الداخلي للجنة البورصة" (2)

المطلب 3 : طرق التسعيرة في السوق المالي :

يمكننا اللجوء إلى عدة طرق من اجل تحديد سعر:

أ) طريقة المناادة: تتم التسعيرة عن طريق المناادة وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض و الطلبات في المقصورة و ينادون بأعلى أصواتهم عند نهاية العروض و الطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، و نظرا للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فان المتفاوضين يلجئون الى الإشارات.

ب) طريقة المعارضة: في هذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و طلبات الشراء و تؤدي مجموع هذه التسجيلات الى معرفة مقدار ما يطلب

(1) شمعون شمعون ، بورصة الجزائر : جامعة الجزائر أطلس النشر سنة 1993 ص 45

(2) الجريدة الرسمية: المرسوم التشريعي رقم 91/196 المادة 26

بيعه و شراؤه من السندات و الأسهم و حدود الأسعار المعروضة و بذلك يتحدد سعر التوازن .

(ج) طريقة التوازن: يلجأ الي هذه الطريقة عندما تكون عروضهم للبيع و طلباتهم للشراء في سوق المالية كثيرة و متعددة يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم و طلباتهم في صندوق خاص ، و تعمد لجنة الي حساب العروض و الطلبات ثم تحديد أسعار البورصة ما يتضمنه الصندوق من عروض و طلبات . (1)

* التسعيرة الرسمية: يمكن تعريف التسعيرة الرسمية على أنها الوثيقة الرسمية و الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في السوق المال في كل جلسة و غايتها إعلان السعر الذي بموجبه يتم التداول الفعلي للأوراق المقيدة بالتسعيرة و يحتوي على ما يلي :

- ◀ عدد السندات و قيمة القرض المقبول في التسعيرة.
- ◀ عدد السندات و قيمة القرض الموضوع في التداول.
- ◀ اسم الورقة المالية.
- ◀ بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت يذكر أيضا الفائدة و مقدار الضريبة و موعد استحقاق الفوائد.
- ◀ موعد السحب في حال وجوده.
- ◀ السعر السابق و الأوراق المالية في جلسة اليوم.
- ◀ اسهم الشركات الوطنية.

● قيد الأوراق المالية في جدول التسعيرة : هناك شروط خاصة لقبول الأوراق المالية في جدول التسعيرة، و ذلك للمحافظة على مستوى الأوراق المالية الموضوعية في التداول و ضمانا للمتعاملين فيها ، كما يتضمن شطب الأوراق المالية من جدول الأسعار بناء على قرار لجنة البورصة و بالأغلبية الثلثي من الأصوات في حالة استفاد هذه الشروط أو في حالة إفلاس هذه الشركة.

(1) د.شمعون شمعون : بورصة الجزائر: أطلس للنشر سنة 1993 ص 45

المطلب 4 : أسواق التسعيرة:

يوجد أربعة أسواق التسعيرة تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

□ السوق الأول: يتضمن سوقين هما :

أ. السوق النقدي: المشتري في هذا السوق عليه الدفع فورا، أما البائع فعليه أن يمتلك الأوراق المالية التي يريد بيعها ، كما يتم في هذا السوق التفاوض على الأسهم والسندات الأجنبية .

ب. السوق ذو النظام الشهري: في هذا السوق تتواجد أهم المؤسسات وهي تعتبر محور أساسي للمعاملات ، و هو يسمح بتنفيذ أي ارتباط أو توزيع الأوراق المالية إلا في اليوم الأخير من الشهر.

□ السوق الثاني: يستقبل هذا السوق المؤسسات المتوسطة و يتم التفاوض على الأوراق المالية في هذا السوق عن طريق الدفع الفوري للمؤسسات المدخلة يجب أن تمضي عقد للسيولة أو عقد للإنعاش مع أهم مساهمي المؤسسة و ذلك لتسهيل سيولة الأوراق المالية و هي موضوعة في متناول سوق الأوراق المالية، او سوق السيولات وذلك من اجل تفادي عدم التوازن بين العرض و الطلب على الأوراق المالية

□ السوق الجديد: هو سوق فوري يسمح لكل مؤسسة في طريق النمو بإيجاد منسابع مالية أي مصادر مالية .

أعضاء هذا السوق الجديد هم وسطاء ما بين مؤهلين مباشرة ووظائف المؤسسات لقسم الاستثمارات ، و هم يستطيعون الانتخاب من اجل لائحة المدخل المتضمن للسوق السماسرة المفاوضين. مضمون السوق ينشر مجموعة أسعار الشراء و البيع و عليه أن يحترم الفرق الأقصى بين سعر المشتري و سعر البائع .

□ السوق الحر: تأسست مصلحة المفاوضات سنة 1996 و سميت بالسوق الحر ، طلب التسعيرة في هذا السوق ممكن أن تأخذ من طرف المؤسسة نفسها أو من طرف المساهمين، هو سوق غير منتظم و يعرف ضمانات قليلة بالنسبة للمستثمرين، كما لا توجد مراقبة شرعية من طرف بورصة باريس لجودة الملفات و توجد مراقبة محدودة من طرف لجنة عمليات البورصة.

⁽¹⁾ Josette Peyrarde " la bourse " edition N9 Anne 2000 P 60

المبحث الثاني: مؤشرات البورصة.المطلب 1: تعريف المؤشر:

يتحرك سعر الأسهم يوميا في البورصات صعودا و هبوطا ، حسب ظروف العرض و الطلب، و لكن مع وجود تداول مستمر لأسهم الشركات الكثيرة، فقد ظهرت الحاجة الى مؤشرات تعطي بيانا عاما و موجزا لحركة سوق الأسهم يوميا، حيث انه نتيجة التطور الكبير الأسواق المالية في بداية الثمانينات لوحظ انتشار كبير للمؤشرات المالية تتواجد بشكل مكثف في الصحف الحالية و النشرات المتلفزة.

لقد تم إنشاء أسواق المؤشر البورصة التي حلت محل الأسواق التقليدية و أصبح حجم الصفقات بملايير الدولارات يوميا في اكثر من 20 مقر مالي عالمي و بصفة جلية يسمح عالم التأشير المالي الذي يقدم مفاتيح مؤشرات البورصة بمراعاة الأسباب الرئيسية للأزمات الجديدة (1)

2- تكوين المؤشر:

نأخذ مؤشر cac 40 (التسعيرة آلية مستمرة) لباريس على سبيل المثال:

← يسحب مؤشر cac 40 بالنسبة لعينة متكونة من 40 قيمة فرنسية مسعرة في سوق العمليات الآجلة (التسديد الشهري).

إن تحديد عدد القيم المكونة للعينة تقوم على أساس مبدئين متناقضين هما :

● أن يكون العدد المكون للعينة نوعا ما كبير حتى لا تكون التغيرات للمؤشر مفاجئ و تبقى معقولة.

● أن يكون العدد نسبيا لتوضيح خريطة السوق المالي و تسهيل عملية الحكم على القيم المكونة للعينة و تميزها و من ثم معرفة مدى تأثير كل قيمة على المؤشر.

أ. الخصائص البورصة للعيينة :

من حيث الحجم: يجب على القيم المنقولة المكونة للعيينة أن تكون ضمن 100 الرساميل البورصة الأولى على ساحة سوق التسديد الشهري ، من حيث رسملة البورصة:

سعر الورقة المالية \times كمية الأوراق المسعرة

من حيث السيولة: يجب ان تكون القيم المكونة للعيينة منتمية الى المحافظ المالية المختلفة لضمان حركتها و نشاطها بين حاملها.

اما من حيث التنوع الاقتصادي فيجب ان تنتمي القيم المكونة لعيينة المؤشر الى عدة

قطاعات اقتصادية بارزة و هذا حتى لا يسيطر قطاع واحد على مستوى المؤشر فيرتفع

باتعاش هذا القطاع و يتنفض بانكماشه فبالنسبة للمؤشر cac 40 فان التوزيع

القطاعي لقيم العينة هو كالتالي: (1)

CAC 40 : التسعيرة آلية المستمرة

sid ali boukrami : vade – mecum de la finance : office publication uni (1)
année : 1992 P 75

الجدول (1,3) : رسملة البورصة في 1990/12/31 بالنسبة للقطاعات

المعاملات الجارية في 1990			الرسملة البورصة 1990/12/31			القطاعات
CAC 40	التسديد الشهري RM	السوق الرسمي	CAC 40	التسديد الشهري RM	السوق الرسمي	
%14.8	%16.2	%15.7	%16.6	%15.2	%13.3	1. المواد الأساسية
%5.8	%8.3	%8.2	%3.2	%4.5	%5.1	2. الإنجازات
%12.0	%10.9	%10.4	%11.1	%10.1	%9.2	3. التجهيزات
%8.8	%7.4	%7.1	%4.1	%3.8	%3.4	4. الاستهلاكات الدائمة
%4.2	%3.7	%3.7	%5.4	%5.8	%5.4	5. الاستهلاكات الغير دائمة
%12.4	%9.3	%9.3	%14.8	%10.1	%10	6. الاستهلاكات الغذائية
%19.9	%20.2	%20.2	%19.3	%21.1	%22.8	7. الخدمات
%22.1	%23.2	%23.2	%25.5	%28.5	%29.3	8. مؤسسة مالية

المصدر:

SIDI ALI BOURKAMI : MECUM DE LA FINANCE : [جدول (3-1)]
[OFFICE PUBLIQUE P 86]

هذا الجدول يعكس لنا تماما خاصية التنوع الاقتصادي لقيم العينة فهي تنتمي بالفعل الى قطاعات متنوعة.

ب تسيير العينة:

ان تسيير العينة هي مهمة مجلس علمي، هذا الأخير يجتمع 4 مرات في السنة على الأقل و توكل إليه مهمة الحفاظ على مدى مصداقية العينة و مدى تمثيلها للخريطة الاقتصادية في ظل السوق المالي:

كما ان سلطة هذا المجلس تعطي المؤشر بالضمانات التالية:

أ). المصداقية: إن أعضاء المجلس العلمي يمثلون مختصين ماليين و إحصائيين معروفين في ساحة باريس.

ب). الاستقلالية: فالمجلس يضمن النزاهة و الموضوعية في اختيار او تغيير القيم المكونة للعينة.

ت). الشفافية: إن مختلف التغييرات الجارية على القيم العينة و ذلك إقامة القيم البديلة يعلن عنها مباشر بعد اجتماعات المجلس العلمي و تصبح معمول بها لحساب في مدة أدناها 4 أسابيع.

المطلب 2 : كيفية حساب المؤشر (1)

يحسب المؤشر CAC 40 انطلاقا من عملية حسابية تنسب فيها مجموع الرساميل البورصية الجارية الى رسملة بورصة مرجعية و ذلك بواسطة أساس مرجعي متفق عليه و يساوي ل 1000 في 31 ديسمبر 1987 و منه قيمة المؤشر CAC40 في زمن معرفه ب:

$$I_t = \frac{CB^t}{CBA^t} 1000$$

* الرسملة البورصة الجارية : CB^t : capitalisation boursière instantanée

* الرسملة البورصة المعادلة و المرجعة : CBA^t : capitalisation de base ajustée

$$C B^t = \sum_{j=1}^{40} Q_j^t \cdot C_j^t$$

و

$$C B A^t = Q_j^t \cdot C_j^0$$

C_j^t = سعر الورقة المالية ز في اليوم t

Q_j^t = كمية الأوراق المالية ز في اليوم t

C_j^0 = سعر الورقة المالية ز في اليوم المرجعي O

O = يوم مرجعي هو 1987/12/31

فيصبح المؤشر يكتب كالتالي :

$$I^t = \frac{Q_j^t \cdot C_j^t}{Q_j^t \cdot C_j^0} \cdot 1000$$

المطلب الثالث : الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

إن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة فعالة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، غير أن المؤشرات لاستخدامات أخرى عديدة تهتم بمسثمري الأفراد و غيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد الصادر عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، كما يمكن أن تستخدم أيضا لوضع تصور حالة سوق راس المال في المستقبل، هذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة الأوراق المالية و تتمثل هذه الاستخدامات فيما يلي : (1)

أ. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة :

إن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغيير في سعر سهم ما و التغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي له انعكاس لحركة أسعار كافة أسهم المتداولة في السوق، فيمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغيير في عائد محفظة أوراق المالية إما أن يكون إيجابا أو سلبا بمجرد معرفته لاتجاه التغيير الذي طرأ على المؤشر حالة السوق، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة

ب. الحكم على أداء المديرين المحترفين :

يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية (البنوك، شركات التأمين شركات الاستثمار) و الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع و التي منها تنويع "مبار كوفتر" يكون واجب أن يحقق عائدا أعلى من المتوسط عائد السوق، و للتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعنية .

ج. التنبؤ بالحالة التي سيكون عليه السوق:

يمكن التنبؤ مقدما بما سيكون عليه السوق في المستقبل، وهذا أمر من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم .

(1) د. عيسى محمد الغزالي : تحليل اسواق المالية : سلسلة دورية تعني : تنمية غي الاقطار العربية العدد 27 سنة 2004 ص 07

وإن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، وإذا حقق المحلل هذا النمط فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق و التي على ضوءها تُتخذ قرارات الاستثمار.

١٣٣. تقدير مخاطر المحفظة :

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، أو ما يمكن أن يطلق عليها بالمخاطر و تقاس هذه المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة و معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره معدل العائد لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة و يطلق على هذه العلاقة بالخط المميز .

المطلب الرابع : المؤشرات الشائعة الاستخدام :

1) مؤشر داوجونز : (اشتق من اسم الرجلان شارل داو وجونز وهما صحفيين ماليين مع نهاية القرن 19، حيث أنشأ جريدة وول ستريت 1989 ولا تزال المنبع الأول للمالية الأمريكية إلى يومنا هذا(1) ، داو جونز يخص 30 قيمة صناعية، و ول ستريت ، لقد بدأ شارل داو حساب المؤشر انطلاقاً من مؤشر حسابي بسيط لأحد عشر قيمة من 1928 ثم ارتفعت هذه العينة إلى 30 شركة عام 1934 مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل المعدلة للأساس كما يوجز مؤشرات داوجونز يخص 20 شركة نقل وأخر يخص شركة المرافق العامة.(2)

إن الأرقام القياسية تلعب دوراً هاماً في قياس العديد من الظواهر و المتغيرات و بعض هذه الأرقام تعتبر مؤشرات حيوية و يطلق عليها [Key economic indicators] (ويعتبر مؤشر داوجونز أحد المؤشرات وذلك لضخامة قطاع الأوراق المالية في الاقتصاد الأمريكي ومن بين أهم التغيرات التي يشهدها هذا المؤشر مثلاً في سنة 1996 اتسم فيها الاقتصاد الأمريكي بأدنى حد للتضخم وأضعف نسبة البطالة، وأيضاً مع التزايد الطلب على الأسهم من طرف الأسر أدى كل هذا إلى تحطيم داوجونز، ل 43 رقم قياسي أما بالنسبة لبعض إحصائيات سنة 2002 فقد ترك

(1) د: سيد عيسى فوشي "بورصة القاهرة : مجلة الاقتصاد العدد 19/09

(2) Didier vitrac : tout savoir sur la bourse : edition : 2002/2003 p :600

مؤشر داوجونز الرائد لـ لول ستريت نسبة 0.26 % ليغلق بـ 10067 نقطة وذلك

بتاريخ 2002/01/10 (1)

(2) مؤشر داكس DAX: يعبر مؤشر الألماني داكس عن حركة أسعار الأسهم العادية الأهم لـ 30 شركة ألمانية في منتصف جوان سنة 1996 ، و قررت البورصة الألمانية ضم كل من شركة إعادة التأمين الكاثنة في ميونيخ وشركة تيليكوم الألمانية إلى قائمة الشركة المعتمدة في مؤشر داكس وذلك بعد طرح الأسهم الأخيرة في الأسواق المالية مباشرة أي في نوفمبر عام 1990 بلغ عدد الشركات المساهمة 678 وبلغت القيمة الإجمالية بأسهمها 826382 مليون مارك أما قيمة الأسهم الداخلية و الأجنبية التي جرى تداولها عام 1990 في ألمانيا لقد بلغت 1733200 مليون مارك أي ما يعادل 27 % من الناتج الإجمالي، يبلغ عدد من مجموع الأشخاص الذين يملكون أسهم في ألمانيا 4,46 مليون شخص أي ما يعادل 5,5 % من مجموع السكان و أما في السنة المالية أن المؤشر داكس، وخاصة في بداية سنة 2002 بتاريخ 11/11 كان قد توقف وأغلق الخمسين الأحمر تاركا 1.14 % لكن يتوقف عند 5228 نقطة ، و يوجد أنواع أخرى من مؤشرات اسهم ألمانيا منها CDAX , MDAX , SDAX

(3) مؤشر نيكاي: يسمى مؤشر البورصة في طوكيو مؤشر نيكاي وهو يضم أسعار الأسهم لـ 225 شركة، يجري حسابه من 16 ماي 1950 ويعتمد في حسابه الطريقة المتبعة في حساب مؤشر daw jons هي طريقة حسابية متدرجة حسب الأهمية، ومنذ عام 1996 تنشره أكبر صحيفة يابانية، وهي صحيفة (نيهون كايزاي شينون) (3) وفي عام 1995 بلغ عدد الشركات الداخلية المساهمة التي جرى تداولها في بورصة طوكيو 1717 شركة وبلغت القيمة الإجمالية لأسهمها 5086380 مليون، أما القيمة الداخلية و الأجنبية التي جرى تداولها عام 1995 في طوكيو 2324130 م (ين) أي ما يعادل 74 % من الناتج المحلي، يبلغ عدد الأشخاص المالكين للأسهم حوالي 11 مليون أي 9 % من مجموع السكان .

لقد ارتفع مؤشر نيكاي في 1996/11/26 إلى 22666,8 نقطة إلا أنه انخفض في

شهر ديسمبر .

(1) د: منير إبراهيم هندي الأوراق المالية و أسواق رأس المال : توزيع المعارف بالإسكندرية سنة 1999 ص : 248

(2) Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse, édition, Paris :2002/2003 P 600

(3) Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse, édition, Paris :2002/2003 P 607

أما بالنسبة لبورصة طوكيو سنة 2002 أعلنت انخفاض قدره 0,92% وذلك يوم 01/11.

و المؤشر نيكاي سجل تراجعاً ب 96,84 نقطة وقد أغلق و لأول مرة منذ 2002/12/27 تحت عارضة 10500 نقطة ب 10441,59 نقطة وهكذا تنحبط السوق اليابانية في مخاوف الديون وذلك لأن شكل الديون البنكية المشكوك في تحصيلها

4) مؤشر كاك (40) (باريس) CAC 40:

يسمى مؤشر البورصة في باريس مؤشر CAC 40 يمثل الرفع القياسي لأسعار الأوراق المالية ل 40 شركة الأولى في فرنسا، هذا المؤشر من أجل 100 نقطة في سنة الأساس حيث يجري حسابه من 1982/12/31 خلال 12 شهر بين 1995-1996 حقق مؤشر ربح قدره (20%) في الثلاثي الأول من السنة 1996 حقق هامش قدره 100 نقطة (1900 - 2000) من نفس السنة وصل إلى 2100 نقطة .

واستقر على هذا الحال مدة 3 أشهر ولكن في شهر جويلية انخفض إلى 1950 نقطة، أما في الثلاثي الأخير ارتفع إلى أن وصل 2200 نقطة .

أما بالنسبة لبداية 2002 ارتفع 0,18% يوم 01/11 أي ما يعادل 4523.5 نقطة وكان المؤشر باريس قد أوقف الحصة يوم الخميس 2002/01/10 على انخفاض قدر بـ 1,56% أي 4515,5 نقطة حجم 4 مليار أورو متبادلة (1)

5) مؤشر Foot SIE: مؤشر الأسهم الرئيسي في لندن هو (FTSE 100) الذي يسمى

Foot Sie ويعبر عن حركة أسعار الأسهم لأهم 100 شركة وهناك مؤشر الأسهم FTSE 250 الذي يعبر عن حركة الأسهم 250 شركة متوسطة وهناك مؤشر أسهم أخير FT.SE Aktuariss-Index الذي يعبر عن أسعار الأسهم لـ 350 شركة التي تؤخذ بعين الاعتبار للمؤشرين المذكورين في عام 1995 بلغ عدد الشركات الداخلية المساهمة التي حرت تداول أسهمها في بورصة لندن 1971 شركة وبلغت القيمة الإجمالية لأسهمها 1993785 مليون مارك أما قيمة الأسهم الداخلية و الأجنبية التي جرى التداول بها عام 1995 في بريطانيا

نفس المرجع السابق Didier Vitrac p 587 (1)

3328896 مليون مارك أي ما يعادل 1,30% من الناتج المحلي الإجمالي يبلغ الأشخاص الذين يكون أسهمهم في بريطانيا 9 ملايين أي ما يعادل 10,8% من مجموع السكان .

أما بالنسبة لإحصائيات بداية سنة 2002 نرى بأن مؤشر Foot Sie سجل ارتفاعا بـ 0,03% أي ما يعادل 5092,5 نقطة وذلك في نصف يوم 2002/01/11 (1)

المبحث الثالث : أزمة أسواق المال في القرن العشرين :

أصبحت الأزمات المالية ظاهرة حتمية تاريخية تفرضها الظروف الاقتصادية وأيضا الأوضاع الاجتماعية والنفسية والقرارات السياسية، ومع الشمولية المالية التي يعرفها العالم، ظهرت حركات الأزمات نشيطة وسريعة الانتقال بين المراكز الاقتصادية العالمية . وباعتبار أن الأسواق المالية أحد أهم المراكز الاقتصادية الدولية، فهي بذلك أهم الأزمة فانتكاسات الأسعار تؤثر و بشكل مباشر على اقتصاد الدولة و حركية رؤوس الأموال الداخلية و الخارجية مما يسهم في انتشار الأزمة .

المطلب الأول: أسباب الأزمة :

لا يمكننا أن نعتبر أن حدوث أزمة ما يكون نتيجة انتكاسة اقتصادية فقط بل توجد عدة عوامل لها تأثيراتها في تدني الأوضاع الاقتصادية ومن أهم هذه الأسباب هي على سبيل المثال الحصر :

* إن و.م.أ كانت إلى غاية 1929 قد حققت ازدهار في جميع الميادين ومجالات الحياة الاقتصادية، و في مارس سنة 1929 كانت أسعار بورصة نيويورك غي ارتفاع مستمر أدى إلى ريبة المفكرين و المحللين الاقتصاديين، فحاولت الدولة التدخل من أجل الحد من هذا الارتفاع المتزايد في الأسعار مخافة حدوث انتكاسة سريعة مفاجئة من خلال رفع سعر الفائدة، تحديد الأموال المخصصة للمضاربة كما أخذت تصدر تحذيرات بحدوث عواقب وخيمة لكن دون جدوى إذا استمرت الأسعار في الارتفاع .

(1) Le Monde « finance et Marchés » Samedi 12/01/2002

المطلب الثاني : الأزمة لسنة 1929 :

بدأت أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك (wall street) بالازدهار منذ عام 1924 واستمرت بالارتفاع على مدى خمس سنوات إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929-1933، وارتفع مؤشر داوجونز ارتفاعات شديدة لم يسبق لها مثيل، حيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة، بالنسبة مقدارها (273%) ومن ثم بدأ بالانحدار الذي نجم عنه خسارة، وأدى ذلك إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عمليات السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار، وإفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد واتسمت هذه الأزمة بعدة خصائص أهمها⁽¹⁾:

- (1) كانت لها صفة الدورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية للنظام الرأسمالي.
- (2) استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حيث استمرت ما يقرب من 4 سنوات تقريبا.
- (3) الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة خلال فترة الأزمة، حيث انخفض هذا المعدل من 5,5 % إلى 3,1 % في بنك إنجلترا عام 1929، ومن 5,2 % إلى 2,6 % في البنك الاحتياطي الفدرالي.
- (4) امتيازات هذه الأزمة بالعمق و الخلة بشكل استثنائي ففي الولايات المتحدة مثلا، انخفضت الودائع لدى البنوك حوالي (33 %) ، ونتيجة الإفلاس العديد من المؤسسات المالية أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات الأفراد، ونتيجة لهذه التطورات، سببت هذه الأزمة بشكل مباشر انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بالنسبة (66 %) في أسواق الأوراق المالية في ألمانيا، و(90 %) في بورصة وول ستريت نيويورك .
- (5) تسببت أزمة 1929 في زعزعة الاستقرار النسبي للنظام الرأسمالي بأكمله .
- (6) نتج عن أزمة الائتمان الدولي الطويل للأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها من بينها ألمانيا و النمسا .
- (7) اختلاف طول الأزمة ودرجة حدتها من بلد لآخر بشكل كبير.

(1) د. مروان عطون " الاسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال) ديوان النطبرعات الجامعة الجزائر 1993 ص 100

المطلب الثالث : الأزمات المالية الاثنيين الأسود 19 أكتوبر 1987

كانت أحداث الأزمة التي وقعت في 19/10/1987 من أخطار الأزمات الاقتصادية والمالية، والتي شهدتها العقد الماضي، حيث سميت هذه الأزمة بأزمة يوم الاثنيين الأسود، وأدت نتائج تداول يوم واحد وخلال 4 ساعات فقط من التداول إلى فقدان (22,6%) من حجم رؤوس الأموال المستثمرة خلال يوم واحد.

ويشكل حجم الاقتصاد الأمريكي حوالي (40%) من حجم اقتصاديات العالم وتأثرت الأسواق المالية الكبرى بسرعة فائقة وانتقلت الأزمة إليها بداية ببورصة طوكيو وانتهاء ببورصة فرنسا، وبلغت الخسائر ببورصة طوكيو أموال طائلة حيث بلغ انخفاض مؤشرها (نيكاي) الذي يقيس أداء 225 شركة حوالي 690 مليار دولار في بورصة نيويورك وحدها أي ما يعادل 23% من حجم رؤوس الأموال المستثمرة في السوق، وشهد مؤشر بورصة وول ستريت (دواجونز) أكبر عمليات انخفاض له في تاريخه حيث انخفض (508,32) نقطة أي ما يعادل 40% من حجم التعاملات في اليوم الواحد، وهذا ما أدى إلى انتشار هذا الذعر الذي بدأ في بورصة نيويورك وانتقل إلى دول العالم (1)

أ- الأسباب الرئيسية للأزمة 1987 :

هناك عدة أسباب أدت لحدوث هذه الأزمة هي :

- ارتفاع أسعار الأسهم بمعدلات كبيرة: بدأت أسعار الأسهم في السوق الأمريكية بالارتفاع ابتداء من شهر ماي 1982 وبمستويات عالية جداً، بسبب إقبال المستثمرون على شراء الأوراق المالية، حيث كان طلب على هذه الأوراق كبيرة جداً بالرغم من استمرار ارتفاع أسعارها كما انضم الكثير من المدخرين. وانتقلهم من الاستثمارات الحقيقية للاستثمارات المالية بغرض المضاربة وتحقيق أرباح رأسمالية إضافية إلى التوزيعات النقدية وقد عم ارتفاع الأسعار كل الأسواق المالية الرئيسية بأمريكا ونهاية ببورصة اليابان مروراً ببورصة لندن.

- رفع أسعار الفائدة: إن استمرار العجز في الموازنة الاتحادية الأمريكية أدى إلى تردي للأوضاع الاقتصادية وقد رافق ذلك وخلال العام 1987 عدم استقرار واضح في أسعار الفائدة وقلق حول الاتجاهات التي ستأخذها معدلات الفائدة، الأمر الذي اضطر البنك الاحتياطي الفيدرالي برفع

(1) د. ضياء محمد الموسى، الأزمة الاقتصادية 1986 - 1989، دار الهدى للطباعة والنشر سنة 1998 ص 87

أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل من 8,25% إلى 9,75% كخطوة رئيسية لبيع الإصدارات الجديدة من السندات الخزينة لتحويل العجز في موازنتها.

- انتخابات الرئاسة الأمريكية : إن فقدان الثقة بحكومة الرئيس ريغان، وشكوك المستثمرين بقدرة الجماهير على إيجاد حل للعجز المزمن، بعد فشل الوعود التي قررتها الحكومة الريغانية منذ مطلع عقد الثمانينات⁽¹⁾

- وجود المضاربين: نتيجة لعمليات المضاربة المستمرة والتي أدت إلى رفع الأسعار بشكل غير طبيعي، إن هؤلاء المستثمرين يبيع أسهمهم فجأة للتقليل، أو لتغطية خسائرهم .

- خوف من مواجهة شاملة في منطقة الخليج : يرى بعض الاقتصاديين إلى أن قصف الأسطول الأمريكي لمنطقتين نפט إيرانيين يوم 19/10/1987 نتيجة للاستفزازات الإيرانية والتحرش بناقلات نפט من جنسيات مختلفة، وكذلك الخوف من مواجهة شاملة في منطقة الخليج كانت أحد الأسباب في انهيار الأسعار ذلك اليوم

المطلب الرابع : الأزمة الآسيوية 1997 - 1998:

لقد أقتصر دور الأزمة على أهمية النظام المالي كشرط مسبق للتحرير الكامل لحساب رأسمال، ومن بين أهم الأسباب التي أدت إلى ذلك ما يلي:⁽²⁾

(أ)- تشجيع الحكومة لعمليات القرض قصيرة الأجل في منح أصول طويلة الأجل، وهو الأمر الذي دون شك يسبب أزمة سيولة .

(ب)- كانت عملية التخصيص الائتماني سيئة وسياسية توزيع القروض سلبية، تشوها عدة مخاطر .

(ج)- التحرير الجزئي وغير المتكافئ لحساب رأسمال ساهم وبشكل كبير في حدوث الأزمة إذا بلغت رؤوس الأموال الأجنبية الموجهة لآسيا 100 مليار دولار في سنة 1996 أي نصف رؤوس الأموال الموجهة للدول النامية .

إن ارتفاع المتزايد لرؤوس الأموال المقترضة من الخارج أمام قلة الاحتياطات من العملة الأجنبية لتغطية قيمة هذه الاقتراضات مما يعكس آثار سلبية على قيمة العملات ومعدلات الصرف وهو

(1) مذكرة سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية: وليد صافي أحمد: جامعة الجزائر سنة 96 - 97 ص : 137

(2) مجلة التمويل و التنمية لشهر جوان 1998 ص : 14

الأمر الذي حدث فعلا في تايلندا وتسبب في انخفاض قيمة الباهت وبذلك ظهرت الأزمة تايلندا لتنتقل بعد ذلك إلى باقي الدول الآسيوية وبسرعة فائقة.

وفي ضوء مظاهر الضعف هذه أصبح من الصعب وضع حد للأزمة، لاسيما مع اندفاع المستثمرين الأجانب و المحليين للخروج بأموالهم من الأسواق الآسيوية، وقد أدى ذلك إلى انخفاض قيمة مختلف العملات مما تسبب في أزمة مالية في مختلف المصارف والأجهزة المالية، كما أدى ذلك إلى إعسار مالي وكساد في العديد من المؤسسات الإنتاجية فأعلن إفلاسها و سرح عديد كبير من عمالها وهو تسبب آفات ومشاكل اجتماعية ومشاكل الفقر و البطالة .

إن الأزمات المالية التي عرفها العالم، نستنتج أنه من الضروري أن يكون التحرير المالي مصحوباً بسياسات ملائمة للحد من سرعة التقلب، ومن المتفق عليه منذ وقت طويل أنه لا غنى عن سياسات الاقتصاد الكلي السليمة للمحافظة على الاستقرار المالي، غير أن التجارب الحديثة تؤكد أن استقرار الاقتصاد الكلي وإن كان ضرورياً فهو لا يكفي لتحقيق الاستقرار المالي، فيجب أن يكون خط دفاع الأول ضد المخاطر المالية هي الإدارة السليمة للمخاطر و على البنوك وجميع الوسطاء الماليين أن يديروا مخاطر ميزانياتهم بحكمة، ويجب وضع نظام منضبط للسوق يسير ويسير أفضل أساليب المحاسبة و المراجعة ، الإفصاح و الشفافية مع وضع رقابة مستمرة و دائمة لحساب رؤوس الأموال .

خاتمة الفصل:

لاحظنا من خلال هذا الفصل الذي درسنا فيه البورصة و الأزمات المالية ضرورة تحديد التسعيرة بطرق شفافة، وذكرنا من أهمها طريقة المناادة و المعارضة و التوازن، وينا بعد ذلك تعريف المؤشر و كيفية استخدامه، وعند تعرضنا للأزمات المالية لاحظنا ضرورة وضع الاحتياطات الأزمة لمنع التلاعب في التعاملات المالية تجنباً لما حدث في سنة 1929، وأزمة الاثنين الأسود 1987، هذا بالإضافة إلى الأزمة المالية الآسيوية سنة 1997، ويرى أغلب المحللين أنه بالرغم من أن أحداث عام 1987 أدت إلى خسائر تقدر بحوالي ضعف خسائر عام 1929 إلا أنها لم تؤدي إلى كساد عالمي كما حدث في سنة عام 1929 .

الفصل الرابع

نماذج من البرصاة العالمية

المقدمة:

تعتبر البورصة البوابة الأساسية للأسواق المالية في كل من البلدان المتقدمة و النامية على حد سواء ، بوصفها أداة لجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار .
فهي مكان طرح الأوراق المالية التي تعتبر وسيلة التداول بين المتعاملين على مستوى هذه البورصات ، و بحكم الدور التنموي الذي تلعبه في الاقتصاد العالمي فإننا نتناول بعض النماذج منها في كل البلدان المتقدمة و النامية من خلال فصلنا هذا الذي قسمناه الى أربعة مباحث تتطرق في المبحث الأول لنماذج من البورصات في الدول المتقدمة مثل : بورصة اليابان و ألمانيا و بورصة فرنسا و لندن ، أما المبحث الثاني و الثالث و الرابع فقد خصصناها لبورصة كل من تونس و المغرب و عمان على التوالي .

المبحث الأول : نماذج من البورصات في الدول المتقدمة

إن الاقتصاد العالمي قد اتجه نحو آليات جديدة مترابطة بتنسيق متكامل، ممثل في البنك الدولي و الصندوق النقدي الدولي و منظمة التجارة العالمية، فقامت البورصات العالمية و أسواق المال بالتنسيق من خلال تكنولوجيا الاتصالات و منظومة المعلومات لخدمة القرارات و تقليل مخاطر الاستثمار و الاختلاف في قوة أسواق المال .

• و توجد ثلاث أنواع من البورصات في العالم و هي (1):

أ) البورصات الحكومية مثل : بورصة فرنسا و دول أمريكا اللاتينية

ب) البورصات الخاصة مثل : بورصات إنجلترا و أمريكا

ت) البورصات التي يشرف عليها القطاع المصرفي عن طريق الوساطة المالية مثل : بورصات ألمانيا .

• و تتأثر البورصات الثلاث بالضغوط و القوى العالمية عند تكوين محافظ الاستثمارات

الدولية التي تتكون من عدة أوراق مالية و عدد كبير من المستثمرين من دول مختلفة

• و توجد اتجاهات عالمية الآن نحو توحيد قوانين أسواق المال، و المعدلات النمطية

للبورصات، و نظم المحاسبة لتشجيع التداول، و توسيع قاعدة البورصات في الاتحاد

الأوروبي ، و يؤدي ذلك الى زيادة الاتصالات المالية و الروابط بين البورصات .

المطلب 1: بورصة اليابان :

ان نشأة أول بورصة في اليابان بطوكيو و اوزاكا عام 1978 ، و تعتبر اليابان قوة اقتصادية

ضخمة ، حيث يظهر هذا التفوق في العديد من المجالات من بينها الميدان المالي ، و تحتل

المرتبة الأولى فيما يخص مؤشر القيمة السوقية ، و حجم التداول ، و عدد الأسهم المتداولة

، و يتم تداول اسهم الشركات اليابانية في 8 بورصات محلية و هي : طوكيو - اوزاكا -

نابويا - هيروشيما - نياجاتا - فوكوكا - كيوتو - سابورو ، و أما فيما يخص الأوراق

المالية المتداولة في البورصات اليابانية فتتقسم الى اسهم و سندات ، و سوق الأسهم ينقسم

بلوره الى اسهم محلية و أجنبية لشركات محلية و أجنبية يبلغ عددها (1683) شركة

مدرجة في البورصة منها (112) شركة أجنبية⁽¹⁾.

(1) د. فريد النجار : البورصات و الهندسة المالية : مؤسسة شباب الجامعة سنة 1999 ص: 111

(2) د. فريد النجار : نفس المرجع ص 125

● خصائص البورصات اليابانية⁽²⁾:

- انتشار الوعي الاستثماري .
- تحديد و تطوير أدوات البورصات اليابانية .
- تطوير عدوات السوق الأولى و السوق الثانوي .
- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية .
- تحسين الشروط تسجيل الشركات بالبورصات اليابانية .
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية .
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية .
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية و البورصات الدولية .
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات .

المطلب 2: البورصات الألمانية :

يوجد في ألمانيا ثمانية بورصات واقعة في المدن التالية :

برلين ، برمين ، ميونيخ ، شتوتفارت ، هانوفر ، فرانكفورت ، دوسلدورف ، هلمبورغ و تعتبر بورصة فرانكفورت أقوى هذه الأسواق و أهمها من حيث سرعة دوران الأسهم والسندات ، مقارنة بالأسواق الأخرى ، حيث يبلغ معدل دوران الأسهم و السندات السنوية (1.8) تريليون مارك ألماني .

و يجدر بنا ذكر ان 70% من الأوراق الألمانية يتم تداولها في سوق فرانكفورت المالي . و يطلق على مؤشر بورصة فرانكفورت و المعروف باسم DAX الذي يقيس أداء 30 شركة لمستوى أداء هذه البورصة⁽³⁾ .

● و من أهم خصائص البورصات الألمانية⁽⁴⁾:

1) تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم و 3/2 السندات المتداولة .

⁽²⁾ د: فريد النجار : نفس المرجع السابق ص : 126

⁽³⁾ د. فريد النجار نفس المرجع السابق ص: 119

⁽⁴⁾ د. فريد النجار نفس المرجع السابق ص: 120

- (2) تركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا في 4 بورصات فقط من 8
- (3) يتم تسجيل السندات الحكومية و سندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميون في البورصات الألمانية .
- (4) إنشاء السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول الأسهم و السندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم .
- (5) يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات صغيرة الحجم سوقا رسميا في ألمانيا .

المطلب 3: بورصات لندن

بدأت البنوك الأمريكية و البريطانية في التعامل في الأوراق المالية بعد حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1970 ، و تم إنشاء بورصة لندن عام 1883 ، و أنها تحتل المركز الثالث بعد بورصة طوكيو و نيويورك ، و بدأت تسترجع مكائنها تدريجيا بواسطة الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا المجال ، و قدمت شتى التسهيلات للمتعاملين الماليين كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء البريطانيين ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية و المالية⁽¹⁾ ، و تصل عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن ما يزيد عن 6000 سهم بنسبة 5 % من إجمالي الأوراق المالية في بورصات أوربا، منها 200 سهم لشركات دولية و أوروبية أخرى تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك الى⁽²⁾:

- الخبرة الطويلة في المعاملات الدولية .
- أهمية كبيرة للبورصات .
- سوق مستقرة احتمالات أجنبية .
- تخفيض الضرائب على أرباح الأوراق المالية .
- دور فعال في تنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين .

⁽¹⁾Bernard – Belletant . la bourse: son fonctionnement et son role dans la vie economique: hatier paris 1995 P 223

⁽²⁾د.فريد النجار نفس المرجع السابق ص : 122

المطلب 4: بورصات فرنسا

نشأة اول بورصة في فرنسا سنة 1141، الا ان بورصة باريس ليست المركز المالي الوحيد في فرنسا، و القيم المنقولة للشركات الفرنسية و التي يمكن أن تدرج في 6 بورصات فرنسية أخرى و هي :

- بوردو - ليل - ليون
- مرسيليا - نانسي - نانت

و الجازل التالي يبين حجم رؤوس الأموال المستثمرة فيه :

البورصات	الأسهم	السندات	المجموع	النسبة
السوق الرسمي	السوق الثانوي	خاصة	عامة	بالقيمة
ليون	بوردو	ليل	مرسيليا	نانت
نانسي	المجموع	النسبة	المئوية	
10.656	13668.0	12139.0	41559.0	45.0
2.898	998.0	8630.0	4660.0	9.8
5.605	1601.0	16090.0	1913.0	14.4
4.987	412.0	3902.0	8716.0	10.4
1543.0	2127.0	4952.0	2037.0	6.6
11.746	1956.0	5404.0	5790.0	13.8
37437.0	20766.0	51120.0	64677.0	173989.0
%21.0	%11.5	%29.0	%38.6	

جدول (1.4) : رسملة البورصات في فرنسا بالمليون فرنك

في 31 / 12 / 1990

المصدر : مذكرة وليد احمد صافي " سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية "

جامعة الجزائر ص : 115 .

بحيث تعتبر بورصة ليون من انشط هذه البورصات (و ذلك من خلال الجدول المذكور أعلاه) منذ القدم، و هذه من خلال سوقها الثانوي و من أهمية نسيجها المالي . و بالإضافة الى ذلك فان بورصة فرنسا لا تعتبر جذابة للاستثمارات الدولية و تسجل بورصة باريس عدد محدود من الأسهم الأجنبية بالمقارنة للأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة ، و تتعامل بورصة باريس في أوراق مالية ذات عائد ثابت مثل السندات و تحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية و كيفية تداولها في البورصة .

- وعدت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتحويل أسواق المال

الفرنسية على النحو التالي (1) :

- بيسيط إجراءات الأوراق المالية.
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة.
- جذب الاستثمارات الدولية.
- زيادة ساعات التداول في البورصة.
- زيادة المعلومات للمستثمرين.
- إعطاء حريات الوسطاء الماليون للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك .

(1) د. فريد النجار : البورصات و الهندسة المالية : مؤسسة شباب الجامعة : سنة 1999 ص : 123

المبحث الثاني : بورصة تونسالمطلب 1 : تاريخ بورصة تونس

تأسيسها : تم تأسيس بورصة تونس منذ سنة 1969⁽¹⁾ ورغم المدة الزمنية الطويلة التي مرة على حياة هذه البورصة الا ان دورها بقي بسيط في تمويل الاقتصاد وفي بعض الحالات منعدهم تماما ، و هذا بسبب سيطرة الدولة والبنوك التابعة لها على الاسواق المالية، ايضا كان من نتائج ذلك بزيادة خلق العملة النقدية و ارتفاع في معدل التضخم ، تميزت هذه المرحلة ب: (2)

- سهولة الحصول على القروض و مساعدات الدولة .
 - مكافئات مغرية لمن يودع أموالهم في بنوك الدولة التي كانت تستفيد من عدم دفع الضرائب و اوليات اخرى .
 - ضرائب مرتفعة جدا فيما يخص التعامل في البورصة .
- بعبارة اخرى كانت البورصة تعتبر فقط كمكان القيام بالمعاملات ، أي لا تعكس اطلاقا طبيعة الاقتصاد و تمويله و تمويل المؤسسات حيث كان راسمال البورصة الى غاية 1986 ، لا يتجاوز 1 % من مجموع الانتاج الداخلي الاجمالي (PIB) .

المطلب 2 : مرحلة الاصلاحات :

في اطار المخطط الاصلاح الهيكلي الذي يجب التذكير به فان الهدف الأساسي هو تحديث تمويل الاقتصاد عن طريق تفعيل دور السوق المالي، بدأت إصلاحات السوق المالي منذ 1988 بهدف وضع إطار قانوني حديث يسمح للسوق المالي بالمشاركة بصفة فعالة في تمويل الاقتصاد .

منذ 1988 ، كانت هناك عدة قوانين و تشريعات تخص هذا الموضوع .

- قانون 88 بتاريخ 18 اوت 1988 المتعلق بقروض السندات الذي هدفها انفتاح سوق السندات الذي كان محتكرا من طرف المؤسسات العالمية و البنوك .

(1) د : احمد فهمي امام : مجلة البحوث و الدراسات العربية : العدد 12 : يصدرها معهد البحوث و الدراسات العربية سنة 1991 ص: 209

(2) www.bvmt.com.tn

قانون 92 - 88 بتاريخ 2 اوت 1992 ، المتعلق بشركات الاستثمار التي تخص الحفز على خلق مجمع الاستثمار براسمال ثابت (SICAF) ، شركات الاستثمار ذات راسمال متغير (SICAV) و شركات استثمار ذات راسمال المخاطرة (SICAR) .

- اول تغيير لقانون 1969 الذي دخل مفاهيم اساسية مثل : تحفيز الجمهور على القيام بالادخار .

- قانون 107 - 92 بتاريخ 16 نوفمبر حول تاسيس منتوجات مالية و الذي يسمح بخلق رؤوس اموال مشتركة للتوظيف و منتوجات مالية اخرى مثل: الاسهم الممتلزة ، وشهادات الاستثمار .

- مقابل هذه الاصلاحات كان هناك :

● ايداعات هامة في البنوك اصبحت تضخم للضرائب ، معدلات الفائدة على الايداعات انخفضت كنتيجة لانخفاض معدلات التضخم .

● ادخار القيم العقارية استفاد من الضرائب ملائمة : الغاء الضرائب على اغلب القيم وعلى الإرباح .

● الضريبة على ارباح المؤسسة انخفضت من 80 % الى 35 % (1) .

لقد ساعدت هذه المرحلة على خلق ظروف ملائمة لخلق سوق مالي حقيقي .

- اتجاه المعايير الدولية : من اجل بلوغ اعلى المعايير الدولية ، تم تبني اصلاح اساسي في اواخر سنة 1994 موازاة مع قانون نوفمبر 1994 حول اعادة تنظيم السوق المالي الذي اضيف لسلسلة الاصلاحات المنطلقة منذ 1998 هذا القانون سمح بوضع السلطة التنظيمية الجديدة : مجال السوق المالي و كذا البورصة الجديدة و المجمع المركزي .

المظاهر الوظيفية و التقنية لسياسة اعادة التنظيم هذه اعتمدت على خيرة الاطراف المعنية ، خاصة بتبني نظام تسعير الكتروني و تعزيز الثقافة و الامن المالي في السوق المالية .

- قانون 1994 عرف دور المتعاملين في السوق المالي .

- المجلس الاعلى للسوق المالي (CMF) قد اسس كهيئة لسلطة ادارية مستقلة مكلفة بحماية ادخار المستثمر في القيم العقارية القابلة للتفاوض في البورصة اضافة لمنتجات مالية
- أخرى ، التنظيم و الاشراف على عمل الاسواق في البورصة و مجمع الاستثمار ذات رأسمال متغير (SICAV).

المطلب 3 : تنظيم و عمل البورصة : (1)

I - مبادئ السوق :

- ان عمل السوق المالي للبورصة يعتمد على احترام عدد معين من مبادئ التي تشكل معايير معروفة جدا :

1- التكنولوجيا و التفاوض المبني على طرق حديثة :

- ان بورصة تعتمد منذ سنين على نظام تفاوض عن طريق الاعلام الالي و هو (Supercab Unix) المطور من طرف Euranext .
- هذا النظام هو مستعمل حاليا في عدة بورصات متقدمة (باريس ، شيكاغو ، تورونتو ، ساوباولو ، بروكسل)

2- الشفافية :

- أ / بورصة تونس تديع معلومات على السوق في كل وقت بالنسبة للمتدخلين والمستثمرين ، فهي مرتبطة مباشرة مع الوكالة العالمية Reuters و شبكة Bloomberg وأيضا عن طريق موقع البورصة على الانترنت .
- ب / اعلانات تحطي العتبة : من اجل ضمان الشفافية اة اعلام اصحاب للاسهم للشركات الداخلة في البورصة ، كل شريك يحوز على 5 % ، 10 % ، 20 % 33.33 % ، 50 % ، 60 % من رأسمال مؤسسة ما مشتركة في البورصة يجب عليه اخبار الشركة ، المجلس الاعلى للبورصة (CMF) و للبورصة في حد ذاتها، من جهة اخرى كل صاحب اسهم يحوز على النسب السابقة و الذي يترك جزء او كل اسهمه يجب عليه اخبار الشركة ، المجلس و البورصة في تونس

(1) www.bvmt.com.tn نفس المرجع السابق

3 - حماية المستثمرين :

- الأوامر تعالج بصفة فردية الى السوق بطرق واضحة و معروفة .
- كل ما يتعلق بالتحويلات (دفع - تحصيل) مؤمن نفس الوقت .
 - خلية المراقبة داخل البورصة تقوم بمراقبة مطلقة لكل التحويلات و بالتالي فلها الصلاحية المطلقة ، ان اردت ذلك لصالح السوق المالي ، تعليق بصفة مؤقتة كافة التحويلات على قيمة ما او التغييرات في معدلات الصرف .
 - التغيير الأقصى المسموح به من طرف بورصة تونس لا يمكن ان يتعدى 4.5 % لكل حصة مقارنة بالمعدلات الخاصة باليوم السابق .

4) تأمين السوق : ان ضمان النهاية الطبيعية للتحويلات تتم عن طريق (FGM) الذي يتدخل بين الوسطاء من اجل الغاء اخطار صرف الاوراق المالية و نقدية

- الشركات الغير متدخلة تنقسم الى مجموعتين:

- الشركات الطالبة لادخارات الشعب (FAPE) .
 - الشركات التي لا تستعمل ادخارات الشعب (NON FAPE) .
- الشركات التي تستعمل ادخارات الشعب هي البنوك ، الشركات التامين، الشركات التي تمتلك اكثر من 100 مشترك

- ان هذه الطريقة هي منظمة و تخضع لقانون في تونس خاصة فيما يخص الاشهر الذي يجب ان يحصل على تاشيرة مجلس السوق المالي . كل الشركات الاخرى الغير متدخلة التي لا يعينها ما ذكر سابقا تعتبر شركات لا يمكنها اللجوء لادخارات الشعب .

- ان الشركات من فئة (FAPE) تقسم بدورها الى فئتين : الشركات المسجلة في التسعيرة التي تعتبر كسوق منظم يضم شروط الدخول و البقاء و الشركات الغير مسجلة في التسعيرة التي تنتمي الى خارجها (أي خارج التسعيرة) .

II - المتدخلون في البورصة :

من اجل التسجيل في التسعيرة ، يجب على المؤسسة بلوغ معايير متعلقة خاصة بالتعريف براسمها ، يجب عليها التعريف بنسبة قدرها على الاقل 10 % من راسمها .

تختلف تسعيرة البورصة في السوق الأولى عن التسعيرة في السوق الثانوي الخاص بالسندات

و التي هي متخصصة برأس المال الخاص.

1) السوق الأولى : تستقبل سندات الرأسمال الخاصة بأهم الشركات الغير معروفة التونسية التي تحقق معايير معرفة خاصة بنشر معلومات عن رأسمالها بالنسبة للجمهور ، و معايير الفعالية الاقتصادية ، السيولة و الشفافية .

2) السوق الثانوي : تضم سندات رأسمال الشركات التي تخضع لمعايير أكثر مرونة خاصة فيما يتعلق بدرجة تفتح رأسمال على الجمهور ، غير ان الشركات التي تنتمي الى السوق الثانوي يجب عليها خلال مدة 3 سنوات غير قابلة للتجديد ، تحقيق شروط التحول الى السوق الاولى .

إذا ثبت عكس ذلك ، تحول هذه الشركات الى خارج التسعيرة .
سوق السندات يعتبر مفتوحا لسندات التابعة للدولة ، الجماعات المحلية و كذا سندات منظمات الحقوق الخاصة ، بالمقابل القروض المتعلقة بالسندات يجب ان تحقق بعض الشروط الموضوعية من طرف النظام العام للبورصة .

III - السوق خارج التسعيرة (Le marché hors cote) :

ان الشركات الغير معرفة التي تلجأ إلى إدخارات الشعب و التي لا تنتمي الى التسعيرة (la cote) البورصة تتفاوض في السوق خارج التسعيرة الذي يعتبر كسوق حرة .
و بالتالي فان المؤسسات التابعة للبورصة المسعرة (la cote de bourse) هي اكثر تعاملات، لأنها تحقق معايير إبداع رأسمال إلى الجمهور و كذا معايير الشفافية على مستوى المعلومات و ذلك عكس الشركات خارج البورصة المسعرة (la cote de bourse) التي لا تعطي ضمانات كثيرة .

IV - التسجيلات :

سندات الشركات التي لا تلجأ لإدخارات الشعب، لا تتفاوض و لكنها تخضع الى اجراءات تسجيل شكلية داخل البورصة .

V - الاعلانات : إن التحويلات التي تمت بين اشخاص لا ينتمون للبورصة و المتعلقة ببيع عقارية ومنتجات مالية مطروحة من طرف شركات لا تنتمي للبورصة، يجب أن يعلن عنها على الاكثر 15 يوما بعد التسجيل .

المطلب 4 : الاوامر و مؤشرات البورصة .I - اوامر البورصة :

كل شخص يمكنه ان يمرر اوامر البورصة بكل حرية ، يكفي من اجل هذا ان يكون الشخص مالكا لحساب ما عند احد الوسطاء في البورصة المعتمدين او في البنك ، و يتم تحويل الاوامر الى الشخص مباشرة عن طريق الهاتف او الفاكس ... الخ .

• كيف تحرر الاوامر :

ان أي امر من اوامر البورصة يجب أن يحتوي على مؤشرات واضحة من اجل تنفيذه بطريقة سليمة :

- هوية صاحب الامر (المصدر للامر) .
- طبيعة العملية : شراء او بيع .
- اسم القيمة و عدد السندات موضوع التفاوض .
- صلاحية الامر : و هي آخر اجل الذي بعده لا يعتبر الامر ساري المفعول .
- في حالة اذا ما لم يتم تحديد هذا التاريخ ، يودع الأمر مرة أخرى على أن لا يتجاوز ذلك نهاية الشهر .
- شروط لاسعار .

توجد هناك ثلاث فئات من الاوامر :

- 1- اوامر الاسعار المحدودة : و تتميز بسقف خاص بالسعر لا يمكن تجاوزه ، حيث يحدد المشتري السعر الأعلى الذي يمكنه دفعه اما البائع فيحدد الحد الأدنى الذي يمكن ان يقبل به لبيع سندات .
- 2- اوامر سعر الافتتاح : التي تدمج في النظام قبل افتتاح الحصة لا تشمل هذه الاوامر أي تاريخ محدد ، حيث يتم تحويلها مباشرة الى اوامر افتتاح .
- 3- الاوامر ذات سعر السوق : التي تدمج في النظام اثناء الحصة بعد افتتاحها هذه الأوامر تحول عن طريق نظام الاسعار ذو الحدين و بالتالي امر الشراء يسجل بسعر العرض الاكثر اغراءا و العكس صحيح .

II - مؤشرات البورصة :

استنادا لتقرير لجنة مؤشرات البورصة المتكونة من ممثلي وزارة المالية ، مجلس السوق المالي ، البنك المركزي التونسي ، المعهد الوطني للإحصاء ، معهد الاقتصاد الكمي وجمعية الوسطاء في البورصة ، باشرت البورصة ابتداء من 01 / 04 / 1998 بإطلاق مؤشر راسمال و باصلاح مؤشر BVMT ، العينة التي تكون المؤشر الجديد المرجعي لبورصة تونس TUNINDEX و كذا مؤشر BVMT هي مفتوحة للقيم المدرجة و الخاصة بالاسهم العادية ، استثناء بالنسبة لشركات الاستثمار ، والقيم التي مدة وجودها في احدى اسواق التسعيرة لا تتعدى 6 اشهر و نفس بالنسبة ل: (le cours) الذي يستعمل لتحديد المؤشرات السابق ذكرها فهو اما (le cours) الاغلاق و اما آخر عتبة حجز (réservation) تم تجاوزها .

- منهجية حساب و تغير قيم المؤشرات :

1) مؤشر راسمال : هو المرجع الجديد لبورصة تونس قد طرح ابتداء من 01 / 04 / 1998 استثناء قاعدة 1000 في 31 / 12 / 1997 .

$$\text{indice}^+ = \frac{\sum_{i=1}^N (Q_i^T + C_i^T)}{K^T \div CBA^0} \div 1000 \Leftrightarrow \frac{\text{طريقة الحساب :}}{\frac{CBT}{CBA^t} \div 1000}$$

$$\text{indice}^t = \frac{\text{رأس مال البورصة في الاحطة}^t}{\text{رأس المال المرجعي المحسن في }^t} \cdot 1000$$

مع :

Q_i^T : عد السندات المدرجة بالنسبة للقيمة الى اليوم t .

C_i^T : سعر القيمة I الى يوم t .

CBA^0 : رأسمال البورصة للعينة الى يوم 31 / 12 / 1997 .

CB^T : راسمال البورصة الى اليوم t .

CBA^T : راسمال البورصة المرجعي المحسن الى اليوم t .

K^T : معامل التحسين الى اليوم t بالنسبة لراسمال البورصة المرجعي .

II - مؤشر بورصة القيم المنقولة (BVMT) بتونس: (1)

مؤشر BVMT قد تم تحسينه ابتداء من 01 افريل 1998 كقاعدة جديدة و هي قيمة المؤشر BVMT الى تاريخ 31/ 03/ 1998 .

طريقة الحساب :

مؤشر

$$B^{T^0} \cdot \left[\frac{\sum v'_i}{\sum (c_i^{t^0})} \right] = BVMT$$

مع :

v'_i : سعر القيمة z في لحظة دخولها العينة .

$c_i^{t^0}$: قاعدة المؤشر الى تاريخ 31/ 03/ 1998 .

و تحسب القيمة الحالية بالنسبة لقيمة كالتالي :

$$v'_i = \left[\frac{Ba'_i}{B_i^{t^0}} \right] \cdot c'_i$$

مع :

Ba^t : قاعدة المؤشر المحسن الخاص بالقيمة .

$B_i^{t^0} = 100$.

c'_i : سعر القيمة في اللحظة t .

(2) التحسين :

تحسن العملية عند كل عملية على السندات (عملية على ااسمال و دفع المستحقات)

و هي بصفه عامة عند كل تغير للعينة .

$$B_i^t = \left[\frac{C^{t-1}}{C_i^t} \right] \cdot Ba_i^{t-1} = K_i^t + B_i^{t^0}$$

مع :

C^{T-1} : هو سعر القيمة قبل القصاصه .

C_i^t : هو سعر القيمة بعد فصل القصاصه .

¹ (مذكرة بن عوف عبد الكريم منصور : السوق المالي في حالة الدول النامية ، جامعة معسكر السنة 2003 ص 196

3) القيم المسعرة :

كل سنة القيم المسعرة المدرجة الخاصة بالاسهم العادية استثناء الشركات الاستثمارية ، تنظم بشكل تنازلي بدلالة تواتر التسعيرة (fréquence de cotation) ، فقط القيم التي لها تواتر التسعيرة اكبر من 60 % تأخذ بالاعتبار .

III - تسيير المؤشرات :

ان تسيير مؤشرات بورصة تونس هي تحت رقابة لجنة علمية للمؤشر و المكونة من ممثلي وزارة المالية ، مجلس السوق المالي ، البنك المركزي التونسي ، المعهد الوطني للإحصاء ، معهد الاقتصاد الكمي ، إضافة الى خبراء اقتصاديين و خبراء في الاحصاء ذوي الكفاءة العالية .

• عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس 45 شركة ، تضم 6.36 مليون سهم قيمتها 3.9 مليون دينار تونسي في سنة 2001 (1).

المبحث الثالث : بورصة المغربالمطلب 1 : تاريخ البورصة في المغرب :

تأسيسها : تم تأسيس بورصة الدار البيضاء عام 1929 و يصل عدد الشركات المسجلة فيها حوالي 69 شركة يبلغ اجمالي قيمة رؤوس أموالها حوالي 105 مليار دولار ، و لقد مرت هذه البورصة بعدة مراحل بدأت بانشاء مكتب التصفية في القيم المنقولة ، حيث تتم عمليات التبادل عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك و اسهم الشركات المغربية غير المسجلة ببورصات الدول الاجنبية ، و في المرحلة الثانية عام 1948 تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة ، اما المرحلة الثالثة فتبدأ في عام 1967 حيث صدر المرسوم الملكي بانشاء بورصة القيم بالدار البيضاء . و فيما يتعلق بالسوق الثانوي فهو منظم بموجب المرسوم الملكي الصادر رقم 494-67 بتاريخ 14 / 11 / 1967 ، الحامل للقانون المتعلق ببورصة القيم و حسب هذا المرسوم اصبحت البورصة مؤسسة عمومية مزودة بشخصية مدنية و استقلالية مالية وضعت تحت وصاية وزارة المالية مع مجلس ادارة و

(1) د. عيسى محمد الغزالي تحليل الاسواق المالية : مجلة تعني التنمية للاقطار العربية العدد 27 سنة 2004 ص 14

مسيرة من طرف مدير عام ، كما وضع لها دور و وظائف : اللجنة التقنية ، محافظ الحكومة و الوسطاء في البورصة ، و تبعه مرسوم آخر صادر عن وزارة المالية رقم 495-67 بتاريخ 15 / 11 / 1967 المتعلق بتنظيم عمل البورصة ، وبعده المرسوم رقم 555-68 بتاريخ 19 / 11 / 1967 المتعلق بالموافقة على القانون الداخلي لبورصة القيم الدار البيضاء (1).

شكلت قوانين 1967 و 1968 الاطار القانوني للبورصة المغربية لسنوات السبعينات والثمانينات و بداية التسعينات ، اهتمت بكل النشاطات الخاصة بالمتدخلين و حتى حماية المدخرين و المستثمرين .

تميزت سنة 1993 بظهور نصوص جديدة متعلقة بالسوق المالية (21 / 12 / 1993) اعتبرت هذه الاصلاحات ثورة على مستوى البورصة ، و اول نقطة تجلب الانتباه ان اصبحت البورصة شركة تحت ادارة الدولة بمساهمة 13 شركة بورصة، و قدر رأسمال الابتدائي لبورصة القيم الدار البيضاء (SBVC) ب: 11.818.300 درهم ، وفقدت بالتالي شكلها كمؤسسة عمومية ، اما النقطة الثانية فهي انشاء "شركات بورصة " تعوض الوسطاء القدامى في البورصة و اخيرا تتعلق النقطة الثالثة بعمليات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أي صناديق مشتركة و شركات استثمارية براسمال متغير ، فعرف المغرب في هذه السنوات توسعا لا باس به فيما يخص الادخار المالي فبلغ حجم الاكتتاب في السوق المالية 15.5 مليار درهم سنة 1993 و ارتفع الادخار العام المحصل عليه من فائض العمليات الناتج عن الخزينة الى 13.8 مليار درهم ، و انطلقت بورصة الدار البيضاء في تطبيق قوانينها الجديدة ابتداء من 15 / 05 / 1995 ، و تم تدشين المقر الجديد لها سنة 1997 و تأسيس نظام تسعيرة الإلكتروني .

(1) د. خليل المندي : أنطوان الناشر : العمليات المصرفية و السوق المالية سنة 2000 ص 201

المطلب 2 : تنظيم و عمل بورصة الدار البيضاء .

تشمل بورصة الدار البيضاء على سوقين : سوق مركزية و سوق المجموعات

أ) السوق المركزية :

منحت الهيكلية الجديدة لبورصة الدار البيضاء السوق المركزية دورا فعالا ، و يكون نظام التفاوض في بورصة الدار البيضاء مرتبطا بالسوق المركزية و محكوما بأوامر و تشرف عليه شركات البورصة .

ب) سوق المجموعات :

يؤدي غياب المعارضة أثناء تقديم ورقة مالية في السوق الى عدم التنفيذ التام لبعض أوامر الهيئات الاستثمارية بسبب أهميتها ، مما أدى ببورصة الدار البيضاء الى إنشاء سوق للمجموعات ، تسمح بالتفاوض الفوري على هذه الأوامر بتسعيرة تستخرج من ورقة السوق ، لذا يجب أن تكون عمليات في سوق المجموعات كما يلي :

- حاملة لعدد من الأوراق اقل أو تساوي الحجم الأدنى للمجموعات تحده بورصة الدار البيضاء بالنسبة لكل قيمة على أساس الحجم التاريخي للتعاملات .
 - يتم إقفالها بتسعيرة محصورة في مجال الأسعار الوسيطة المرجحة مستخرجة من ورقة السوق ، و تحسب مباشرة بالنسبة لكل قيمة ، خلال جلسة باستمرار .
- أما عن عمل البورصة فيتم كما يلي :

1) التسعير الإلكتروني : تم الانتقال من التسعير اليدوي (بالمناداة) الى التسجيل الإلكتروني و ذلك بين 04/ 03/ 1997 و 15/ 05/ 1998 ، و يتم حاليا التفاوض على القيم المنقولة المسجلة في البورصة عبر التسعير الإلكتروني ، و ذلك خلال محطات التفاوض الموضوعية في متناول شركات البورصة .

2) طريقة التسعيرة : تصنف القيم المنقولة في السوق المركزية حسب سيولتها إلى صنفين وهما : القيم الأقل سيولة مسعرة بالسعر الثابت مرة واحدة في كل جلسة ، بينما القيم الأكثر سيولة تسعر باستمرار .

3) جلسات التسعيرة : يمكن تقسيم جلسات التسعيرة الى جلستين :

● جلسة بورصة القيم المسعرة بالسعر الثابت :

يكون شبه الافتتاح من الساعة 9 الى الساعة 11 ، و تجمع الأوامر على ورقة السوق دون تدخل أي صفقة ، ثم يتم الافتتاح على الساعة 11 صباحا ، و يقوم النظام الإلكتروني بحساب سعر التوازن او السعر الثابت على أساس الأوامر الموجودة في ورقة السوق ، مما يسمح بتبادل اكبر عدد من الأوراق المالية .

● جلسة بورصة القيم المسعرة باستمرار :

يكون شبه الافتتاح على الساعة 10:30 ، تجمع الأوامر على الورقة دون تدخل من أي صفقة ، و يتم الافتتاح بعد ذلك على الساعة 10:30 على أساس الأوامر الموجودة في ورقة السوق ، يقوم النظام الإلكتروني بحساب سعر التوازن الذي يسمح بتبادل اكبر من الأوراق المالية المتعلقة بالأمر الجديد ، بينما جلسة التسعير المستمر بين الساعة 10:30 و الساعة 12:30 فعملها يكون باستمرار و منه إدخال أي أمر جديد يمكن أن يؤدي في الحال إلى صفقة أو عدة صفقات .

4) أهم المتدخلين في بورصة الدار البيضاء :

المتدخلين في بورصة الدار البيضاء هم :

- الشركة المسيرة ، هي شركة بورصة القيم للدار البيضاء (SBVC).
- هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة لتوجيه الادخار نحو السوق (OPCVM).
- المجلس الأدبي للقيم المنقولة كسلطة للرقابة (CDVM).
- الجمعية المحترفة لشركات البورصة (Apsb).

5) معايير القبول في التسعيرة :

المعايير المحددة من طرف القانون ، اذ يتم رسميا تسجيل السندات التي تصدرها الدولة في الجزء من تسعيرة بورصة الدار البيضاء .

و الجدول التالي يبين معايير القبول في التسعيرة

sbvc : société de la bourse des valeurs de casablanca.

Opcvm : organismes de la placement collectif valeurs mobilières

Cdvm : conseil d eau talogique des valeurs mobilieres.

Apsb : association professionnelle des sociétés de bourses.

جدول (4-2) : معايير القبول في التسعيرة .

الأسهم	المعايير	الجزء 1	الجزء 2	الجزء 3
	راس المال	15000000 درهم	10000000 درهم	5000000 درهم رفع رأسمال 3 ملايين درهم
	الحالات المالية المؤكدة	3 سنوات او 1 سنة او 2 سنوات للأشخاص المعنويين او مسيرو خدمة عمومية.	3 سنوات	1 سنة على الأقل .
	إعلام الجمهور	20 %	15 %	40 % يأتي نصفها على الأقل من رفع رأسمال .
	الالتزامات			يلتزم المساهمون المسيرون بالاحتفاظ ب60 % من الأسهم التي يملكونها لمدة 5 سنوات من اجل إعداد وثائق المعلومات

الموجهة لجمهور و تنشيط السوق				
	الجزء 2	الجزء 1	المعايير	السندات
	10000000 درهم	20000000 درهم	مبلغ الإصدار	
	3 سنوات	3 سنوات 1 سنة أو 2 سنوات للأشخاص المعنويين أو سير خدمة عمومية	الحالات المالية المؤكدة	

المصدر : (2002) FILE:critere.htm

نلاحظ من الجدول إضافة الجزء الثالث لفة الأسهم، وذلك انطلاقاً من سنة 2000 ، أي لغاية سنة 1999 لم تكن الأسهم تشمل إلا على جزئين و هذا يفسر بإقبال المؤسسات على عرض أسهمها في بورصة القيم ، و لكي تتمكن البورصة من تغطية طلباتها أضيف الجزء الثالث لتسمح للمؤسسات ذات رؤوس الأموال الضخمة من اللجوء الى البورصة لتمويل نموها حسب المعايير الموجودة في الجدول .

المطلب 3 : مؤشرات البورصة و المؤسسات المدرجة فيها .

I - مؤشرات البورصة :

تعتبر هذه المؤشرات الدلالة الرئيسية لتوجيه مكان مالي ، و تشمل اسهم حيث متابعتها الى رسم التطور الآتي للسوق ، بطريقة متقنة على الأقل ، و هذا حسب عدد القيم التي يجوزتها، على أساس حجم التداول في البورصة لمختلف القيم المملوكة الى الأخذ في الاعتبار وزن كل مؤسسة على أفضل ما يكون .

تملك المملكة المغربية على ضوء Don jones بنيويورك و Nikkei بطوكيو او CAC40

بباريس ، 3 مؤشرات تستطيع قياس نجاعة البورصة في الدار البيضاء و هي كالتالي :

(1) المؤشر العام لبورصة الدار البيضاء : يشمل كل القيم ، و قد عرف هذا المؤشر تطورا من سنة الى أخرى، إذ يتم منتظم على الأقل و يشبه المؤشرات المرجحة و يخص كل الأسهم المسعرة .

(2) مؤشر CFG25 : ⁽¹⁾ يمثل المجموعة المالية للدار البيضاء ، و يشمل على القيم التالية : SMI , CIOR , CIMAR, LAFARGE , SONASID AUTOHALL , CENTRALE , Laitiere , BRA Sseries Fertima , Samir , CTM , BMCE , BNDE , CDM , Wafa Assurance , Credor , EQDOM , MAGHREDAILL Financiere Diwan , ONA , SNI .
ما نلاحظ هو تقدم بورصة الدار البيضاء في هذا المجال بحوزتها على مؤشرين المؤشر العلم و مؤشر CFG 25 الذي يمثل اغلب المؤسسات المغربية.

* وقامت بورصة الدار البيضاء بتطوير تشكيلة متجانسة من مؤشرات الرسملة : (2)

● MASI : Marocan All Shares Index .

● MADEX : Marocan Most Active Shares Index .

التي بدا في توزيعها منذ 01/ 01/ 2002 ، حيث يعتبر :

MASI مؤشر خالي من الرسملة من نوع (Transversal) مستعرض فهو يدرج كل القيم من نوع الأسهم ، المسعرة في بورصة الدار البيضاء وبالتالي فهو مؤشر واسع يسمح بمتابعة تطور مجموع القيم في تسعيرة البورصة بطريقة مثلى .

اما MADEX فهو مؤشر مندمج (Compact) يتكون من القيم الأكثر نشاطا للتسعيرة فيما يخص السيولة المقاسة خلال السداسي السابق ، و تدرج كل القيم باستمرار في بورصة الدار البيضاء ، و يعتبر هذا المؤشر أداة ملائمة لتسيير الحافظة خصوصا .

II- المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء :

إن اعتماد الوساطة في البورصة على التحليل المالي للمؤسسات سينشط و يحرك طاقاتهم للحصول على مثل هذه النتائج، هو تنفيذ إعادة صياغة نظام البورصة و التقنيات المستعملة في تحريك الأسواق عن طريق سلطات هذه البورصة، في هذا الإطار كان من الأفضل البدء بخصوصية ، فزودت بذلك الشركات المجهولة بشكل قانوني من طرف

(1) www.casablanca.Bourse.com

(2) www.casablanca.Bourse.com نفس المرجع السابق

شركات البورصة. و يمثل لنا الجدول التالي : المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء

الشركة او الفندق المخصص	نشاط المؤسسة	الحصة (%)	التاريخ	المشتري	التمن المدفوع (مليون درهم)	الاستثمار 5سنوات (مليون درهم)
البنك المغربي للتجولة (B) (MCE)	بنك التجارة	14.01	/12 1994	مغاربة	455.3	200
شركة الإسمنت المغرب الشرقي (cior)	صناعة الإسمنت	34	/12 1993	99.1 % مغاربة	329.2	غير مرقم
خطوط وطنية CTM-) (LN)	النقل البري	40 18.46	1993/6 1994/9	99.5 % مغاربة	94.3 5.2	غير مرقم
شركة قرض التجهيز المترلي EQDO) M (Credit	تمويل القطاعات	18	1995/6	مغاربة	72	غير مرقم

غير مرقم	1504.8	99.7 % مغاربة	1996/3	30	تكرير النفط	الشركة المغربية للتكرير (Samir)
غير مرقم	361.8	مغاربة	/10 1994	15.63	إنعاش الاستثمار	الشركة الوطنية للاستثمار (SNI)
	40	مغاربة	1994/4	18.37	تمويل الشراء	شركة تمويل الشراء بالسلف) Credit- (SO
غير مطبق	420.4	98.3 % مغاربة	1996/6	35	صناعة الصلب	الشركة الوطنية لصناعة الصلب و الحديد (SONA) (SID

جدول (3.4) : المؤسسات المدرجة في الدار البيضاء سنة 1996

المصدر : www.casablanca.Bourse.com

- عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء هي 54 شركة عدد أسهمها المتداولة 69 ألف سهم ، قيمتها السوقية 114.9 مليون درهم مغربي، غير ان الملاحظ ان القيمة السوقية أسهم الشركات المغربية شهدت انخفاض بنسبة 6.5 % لتبلغ في نهاية عام 2000

(10.9 مليار دولار) ، و الجدول التالي يبين لنا مؤشرات بورصة الدار البيضاء في نهاية سنة 1999 و سنة 2000 : جدول (4.4) : مؤشرات بورصة الدار البيضاء

عدد الشركات المدرجة	الربع الأخير 1999	الربع الأول 2000	الربع الثاني 2000	الربع الثالث 2000	الربع الأخير 2000
القيمة السوقية (مليون درهم)	138	127.7	124.3	126.6	114.9
حجم التداول (مليون درهم)	4.4	2.6	4.9	2.6	2.6
عدد الأسهم (مليون)	3.08	3.27	5.61	3.86	3.26
عدد الإصدارات	1	2	-	-	-
قيمة الإصدارات (مليون دولار)	13	3.87	-	-	-
عدد الشركات المدرجة	54	54	53	54	54

المصدر : قاعدة بيانات صندوق النقد العربي : 2001

المبحث الرابع : بورصة عمان المالي :

المطلب 1: تاريخ بورصة عمان

تم تأسيس بورصة عمان المالي في عام 1976 كمؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية واستقلال مالي و إداري ، و ذلك وفقا للقانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 الصادر بتاريخ 01 / 06 / 1976 ، و قد شكلت أول لجنة إدارة بتاريخ 13 / 03 / 1977 و باشر السوق أعماله بتطبيق قانون اعتبار من 01 / 01 / 1978 و يعتبر إنشاء بورصة عمان من

الخطوات البارزة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن بهدف استغلال افضل للموارد المالية المتاحة او الوفرة من خلال تطوير بورصة ملائمة للأوراق المالية .
و من بين أهدافها ما يلي ⁽¹⁾:

- 1/ رفع مستوى الدخل لشرائح المجتمع المختلفة .
- 2/ جمع الإحصائيات و المعلومات اللازمة لتحقيق الأهداف .
- 3/ توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي .
- 4/ تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية .
- 5/ مساعدة الأفراد على الاستثمار لضمان مستقبلهم .
- 6/ تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بطريقة تكفيل سلامة هذا التعامل و سهولته و سرعته بما يضمن مصلحة البلاد المالية .
- 7/ إتاحة الفرصة أمام المستثمرين على المشاركة في تنمية القطاع الخاص في الأردن و المساهمة في الشركات الأكثر كفاءة .

المطلب 2 : الهيكل التنظيمي الثانوي (سوق التداول)

● إن السوق تابع إداريا لوزارة المالية ، و نصت المادة من (35) حتى (38) من الفصل السادس من قانون السوق انه يعين لدى سوق مندوب حكومة يعينه وزير المالية و يقوم هذا المندوب بمراقبة معاملات السوق و صحتها من الناحية القانونية و يشارك في اجتماعات لجنة الإدارة ، و له حق المناقشة في القرارات التي يتخذها السوق ، لكنه لا يملك حق التصويت على القرارات و له حق الاعتراض على القرارات ذات الطابع المالي و يقوم هذا المندوب بتقديم تقرير ربع سنوي حول نشاط السوق لوزير المالية .

أما لجنة إدارة السوق التي يعينها و يحدد رئيسها مجلس الوزراء على تنصيب من وزير المالية و هي متكونة ⁽¹⁾ :

- المدير العام للسوق .
- مراقب الشركات .

(1) د : طاهر حيدر حردان : مبادئ الاستثمار : دار المستقبل للنشر و التوزيع : سنة 1997 ص : 186

(2) مذكرة : سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية : وليد احمد صافي سنة 1997 جامعة الجزائر ص : 185

• تحرير أسعار السلع و الخدمات (إزالة الدعم)

• تسريح العمال

هذا كله أدى إلى تدهور المستوى المعيشي من السيئ إلى الأسوأ أكثر فأكثر، و يجعل الاستثمار في سوق القيم المنقولة أمرا مستحجدا بالنسبة لهذه الفئة .

7) كثافة المعلومات المقدمة :

حتى يتسنى لأي مؤسسة الدخول إلى البورصة لا بد أن تتوفر عدة شروط من بينها المعلومات المختلفة والكثيرة ذات الطابع اقتصادي مالي محاسبي تنظيمي وتسييري وذات طابع عام وهذا في حد ذاته يتشكل حملا إضافة إلى المؤسسة .

ب. العراقيل السياسية (1)

يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها الهام والفعال في التنمية، ومن أبرز العوائق السياسية نجد .

(1) استقرار الأمني :

أمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولا زالت لا يمكن ضمان فعالية سوق القيم المنقولة في تحقيق التنمية، بعدما دب الخوف وانتشار بين أفراد المجتمع الجزائري على حياتهم وممتلكاتهم، حتى أن هذه الأوضاع كانت سبب كافيا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا

(2) القوانين :

تطلب إنشاء البورصة في الجزائر صياغة عدة قوانين تتعلق بكل الجوانب التي تخططها إلا أنها في الحقيقة لم تخلو من العيوب ما هو غامض و منها ما هو ناقص و الذي لم يساعد بعض المستثمرين.

(3) التردد في تطبيق سياسة الخصخصة :

على الرغم من تجنيد الجهود وقيام ببعض الخطوات للتوجيه نحو اقتصاد السوق وخصوصية القطاع العام إلا أنه نلمس تردد كبير للسلطات الحكومية والدولة في تجسيد هذا الانتقال نتيجة اعتبار سياسية وأخرى اجتماعية

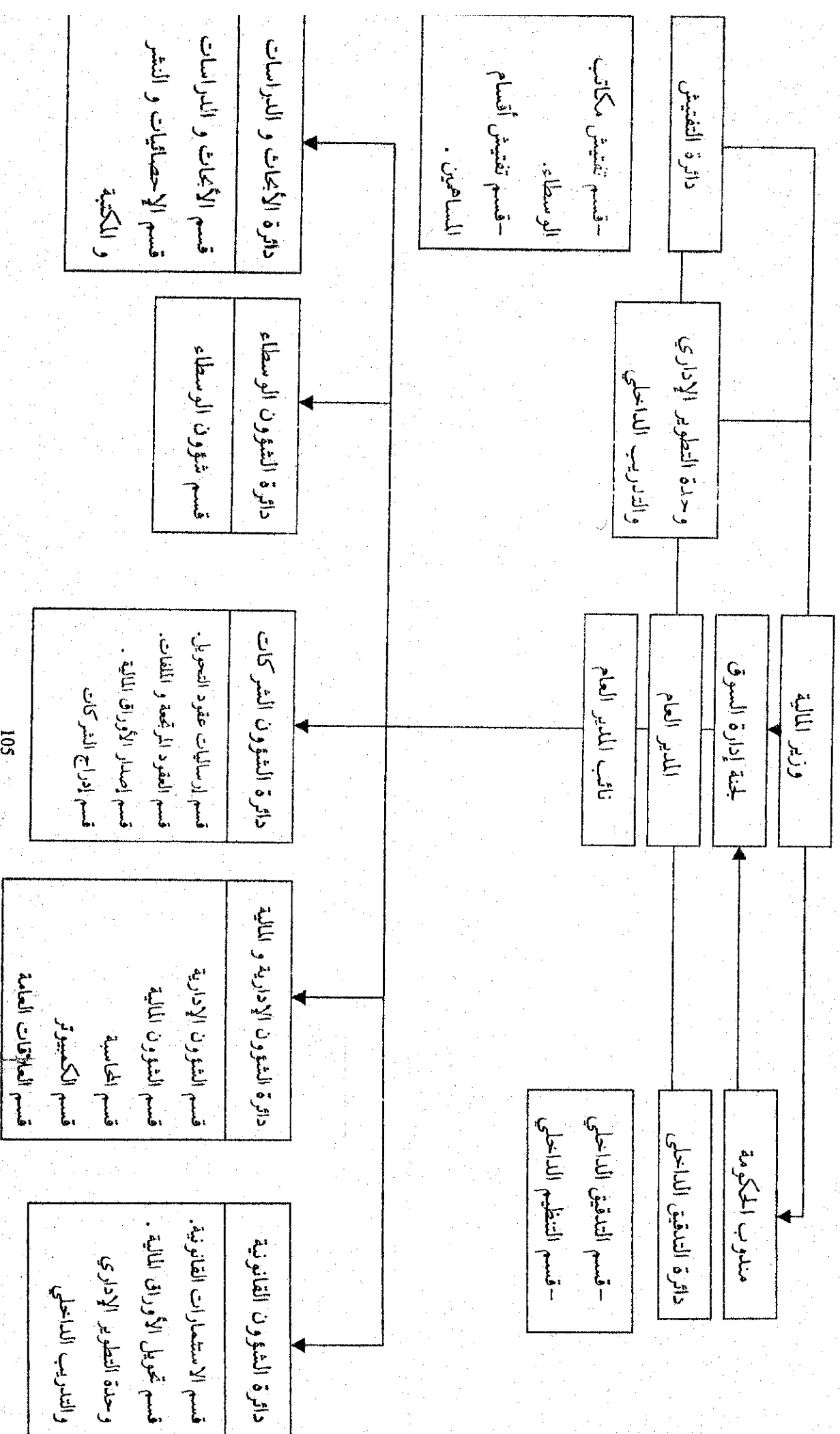
¹ د. خليل الهندي نفس المرجع السابق ص 205

- ممثل عن البنك المركزي .
 - ممثل عن الغرف التجارية .
 - ممثل عن البنوك المرخصة و مؤسسات الاقتراض المتخصصة .
 - ممثل عن شركات المساهمة العامة .
 - ممثل عن اتحاد غرفة صناعة عمان .
 - ممثل عن جمعية الوسطاء في سوق عمان المالي .
- و له الحق ان يعين لكل عضو من أعضاء اللجنة مدة عضوية ثلاث سنوات ، و من أهم
صلاحيات لجنة الإدارة هي:

- 1- إعداد مشاريع القوانين و الأنظمة ذات العلاقة بأعمال السوق .
 - 2- إعداد سياسة عامة للسوق و خططه و أهدافه .
 - 3- يكون المدير العام المنفذ الرئيسي لسياسة السوق و المسؤول عن إدارة الأعمال .
 - 4- إيقاف أو إلغاء أو تعديل أي عملية تداول جرت خلافا للقانون أو الأنظمة المعمول بها في السوق .
- و يرتبط المدير العام مباشرة بالدوائر التالية : دائرة التدقيق و التفتيش و التطوير الإداري.

أما نائب المدير العام فيرتبط مباشرة بالمدير العام و تكون مرتبطة به الدوائر التالية : دائرة الشؤون القانونية و الشركات و الوسطاء و الأبحاث و الدراسات ، و الشكل التالي يبين لنا الهيكل التنظيمي لسوق عمان :

الشكل (1.4) : الهيكل التنظيمي لسوق عمان المالي



المطلب 3 : نشاط بورصة عمان :

- عرفت مؤشرات بورصة عمان ارتفاعاً منذ تاريخ إنشاء السوق ، حتى نهاية 1995 . سجلت البورصة عام 1978 حجم تداول مقداره (9.6) مليون دينار و ارتفع بعدها ليصل إلى (155.5) مليون دينار سنة 1983 ، و لينخفض في سنة 1984 إلى (69.3) مليون دينار بسبب الأزمة التي مر بها الاقتصاد الأردني و حالة الركود الذي أصابته ، ثم ارتفع سنة 1989 إلى (554.6) مليون دينار لينخفض مرة ثانية سنة 1990 إلى (289.8) مليون دينار بسبب أزمة الخليج التي أدت إلى ما يلي⁽¹⁾:

- 1- تأثير قطاعات السياحة و النقل و الشحن.
 - 2- انخفاض حجم صادرات الأردن ، و فقدانها للعديد من الأسواق .
 - 3 - انخفاض حجم المساعدات العربية المقدمة لعمان .
 - 4 - تراجع حوالات العاملين و عودة عدد كبير منهم لعمان .
- و عازداً حجم التداول بالارتفاع لغاية سنة 1993 ليصل إلى رقم قياسي جديد لم يسجله السوق من قبل يصل إلى حوالي (1012.2) مليون دينار ، ثم انخفض في السنتين 1994 و 1995 إلى (546.8) و (514.4) مليون دينار و هذا الانخفاض راجع لعدة أسباب:
- أ- العوامل الاقتصادية و هي⁽²⁾:

- الأنظمة و التعليمات الجديدة المتعلقة بالأوضاع المالية لشركات الوساطة ، حيث يجب ان يقوم اغلب الوسطاء برفع رؤوس أموالهم ، و تحديد حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة لعملائهم .
 - استمرار الطريق الذي تبناه البنك المركزي للمحافظة على استقرار أسعار صرف الدينار من خلال رفع أسعار الفوائد على الودائع و أدوات الدين العام .
- ب- الأحداث و التطورات السياسية و الأمنية التي شهدتها و خاصة ما يتعلق منها بالعراقيل التي تواجه مسيرة السلام .

(1) تقارير سنوي لسوق عمان المالي .

(2) مذكرة : وليد احمد صافي ، سوق الأوراق المالية : جامعة الجزائر سنة 1997 ص: 188

المطلب 4 : دور السوق كبورصة للأوراق المالية .

يلعب السوق دور البورصة في أعمالها و توفير خدماتها سواء من ناحية نشر المعلومات و الأسعار بصورة مستمرة أو من ناحية إيجاد قاعدة مناسبة للتداول .

و من أهم أعمال السوق في هذا المجال هي (1):

(1) جمع المعلومات و البيانات اليومية المتعلقة بحركة الأسعار و إجراء الدراسات و الأبحاث و تقديم التوصيات بشأن تطبيق الوسائل المثلى للعمل في السوق .

(2) مراقبة و متابعة نشاطات شركات الوساطة المعتمدة و التأكيد من سلامة صحة عملياتها .

(3) تدقيق العقود المبرمة في السوق و تسجيلها في سجلات السوق و إرسالها الى أقسام المساهمين في الشركات المساهمة العامة .

(4) تحقيق الرسوم المتوجبة للسوق على عمليات انتقال ملكية الأوراق المالية .

و مجال تنظيم أعمال البورصة فان السوق يطبق القواعد و التعليمات التي تحكم و تنظم عمليات التداول داخل القاعة من اجل توفير فرص متكافئة لجميع الوسطاء لتنفيذ أوامر البيع و الشراء مما يحقق مصلحة المتعاملين في السوق .

(1) د : طاهر حيدر حردان : مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع سنة 1997 ص : 199

خاتمة الفصل:

لاحظنا من خلال استعراضنا لنماذج من البورصات العالمية ، مدى التفاوت بين فعالية البورصة في الدول المتقدمة ، و نظرتها في الدول النامية و بالذات الدول العربية ، و قد جاء ذلك جراء الإمكانيات ، و الوسائل المتطورة المستعملة في البورصات المتقدمة على عكس مثيلاتها في الدول النامية ، حيث تمكن القائمون على تسيير البورصات المتقدمة من توظيف الميكانيزمات المتطورة و اختراع أنظمة التعامل بالإعلام الآلي الذي أصبح وسيلة التعامل العصري في التنافس لجذب رؤوس الأموال التي هي عصب الحياة في التعاملات المالية ، هذا مع استخدامها لأدوات الجذب المالي الأخرى مثل : زيادة سعر الفائدة وتخفيض سعر العملة .

و في المقابل نجد ان البورصات النامية تتخبط في الأزمات المالية الناجمة عن غياب رؤوس الأموال بسبب ضعف الوعي الاستثماري لدى أصحاب الفائض الذين يفضلون توظيف أموالهم خارج البورصات النامية ، و هذا ما يحتم على البلدان النامية وضع استراتيجية مدروسة تتضمن إجراءات مناسبة لإرجاع الأموال الموظفة في الأسواق الأجنبية و توظيفها محليا ، و لن يتم ذلك إلا بإعطاء المستثمرين الضمانات الكافية لحماية ممتلكاتهم من خلال إزالة الخلل و التشوهات التي تعاني منها هذه البورصات .

الفصل الخامس

الوضعية الحالية للمرحلة في الجزائر

المقدمة: X

دخلت الجزائر عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد تخليها عن الاقتصاد الموجه و التوجه نحو اقتصاد السوق ونظرا لأهمية البورصة في النظام الاقتصادي الجديد، عملت الحكومة الجزائرية على توفير الظروف المناسبة لإقامة بورصة القيم المنقولة، و في الواقع تم وضع الإطار القانوني الذي تقوم على أساسه البورصة، كما تم تحديد مكان الإقامة .

وهذا ما استدعى منا تخصيص فصل كامل نتناول فيه بورصة الجزائر، في المبحث الأول نقوم بتقديم هذه البورصة، بادئين بذكر التشريعات التي تتضمن التحضير لانطلاق بورصة القيم وهذا وفقا لنص المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ 23/05/1993 والمتعلق ببورصة الجزائر⁽¹⁾.

وأما المبحث الثاني نطرق فيه إلى شروط تطوير البورصة في الجزائر، و في المبحث الأخير نتعرض إلى الوضعية الحالية للبورصة في الجزائر وتكلم عن العراقيل الاقتصادية التي أدت إلى تأخير عمل هذه البورصة.

⁽¹⁾guide de la Bourse et cosob : Bourse d Alger :edition MLP Année : 1998 P:05

المبحث الأول: عرض بورصة القيم المنقولة في الجزائر

X المطلب 01: نشأة بورصة القيم المنقولة .

إن فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت منذ سنة 1990 وسجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية عام 1988 وفي الواقع فإن هذه الإصلاحات الاقتصادية، التي تتوقع بالانتقال نحو اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة بوسائل في إطار تعبئة الادخار وتوجيه لتمويل التنمية الاقتصادية، بحيث أن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية (المؤرخة في 1975/09/26) وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد من الاستقلال (الاشتراكية) واختيار نظام اقتصادي مركزي.

ومن جهة أخرى فإن القانون التجاري قبل عام 1988، اشترط في المادة 688 أن المؤسسات العمومية الاشتراكية التي تعود ملكيتها للدولة والتي ليست منها القابلة للتحويل، وكما اشترط في المادة 698 أنه شكليا ممنوع إصدار السندات من طرق المؤسسات في حيث نجد أنه 1988/01/12 تم تعديل لجزء من القانون التجاري ونشر العديد من القوانين من بينها:⁽¹⁾

قانون 01-88 " المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادي " والقانون 03-88 وكذا 04-88 المعدلين و المكملين للأمر رقم 75-59 المؤرخ 1975/09/26 الخاصة بالقانون التجاري والمتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية (E.P.E) والقانون 01-88 جاء ليقر استقلالية تسير هذه المؤسسات ، منذ وأن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية (E.P.E) تتمتع باستقلالية التشريع في شكل (S.P.I) أو شركات ذات أسهم.

قانون 88-03 المتضمن إنشاء (08) صناديق (حاليا الشركات القابضة) وهما⁽¹⁾ :

ص 1: صندوق المواد الغذائية الفلاحية

ص 2 : صندوق مناجم الفحم و الري

ص 3: صندوق التجهيز

ص 4 : صندوق البناء

ص 5: صندوق البتروكيميا، الصيدالية .

ص 6 : صندوق الاتصال، الإلكترونيك، و الإعلام الآلي

ص 7 : صندوق الصناعات المختلفة

ص 8 : صندوق الخدمات .

هذه الصناديق مكلفة بالحفاظ و التسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسيير

الاستقلالية المالية .

هذه القوانين قدمت إمكانية القبول الأسهم بين الصناديق المساهمة و المؤسسات العمومية الاقتصادية .

وفي 1990/12/09 بعد قرار الحكومة^ع للأطريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة

وشركة القيم المنقولة (S.V.M) أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة

رأس مالها كان بقدر ثلاثة مائة وعشرون ألف دينار جزائري (320.000 د ج) للاكتتاب أو الاشتراك

وموزعة بين صناديق المساهمة (08) .

إن الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم

المنقولة في احسن الشروط .

لكن هذه الشركة (S.V.B) بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تنبأ بهذا الفرع من

التفاوض، وفي 1991/05/28 ظهر شكل جديد لسوق البورصة وهذا بعد إعلان الرسمي التشريعية الثلاثة

والذي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي .

(1) www.cosob.com.dz نفس المرجع السابق

المطلب الثاني: تنظيم بورصة القيم المنقولة في الجزائر

حسب ما جاء في المرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، تأسست بورصة القيم المنقولة وتعد إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم تشمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين التاليتين هما:

- (1) لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة (C.O.S.O.B)
- (2) شركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V) المكلفة بتأمين المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة .

بالإضافة إلى ذلك. هذا المرسوم التشريعي ينظم المفاوضات و المعاملات داخل البورصة ويسندها إلى الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B) وسوف نتطرق إلى الشكل الذي تتخذه البورصة القيم المنقولة في الجزائر والمعرفة من التشريع وهذا من أجل المعرفة الجيد لدور وكفاءة كل هيئة من الهيئات التالية .

- (أ) لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة (C.O.S.O.B) .
- (ب) شركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V) .
- (ج) الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B)
- (أ) لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة (C.O.S.O.B) .

أنشئت هذه اللجنة سنة 1993 بناء على المرسوم التشريعي رقم (93-10) المتعلق ببورصة القيم المنقولة والتي تم تنصيبها في 13/02/1996 والتي تعتبر سلطة سوق البورصة وهي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية والتي تشكل محيط لسوق مالية حقيقية وتتمثل مهمة هذه اللجنة في تنظيم، ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك بالسهر على ما يأتي بالخصوص: ⁽¹⁾

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة .
- حساب سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها

⁽¹⁾guide de la bourse : Bourse d Alger : 1998 p: 06

(4) العوائق الاجتماعية و الثقافية :

لم يقتصر على الميدان الاقتصادي و الميدان السياسي إذ شملت أيضا الميدان الاجتماعي
ترجع العوامل التاريخية إلى الفترات الاستعمارية التي عاشها الشعب الجزائري في الظلام والجهل
والأمية .

X الطلب الخامس: الشروط الأساسية لتفعيل البورصة في الجزائر:

الشروط الأساسية التي يتوجب توفرها لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة وناجحة بالجزائر
وهي كالتالي: (1)

1) تكيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات و تحويل الهياكل الاقتصادية : من الضروري أن
يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكيف على
الدوام مع التغيرات الحاصلة من ذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمات مهما كانت
طبيعتها، فإن متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية
وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات المسيرة جيدا وترقيتها .

2) وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القانونين : يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل
لجذب رؤوس الأموال الفائضة لدى المدخرين وحسن توجيهها كما أن وجود هذا الاستقرار
يسمح بتطوير البورصات وترقيتها، أما بخصوص استقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن فإن
استقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفعالية في ترقية ونمو سوق البورصة، وتوفير جهاز
التشريعي يمكنه أن يساير الحياة الاقتصادية في تطورها وباستطاعته التكيف والانسجام مع التغيرات
الحاصلة على الحركة الاقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناء على
تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهدف السوق .

3) وجود جهاز مصرفي متكامل : يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات،
ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تطلع بالقيام بدورها على مستويات
عديدة من مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، والتوسط
بين عرض السيولة الفعلية و الطلب الحقيقي عليها، فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجـ

(1) د. براق محمد : بورصة الجزائر و الشروط الأساسية لنجاحها مجلة الإدارة المدرسية الوطنية للإدارة المجلد 11،

وهذه اللجنة مكونة من رئيس وستة أعضاء هم :⁽¹⁾

- (1) قاضي يقترحه وزير العدل .
 - (2) عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر
 - (3) عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المصدرين للقيم المنقولة .
 - (4) عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها في مجال المالي أو المصرفي أو البورصي .
- كما تكون اللجنة قصد تسييرها، أمانة مزودة بمصالح إدارية تقنية من أجل إقامتها .

فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أجرت مؤقتا محل متكون من 12 مكتب في انتظار الاستفادة من مقر، وحول هذا الأخير في 1996/12/04 إلى الغرفة الوطنية للتجارة والتحول نحو المقر يسمح بتجاوز كل الصعوبات التي كانت تعانيتها من قبل نذكر من بينها :

- إنشاء ووضع قاعة للوثائق أجلت لنقص المحلات .
- إمكانية توظيف المستخدمين .
- الحصول على الوسائل المادية الكافية والتي تستجيب لاحتياجات هياكلها

ب) شركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V) .

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي تكتسي شكل ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، حيث تمثل رأسمال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة وعليه لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فصليا إلا بعد أن يقتضى للوسيط أو يكتب قسما من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة أقر لهذه الشركة حسب المادة 18 المهام الرئيسية التالية:⁽²⁾

- التنظيم المادي للمعاملات البورصة واجتماعاتها .
- التنظيم العلمي لإدخال القيم المنقولة في البورصة .
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة .
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة .
- نشر نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها .

⁽¹⁾Guide de la Bourse : 1998 P :07

⁽²⁾Mansour mansouri : la bourse des valeurs mobilières d'alger : edition distribution houma : 2002 p 24

- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات في البورصة

تمارس هذه المهام تحت رقابة اللجنة مع الأخذ بعين الاعتبار المصلحة العامة الموكله إليها فإن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة يجب عليها ممارسة مهامها وفقا لقوانين خاصة محددة من قبل اللجنة . وبهذا الشأن فإن اللجنة أعدت وصادقت على القانون الذي يحدد شروط الممارسة الموكله لشركة تسيير بورصة القيم و الذي نشر وأرسل إلى وزارة المالية من أجل المصادقة عليه قبل نشره في الجريدة الرسمية (1).

- حاليا شركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V) موجودة، فقد تأسست بموجب الجمعية العامة التي

تكونت وهيئة في 1997/05/21 في مقر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (C.O.S.O.B) برأسمال اجتماعي بمقدار : (24 000 000 دج) من قبل المساهمين والذين هم الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B) شركة تسيير بورصة القيم لها مجلس إدارة متكون من (12) هيئة مالية تمثل في البنوك التجارية (B.NA)، (B.A.D.R)، (B.EA)، (L.B.D) (C.NEP) و البنوك الخاصة (B ANK.Union) وكذا شركات التأمين وهي (S.A.A)

(C.N.M.A)، (C.N.R)، (C.A.A.T)، (C.A.A.R)

(ج) الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B)

إن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، ويخص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعوين بالوسطاء في عمليات البورصة المادة 05 من المرسوم التشريعي تنص على أنه " لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول فيها منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء ففي عمليات البورصة "

هذا يعني أن المشتريات و المبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الإجمالي لهؤلاء الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة القيام بما يلي (2).

- يقفوا موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة ولا يمكن أن تمارسوا هذا الحق لحساب زبائنهم.

(1) نفس المرجع السابق 10 : p guide de la bourse 1998

(2) نفس المرجع السابق 29 : p guide de la bourse 1998

- يديرون حساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مدفوعة بتفويض إدارة .

* يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا، فضلا عن ذلك من أن رؤوس الأموال التي يأمنهم عليها زبائنهم لإيجار عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا.

هذه العمليات يمكن أن يقوم بها الأشخاص أو الشركات أسهم تأسست خصيصا لهذا الغرض، يجب عليها أن تخضع إلى اعتماد محدد من طرف (COSOB) مثل هذه العمليات يجب أن تكون منظمة ومراقبة من قبل (COSOB) وذلك من أجل ضمان حدوث المعاملات وحماية المدخرين .

فيما يخص الأشخاص التي يمكن أن تعتمد من قبل اللجنة بصفة وسطاء في عمليات البورصة فإن المادة 02 من المرسوم التشريعي 94-176 المؤرخ في 13/06/1994 والمتعلق بتطبيق المادة 61 من المرسوم التنفيذي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة والذي يشترط أنه في مرحلة أولية واستثناء في مرحلة انتقالية فإن البنوك والهيئات المالية والشركات التأمين هي معينة من أجل ممارسة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة وفي هذا الإطار تجدر الإشارة إلا أنه يوجد دفعة أولى متكونة من (39) وسيط في عمليات البورصة تتمثل (11) هيئة بنكية ومالية تلقت في أبريل 1997 تكوينا يمكنهم من التدخل كسماسرة في مستقبل البورصة⁽¹⁾

وفي مجال الالتزامات فإن الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B) تضمنت السرية المهنية ويجب عليها تقديم ضمانات كافية (مالية ومادية) .

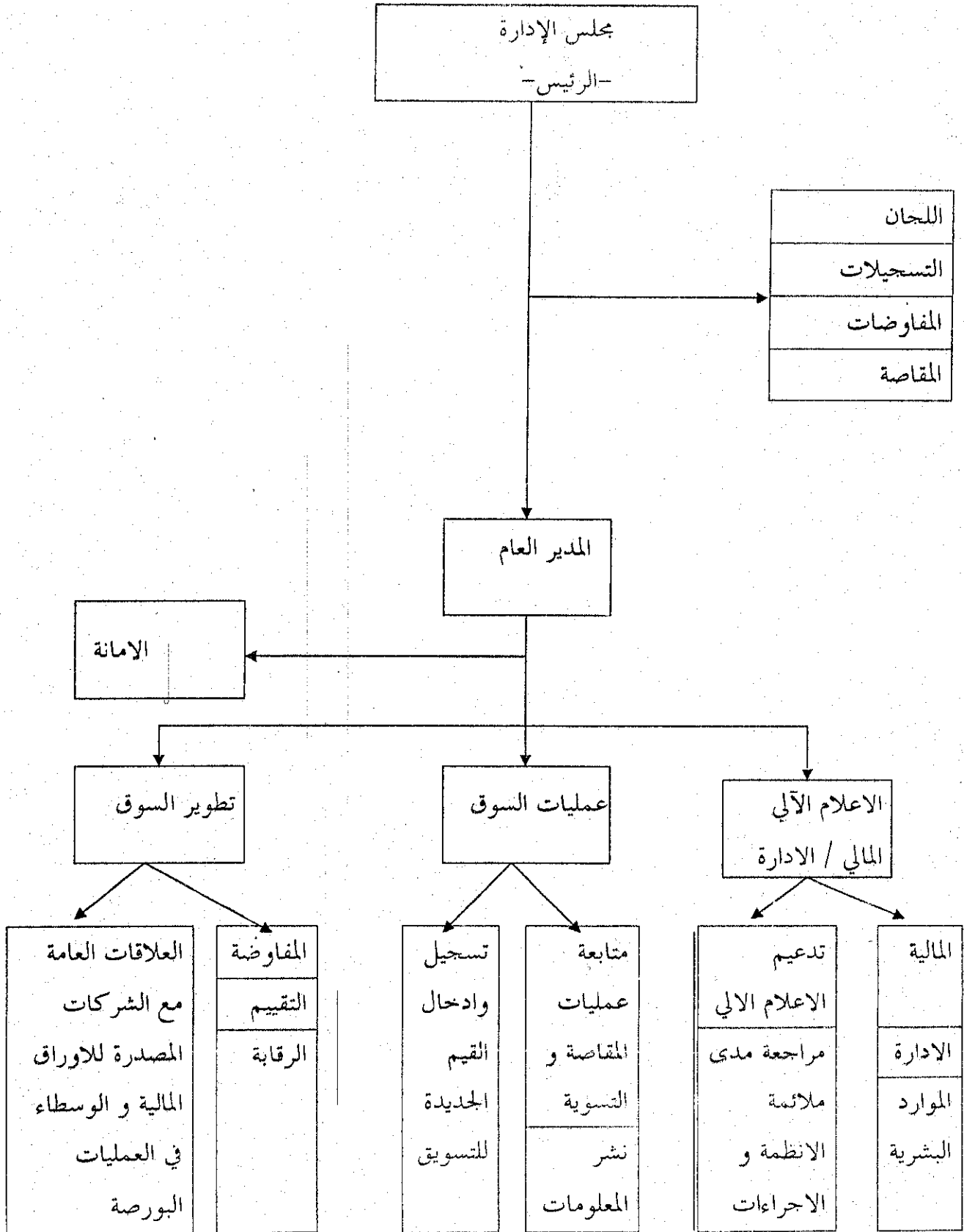
يجب عليها إنهاء العقد مع زبائنهم وهم مسئولون اتجاه أصحاب قرارات ودفع القيم المنقولة المتفاوض عليها

وهذا الشكل يبين تنظيم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة⁽²⁾

(1) نفس المرجع السابق ص 31 guide de la bourse 1998

(2) نفس المرجع السابق ص 17 guide de la bourse 1998

(شكل 1.5 : تنظيم شركة إدارية بورصة القيم المنقولة)



المطلب الثالث : شروط الدخول في البورصة

إن الدخول في البورصة ومفاوضة القيم المنقولة ليس بالأمر الهين بل ذلك يخضع لشروط ومعايير متعارف عليها على المؤسسة المصدرة الالتزام بها حتى تقبل داخل عمليات البورصة، وحتى يصدر قرار قبول مؤسسة مصدرة مفاوضة أوراقها المالية تقوم (SGBV) من جهة بدراسة وضعية هذه المؤسسة من جميع الجوانب وتقوم (COSOB) من جهة أخرى بتحديد الشروط الواجب توفرها في المؤسسة ويتوفر هذه الشروط تعلن (COSOB) قبول دخول المؤسسة في البورصة وشروط الدخول في البورصة هي كما يلي :

أ) بالنسبة للأوراق المالية :⁽¹⁾

* الأوراق المالية المرتبطة برأسمال المؤسسة لا يمكن قبولها إلا إذا كان الرأسمال بدوره مقبول في التسعيرة .

* أن توزع الأسهم على 300 مساهم على الأقل أما سندات القرض فلا بد أن توزع على 100 شخص على الأقل عند تاريخ دخول الشركة المفاوضة .

* أن يكون السهم محرر تماما

* في حالة الإصدار لا بد أن تكون هذه الأوراق المالية مصدرة من قبل الشركة المصدرة .

* بالنسبة للسندات المصدرة من قبل الحكومة فلا يوجد أي قيد أو شروط تحدد عدد الأشخاص الذين يشترون أو قيمة السندات المصدرة .

ب) بالنسبة للشركة المتقدمة بالطلب :⁽²⁾

❖ أن تكون القيمة المصدرة و الموزعة تزيد عن 20% من الرأسمال الاجتماعي .

❖ تحديد وسيط أو مجموعة وسطاء حتى يقوموا بمتابعة إجراءات البيع أو الشراء

❖ أن يكون رأسمالها على الأقل 100 000 000 دج .

❖ نشرة مذكرة معلومات مصادقة من قبل (COSOB) لإعلام الجمهور بإصدار المؤسسة للأسهم أو السندات

❖ تقدم طلب الدخول في مفاوضة الأوراق المالية

❖ أن تكون المؤسسة قد حققت ربحا في السنوات السابقة لتقدم الطلب .

(1) مجلة (Couvergence B E A) إصدار في جوان 1998

(2) guide de la bourse et des operatio, bourséres :P : 10

❖ تقدم ملف كامل يتضمن جملة من المستندات التي تحددتها (COSOB) وهي كالتالي :

1- وثائق عامة عن المؤسسة .

2- وثائق تتعلق برأسمال المؤسسة

3- وثائق اقتصادية ومالية

4- وثائق قانونية

1- وثائق عامة عن المؤسسة : وتتضمن هذه الوثائق المستندات التالية :

✓ اسم الشركة، شكلها القانوني، رقم سجل التجاري .

✓ ذكر المكان الذي تتواجد فيه سجلات أو اكتتابات المساهمين .

✓ تحديد تاريخ تقديم طلب قبول القيم المنقولة المصدرة في تسعيرة

✓ تقرير مفصل عن جميع النشاطات الممارسة من قبل المؤسسة وجميع فروعها .

✓ نسخة على البيان الرسمي المستخدمة في تحضير مذكرة المعلومات أو ما تسمى أيضا بنشرة المعلومات .

2- الوثائق المرتبطة برأسمال المؤسسة :

يجب على أي مؤسسة تحضير مذكرة تين فيها تطور رأسمال منذ تأسيسها إضافة إلى جميع المعلومات

المتعلقة بالأسهم التي تم إصدارها خلال 5 سنوات السابقة لسنة التقدم بطلب الدخول في تسعيرة البورصة أو

منذ إنشاء المؤسسة إذا ما أسست لفترة تقل عن الخمس سنوات وتكون هذه المعلومات تشمل :

✓ المبالغ النقدية أو غير النقدية المحصلة خلال عملية الإصدار .

✓ تحديد النشاطات الممولة بالمبالغ المحصلة من عملية الإصدار مع تعيين المبالغ المخصص لكل نشاط .

✓ تاريخ الإصدار

✓ العدد الإجمالي للأسهم المصدرة .

3- الوثائق الاقتصادية والمالية : تضم هذه الوثائق جميع المستندات التالية وهي :

✓ مذكرة عن الوضعية المالية الحالية مع وضع مقارنات بين السنوات 5 السابقة لسنة تقديم الطلب .

✓ نسختين من حسابات النتائج الميزانية الموحدة، متعلقات بالشركة، تقرير مأمور الحسابات .

✓ مستوى المنافسة الذي تسود السوق الذي تنشط فيه المؤسسة، أما إذا كانت هذه الأخيرة تتعامل مع

عدة فروع إنتاجية أو خدماتية وبالتالي تنشط في أسواق مختلفة ولا بد حينئذ توضع مستوى المنافسة

في جميع الفروع .

- ✓ مذكرة تحديد شروط إصدار السلفات المقدمة من قبل شركة وأيضا جميع القروض البنكية التي اقترضتها والمبلغ المقدمة للمصلحة الجبائية .
- ✓ جدول توزيع الأرباح وتقرير يذكر فيه الأرباح والخسائر المحققة في كل سنة من السنوات 5 السابقة لسنة تقديم الطلب .

3- الوثائق القانونية : وفي آخر القسم من الملف تقوم الشركة بتقديم ما يلي :

- ✓ 5 نسخ عن قرار مجلس الإدارة في الدخول إلى البورصة .
- ✓ 5 عينات عن شهادات وصكوك الأوراق المالية المصدرة
- ✓ 5 نسخ عن الوثيقة التي تثبت أن المؤسسة ملتزمة بدفع ما ليها من ضرائب .
- ✓ 5 نسخ عن المستندات المثبتة أن المؤسسة ملتزمة بجميع المهام التي تربطها بصناديق التقاعد وصناديق الضمان الاجتماعي .

✓ 5 نسخ عن القانون النظامي للمؤسسة مع التحديث اليومي

✓ 5 نسخ أخرى عن شهادة تحدد تاريخ بداية عمليات الشركة

- ✓ الوثائق المتعلقة بالدعاوى الشفهية للجمعي التأسيسية العامة ولكل جمعية عامة يتم فيها التقرير بزيادة رأسمال الشركة إضافة إلى تقديم لجميع مداوالات مجلس الإدارة الوثائق المتعلقة بها مع تقديم المنشورات القانونية التي تصدرها الشركة

المطلب الرابع : إجراءات الدخول في بورصة الجزائر :

بإمكان أي شركة أن تدخل السوق بسهولة، وبمجرد الإعلان عن الرغبة بتقديم الطلب. لاسيما إذا عرفنا أن القبول في البورصة هو بمثابة شهادة ذات مصداقية لا تقبل الطعن عن صحة المالية للشركة المنخرطة .

وتدعيمها المصدقية البورصة ونشاطاتها المختلفة و القائمة أساسا على عنصر الثقة بين المتعاملين الاقتصاديين فقد وضع التنظيم الجزائري شروط قاسية لانتزاع هذه الثقة والحصول على تأشيرة الدخول في البورصة بخصوص هذه الإجراءات يجب على الشركة الراغبة بتقديم طلب ترشيح لدى مؤسسة تسيير بورصة (SGBV) بالإضافة إلى إيداع مشروع مذكرة إعلامية متضمن الوثائق القانونية والمالية والحاسبة للشركة، وكذلك أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين السابقتين لسنة تقديم طلب القبول كمل

يجب عليها تقديم تقرير تقييمي لأصول لها ينجزه عضو من منظمة الخبراء المحاسبين غير منتدب الحسابات للشركة⁽¹⁾.

التنظيم العام لبورصة الجزائر يستدعي توفير ثلاثة إجراءات أساسية للدخول في التسعيرة الرسمية للأوراق المالية المقبولة من لجنة المفاوضات وهي فيما يلي :

1. إجراءات العرض العمومي للبيع (OPV) بالسعر الأدنى
2. إجراءات العرض العمومي للبيع (OPV) بالسعر الثابت
3. إجراء عادي

تقوم مؤسسة تسيير بورصة القيم (SGBV) بالتوفيق مع الشركة المصدرة والوسطاء في عملية

(I O B) بالسعر المكلف بالسند، نشر إجراء لإعلام الجمهور عن طريق الكشف الرسمي للتسعيرة

(B O C) المتضمن بالخصوص :

- ✓ هوية الشركة المصدرة
- ✓ الوسطاء المكلفين بالسند
- ✓ السعر المطلوب من طرف المتدخلين
- ✓ إجراء استبقاء بناء على التسعيرة الأولى
- ✓ إجراء العرض العمومي للبيع (O P V) لا يطبق على سندات رأسمال⁽²⁾
- ✓ الإجراء العادي يستعمل بالنسبة للسندات رأسمال المتغير مسبقا وكذلك بالنسبة للسندات

المصدرة من الدولة والجماعات المحلية ومن طرف شركات المساهمة .

- انطلقت بورصة الجزائر رسميا في سبتمبر 1999 مع تحديد تسعيرة (Cotation) للسندات الأولى لشركة

إرياد سطيف ERIAD SETIF تابعتها الأوراق الثلاث الأخرى وهي:

- صيدال SAIDAL .

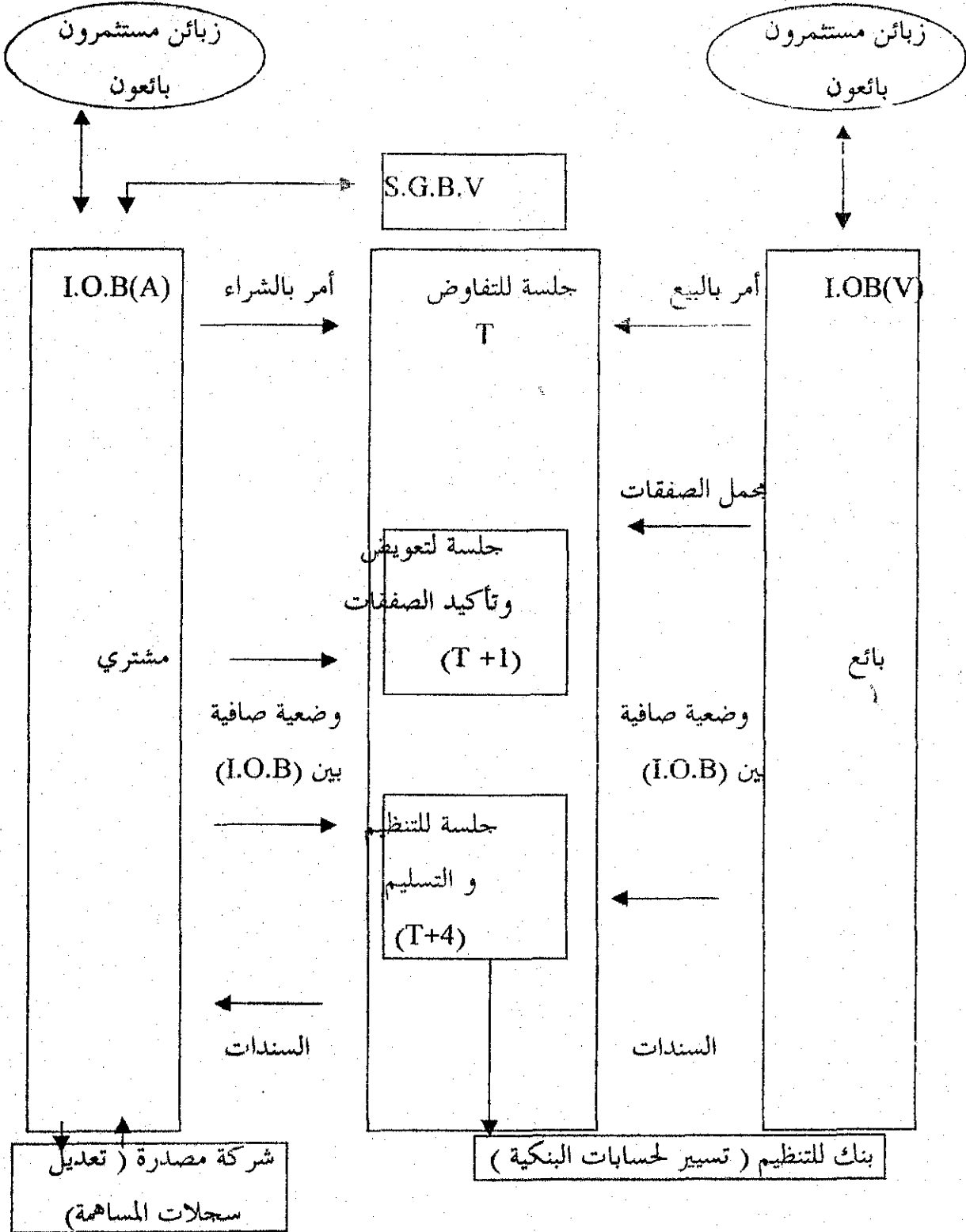
- الأوراسي EL AURASSI

- سندات سونطراك OBLIGATION SONATRACH

(1) جريدة الأصيل، الثلاثاء 24 رجب 1418 هـ الموافق ل 1997/11/25م

(2) Sidi Ali Boukrami : Vade – de la finance : office Pu .un année 1992 : P: 41

وهذا شكل يبين مخطط عام لتسيير بورصة الجزائر (SGBV)



شكل: (2 . 5) : مخطط عام لتسيير بورصة الجزائر

المصدر: guide de la bourse d'Ager p 16

المبحث الثاني : شروط تطوير البورصة في الجزائر

إن الجزائر بلد مقبل على تنمية اقتصادية وصناعية واسعة تحتاج إلى هذه المؤسسة المالية برؤوس الأموال وإلى تنظيم تشريعي يبعث ثقة الجمهور في هذه المؤسسة لدفعة وتشجيعية على التعامل فيها وتنشيط عملياتها وبالتالي ضمان استمرارية هذا السوق من أجل ذلك نعتقد أن من الشروط الأساسية لدفع حركة السوق المالي إلى الأمام، بحيث أن سوق رأسمال في الجزائر وجد في إطار استراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد كوسيلة لتحرير وتطوير الاقتصاد الوطني

المطلب 01: الانتقال من القطاع المخطط نحو اقتصاد السوق (الخصوصية)

إن القطاع الخاص يعتبر العنصر المكمل للبورصة في الجزائر، فرأسمال الاجتماعي للجنة تسير البورصة هو مفتوح لكل الوسطاء الماليين المعتمدين من طرف هذه اللجنة فالإتحاد البنكي هو مساهم وممول للجنة ويعرض ملفه من أجل اعتماد من طرف هذه الأخيرة، وشروط الالتحاق في بورصة الجزائر بالنسبة للمؤسسات العمومية هي نفسها بالنسبة للمؤسسات الخاصة، فعليها أن تتوفر على شروط التالية: (1)

- ✓ نظام رقابة داخلية .
- ✓ حسابات اجتماعية لها رصيد إيجابي حتى آخر السنة
- ✓ إمكانية تغيير رأسمال وإعادة عرض استراتيجياتها في السوق
- ✓ منظمة في شركة الأسهم
- ✓ إمكانية رأسمال وتمويلها وتوسعها

تعتبر البورصة أداة من أدوات الخصوصية وذلك باعتبارها متعارف عليها، وذلك لتوفرها على ضمانات الثقافية وتسمح بفتح رأسمال اجتماعي للعديد من الشركات على عدد كبير من المساهمين، كما هناك برنامج للحكومة في الخصوصية كما شهدته سنة 2001 بعض من عمليات الخصوصية وهذا يشجع البورصة على بذل مجهود تقني وتوفير كل شروط اللازمة والملائمة لنجاح هذه العملية، فيبقى العامل خارج البورصة هو تجاوب السوق مع هذه العمليات، ولكن بشرط يجب معرفة مدى تجنيد الادخار الخاص بتمويل الشركات وتحقيق الخصوصية الجزئية لبعض منها أي المدرجة في برنامج الخصوصية للحكومة

(1) جريدة الفجر " اقتصاد لسنة 2001

المطلب 02: التحكم في التضخم.

إن ظاهرة التضخم إذا ما ظهرت في الدولة تكون حالة قلق عند المدخرين من أجل تجنب عواقب هذه الظاهرة في انخفاض القيم التي يجوزهم يلجئون مباشرة إلى تحويل مدخراتهم إلى استثمارات مادية مثل (معادن نفسية أو عقارات) بعد سحبها من السوق المالي .

إن الجزائر ومن خلال الإصلاحات الهيكلية و المفروض عليها من طرف صندوق النقد الدولي (FMI) خففت من حدة التضخم عن طريق تخفيض قيمة الدينار الجزائري .

المطلب 03 : أهمية البورصة بالنسبة للاقتصاد الجزائري

إن أهمية البورصة بالنسبة للاقتصاد الجزائري من خلال الهدف من وراء قيامها و متمثلة فيما يلي :

جلب الأموال لتمويل المشاريع الاستثمارية لأن أي مؤسسة تعتمد على برنامج تنمية طويلة ومتوسطة المدى كما أن جلب الشراكة من شأنه أن يحسن إمكانية المؤسسة فيما يخص التسيير والإنتاج، وهذا بالنسبة للشركة وكيفية استفادتها من البورصة، وأما بالنسبة للاقتصاد الوطني بصفة عامة فإن البورصة توفر أموالا جديدة لم تكن متوفرة في السوق وهذا بإدخال الميكانيزمات الجديدة اللازمة التي لم تكن متوفرة، فتمويل الاقتصاد الوطني لحد الآن يتم بأموال بنكية ومن القروض الآتية من الخارج ولذا فالبورصة توفر محيطا يسمح لبعض الأموال بالتبادل وبالتالي تعود بالمنفعة على الاقتصاد .

المطلب 04: دور البنوك في تفعيل عمل البورصة.

إن تطوير سوق رأسمال في الجزائر جعل بورصة القيم المنقولة كاتجاه سياسي في سياسة الحكومة ففسي القطاع المالي يترجم رغبة السلطة المالية في تنظيم الاستثمار سواء بالنسبة للدولة أو المؤسسات وأن الوضع الصحيح للجنة تسيير بورصة القيم ستشكل حدث هام تهدف إلى إعادة تنظيم القطاع المالي، ففي هذه اللجنة ستسمح بمتابعة بحريات التحويلات للقيم المنقولة إذن القطاع المالي هو قطاع عام موجه، مختص في بيع وشراء الأوراق المالية ستسمح بتنظيم ومسايرة التحويلات حسب شروط الشفافية و الأمن .

إن العلاقة بين لجنة تسيير البورصة والقطاع المالي هي علاقة مزدوجة فيجب معرفة أن بورصة الجزائر المتمثلة في لجنة تسيير بورصة القيم التي نشأت في ماي 1997 عن طريق اجتماع البنوك والهيئات المالية، وقد أنشئو فرع مستقل، بمعنى وسطاء ماليين في عمليات البورصة فمئذ ماي 1998 عملت هذه الأخيرة على ممارسة الاحتكار التفاوضي وتجميع الأوراق المالية، فمن البداية تبني الجهاز المعرفي في الجزائر خطوة اختيارية نحو البورصة

المبحث الثالث : تقييم البورصة : الفرص و العراقيل :

نشئت شركة القيم المنقولة سنة 1992، وقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل وعرفت العديد من المشاكل، وتم تأجيل فتحها بسبب عدم اكتمال تحضير المؤسسات المرشحة للاكتتاب، فتحت لأول مرة 13 سبتمبر 1999 وتداول حاليا في بورصة الجزائر أسهم 3 شركات وبالإضافة إلى سندات سونطراك.

المطلب الأول: الشركات المدرجة ضمن بورصة الجزائر

1) مجمع صيدال : المتخصص في إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية بحيث بدأت عملية دخول صيدال في البورصة عندما أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة والإشارة في بداية سنة 1988 لمجمع الكيمياء والصيدلية بفتح جزء من رأسمالها للحوصة الجزئية لصيدال، وهذه الخطوة تمت على 20% من رأسمال المؤسسة أي 2.5 مليار دينار ب 2 مليون سهم في شكل أسهم بقيمة 250 دينار للسهم الواحد، أما القيمة الاقتصادية فقد حددت بعد دراسة تمت من طرف مكتب فرع فرنسا بقيمة 800 دج⁽¹⁾

العرض العمومي تم التصريح به من طرف لجنة التنظيم والمتابعة لعمليات البورصة تأشيرة COSOB رقم 04/98 في 1998/12/24 بعد قيام صيدال بمذكرة إعلام وانطلاق العرض بتاريخ 1999/01/15 لمدة شهر حتى 1999/02/15 حيث تم بيع كل الأسهم المعروضة في الفترة المحددة وتحقق الهدف بنسبة 143 % والإعلان النهائي على النجاح الإيجابي لعملية البيع ٢

الكميات المطلوبة	عدد المساهمين	الكمية الممنوحة	الأوامر المستجابة
2851413	19473	2 000 000	19288

جدول (5 : 1) : نتائج العملية العمومية للبيع

المصدر : الدعم السنوي 1998

(1) جريدة شهرية داخلية تصدر عن مجمع صيدال ، العدد 5/ مارس 1999

إن هذا الجدول يوضح لنا أن العملية قد حققت نجاح بحيث يتجاوز العدد المطلوب على العدد المعروض للبيع 851413 أي بنسبة 29.85% من الطلب لم يستوفي، ومنه نلاحظ أن وجود طلب حقيقي لم يلي من طرف صيدال وهذه الفرصة متاحة لصيدال أن تستغلها .

وعملت الجمعية العامة العادية للمجمع صيدال لتقييم نشاط 2001 وذلك لفحص الحسابات وتحويل النتائج وتوزيع الأرباح على مساهمي صيدال إذا بلغت القيمة الربحية 40 دج للسهم الواحد والتي تمثل ضعف قيمتها لسنة 2000، ومنحت مكافأة لكل عامل في المجمع صيدال مقدارها 10000 دج وقدم التقرير مؤشرات إيجابية⁽¹⁾

* ارتفاع رقم الأعمال لسنة 2001 مقارنة بسنة 2000 : + 25%

* ارتفاع للإنتاج لسنة 2001 مقارنة بسنة 2000 : + 16%

* الناتج الصافي في 2001 مقارنة بسنة 2000 : + 40%

* ارتفاع المبيعات في سنة 2001 مقارنة بسنة 2000 : + 27%

إن هذه النتائج قدمت من طرف رئيس المدير العام للمجمع صيدال في 2002/06/30 بالمعهد العالي للتسيير و التخطيط بـ برج الكيفان بالجزائر

(2) مجمع رياض سطيف : المتخصص في تحويل الحبوب وإنتاج وتسويق المواد المشتقة، بدأت عملية

دخول مجمع رياض سطيف في البورصة عندما أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة بتخصيص جزء من رأسمالها للخصوصية جزئية لمجمع رياض، وهذه قد تمت على 20% من رأسمال المؤسسة أي 5 ملايين دينار بـ 1 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 1000 دج للسهم الواحد⁽²⁾ ، أما القيمة الاقتصادية فقد حددت بـ 2300 دج للسهم.

العرض العمومي تم التصريح من طرف لجنة تنظيم والمتابعة لعمليات البورصة بواسطة تأشيرة رقم 98/01 بتاريخ 1998/06/27.

(1) مذكرة : بن عزة محمد الأمين : التحالف الاستراتيجي ومدى إنعكاسه على الواقع المؤسسة جامعة تلمسان سنة 2003/2002 ص

(3) سوناطراك :

أ) قرار الإصدار : أصدر وزير الطاقة والمناجم قرار إصدار القرض السندي لسونطراك بمبلغ 5 ملايين دينار جزائري تحت رقم 805 ب/09 /11/ 1997 ويسهل هذا القرض على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97/001 لـ 1997/11/18

ب) مبلغ الإصدار : تمثل القرض السندي مبلغ 5 ملايين دج مقسمة إلى 115000 سند على النحو

التالي :

25000 سندات 100000 دج

40000 سندات 50000 دج

50000 سندات 10000 دج

وتصدر السندات بـ 2.5 % أقل من قيمتها الاسمية

- عائد السندات يقدر بفائدة سنوية 13 % معفاة من ضريبة ، تدفع هذه الفوائد دفعة واحدة في 4 جانفي 1999 من كل سنة لمدة 5 سنوات يدفع الاستحقاق الأول 4 جانفي ومن القرض 05 سنوات ابتداء من 4 جانفي 1998 ⁽¹⁾ X

أما عن الاستهلاك العادي : يدفع المصدر فائدة الرأسمال المقترض دوريا ويسدد رأسمال المقترض دفعة ولمدة وفي التاريخ المتفق عليه

يقدر المتوج الصافي للإصدار والتكاليف كالتالي : حيث يدفع المتوج الصافي للإصدار أي حوالي 4897.370.000 دج للمصدر بعد الاقتطاع من المبلغ الخام حوالي 102.630.000 دج المناسب لإجمالي مستحقات الوسطاء، وتكاليف العملة تقدر كالتالي :

(1) التكاليف المستحقة للوسطاء الماليين: ⁽²⁾

■ عمولة مقدم الصف 0.25 %

■ عمولة التسيير 0.20 %

■ عمولة التوظيف 1.5 %

(2) نفقات الطبع حوالي 12 دج سعر الوحدة

(3) نفقات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 0.075 %

يضمن بنك الجزائر الخارجي خدمة السندات بصفته مقدم الصف لتجميع مصرفي يضم :

- بنك الجزائر الخارجي (مقدم)
- البنك الجزائري للتنمية الريفية
- القرض الشعبي الجزائري
- البنك الوطني الجزائري
- بنك التنمية المحلية
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط
- الصندوق الجزائري للتأمينات النقل
- الشركة الجزائرية للتأمين
- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي

تضمن سيولة السند من طرف كل الوسطاء الماليين المعتمدين .

(ج) هدفها : أصدرت شركة سوناطراك برنامج استثمار طموح لتنمية المحروقات هذا القرض السندي، الذي يعد أول عملية من نوعها يهدف إلى اشتراك المدخرين العموميين والخواص، أفرادا كان أو شركات، فالجهود من أجل تميم المحروقات على المستوى الوطني .

وكذلك رمز للمساهمة سوناطراك في بعث السوق المالية الجزائرية يحتوي البرنامج على ثلاثة محاور :

- تطوير الإنتاج والنقل وتمييع الغاز بغية الاستجابة للالتزامات التعاقدية لتسليم الغاز
- استرجاع الغازات المشتركة (غاز بروبان ممتع والمركز) في حقول البترول والغاز
- التنقيب على حقول جديدة وتطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام يتطلب هذا البرنامج موارد خاصة بالمؤسسة ومساهمة شركات أجنبية في مجال استكشاف حقول جديدة وتطويرها .

(4) الأوراسي :

هي آخر مؤسسة قامت بالعرض العمومي لبيع توج بالنجاح وهو فندق دولي بخمسة نجوم مع توافر كل وسائل الرفاهية المطلوبة و نشاطاته الأساسية تنحصر في الإيواء والإطعام إضافة إلى استقبال نشاطات أخرى مكتملة وقد حاز هذا 8 قاعات مجهزة بأكملها خاصة لاستقبال المؤتمرات والملتقيات الوطنية والدولية وبالموازاة مع هذه النشاطات فإن الفندق يؤمن بعض الأعمال الأخرى كالكراء وتأجير المكاتب والمحلات،

وتعزيزا لقوة هذا الفندق فقد خصص هذا الفندق الاستثمارات الجارية لتطوير الفندق وذلك بالقيام بتحديد تجهيزات الفندق بالخصوص تجهيزات التدفئة والتكييف والمصاعد الكهربائية وتمركز الاستراتيجية على تحويل الفندق إلى سلسلة فنادق ببناء نماذج منه في شرق البلاد وغربة وحتى الجنوب .

وتعزيزا لهذه الآفاق فقد اتخذ قرار دخوله إلى البورصة من طرف اللجنة الوطنية للمساهمات الدولية بتاريخ 1998/02/05 متبوعة بالجمعية العامة غير عادية للمساهمين بتاريخ 1998/06/21، وكانت قيمة العرض العمومي تخص 20% من رأسمال الاجتماعي للفندق أي ما يعادل 1.5 مليار دج موزعة على 1.200.000 سهم بسعر 400 دج للوحدة ولقد توج هذا العرض بالنجاح حيث كان الطلب على الأسهم يفوق الحصة المعروضة⁽¹⁾

حصيلة العرض العمومي للبيع لفندق الأوراسي : تنوعت تركيبات اسهم الفندق الأوراسي حيث سجل نوافذ كبيرة للمواطنين متوسطي الدخل .

فإحصائيات هذا العرض تذكر بأن 1.34 مليون سهم بيع للمستثمر أي ما يعادل 186.3 من توقعات الشركة القابضة للخدمات 720000 سهم بينما اشترى أشخاص معنويون أكثر من 3500 00 سهم وهو ما يـ ازي 146 % من توقعات أما عدد الأسهم التي اقتناها عمال مؤسسة التسيير السياحي فتصل إلى 2070 سهم .

المطلب 02: نشاط بورصة الجزائر بين 1999 إلى 2002

يوجد عدد من المؤشرات لقياس نشاط السوق نستخدم بعض هذه المؤشرات فيما يلي :

يتم التعامل في بورصة الجزائر بحصة أسبوعيا، وذلك كل يوم اثنين ابتداء من الساعة التاسعة صباحا ولمدة ساعة كاملة، والتعامل فيها آليا، ويتم بين الوسطاء المعتمدين لديها وعددهم لحد الآن 5 وسطاء 4 منهم تابعين للبنوك الوطنية ووسيط واحد من الخواص هو البنك .

* عدد شركات التعامل: هي 4 شركات ب: 290.33 مليون دولار .

و من خلال هذا الجدول الذي يبين لنا مؤشرات نشرة البورصة

(1) دليل العرض لمؤسسة التسيير السياحي الأوراسي

جدول (2.5): مؤشرات النشاط ببورصة الجزائر خلال: 4 أشهر 1999 و 2002⁽¹⁾

الفترة	حجم التداول	قيمة التداول دج	عدد المبادلات	عدد الأوامر	عدد الأوراق المسعرة	أوراق رأس المال	أوراق بنكية السندات
4 أشهر الاخيرة من 1999	35348	108079690	1056	2560	03	2	01
12 شهر 2000	323490	720039160	4559	10513	04	03	01
12 شهر 2000 1	361445	533217905	2898	13639	04	03	01
12 شهر 2002	38113	81949865	1209	2070	04	03	01

المصدر: www.finace - algeria .org

la situation économique et financière a fin 1999

نلاحظ أن حجم التداول ارتفع من 35348 خلال أربع اشهر الاخيرة من سنة 1999 إلى 361445 سنة 2001 والقيمة الإجمالية لهذه الأوراق خلال 4 أشهر الأخيرة من 1999 التي تمثل قيمة التداول تقدر بـ 108079690 وقد تجاوزت 533217905 دج خلال سنة 2001، وعدد الأوامر تضاعف بـ 5 مرات ، وبعد دخول تسعيرة الأوراق المالية للأوراسي في البورصة وصل عدد الأوراق إلى 4 أوراق، ونلاحظ أيضا تراجع حجم الأوراق في سنة 2002 إلى 38113 نظرا لتراجع حجم الأوراق المالية لسوناطراك، ورغم ذلك تبقى النتائج ضعيفة وذلك راجع لعدة أسباب نقوم بذكرها لاحقا .

أ. نشاط بورصة الجزائر.

- من خلال منحنيات الشكل رقم (3.5) تطور في نشاط البورصة من 4 أشهر الأخيرة من 1999 حتى سنة 2001، فقد كان حجم الأوامر يقدر بـ 286664 في 4 أشهر الأخيرة من سنة 1999 وارتفع إلى 1896140 سنة 2000 وبلغ 2275426 سنة 2001 ويعود سبب هذا الارتفاع إلى دخول شركة الأوراسي

(1) مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية محفوظ جبار

وارتفاع حجم الأوامر بالنسبة لكل من رياض، صيدال و اسوناطراك كما نلاحظ ارتفاع حجم التداول حيث بلغ 35348 ورقة مالية من 4 أشهر الأخيرة من سنة 1999 وارتفع إلى 323490 سنة 2000 ثم إلى 361445 سنة 2001 ويعود السبب إلى ارتفاع حجم التداول لكل من أوراسي، صيدال، ورياض في حين ارتفاع طفيف لحجم التداول لسندات سوناطراك سنة 2000 ثم انخفاض لسنة 2001.

ارتفاع قيمة التداول حيث كانت 108079690 دج سنة 1999 إلى 720039160 سنة 2000 ثم انخفضت إلى 53321790 دج سنة 2001 ويعود سبب الانخفاض بالرغم من ارتفاع حجم التداول سنة 2001 مقارنة بسنة 2000 إلى أن أكبر قيمة تداول كانت لسوناطراك بحجم تداول صغير وانخفاض حجم التداول لسنة 2001 ، خلال سنة 2002 نلاحظ حدوث تدهور في نشاط البورصة مقارنة بسنة 2001 حيث انخفض حجم الأوامر من 2275426 إلى 204174 ويعود السبب إلى انخفاض حجم الأوامر لكل أسهم الشركات رياض، صيدال، أوراسي وسندات سوناطراك .

كما انخفض حجم التداول من 361445 إلى 38113 ويعود السبب إلى انخفاض حجم الأوامر لكل الشركات الذي أدى إلى انخفاض قيمة التداول .

جدول (3.5) : نشاط بورصة الجزائر للقيم بين 1999 و 2002

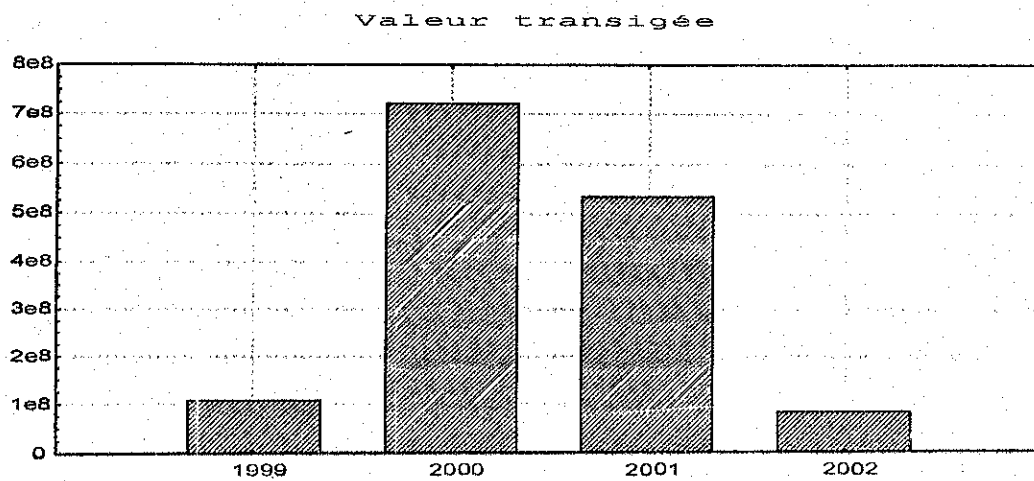
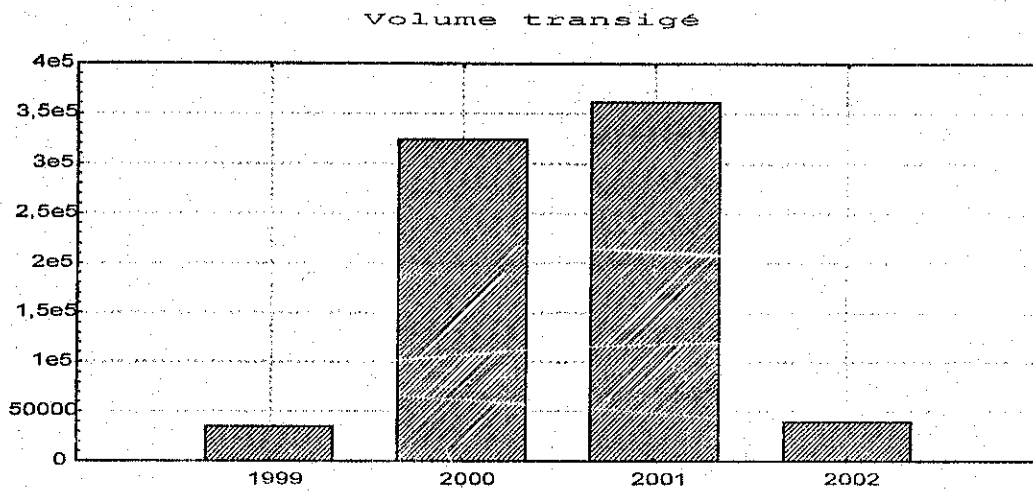
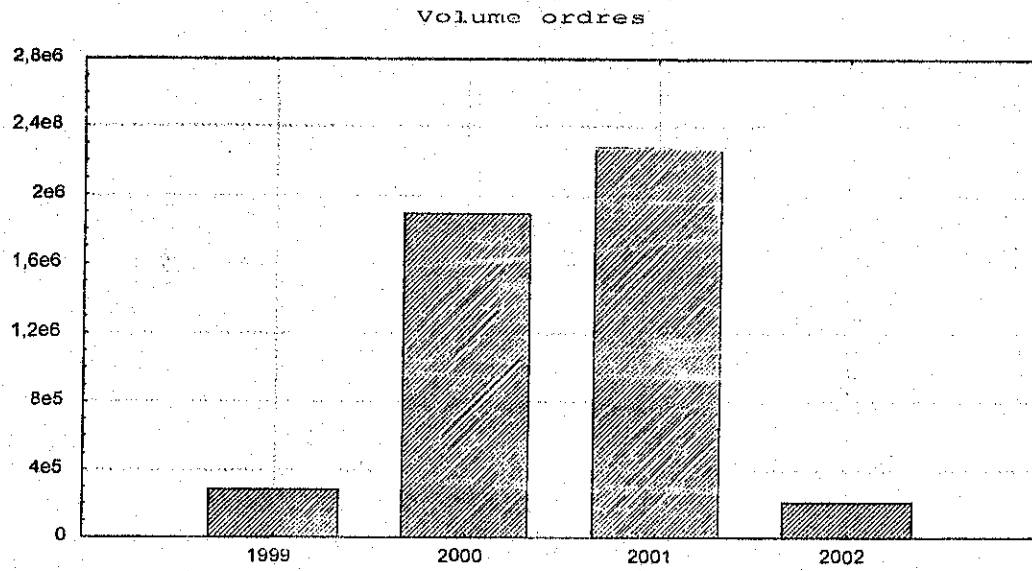
السنوات	2000					البيانات			
	تجميع	سوناظراك	صيدال	رياض	اوراسي		البيانات		
								البيانات	
1896140	10412	1141613	352814	391301	286664	1338	230126	55200	حجم
323490	3427	165082	84074	70907	35348	596	24898	9854	حجم
720039160	369112600	129358900	193911565	2765095	108079690.00	65080000	20215870	22783820	التداول
10513	352	5920	2698	1543	2560	21	1838	701	عدد التداول
4559	139	1907	1956	557	1056	09	683	360	عدد الاوامر
									عدد المتداولات

الوضعية المالية للورصة في الجزائر

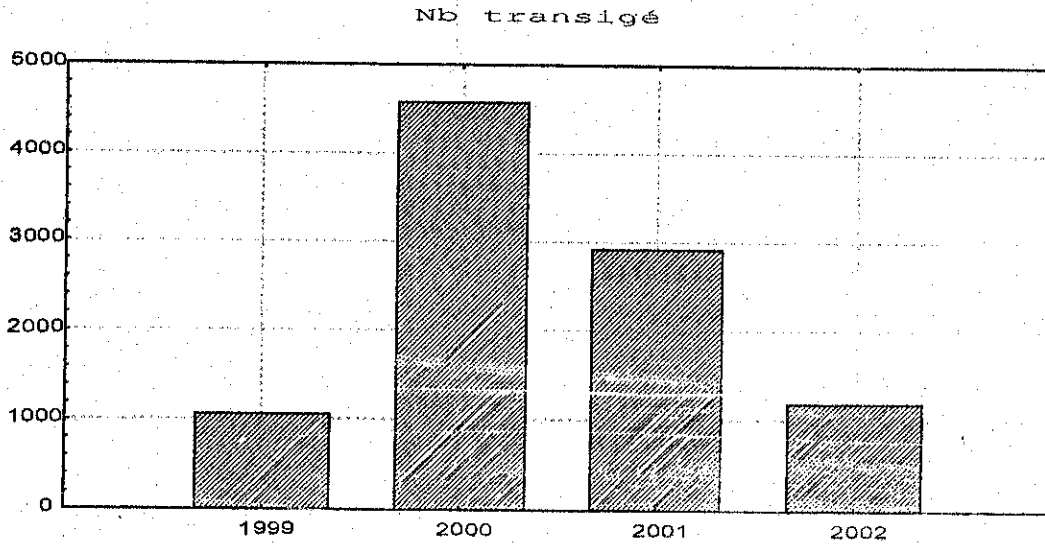
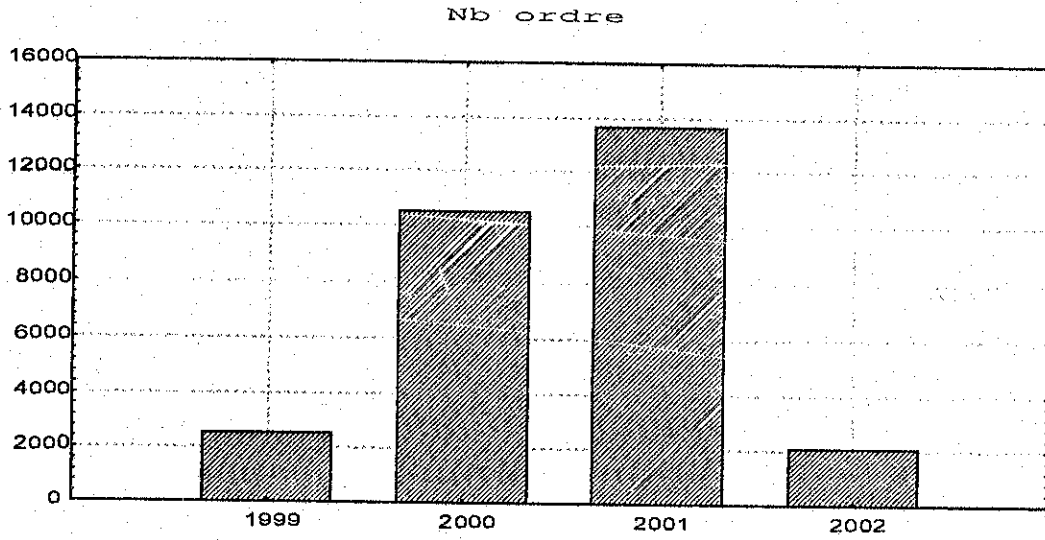
الفضل الخامس

2002						2001						السنوات
تجمع	سوناطراك 2003	صيدال	رياض	اوراسي	التجمع	سوناطراك	صيدال	رياض	اوراسي	اليانات		
204174	1382	89822	27909	85061	2275426	7810	1285878	326788	654950	حجم		
38113	603	26240	1046	10224	361445	2510	195341	22019	141575	الاوامر		
81949865.00	63318000	14282615.00	1707065.00	2642185.00	533217905	281379200	152091620	47422190	52324895	التداول		
										قيم		
2070	56	1500	199	315	13639	276	9501	1476	2386	التداول		
										عدد		
1209	3	966	36	304	2898	127	1403	409	959	الاوامر		
										عدد		
										المبادلات		

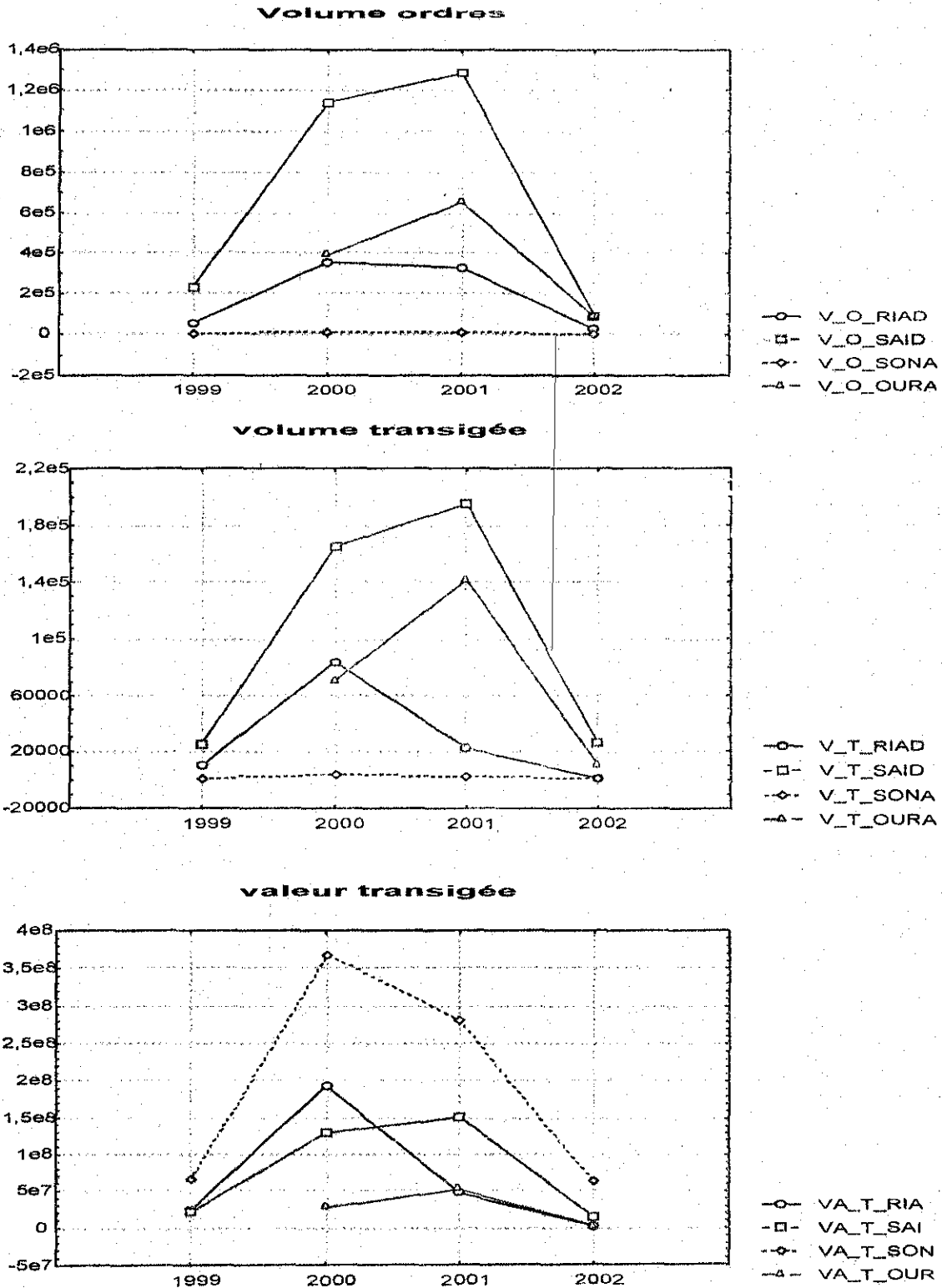
المصدر : شركة التسيير البورصة للقيم المنقولة



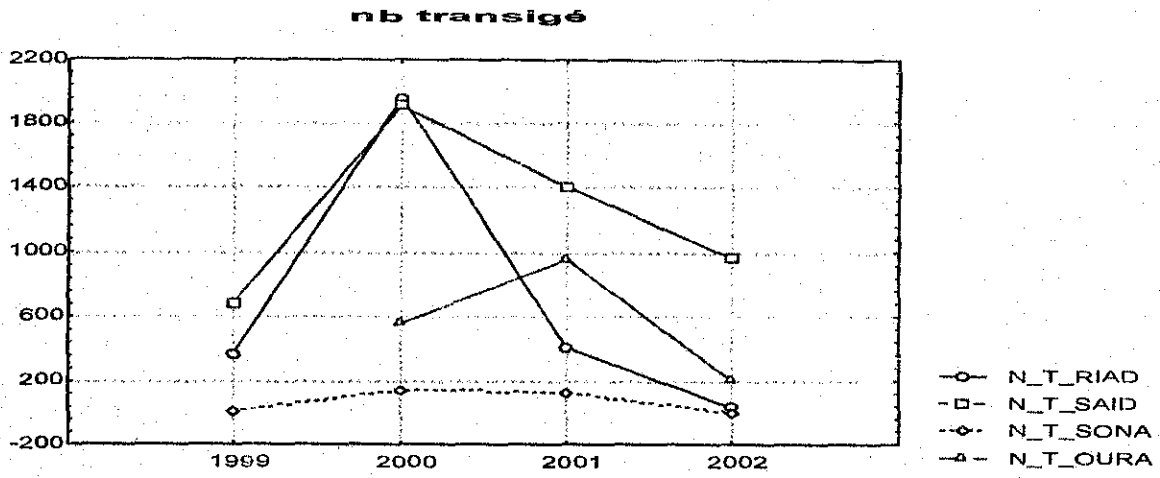
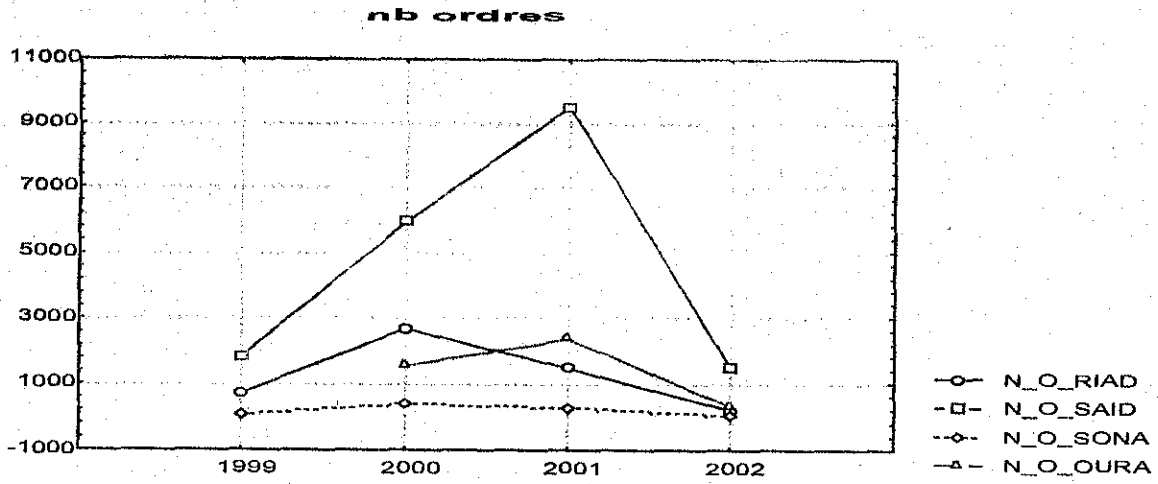
الشكل (3-5) تطور نشاط البورصة



الشكل (3-5) تطور نشاط البورصة



الشكل (3-5) تطور نشاط كل المؤسسة داخل البورصة



الشكل (3-5) تطور نشاط كل المؤسسة داخل البورصة

ب- حجم نشاط البورصة

قيمة التداول للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي : يستخدم هذا المؤشر لقياس الحجم النسبي للبورصة ، فإذا كانت النسبة كبيرة وتعادل واحد كان الحجم النسبي للسوق المالي كبير ، يظهر هذا في الدول المتقدمة ، أما إذا كانت النسبة منخفضة فالحجم النسبي للسوق المالي صغير ، وهذا يتضح في كثير من الدول النامية .

- قيمة التداول للأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي هي :

$$\text{قيمة التداول}^{(1)}$$

الناتج الإجمالي

- الحجم النسبي للبورصة : يعبر هذا المؤشر عن قيمة التداول للأسهم بالنسبة للكتلة النقدية ، تبين هذه النسبة في الدول المتقدمة ضعف حجم الكتلة النقدية ، وأما في الدول النامية فتتخفف إلى أقل من 50% ، وكذلك تبين أهمية البورصة

$$\text{قيمة التداول}^{(2)} \div \text{الكتلة النقدية} = \text{قيمة التداول للأسهم إلى الكتلة النقدية}$$

(1) د. رمضان الشراح : دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المنجزات

(2) مجلة المال الصناعية البنك الكويت الصناعي عدد 18 ص 76 سنة 2000

الجدول (4-5) : الحجم النسبي للبورصة بالنسبة ل PIB و M₂

2002	2001	2000	4 أشهر 1999 الأخيرة	البيانات
9499865	533217905	720039160	108079690	(1) القيمة التداول
5161.6	4222.1	4023.1	3168.86	(2) الناتج المحلي الإجمالي (مليار دج)
2226.8	2071.8	1659.2	1468.36	(3) الكتلة النقدية (M ₂)
10 ⁻⁵ 15.87	10 ⁻⁵ 12.63	10 ⁻⁵ 17.9	10 ⁻⁵ 3.41	(4) قيمة التداول PIB
10 ⁻⁵ 36.81	10 ⁻⁵ 25.74	10 ⁻⁵ 43.4	10 ⁻⁵ 7.36	(5) قيمة التداول M ₂

المصدر: www.finace - algeria .org

la situation économique et financière a fin 1999

يبين الجدول أن قيمة التداول للأسهم المتداولة إلى الناتج الإجمالي تمثل نسبة ضعيفة جدا بلغت ($3.41 \cdot 10^{-5}$) في 4 أشهر الأخيرة من سنة 1999 وبلغت ($17.9 \cdot 10^{-5}$) سنة 2000 ولا يعتبر هذا الارتفاع ذو أهمية وهو ما يبين أن حجم السوق المالي صغير جدا، أما بالنسبة لقيمة التداول بالنسبة إلى الكتلة النقدية فهي صغيرة جدا، بلغت ($7.36 \cdot 10^{-5}$) في فترة 4 أشهر الأخيرة من سنة 1999، وبلغت 12.63 . 10^{-5} سنة 2001 وبلغت ($36.81 \cdot 10^{-5}$) في سنة 2002، وتبين أن أهمية هذه السوق ضعيفة جدا.