



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله



معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم: علوم التسيير

المرجع :/2018

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

واقع أسواق الأوراق المالية وآليات تفعيلها - دراسة حالة - مصر والجزائر خلال الفترة
(2010-2017)

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " إدارة مالية "

إشراف الأستاذ (ة):

سارة بوسعيد

إعداد الطلبة:

أمال بن عميرة

عفاف سعداوي

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	جمال لطرش
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	رشيد هولي
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	سارة بوسعيد

السنة الجامعية: 2017-2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

"من اجتهد و أصاب فله أجران و من اجتهد و أخطأ فله أجر واحد"

الحمد لله الذي أنعم علينا بنعمة العلم الذي يسر لنا أمورنا طيلة مشوارنا الدراسي
نتقدم بجزيل الشكر و العرفان إلى كل من قدم لنا يد العون و المساعدة في إنجاز
مذكرة تخرجنا

و نخص بالذكر الأستاذة

المحترمة "بوسعيد سارة " التي نصحتنا و أرشدتنا من خلال إشرافها على عملنا بكل
تفاني

و لا يفوتني أن أتقدم بالشكر و العرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم
بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة و مناقشة هذا العمل.

وإلى كل من علمنا أن العلم لا يسلط بالسّماء و لا يرى في المنام و لا يورث عن الأعمام ،
بل تعلّى كل طالبه إدمان السمر وإجالة النظر و إعمال الفكر.

و نشكر في الأخير كل من قدم لنا يد العون في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد

الحمد لله الذي تتم بنعمته الساعات



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

I.....	الإهداء
II.....	شكر وتقدير
IV.....	فهرس المحتويات
V.....	قائمة الأشكال
VI.....	قائمة الجداول
VII.....	قائمة الملاحق
أ- ز.....	المقدمة

الفصل الأول: مدخل نظري لأسواق الأوراق المالية

09.....	تمهيد
10.....	المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية
10.....	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية
14.....	المطلب الثاني: مكونات أسواق الأوراق المالية وظائفها وأهميتها
18.....	المطلب الثالث: تنظيم أسواق الأوراق المالية
21.....	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية
21.....	المطلب الأول: الأسهم
24.....	المطلب الثاني: السندات
28.....	المطلب الثالث: الأوراق الهجينة والمشتقات المالية
34.....	المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها
34.....	المطلب الأول: ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية
39.....	المطلب الثاني: المعلومات وكفاءة أسواق الأوراق المالية
45.....	المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
47.....	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية العربية، الواقع، المعوقات وآليات تفعيل

49.....	تمهيد
50.....	المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية
50.....	المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية العربية

53	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية
69	المبحث الثاني: معوقات تطوير أداء أسواق الأوراق المالية العربية.....
69	المطلب الأول: معوقات الإطار التنظيمي، التشريعي والهيكلية
70	المطلب الثاني: معوقات اقتصادية.....
71	المطلب الثالث: معوقات التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية.....
75	المبحث الثالث: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتعزيز الروابط فيما بينها.....
75	المطلب الأول: متطلبات تطوير أداء أسواق الأوراق المالية العربية.....
77	المطلب الثاني: آليات التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية.....
80	المطلب الثالث: متطلبات ربط أسواق الأوراق المالية العربية.....
84	خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لكل من الجزائر ومصر خلال الفترة (2010-2017)

86	تمهيد.....
87	المبحث الأول: لمحة عن أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010-2017).....
87	المطلب الأول: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010-2011).....
90	المطلب الثاني: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2012-2013).....
92	المطلب الثالث: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2014-2015).....
95	المطلب الرابع: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2016-2017).....
	المبحث الثاني: أداء سوقي الأوراق المالية في كل من الجزائر ومصر خلال الفترة (2010-2017)
99	المطلب الأول: تطور أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2010-2017).....
101	المطلب الثاني: تطور أداء سوق الأوراق المالية لمصر خلال الفترة (2010-2017).....
104	المبحث الثالث: معوقات تطور سوقي الأوراق المالية لكل من الجزائر ومصر.....
104	المطلب الأول: معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر.....
106	المطلب الثاني: معوقات سوق الأوراق المالية في مصر.....
108	المبحث الرابع: مقترحات لتطوير أداء سوقي الجزائر ومصر للأوراق المالية.....
108	المطلب الأول: مقترحات تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.....
111	المطلب الثاني: مقترحات لتطوير سوق الأوراق المالية في مصر.....
116	خلاصة الفصل الثالث.....

118.....	الخاتمة
123.....	قائمة المراجع والمصادر
132.....	الملاحق
163	الملخص



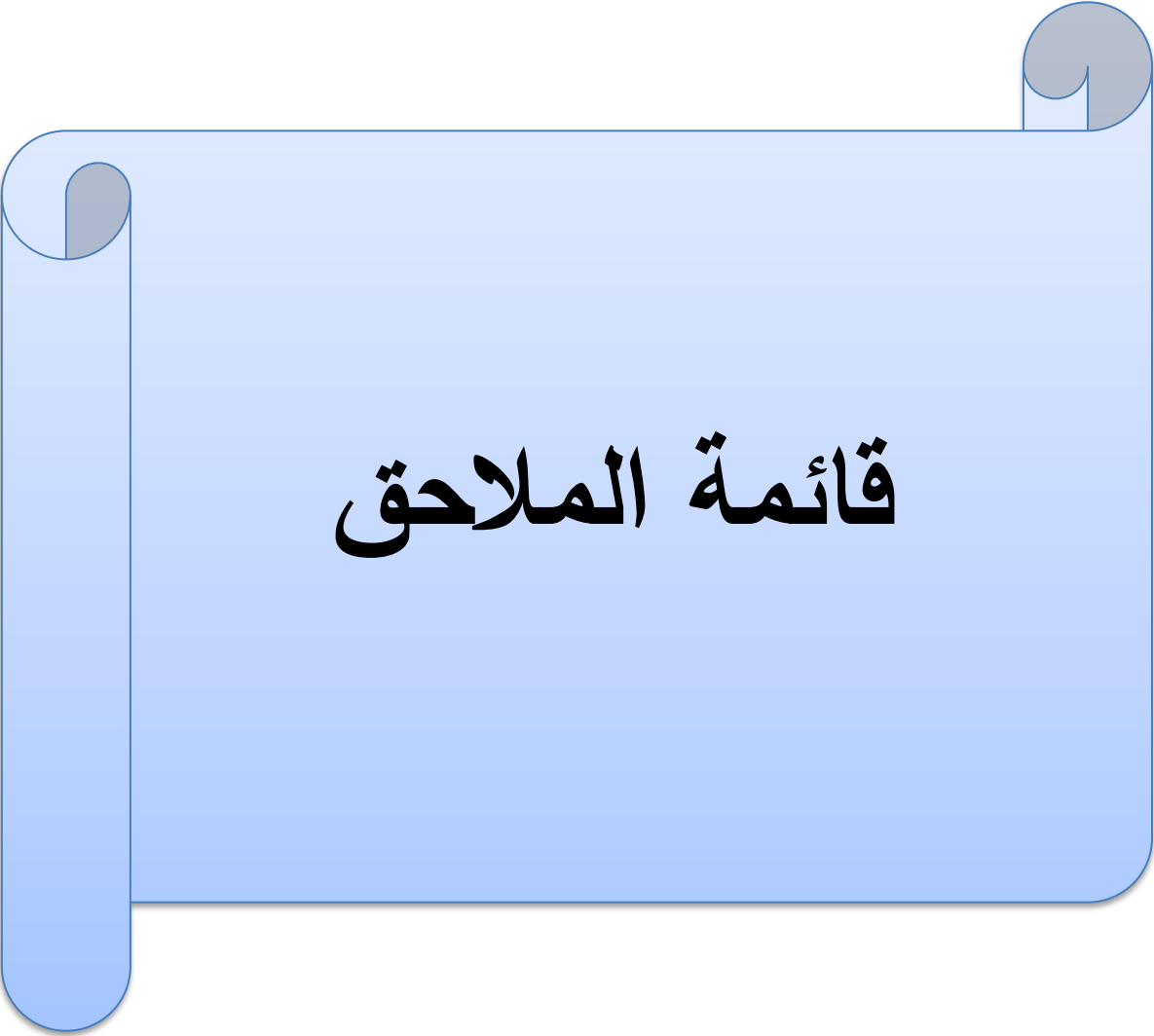
قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	أنواع أسواق الأوراق المال	الشكل رقم (01-01)
38	مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية	الشكل رقم (02-01)
42	مستويات المعلومات التي تعكس أسعار الأسهم	الشكل رقم (03-01)
87	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2011-2010	الشكل رقم (01-03)
90	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2013-2012	الشكل رقم (02-03)
93	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2015-2014	الشكل رقم (03-03)
96	تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2017-2016	الشكل رقم (04-03)



قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(01-01)	الفرق بين الأسهم و السندات	27
(02-01)	الفرق بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية	30
(03-01)	مفاهيم عقود الخيار	31
(04-01)	الفرق بين عقود المشتقات المالية	33
(05-01)	خصائص المعلومات	40
(01-03)	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2010-2011	87
(02-03)	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2012-2013	90
(03-03)	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2014-2015	93
(04-03)	أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2016-2017	96
(05-03)	تطور أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 2010-2017	99
(06-03)	تطور أداء مؤشر الصندوق في سوق المال في مصر للفترة 2010-2017	101



قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
132	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2010-2011	01
132	عدد الشركات المدرجة لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2010-2011	02
133	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2011-2012	03
133	عدد الشركات المدرجة لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2011-2012	04
134	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2012-2013	05
134	عدد الشركات المدرجة لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2012-2013	06
135	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2013 - 2014	07
135	عدد الشركات المدرجة لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2013-2014	08
136	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2014-2015	09
136	عدد الشركات المدرجة لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2014 - 2015	10
137	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2015-2016	11
137	عدد الشركات المدرجة لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2015-2016	12
138	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2016 - 2017	13
138	عدد الشركات المدرجة لأسواق الأسهم العربية الربع الرابع 2016-2017	14

	2017	
139	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2010-2011	15
139	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2011-2012	16
140	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2012-2013	17
140	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2013-2014	18
141	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2014-2015	19
141	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2015-2016	20
142	قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2016-2017	21
142	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2010-2011	22
143	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2011-2012	23
143	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2012-2013	24
144	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2013-2014	25
144	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2014-2015	26
145	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2015-2016	27
145	عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية الربع الرابع لسنتي 2016-2017	28

146	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2010	29
147	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2011	30
148	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2012	31
149	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2013	32
150	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2014	33
151	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2015	34
152	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2016	35
153	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع لسنة 2017	36
154	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2010	37
155	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2011	38
156	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2012	39
157	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2013	40
158	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2014	41
159	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2015	42
160	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2016	43
161	متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع لسنة 2017	44

مقدمة

المقدمة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية من بين أهم مكونات النظام المالي، والتي تعمل على توفير التمويل اللازم للعديد من الاستثمارات التي من شأنها أن تساهم في عملية النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية.

لذا فإن وجود سوق للأوراق المالية يعد فرصة هامة جدا لكل مستثمر يسعى للتقليل من خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات المالية المناسبة من حيث الربحية والمخاطرة، وقد اتسع دور أسواق الأوراق المالية في تمويل قطاع الأعمال وتعززت مساهمتها في دعم عجلة التنمية الاقتصادية، ومنه أصبح وجودها ضروريا ولا يمكن الاستغناء عنها.

ونظرا لهذه الأهمية التي تكتسبها أسواق الأوراق المالية سارعت معظم الدول العربية لإنشاء هذا النوع من الأسواق، ورغم مرور مدة زمنية معتبرة على إنشائها في معظم الدول العربية وبأسس تشريعية وتنظيمية متقدمة، إلا أن الكثير منها لم تحقق الأهداف المرجوة من إنشائها، حيث أن أدائها يكشف على أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي حالت دون تحقيق الفعالية والكفاءة المطلوبتين، مما أدى ذلك إلى ضعف دورها الاقتصادي والتمويلي خاصة ، ما دفع القائمين عليها بتكثيف الجهود للنهوض بها وتنميتها. في مصر تم إنشاء سوق الأوراق المالية في نهاية القرن التاسع عشر واستمرت هذه السوق في أداء دورها إلى أن أصبحت من الأسواق المعروفة في المنطقة العربية بكفاءة وفعالية أدائها، إلا أنها مازالت تعاني العديد من المعوقات التي تعترض نموها وتحول دون تطورها لمواكبة البورصات العالمية.

أما بالنسبة للجزائر تم إنشاء سوق الأوراق المالية متأخرا نوعا ما مقارنة بمصر والدول العربية الأخرى، حيث أصبحت مضطرة لإنشائها من أجل البحث عن مصادر لتمويل مختلف المشاريع التنموية وهذا بعدما أصبحت الدولة عاجزة عن توفير التمويل اللازم لها، لكن إنشاء هذه الأسواق كان بطيئا جدا وواجه العديد من العراقيل والصعوبات على أرض الواقع، فبالرغم من الجهود المبذولة إلا أن أداء بورصة الجزائر لا يزال ضعيفا جدا ويحتل مراتب متأخرة مقارنة بالبورصات العربية الأخرى.

❖ إشكالية الدراسة:

انطلاقا مما سبق، فإن إشكالية بحثنا تتمحور حول التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي آليات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؟

وللإجابة على هذه الإشكالية الرئيسية ارتأينا أن نطرح مجموعة من التساؤلات الفرعية التي تساعدنا في الإجابة عليها:

- ماهي الإصلاحات التي قامت بها الدول العربية في سبيل تطوير أسواقها المالية وتعزيز الروابط فيما بينها؟

- كيف يمكن أن نقيم عمليات تمويل التنمية في سوقي مصر والجزائر؟

❖ فرضيات الدراسة:

بعد صياغة إشكالية هذه الدراسة ووضع الأسئلة الفرعية سنقوم بصياغة بعض الفرضيات التي تعتبر كإجابات مسبقة عنها:

- قامت الدول العربية بإصلاحات قيمة وفعالة في سبيل تطوير أسواقها المالية وتعزيز الروابط فيما بينها؛

- يعتبر أداء سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية نشطا وفعالا في جمع المدخرات وتوفير التمويل اللازم لعملية التنمية.

❖ أهمية الدراسة:

من المعلوم أن أهمية أي دراسة تتوقف على أهمية الظاهرة التي يتم دراستها، وعلى قيمتها العلمية وما يمكن أن تحققه من مزايا يمكن الاستفادة منها وما يمكن أن تخرج به من نتائج يمكن الاستناد إليها لاحقا، وعموما تكمن أهمية هذه الدراسة فيما يلي:

- توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة لتنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي عن طريق الأدوات المالية سواء التقليدية منها أو الحديثة؛

- تستقي الدراسة أهميتها من أهمية الموضوع نفسه فموضوع أسواق الأوراق المالية العربية يعد مسألة ذات أهمية كبيرة وتطويرها ضرورة ملحة، وذلك لجعل تلك الأسواق تؤدي دورها بفعالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية مما يجعلها تحل مكانة بارزة في اقتصاد كل دولة عربية؛

- ستعتبر هذه الدراسة في هذا المجال مرجعا هاما للطلبة والدارسين في هذا الموضوع مستقبلا.

❖ أهداف الدراسة:

تكمن أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- إبراز أهمية الأسواق المالية في توفير الموارد المالية اللازمة لنشاط المؤسسات بما يخدم استراتيجيات التنمية الاقتصادية وذلك من خلال التعريف بهذه الأسواق؛
- الإحاطة بواقع بعض أسواق الأوراق المالية العربية وعلى رأسها سوقى مصر والجزائر من خلال التعرف على تطور أدائها خلال الفترة (2010-2017)؛
- تشخيص أهم العقبات والمشاكل التي تواجه بعض الأسواق المالية العربية ومنها سوقى مصر والجزائر والتي حالت دون تحقيق الفعالية والأهداف المرجوة من إنشائها؛
- الوقوف على الجهود المبذولة لإصلاح أسواق الأوراق المالية العربية.

❖ أسباب اختيار الموضوع:

- يعود اختيار هذا الموضوع لعدة أسباب منها ما هو موضوعي ومنها ما هو ذاتي نذكر منها:
- الارتباط الوثيق الموجود بين الموضوع وطبيعة الاختصاص "إدارة مالية"،
 - الأهمية الكبرى التي تكتسبها أسواق الأوراق المالية اليوم في تطوير اقتصاديات الدول وتوفير الأموال اللازمة لتمويل مختلف المشاريع التنموية؛
 - اهتمامنا الشخصي باكتساب معرفة معمقة حول الموضوع؛
 - الرغبة في تقديم دراسة تساعد مستقبلا الباحثين في هذا المجال.

❖ منهج الدراسة:

الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع انطلاقا من التعرف عليه وصولا إلى الإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية سيتطلب منا استعمال **المنهج الوصفي** المتبع في الدراسات الاقتصادية المتعلقة بتقديم الأسواق المالية بشكل عام ودورها في تمويل النشاط الاقتصادي والتعرض لمختلف جوانب أسواق الأوراق المالية العربية من خلال ذكر أسباب ضعفها وتقديم اقتراحات لتطوير وتعزيز هذه الأسواق، كما سيتم استخدام **المنهج التحليلي** عند رصد مختلف تطورات الأداء للسوق المالي في مصر والجزائر، ومحاولة تحليل وتفسير أسباب ذلك من أجل الوصول إلى حلول واقتراحات لتفعيل أدائهما مستقبلا،

بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة وذلك من خلال اختيار دراسة حالة كل من سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية.

وتم تكوين الإطار النظري للبحث بتجميع المادة العلمية المتعلقة به من كتب، دوريات، ملتقيات، وأبحاث ومقالات منشورة بمختلف اللغات، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية الرسمية لبعض أسواق الأوراق المالية العربية و موقع صندوق النقد العربي.

❖ حدود الدراسة:

- **الحدود المكانية:** تمثلت في إلقاء نظرة على بعض أسواق الأوراق المالية العربية، ثم حصر الدراسة التطبيقية على سوقي الأوراق المالية لكل من مصر والجزائر؛
- **الحدود الزمانية:** حددت الفترة الزمنية لدراسة واقع سوق الأوراق المالية في كل من مصر والجزائر وآليات تفعيلها خلال الفترة الممتدة من 2010-2017؛
- **الحدود الموضوعية:** تمحورت حول دراسة حالة بعض أسواق الأوراق المالية العربية، ثم اقتصر الدراسة في الجانب التطبيقي على سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية، حيث سيتم عرض واقع هاتين السوقين، ثم إبراز مختلف المعوقات التي تقف عائقا أمام تطويرهما، واقتراح آليات لتفعيل أدائهما في الاقتصاد.

❖ الدراسات السابقة:

بعد البحث اخترنا الدراسات الآتية:

- **سميحة بن محياوي (2015/2014):** رسالة دكتوراه في العلوم التجارية بعنوان "دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة. تناولت الباحثة في هذه الدراسة الإطار النظري وبعض المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية، بالإضافة إلى تطرقها لأسواق المال العربية وكيفية نشأتها وأدائها خلال الفترة من 2007-2013، كما ألقت الضوء على مدى إسهام أسواق الأوراق المالية العربية في تمويل التجارة العربية ومساهمة صندوق النقد العربي في برنامج تمويل التجارة العربية خلال (2005-2013)؛
- **نورين بومدين (2015/2014):** رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بعنوان "صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف. تناول الباحث الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية والإطار الهيكلي

لها ومختلف المتعاملين فيه، كما قام بتحليل واقع أسواق الأوراق المالية العربية إبتداء من ظروف نشأتها وصولاً لتقييم أدائها اعتماداً على بعض المؤشرات، وخلص في الأخير إلى أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، حيث استعرض التجربة المالية كنموذج يقتدى به في هذا المجال؛

- **امر بن حاسين (2013/2012):** رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بعنوان "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر. تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية مبرزاً مفاهيم وطبيعة عمليات سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تقييم وأساليب تحديد الأسعار في البورصة، كما تناول كفاءة سوق الأوراق المالية مبرزاً مفاهيم وصيغ ودور المعلومات في كفاءة سوق الأوراق المالية، بالإضافة لتركيزه على واقع أسواق الأوراق المالية في الدول النامية وأهم معوقات نموها وأساسيات تطويرها والرفع من كفاءة أدائها؛

- **رشيد بوكساني (2006/2005):** رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بعنوان "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر. تناول الأستاذ بوكساني الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية، حيث تطرق إلى الملامح الأساسية للأسواق المالية وكذا كفاءة أسواق الأوراق المالية، ومختلف المؤشرات المتعلقة بتحليل أدائها إضافة إلى انعكاسات العولمة المالية على أدائها، كما تناول في هذه الدراسة أيضاً واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها خلال الفترة الممتدة من (1999-2003)، وخلص في الأخير إلى إبراز مختلف العوائق والصعوبات التي تواجهها البورصات العربية وتحديد بها عن أداء دورها بفعالية، واقترح مجموعة من الآليات لتحسين وتطوير أدائها وجعلها أكثر فعالية في الاقتصاد.

❖ هيكل الدراسة:

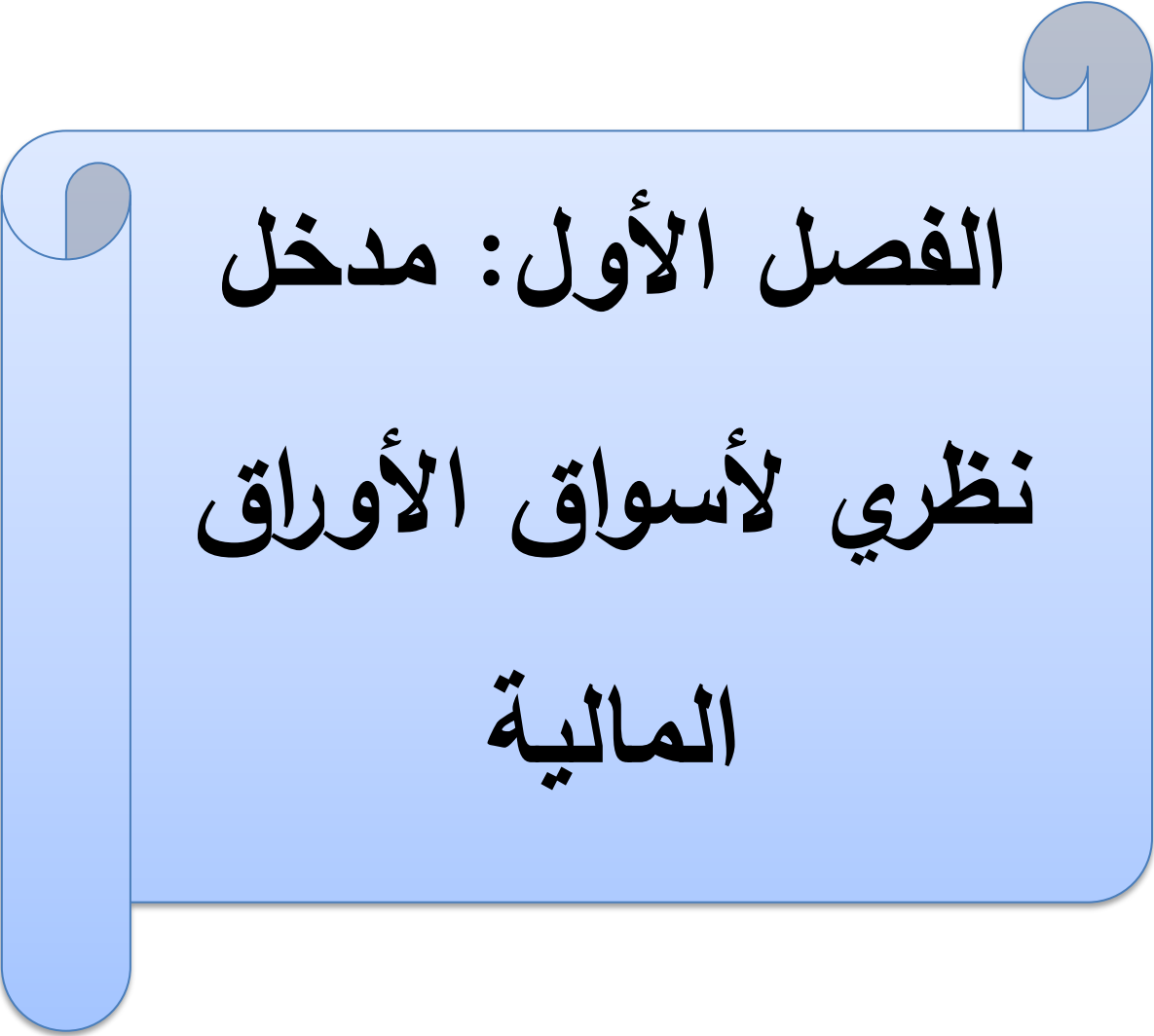
من أجل الإحاطة بكل جوانب دراستنا ارتأينا تقسيمها إلى ثلاثة فصول، فصلين نظريين، وفصل ثالث يخص الجانب التطبيقي، بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة.

حيث سنتطرق في **الفصل الأول** لمدخل نظري لسوق الأوراق المالية وهذا بغية التعرف على نشأتها، مفهومها، خصائصها وتنظيمها وهذا من خلال المبحث الأول، أما المبحث الثاني سوف نتناول فيه مختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ثم يأتي المبحث الثالث بعنوان كفاءة سوق

الأوراق المالية ومؤشراتها سنتعرف فيه على مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، مستوياتها، مفهوم المؤشرات، كيفية بنائها وأهم مؤشرات البورصة العالمية.

أما **الفصل الثاني** فسنتناول فيه أسواق الأوراق المالية العربية وآليات تفعيلها، حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث؛ المبحث الأول سنتطرق فيه لواقع أسواق الأوراق المالية العربية، أما المبحث الثاني فسنتناول فيه مختلف معوقاتها وتطوير أدائها منها ما تتعلق بالإطار التشريعي، التنظيمي، الهيكلي وأخرى تتعلق بمتغيرات اقتصادية، والمبحث الثالث فسنستعرض فيه سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتعزيز الروابط فيما بينها.

أما **الفصل الثالث** والأخير فستكون عبارة عن دراسة تطبيقية على بورصتي مصر والجزائر، حيث سيتطرق هذا الفصل إلى مبحثين اثنين، سيخصص المبحث الأول لمعرفة الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010-2017)، أما المبحث الثاني فسيتناول أداء سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية كل على حدة خلال الفترة ما بين (2010-2017)، مبرزين أهم المعوقات التي تواجه هذين السوقين مع التطرق إلى مختلف الآليات والمقترحات من أجل النهوض ومواكبة التطورات الحاصلة في البورصات العالمية.



الفصل الأول: مدخل نظري لأسواق الأوراق المالية

تمهيد:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا بارزا وفعالا في الاقتصاد، فهي تعد أحد المصادر المهمة التي لديها فرص استثمارية لوحدات الفائض النقدي وللقطاعات التي لديها سيولة غير مشغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية، فهي بمثابة سوق مثالي تتحقق فيه المنافسة الحرة، وتتحدد فيه الأسعار وفق لقانون العرض والطلب، كما أنها تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات المالية تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، كما أنها تمكن أصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وكذلك بيعها في السوق الثانوي، فهي بهذا تؤدي دورا جديا مهما في الحياة الاقتصادية مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري. ومن هنا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها، إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب، كما أن تقبلها ورواجها يقتضي توفير الكم والكيف اللازمين من المعلومات حتى تكون محل ثقة ويمكن للمستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة.

ومن هذا المنطق استوجب علينا تحديد الإطار العام لفهم وتحليل أسواق الأوراق المالية، وقصد التعرف أكثر عليها سوف نتطرق في هذا الفصل الإطار النظري لها، حيث قسمناه إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها.

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال الذي يعد بدوره أحد قسيمي السوق المالي، حيث أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به الأخيرة من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية

يرتبط مفهوم أسواق الأوراق المالية بما يوفره من رؤوس أموال لغرض إنتاج السلع والخدمات اللازمة للاقتصاد، ولقد كان لانتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض أثرا في إيجاد حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، مما أدى إلى ظهور وتطور أسواق الأوراق المالية.

أولاً: نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية

1. نشأة أسواق الأوراق المالية:

يرجع العديد من الباحثين والاقتصاديين أن أول ظهور للأسواق المالية كان عند الرومان في القرن 15 قبل الميلاد حيث أنشأوا ما يعرف بسوق collegium mercatorium، وأنشأ اليونانيون في أثينا القديمة السوق العظيمة المسماة Emproium في نفس الفترة. ثم شرعت بورصات البضائع بالظهور منذ القرن 14 ميلادي في المدن الأوروبية كبورصة البضائع في فرانكفورت¹. ويعود أصل كلمة بورصة إلى اسم العائلة Vander Bursen (فاندر بورز) البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كانت فندقها بمدينة Bruges مكان لالتقاء التجار المحليين في القرن 15، حيث أصبح رمزا لسوق الأموال وبورصة للسلع². ويعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة السيد (فاندر بورز)، وفي عام 1595 ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة باريس لم تحظى بالأهمية القصوى إلا بدءا من عام 1739.

أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن 17 حيث ارتبطت عضويا مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى، وكذلك بورصة وول ستريت الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن 17، ولمدة طويلة بقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن ومع

¹. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة 01، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص39.

². بومدين نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014، ص105.

بداية القرن العشرين كانت هناك زيادة ملحوظة للشركات الصناعية المسجلة في مختلف البورصات العالمية¹.

2. تطور أسواق الأوراق المالية:

لقد مرت أسواق الأوراق المالية خلال تطورها بالعديد من المراحل نلخصها فيما يلي²:

- **مرحلة إنشاء بورصات البضائع:** إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدهار السكان فيها، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويلاً منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فاقترض وجود سوق عالمي للإتجار بالمنتجات التجارية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سمووا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، فقد أنشأت أول بورصة في باريس عام 1304 وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام عام 1608.

- **مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:** بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكميات والسحوبات الأذنية، حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا كان التعامل في سندات الائتمان سنة 1688م، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599م.

- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى الأرصفة:** حيث أصبح المتعاملون في الأوراق المالية يديرون معاملاتهم على الأوراق المالية على قارعة الطريق القريبة من بورصة البضائع والمقاهي.

- **مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:** صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية المستقلة، أدى إلى ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها³.

3. العوامل المؤدية إلى نشأة أسواق الأوراق المالية: وهي⁴:

- **الانقلاب الصناعي:** أدى الانقلاب الصناعي في أوروبا وتحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير إلى ظهور الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات؛
- **زيادة السكان:** إن انتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدهارها بالسكان احتاج إلى تمويلها بالمواد الغذائية، فأقتضى ذلك وجود أسواق عالمية للإتجار في الحاصلات الزراعية.
- **اقتراض الشركات:** لجوء الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات للدائنين على أساس أنها رهون يمكن أن تباع في أي وقت رغبة من هذه الشركات في زيادة رأس مالها والتوسع في مشاريعها؛
- **ضخامة المشروعات:** صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات وضخامة رأس مالها، فظهرت الحاجة الملحة للتمويل ولهذا أنشأت شركات المساهمة.

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور اقتصاد إسلامي، الطبعة 01، دار النفائس للنشر والتوزيع،

الأردن، 2009، ص، ص 33، 44.

² - يومدين نورين، مرجع سبق ذكره، ص، ص 8، 9.

³ - المرجع نفسه، ص 9.

⁴ - شعبان محمد إسلام البوراوي، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001، ص - ص 32 - 34.

ثانياً: تعريف أسواق الأوراق المالية:

قبل التطرق لتعريف سوق الأوراق المالية نود أولاً الإشارة لمفهوم السوق، حيث يمكن التمييز بين التعريف اللغوي والاصطلاحي كما يلي:

1. تعريف السوق:

1.1. تعريف السوق لغة:

مما تقدم يتبين أن الأسواق لغة هي "المكان الذي تساق إليه السلع حيث يجتمع فيه الطالبون (المشترون) والعارضون (البائعون) فيتبادلون السلع بالسلع أو السلع بالنقود"، فكلما الأسواق في اللغة تطلق على مكان جغرافي محدد تباع فيه السلع وتشتري كما تعرض فيه الأعمال والصنائع.¹

2.1. السوق اصطلاحاً: إذا كانت كلمة السوق تطلع على موضع البيع والشراء فإنها قد استخدمت في معنى أوسع من ذلك بكثرة، حيث تم تعريفها بأنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لسلعة معينة، غير أن وحدة المكان ليست شرطاً أساسياً لقيام الأسواق".

كذلك عرفت بأنها: "وسيلة تجمع بين البائعين والمشتريين، بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر".

3.1. التعريف الاقتصادي للسوق: "هي مجموع البائعين والمشتريين لسلعة معينة، أو لعناصر الإنتاج، في فترة زمنية معينة، ومنطقة معينة، وعلى اتصال وثيق بينهم".²

2. تعريف أسواق الأوراق المالية:

هناك العديد من التعريفات لأسواق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي: "هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل الأسواق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. ومع التقدم التكنولوجي للحسابات وشبكات ووسائل الاتصال، قلت أهمية التواجد في مقر أسواق الأوراق المالية المركزية".³

كما عرفت: "هي المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي".⁴

¹ - ابن منظور، لسان العرب، دار صادر، ج10، ص166، مادة(سوق)، ابو بكر الرازي، مختار الصحاح، دار المعارف، القاهرة.

² - زكريا شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص26.

³ - محمد أحمد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة 01، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص 22.

⁴ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار اسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص7.

وتعرف أيضا: " تمثل الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والراغبة بالاستثمار ووحدات العجز المالي التي بحاجة إلى الأموال لاستثمارها عبر فئات متخصصة عاملة في الأسواق شرط توافر قنوات اتصال فعالة"¹.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج أو وضع تعريف ملم وشامل لأسواق الأوراق المالية وهو كما يلي: "هي عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث يقوم بعملية التداول مجموعة من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات وبذلك تكون هذه الأسواق حيزا لالتقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تحدد الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب".

3. شروط إنشاء الأسواق المالية: لكي يتم إنشاء أسواق مالية فعالة لابد من توفر الشروط التالية:²

- ❖ اعتماد آليات الأسواق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي سواء في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية وتكون السياسة النقدية والمالية للدولة في هذا الاتجاه أيضا؛
- ❖ وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل بالأسواق المالية والرقابة عليه ولها القدرة التنظيمية والصلاحيات في إنجاز أعمالها بسهولة وسرعة؛
- ❖ اعتماد معايير المحاسبية الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية ووجود شركات ومكاتب محاسبة وتدقيق كفؤة وملتزمة بأخلاقيات المهنة؛
- ❖ توفر بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليون القادرون على عمليات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات والأخبار في وقتها؛
- ❖ إيجاد تشريعات وتعليمات لتوجيه الشركات تحدد العلاقة بين المالكين والإداريين بهدف حماية المستثمرين في الأسواق المالية.

ثالثا: خصائص أسواق الأوراق المالية

لأسواق الأوراق المالية مجموعة من الخصائص نلخصها كالآتي:³

- التداول في أسواق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
- التداول في أسواق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية، بالإضافة الى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر لهم؛
- نظرا للمرونة التي تتميز بها الأسواق وإمكانية الاستعانة بتكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية بأنها أسواق واسعة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العام في نفس الوقت.

¹ - حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية ادائها المالي وآثارها في سوق الأوراق النقدية، الطبعة 01، دار البارودي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 76.

² - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009، ص 39.

³ - جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 01، دار الصفاء للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2002، ص 56.

المطلب الثاني: مكونات أسواق الأوراق المالية، وظائفها وأهميتها

إن تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة، قد حمل تنوعاً متزايداً من حيث المكونات والوظائف والأنواع، كما تزايدت الأهمية الاقتصادية لها، وسنوضح كل ما سبق فيما يلي:

أولاً: مكونات أسواق الأوراق المالية وأنواعها

الأسواق المالية متنوعة بشكل كبير، ولهذا تصنف إلى فئات واسعة التنوع، وأحد هذه التصنيفات هو بالاستناد إلى تواريخ استحقاق الموجودات، ولهذا فإن السوق المالية تنجز إلى:

1. المكونات: لأسواق الأوراق المالية مجموعة من المكونات تتمثل في:¹

1.1. الأسواق النقدية: هي الأسواق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الأجل وتسمى سوق السيولة، وهناك أهمية لهذه الأسواق في تنفيذ السياسة النقدية للدولة وغالباً ما تباع أدواتها بخصم من قيمتها الاسمية، وهي تتصف بدرجة عالية من الأمان، وأن تواريخ استحقاقها تقل عن سنة، والأوراق المالية الرئيسية للأسواق النقدية هي حوالات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع، والحوالات المصرفية المقبولة. ومن مؤسسات الأسواق النقدية: البنوك التجارية، البنوك المركزية، الشركات المالية، الشركات الكبيرة: (شركات التأمين، صناديق التقاعد، الصناديق المشتركة)²، حيث يتولى الجهاز المصرفي في الدولة عمليات الأسواق النقدية، حيث يقوم البنك المركزي بنوعين من العمليات:³

- الإقراض المباشر للحكومة بأسعار فائدة رمزية؛
- النيابة عن الحكومة في إصدار وترويج وتغطية الاكتتاب لما تصدره وزارة المالية.

2.1. أسواق رأس المال:

تعرف هذه الأسواق بأنها: "تلك الأسواق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات لأوراق مالية طويلة الأجل أيضاً، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعاً من الأسواق النقدية لكنها أكثر تنظيماً حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة"⁴.

2. أنواع أسواق الأوراق المالية: يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى:

1.2. التقسيم على أساس التعامل: وفقاً لهذا المعيار تقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين:⁵

أ. **الأسواق الأولية (أسواق الإصدار):** وهي الأسواق التي يتم فيها بيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم شركات قطاع الأعمال بطرح سندات أو بيع الأسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمار

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة 01، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 140.

² - زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص 47.

³ - فليح حسن خلف، **النقد والبنوك**، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص - ص 212 - 214 .

⁴ - حسين بن هاني، **الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)**، الطبعة 01، دار الكندي، عمان، 2002، ص 15.

⁵ - هوشيار معروف، **الاستثمار والأسواق المالية**، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص - ص 60 - 63.

الثابت، وهنا تقوم المؤسسات المالية والبنوك بطرح هذه الأوراق، أو هي الأسواق التي تحصل منها الشركة على الموارد المالية لتمويل استثماراتها عندما تطرح أصولها المالية.

ب. **السوق الثانوي (سوق التداول):** هو السوق الذي تتداول فيه الأسهم والسندات بعد إصدارها، بمعنى آخر هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على الأسهم والسندات التي تم إصدارها ويكون تداولها بين المستثمرين وفيها تقوم المؤسسات المالية مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة.

2.2. التقسيم على أساس التنظيم: وفقا لهذا المعيار تنقسم أسواق الأوراق المالية الى قسمين هما:¹

أ. **الأسواق المنظمة:** هي تلك الأسواق التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان عادي محدد مع ملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام.

ب. **الأسواق غير المنظمة:** يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات أو المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة وترجع هذه التسمية تاريخيا إلى أن البنوك كانت تتولى دور الوسيط الأساسي في عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها إذ تتم من خلال شبكة اتصالات التي تربط بين السماسرة والتجار المعنيين ليختاروا من بينهم من يقدم أفضل سعر.²

2.3. التقسيم وفقا لأطراف التعامل: وفقا لهذا المعيار تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين هما:³

- **الأسواق الثالثة:** هو قطاع من الأسواق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهم على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق بأي كمية مهما كان حجمها وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء الأسواق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذه الأسواق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأحوال المؤتمرين عليها التي تديرها البنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في الأسواق المنظمة.

- **الأسواق الرابعة:** يقصد بها المؤسسة الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف أو الحاسوب ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل فيها.

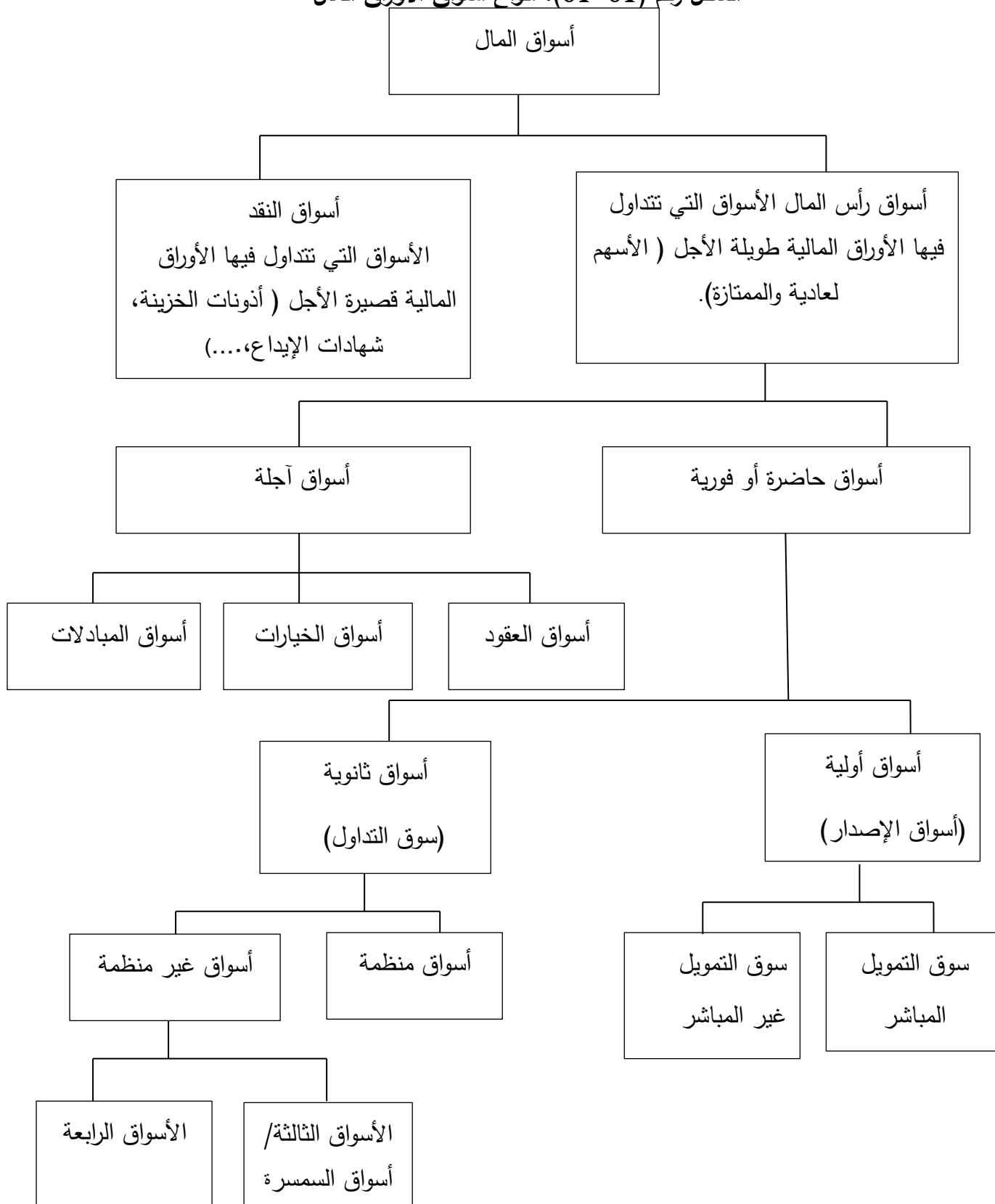
¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الاسكندرية، مصر، 2012، ص 95.

² - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة 01، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن،

2010، ص 36.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 68.

الشكل رقم (01-01): أنواع أسواق الأوراق المال



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2010، ص145.

يتضح من الشكل رقم (01-01): أن أسواق الأوراق المالية تنقسم إلى نوعين، سوق النقد وسوق رأس المال، حيث أن سوق النقد يتم فيها تداول الأوراق التجارية قصيرة الأجل أما أسواق رأس المال هي التي يتم على مستواها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، وهو بحد ذاته ينقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة، التي تنقسم إلى أسواق العقود، أسواق الخيارات وأسواق المبادلات. أما السوق الحاضرة فتتقسم إلى أسواق أولية (سوق الإصدار)، تنقسم بحد ذاتها إلى سوق التمويل المباشر وسوق التمويل غير المباشر، والنوع الثاني للأسواق الحاضرة يتمثل في أسواق ثانوية (سوق التداول) فتتقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة التي تنقسم بطبيعتها إلى السوق الثالث والرابع وسوق السمسرة.

ثالثا: وظائف أسواق الأوراق المالية

تقوم أسواق الأوراق المالية بعدة وظائف تتمثل في¹:

1. الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار:

تشمل الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار فيما يلي:

- ❖ تأسيس شركات مساهمة جديدة وبهذا تعد أسواق الإصدار من إحدى الركائز المهمة في النشاط الاقتصادي والتي يصعب من دونها النهوض بعملية التنمية؛
- ❖ تعتبر هذه السوق آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية كذلك نقل حركة رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي ومن خلال هذه الوظيفة فإنها تقوم بأداء دورين هما:
- إتاحة الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم وتوفير مصادر تمويل متعددة للمنتجين وذلك بهدف تمويل مشروعاتهم أو للتوسع فيها؛
- القيام بتوزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي أصحاب العجز المالي.
- ❖ تلعب هذه الأسواق دورا مهما يتمثل في كونها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية إلى الاستثمار الحقيقي من خلال إقامة أو التوسع في أصول رأسمالية منتجة، عوضا عن مجرد توظيفها في استثمارات سلبية مثل شراء العقارات أو الذهب.

2. الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول: نلخص الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول فيما يلي :

- ❖ تنهض هذه الأسواق بتوفير السيولة السريعة للمستثمرين في الوقت الذي يحتاجون إليها، وذلك يتم من خلال تسهيل بيع الأوراق المالية التي بحوزتهم، حيث تعتبر هذه المهمة من أبرز الوظائف لهذه الأسواق؛
- ❖ تمكين المستثمرين من حرية الاختيار فيما يخص تكوين محافظهم المالية؛
- ❖ تعمل هذه الأسواق على ضبط الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية وفقا لقانون العرض والطلب، وكذلك الحد من التعاملات الوهمية التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار؛

1- امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص- ص 16-18.

❖ تؤدي أسواق التداول إلى زيادة سيولة وسلامة قيمة الاستثمار الأصلي بما تسمح به من بيع واستهلاك للأوراق المالية المصدرة من طرف المشروعات دون المساس بأصولها الرأسمالية.

رابعاً: أهمية أسواق الأوراق المالية: وتتمثل في:¹

- اكتشاف الأسعار: فالأسواق المالية توفر الوسائل اللازمة لتعامل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي، أو بتغير آخر معدل العائد المطلوب؛
- توفير أوعية استثمارية مختلفة للمستثمرين: يؤدي زيادة حجم ونشاط الأسواق إلى زيادة الاختيارات أمام المستثمرين حيث يكون أمامهم الاستثمار في البنوك أو الاستثمار العقاري أو في الأسهم والسندات وغيرها؛
- المسؤولية عن نقل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة إلى قطاعات العجز: وذلك من خلال تسهيل مهمة الدخول إلى الأسواق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات وتحويلها إلى وحدات العجز بهدف المساهمة في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادية؛
- تغيير أداة أو مؤشرات الحالة الاقتصادية: حيث تساعد أسواق الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار.²

المطلب الثالث: تنظيم أسواق الأوراق المالية

تقوم أسواق الأوراق المالية بتشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به أسواق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم أسواق الأوراق المالية نتطرق إلى العناصر التالية:

أولاً: نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية

يشترط في الأسواق المنظمة أن يتم تداول الأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل قاعدة التعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدات لتغيير الأسعار كلما كان ذلك ضرورياً وتحدد الهيئة المشرفة على أسواق هذه الوحدات. ومن خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام التشغيل لبورصة الأوراق المالية هي كما يلي:

- قاعدة التداول: وهو المكان المخصص للتداول.³

- الوسطاء المرخص لهم العمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة⁴، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

1- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات، الطبعة 01، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 25.

2- دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص، ص 41، 42.

3- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 29.

4- محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة 02، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001، ص 55.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في الأسواق المالية، وكذلك بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته¹.

- طرق التداول بأسواق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:²

- **طريقة المفاوضة:** وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية؛
- **طريقة المزيدة:** وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري هذا ويتم الاعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسليم الفعلي وتظهر هذه ضمن حجم التداول.

ثانيا: المتعاملون في أسواق الأوراق المالية: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة:

1. تصنيف المتعاملين حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف إلى أربعة مجموعات رئيسية:³

1.1. المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك فهي تهتم بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على الأسواق؛

2.1. المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة في الأسواق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات الأسواق وعادة ما يحققون خسائر؛

3.1. المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوحيد الأسواق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالأسواق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين؛

4.1. المستثمرون: وهم الأفراد الذين يهدفون إلى تحقيق الربح عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية.

2. تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين: يمكن تقسيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية إلى:⁴

2.1. العارضون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة.

¹ - محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص 56.

² - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 30.

³ - المرجع نفسه، ص 32.

⁴ - محمود أمين زويل، **بورصة الأوراق المالية**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 51.

2.2. الطالبون لرؤوس الأموال: يقصد بالطالبين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية وبأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد **الوسطاء الماليون** وهم صناع ومحررو الأسواق وهم السماسرة ووكلاء التبادل، صناديق الاستثمار، المراقبون.

ثالثا: أوامر وشروط الدخول إلى البورصة : وتشمل ما يلي:

1. أوامر البورصة: وهي "عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، لهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر. حيث تعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه بطريقة جيدة من طرف الوسيط وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر"¹.

وهناك عدة أوامر في أسواق الأوراق المالية نذكر منها:²

- الأوامر المتعلقة بالسعر الأحسن سواء في الشراء أو البيع؛
- الأوامر بالسعر محدد وتحدد بين السعر الأعلى والسعر الأدنى؛
- الأوامر المرتبطة بالشرط حيث يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراق مالية معينة بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا والعكس صحيح في عملية التنازل. كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع؛
- أوامر السوق وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى العرض والطلب وهو الأكثر دقة وشيوعا.

2 . شروط الدخول إلى البورصة : تتطلب ما يلي:³

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم؛
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في أسواق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات؛
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في أسواق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

¹ - شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 65.

² - زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص 191.

³ - P. Monnier , Les marches boursiers , 3eme édition, verrouille ; paris, France, 1997, p.p. 28,29.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.

تتوفر أسواق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات وأوراق مهجنة تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وسيتم التطرق إليها في هذا المبحث.

المطلب الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم أحد أصناف الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق، ويُندرج تحت هذا الصنف عدة أنواع وتتميز بالعديد من الخصائص لأهميتها الكبيرة ودورها الفعال في تنشيط أسواق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف الأسهم ومختلف قيمه

1. تعريف الأسهم: "هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموماً مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها"¹.

وقد عرفه بعضهم بأنه: "الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة من هذه الأسهم"². ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السهم هو: "أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول ولحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصة في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم".

2. القيم المختلفة للسهم: للسهم قيمة دفترية وقيمة سوقية وإسمية وتتمثل فيما يلي:³

1.2. القيمة الإسمية: تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وهي أيضاً القيمة التي ظهر بها السهم في أول إصداره، فهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس والقانون النظامي للشركة، وقد يحدد القانون مبلغ كحد أدنى للقيمة الإسمية؛

2.2. القيمة الدفترية: وتمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، وبذلك فهي تعتبر مؤشراً ضعيفاً لقيمة الأسهم؛

2.3. القيمة السوقية: وهي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوي للأوراق المالية فقد تكون أكثر من القيمة الإسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض والطلب، لذا فهي تتميز بالتقلب وذلك حسب عدة عوامل.

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة 01، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 77.

² - علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة 01، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 32.

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 5، ص 6.

ثانياً: خصائص الأسهم

هناك مجموعة من الخصائص التي تميز السهم عن غيره من الأوراق المالية ونذكر منها ما يلي:¹

1. **خاصية القابلية للتداول:** تتوفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية من خلال هذه الخاصية، حيث تجعل بالإمكان التنازل عن هذا السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة؛
2. **خاصية متساوية القيمة:** تعني هذه الخاصية أنه حين تقوم شركة المساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى؛
3. **خاصية المسؤولية المحددة للمساهمين:** تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

إضافة إلى ما سبق هناك مجموعة من الخصائص الأخرى نذكر منها ما يلي:²

- الأسهم يمكن أن تكون مملوكة ملكية خاصة عن طريق شخص واحد أو عن طريق مجموعة من المستثمرين، أو تكون ملكية عامة من طرف مؤسسات استثمارية؛
- للسهم قيم مختلفة، القيمة الاسمية التي يتم الاكتتاب بها لأول مرة والقيمة الدفترية والتي يمكن حسابها عن طريق قسمة حقوق المساهمين العاديين على عدد الأسهم القائمة، وكذلك قيمة التصفية للسهم وهي نصيب السهم عند تصفية أصول الشركة؛
- لأصحاب الأسهم حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم الشركة الجديدة وتسمح لهم بشراء أسهم إضافية بأسعار أقل من سعر السهم في السوق؛
- لمالك السهم حق التصويت لانتخاب مجلس الإدارة وعلى بعض المواضيع الخاصة.

ثالثاً: أنواع الأسهم

للاسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة كما يلي:³

1. تقسيم الأسهم على أساس الشكل الذي تظهر به:

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها أو حسب الشكل الذي تظهر به إلى ثلاثة أنواع هي:

- 1.1. **أسهم اسمية:** أين يفيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، على أن يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد في سجلات المساهمين للشركة المصدرة عن تداول هذه الأسهم في البورصة؛

¹ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص، ص 78، 79.

² - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة 03، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص، ص 186، 187.

³ - خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003، ص 72.

2.1. أسهم لحاملها: وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد وبذلك فهي تشبه وإلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوّلها هو مالِكها؛

3.1. أسهم أذنية: وهي أسهم يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن وعليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

2. تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى عدة أنواع نذكر منها:

1.2. الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة؛

2.2. الأسهم العينية: هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن؛

3.2. الأسهم المجانية: تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمالها الأصلي.

3. تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

تنقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى نوعين هما:¹

1.3. الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه: "عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة ويأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق الأوراق المالية".

حاملو هذه الأسهم يمتلكون الشركة مثلهم مثل الشركاء في شركة الأشخاص ولديهم بعض الحقوق منها:

❖ يحق للمساهمين العاديين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج لها أصحابها قبل تصفيتها؛

❖ يحق لحامل السهم أن يكون مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛

❖ الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة؛

❖ لحملة الأسهم العادية الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكون حاليا فيها.

2.3. الأسهم الممتازة: يعرف السهم الممتاز على أنه: "سند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة

¹ - جهاد همام، إدارة الاستثمار الاطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة 01، دار أمجد للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص، ص 59، 60.

مقسومة على عدد الأسهم المصدرة والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في وقت لاحق¹.

وفي تعريف آخر: "هو السهم الذي يقع في مكان وسط بين الأسهم العادية والديون، حيث يتحدد له نسبة توزيعات أرباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم، ولكن لا يوجد التزام قانوني يدفع هذه التوزيعات وتدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها"².

يطلق على السهم الممتاز أيضا سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، ويتمتع حملة هذه الأسهم بالحقوق التالية:³

- حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، وهذا من شأنه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحاب هذه الأسهم للحصول على الأرباح؛
- حق الأولوية عند تصفية الشركة، فيستوفي قيمة السهم الممتاز أو جزء من هذه القيمة قبل سداد قيمة الأسهم العادية؛
- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة؛
- حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة؛
- يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء الأسهم الممتازة، بحيث تقوم بشرائها من أصحابها، ولا يقع هذا الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية.

المطلب الثاني: السندات

تحتاج الشركة لتمويل مشاريعها بالإضافة إلى الأسهم إلى نوع آخر من التمويل وهو الاقتراض وهذا من أجل بلوغ أهدافها في مواصلة النشاط وتوسيعه بأعلى كفاءة وبأكبر مردودية يتم هذا الاقتراض إما بصفة مباشرة من البنوك مقابل دفع فوائد سنوية، أو عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات.

أولاً: تعريف السند

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو وزارات المالية في الحكومات ويعرف على أنه:

" صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بوساطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات أو الحكومات أو فروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائنا لها، ويعطي لحملة السندات فائدة ثابتة سنويا، ولهم الحق استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين"⁴.

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة 01، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 42.

² - نادية أبو فخر وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، جامعة عين شمس، عمان، الأردن، 2005، ص 25.

³ - ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 40.

⁴ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 397.

ومنه نستنتج أن السند عبارة عن وثيقة لقرض، يتعهد المصدر لها بدفع قيمة القرض كاملة

لصاحب هذه الوثيقة، في تاريخ محدد، بفائدة محددة، ومن أهم المعلومات التي تصاحب إصدار السند:¹

- القيمة الاسمية وهي التي يتم بها إصدار السند لأول مرة في السوق الأولي؛
- أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمر وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً؛
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة؛
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية؛

ثانياً: خصائص السندات

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي²:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
- يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم خسرت ويترتب عليها الإفلاس إن عجزت عن دفعها؛
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛
- قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير؛
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق؛
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- لا يترك حامل السند في الجمعية العامة المساهمين ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له؛
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح أي أنها لا تخضع للضريبة؛
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها.

ثالثاً: أنواع السندات

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها لذا يمكن أن نميز بين السندات وفقاً لعدة معايير:³

1. تقسيم السندات من حيث درجة الضمان:

➤ **سندات مضمونة:** وهي التي يكون لحامل السند حق أو امتياز مثل رخص بعض الأصول الثابتة أو الأوراق المالية، أو تكون السندات مضمونة بواسطة الحكومة أو أي مؤسسة مالية أخرى تضمن الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة عليها؛

¹ - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998، ص 51.

² - ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 37، 38.

³ - محمد صالح الحناوي وآخرون، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 393.

➤ **سندات غير مضمونة:** وهي السندات غير المضمونة بأصل، أو جهة معينة عكس المضمونة.

2. تقسيم السندات حسب طريقة السداد:

- سندات تسدد عند ميعاد استحقاقها؛
- سندات تسدد قبل حلول موعد استحقاقها، حيث أنه قد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سندات المصدر قبل حلول ميعاد استحقاقها.

3. تقسيم السندات حسب آجال الاستحقاق:

تكون هذه الآجال إما قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، وهناك السندات الدائمة أي السندات التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

4. تقسيم السندات حسب جهة الإصدار:

- سندات خاصة أي صادرة عن الشركات الخاصة؛
 - سندات حكومية أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى؛
 - سندات دولية أي صادرة عن مؤسسات ومنظمات دولية.
- ## 5. تقسيم السندات حسب معدل الفائدة: نميز نوعان وهما:

- **سندات ذات معدل ثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض؛
 - **سندات ذات المعدل المتغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في الأسواق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية¹.
- مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

¹ - محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص 38، 39.

الجدول رقم (01-01): الفرق بين الأسهم والسندات.

السند	السهم
1. دين على الشركة.	1. جزء من رأس مال الشركة.
2. حامل السند دائن بقيمة السند.	2. حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته.
3. عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3. ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4. حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغير بشكل قانوني أو الاندماج الشركة في أخرى.	4. حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5. حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5. حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده وهو قابل للزيادة أو النقصان.
6. حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6. عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون بالكامل.
7. القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7. القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع منه وسعر الفائدة الجاري.
8. الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8. عائد الأسهم بعد توزيعها للأرباح يخضع للضريبة.
9. حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9. للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.
10. يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	10. يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.

المصدر: بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 65.

من خلال الجدول نلاحظ أن لكل من الأسهم والسندات خصائص تميزها وتساعد على التفريق بينهما فمثلا الأسهم تعتبر أداة ملكية أما السندات فهي أداة دين، كما أن صاحب السهم يحصل على عائد متغير يسمى الربح بقدر مساهمته في رأسمال الشركة، في حين صاحب السند يحصل على عائد ثابت يسمى الفائدة مهما كانت النتيجة التي تحققها الشركة خسارة أو ربح، كذلك حامل السهم له الحق في الإدارة وحضور

اجتماعات الجمعية العامة والاطلاع على مختلف البيانات والوثائق، في حين أن صاحب السند ليس له الحق في كل ذلك.

المطلب الثالث : الأوراق الهجينة والمشتقات المالية

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

أولاً : الأوراق الهجينة

سنحاول التركيز على تعريفها وأنواعها:

1. **تعريف الأوراق الهجينة:** "هي تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية وبين خصائص السندات والتي تمثل حق المديونية"¹.

2. **أنواع الأوراق الهجينة:**

يوجد نوعان نلخصها كالآتي:²

- **سندات المساهمة:** وهي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة أو عامة حيث يتحصل صاحبها على عائد ولا يوجد لها تاريخ استحقاق؛
- **سندات الاستثمار أسهم:** وهي أسهم عادية دون حق التصويت تقوم بإصدارها مؤسسات القطاع العام والخاص.

ثانياً: المشتقات المالية

1. **تعريف المشتقات المالية:** تعرف بأنها: "عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية"³. وتعرف أيضاً أنها:

"أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط من المخاطر بين الأسواق وأخيراً المضاربة"⁴.

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص 68.

² - عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص 68.

³ - حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، الطبعة 1، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 334.

⁴ - حمد مطر، أدوات الاستثمار: الإطار النظري و الأدوات العلمية، مؤسسة الوراق، الأردن، 1999، ص 262.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية.

2. أنواع المشتقات المالية:

للمشتقات المالية عدة أنواع منها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود الخيارات وعقود المبادلات، وسنتناولها فيما يلي:

1.2. العقود المستقبلية:

تتسم هذه العقود "بأنها عقود نمطية ويلتزم بمقتضى العقد الطرفان (البائع للعقد، والمشتري له) بإجراء تبادل السلعة أو الورقة المالية أو معدلات الفائدة أو الأصل في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد أي أنها بهذا الشكل تعتبر نقوداً آجلة ولكنها لها حجم وشروط نمطية فهي تختلف عن العقود الآجلة"¹.

وتتميز العقود المستقبلية بخصائص عديدة نذكر منها:²

- ❖ إن لعقود المستقبلات طرف يقبل أحدها بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني؛
- ❖ إن عقود المستقبلات عقود تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظومها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقاً، ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأصل تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم؛
- ❖ يقوم متاجر المستقبلات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستيفاء الأطراف بالتزاماتهم؛
- ❖ تحديد المجال الذي يسمح من خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغير ولتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبلات لأغراض المضاربة.

ويقتضي للتعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي:³

- **وحدة التعامل:** وهي تعني الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد، فالعقد يكون محدد الكمية؛
- **أشهر التنفيذ:** وهي أشهر تحدد لتداول العقود المستقبلية بين البائعين والمشتريين؛
- **شروط التسليم:** وهو الوقت الذي يعني قيام البائع بتسليم الموجود ويقوم المشتري بدفع قيمته واستلامه؛
- **حدود تقلب الأسعار:** وهي الحدود الدنيا لتغيرات السعر وتفرضها أسواق العقود وبتفاوت حسب الأصل محل التعاقد إلا أن مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لحد أقصى؛
- **حدود المراكز:** أي الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي تكون في حوزة مستثمر واحد؛

¹ - شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 170.

² - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص، ص 153، 154.

³ - رشام كهيبة، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة اكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2016، ص 47.

- **الحدود السعرية اليومية:** وهي حدود تكون بشكل أدنى وأعلى سعر تتم المتاجرة ما بينها خلال اليوم وتوضحه نشرة الأسعار اليومية؛
- **ساعات وأيام المتاجرة:** يتم تحديد أوقات للتداول في الأسواق المالية كما ويتم تحديد أيام العمل؛
- **الهامش:** وهو هامش يفرض من بيت السمسرة على البائع والمشتري لضمان حسن النية لكل منهما.
- 2.2. **العقود الآجلة:** "وهي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبليها يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا، ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم وهو السعر السائد والآخر بالسعر الآجل، يتساوى السعران وقت التعاقد"¹.
- وتتميز العقود الآجلة بمجموعة من الخصائص منها:
 - ليس لها شكل نمطي حيث أن الأصل موضوع العقد لا يكون نمطيا وقد لا يكون متجانسا ويتم الاتفاق على شروطها بين طرفي العقد؛
 - يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذه العقود وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها؛
 - يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الخيار الأمريكي.
- ومما سبق ذكره من خصائص العقود المستقبلية والعقود الآجلة يمكن رصد الفوارق بينها فيما يلي:

الجدول رقم (01-02): الفرق بين عقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- هي عقود مكيفة بالمدة والحجم وتاريخ التسليم.	- هي عقود معيارية (نمطية) في المدة والحجم وتاريخ التسليم.
- عدم إمكانية المتاجرة بالعقد مجانا.	- تكون المتاجرة بالعقود مجانا في الأسواق.
- الربح والخسارة في المركز يتم معرفتها فقط عند تاريخ التسليم.	- كل العقود تسوى بحسب السوق لمعرفة الربح والخسارة.
- الهامش في حالة واحدة يوم الصفقة الأصلي.	- الهامش يكون للصيانة ومستمر ضد تقلبات الأسعار.
- توجد مخاطر عدم التنفيذ.	- لا يتم التعامل بين البائع والمشتري بصورة مباشرة وإنما التعامل من خلال بيوت التسوية.
- يمكن أن يتم التعامل بها في السوق الموازية .OTC	- يتم التعامل في أسواق منظمة.
- أغلب تسويتها تتم بالتسليم الفعلي للأصل موضوع التعاقد.	- أغلبها تتم عن طريق المقاصة بمعرفة صافي العملية من ربح أو خسارة.

المصدر: شقيري نور موسى، مصدر سبق ذكره، ص، ص 170، 171.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 154.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه على الرغم من أن العقود الآجلة والعقود المستقبلية تعتبر كلاهما من المشتقات المالية إلا أن بينهما عدة اختلافات منها اختلاف من حيث النوع، من كيفية التعامل بها، الهامش والتسوية.

3.2. عقود الخيارات: "هي عقد بين طرفين مشتري الخيار ومحرر الخيار ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري أو أن يبيع من أو إلى محرر الخيار عددا من وحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على أن يتم التنفيذ لاحقا، ويكون المشتري مخيرا في أن ينفذ بنود العقد أو لا ينفذ العقد أما البائع فيكون ملزما بالتنفيذ إذا رغب مشتري الخيار بذلك، على أن يدفع مشتري الخيار لمحرر الخيار مكافأة (علاوة) مالية غير قابلة للرد، كما أنها ليست جزءا من الصفقة"¹.

ويمكن توضيح مفاهيم عقود الخيار من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01-03): مفاهيم عقود الخيار

مشتري أو حامل عقد الخيار	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان خيار شراء، أو بيع الأصل إذا كان خيار بيع.
بائع أو محرر عقد الخيار	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد لشراء أو بيع الأصل موضوع التعاقد في حال طلب المشتري التنفيذ للعقد.
سعر الممارسة أو سعر التنفيذ	وهو السعر المحدد سلفا لعقد الخيار أي سعر الشراء أو سعر البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
العلاوة أو المكافأة	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع وغالبا ما يكون نسبة مئوية من مبلغ العقد وهناك عوامل أخرى تدخل في تحديده.
السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.
تاريخ التنفيذ	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
تاريخ الانتهاء	وهو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر: شقيري نوري موسى، مصدر سبق ذكره، ص 171.

يوضح الجدول رقم (01-03) مفهوم عقود الخيار فمن خلاله يمكن الاستنتاج أنها عبارة عن اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية مقابل علاوة يدفعها المشتري لحق الخيار للبائع وذلك في وقت محدد.

ولعقود الخيار مجموعة من الأنواع منها:²

¹ - شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 171.

² - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: الجزء الثالث عقود الخيارات، الطبعة 1، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2011، ص 40.

- **الخيارات الأمريكية والخيارات الأوروبية:** تتميز الخيارات الأمريكية بأنها تستمر في ممارستها حتى نهاية فترة التعاقد عليها أي انتهاء صلاحيتها، بينما تمارس الخيارات الأوروبية في نهاية فترة صلاحيتها؛

- **خيارات الشراء (call options) وخيارات البيع (put options):** تمنح خيارات الشراء لمالك الأصل (كالأسهم) حق الاقتناء من مكتب الخيارات في وقت مستقبلي، حيث يتوقع هذا المالك أن سعر سلعته أو أدواته سيرتفع خلال فترة التعاقد وحتى قد يتجاوز سعر التعاقد (أو الخيار).

وهنا عند ارتفاع سعر الأصل ترتفع قيمة الخيار مما يحقق فرصة إضافية لبيعه بربح قبل انتهاء حق الخيار. أما خيارات البيع فإنها تقابل خيارات الشراء ومحررها (put writer) هبوط سعر الأصل في السوق أعلى من سعر التعاقد (أو الخيار)، وبالعكس يتحقق خيار البيع عندما يكون سعر الأصل في السوق أدنى من سعر التعاقد (أو الخيار).

4.2. عقود المبادلة: تعرف على أنها: "سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...)، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية"¹.

ولعقود المبادلة عدة أنواع منها:

أ. **عقود مبادلة أسعار الفائدة:** ويتمثل في الاتفاق بين طرفين مقترضين أحدهما يدفع فائدة متغيرة والآخر يدفع فائدة ثابتة، أو بين مقرضين أحدهما يقبض فائدة متغيرة والآخر يقبض فائدة ثابتة على أن يدفع المقرض الأول للمقرض الآخر أو المقرض الأول للمقرض الآخر فائدة ثابتة على مبلغ مماثل لمبلغ القرض في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة على ذلك المبلغ في تاريخ أو تواريخ لاحقة لمدة محددة².

ب. **عقود مبادلة البضائع:** هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة مثل شركات تكرير البترول ترغب في دفع سعر محدد (ثابت) للبترول خلال فترة معينة من الوقت.

ج. **عقود مبادلة العملات:** تهدف هذه العقود إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر³.

د. **عقود مبادلة حقوق الملكية:** هو اتفاق بين طرفين على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد لسهم ما أو عائد مؤشر سوق الأسهم أو عائد المحفظة الاستثمارية في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل فائدة

¹ - محمود محمد الداغر، (الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 137.

² - السيد متولي عبدالقادر، مرجع سبق ذكره، ص 262.

³ - المرجع نفسه، ص 342.

ثابت أو متغير أو عائد على سهم آخر، أو عائد مؤشر سوق الأسهم الآخر أو عائد محفظة أخرى تشبه مبادلات حقوق الملكية ومبادلات الفائدة.

ومما سبق يمكن المقارنة بين عقود المشتقات المالية الأربعة الرئيسية في الجدول التالي:

الجدول رقم (01-04): الفرق بين عقود المشتقات المالية

الخاصية	العقود الآجلة	المستقبليات	الخيارات	المبادلات
الحجم	غير نمطي	نمطي	غير نمطي	غير نمطي
موعد التنفيذ	غير نمطي	نمطي	غير نمطي	غير نمطي
الإلزام	ملزم للطرفين	ملزم للطرفين	ملزم لمصدره فقط	ملزم للطرفين
الأسواق	غير نظامية	نظامية	نظامية/ غير نظامية	غير نظامية
التنظيم	مباشرة	غير مباشرة/ وسطاء	مباشرة/ غير مباشرة	مباشرة/ غير مباشرة
عملية التسوية	لا وجود للتسوية	تسوية يومية	تسوية يومية/ لا وجود للتسوية	لا وجود للتسوية
كلفة المعاملات	لا وجود للهامش	يتطلب دفع هامش	لا وجود للهامش/ علاوة محددة	لا وجود للهامش/ علاوة في بعض الأنواع
السيولة	لا يمكن إلغاء مركز بسهولة	يمكن إلغاء مركز بسهولة	يمكن إلغاء مركز بسهولة	لا يمكن إلغاء مركز بسهولة

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مصدر سبق ذكره، ص 480.

يبين الجدول أعلاه الفرق بين عقود المشتقات المالية من حيث عدة خصائص من أهمها: **الحجم** و**موعد التنفيذ** حيث أن العقود الآجلة والخيارات والمبادلات تعتبر غير نمطية أما المستقبليات فهي نمطية، وكذلك من حيث **الأسواق** فالعقود الآجلة والمبادلات تتم تسويتها في الأسواق غير النظامية والمستقبليات تتم في الأسواق النظامية أما عقود الخيارات فهي تضم الخاصيتين معاً، أما من حيث **كلفة المعاملات** فالعقود الآجلة لا تتم بهامش عكس المستقبليات أما عقود الخيارات فتكون مقابل علاوة محددة بدون هامش عكس المبادلات التي تكون مقابل علاوة في بعض الأنواع فقط.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من تأثير في تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عنها نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل، حيث أنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي بضمنها التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق الكفاء يتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية، وعليه فإن السوق يكون كفؤاً اعتماداً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات.

أولاً: مفهوم وخصائص كفاءة سوق الأوراق المالية

للسوق المالي الكفاء مجموعة من المفاهيم نذكرها كالآتي:

1. مفهوم السوق الكفاء: "هو السوق التي يتوقع فيها أن تستجيب أسعار الأسهم فيها على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها، أي أنها تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة، حيث أن المعلومات التي تأتي إلى السوق وفي أي وقت مستقلة عن بعضها البعض من المتوقع أن تسبب حركة عشوائية للأسعار"¹.

ومنه نستنتج أن السوق المالي الكفاء هو الذي يحدد السعر الحقيقي للأوراق المالية في ظل الاستجابة الفورية للمعلومات المتاحة.

2. خصائص كفاءة الأسواق المالية:

من أهم خصائص الكفاء ما يلي:

1.2. المنافسة الكاملة: أو ما يطلق عليها عدالة السوق، فعندما يزداد عدد المتعاملين ينعدم الاحتكار وتصبح قوة المضاربين مؤثرة على السعر بنفس المعلومات الواردة، كما يطلق أيضاً على هذه الخاصية بخاصية العمق، فأسعار الأوراق المالية في السوق العميقة لا تختلف بكثير من صفقة لأخرى، بالإضافة إلى ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأوراق لا يكونون عرضة للخسارة في هذه الأحوال، أي أنهم يأخذون مخاطرة أقل لأن الفرق بين أسعار الطلب والعرض يكون ضيقاً؛

2.2. السيولة: تعتبر السيولة في سوق الأوراق المالية أحد أهم المحفزات للمستثمرين، والسيولة تعني إمكانية التخلي أو بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة؛

3.2. استمرارية السعر: هي أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤثر في السعر؛

¹ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 32.

4.2. حيوية السوق: عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغيير طفيف في الأسعار.

إضافة إلى الخصائص السابقة هناك مجموعة أخرى من الخصائص تتمثل في:

- الأمن و الأمان وإمكانية الحماية ضد المخاطر، وعلى إدارة السوق حماية المستثمر من الصفقات غير الأخلاقية والوهمية؛
- كون المعلومات منتشرة، بحيث لا يمكن لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف بها قبل الآخرين¹؛
- كما أن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء هو تقدير جيد لقيمتها الاستثمارية، حيث أن القيمة الاستثمارية هي القيمة الحالية للنتائج النقدية من الورقة في المستقبل.²

ثانياً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها

1. أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: تنقسم إلى نوعين:

- 1.1. الكفاءة الكاملة:** السوق الكفاء هو الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة وغير سارة وهذا يعني عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات.³
- هذا النوع من الكفاءة يكاد يكون شبه مستحيل في الواقع إلا أنه يرى بعض المختصين أن الكفاءة الكاملة لكي تتحقق لابد أن تتحقق الشروط التالية:⁴
- ❖ كثرة المعلومات ووفرته وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر الأمر الذي يجعل توقعات المستثمرين تكون متشابهة لأنها مبنية على نفس المعلومة؛
- ❖ حرية الدخول والخروج من السوق المالي دون قيود؛
- ❖ عدم وجود تكاليف المعاملات وعدم وجود قيود على الكميات المشتراة أو المباعة ويدخل في ذلك الإطار عدم وجود ضرائب مفروضة على تلك المعاملات؛
- ❖ عدم وجود تأثير في قرارات الاستثمار من طرف مجموعة من المستثمرين على حركة الأسعار؛
- ❖ على المستثمرون أن يتصفوا بالرشد والعقلانية ويسعون إلى تعظيم المنفعة.

¹ - علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، ص94، على الموقع الإلكتروني:

<https://www.google.com/images?imgar1> بتاريخ 2018/02/14، على الساعة 19:30.

² - محمد صالح الحناوي، قرياقص رسمية زكي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص 113.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

⁴ - رشام كهينة، مرجع سبق ذكره، ص 56.

2.1. الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية في السوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على تلك الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل وتتحقق عن طريق:

أ. **كفاءة التسعير:** (الكفاءة الخارجية) ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة كما أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف مرتفعة مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات وللمتعاملين نفس الفرصة لتحقيق الأرباح¹.

ب. **كفاءة التشغيل:** (الكفاءة الداخلية) ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكلفة عالية في السمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغاير فيه².

2. متطلبات السوق المالي الكفاء: لنجاح السوق المالي الكفاء يجب توفر مجموعة من الشروط تصنف إلى شروط عامة وشروط خاصة:

2.1. الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية: وهي شروط تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية ومنها³:

- الاستقرار السياسي والاقتصادي وذلك من خلال توفر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم؛
- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات الأجنبية والاقتصاد الوطني؛
- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد مقبول من استقرار قيمتها؛
- تواجد جهاز مصرفي متكامل سليم وفعال له دور كبير في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز؛
- توافر العجز الاستثماري والثقافة البورصية لدى الأفراد.

2.2. الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية:

هناك مجموعة من الشروط الخاصة لقيام أسواق أوراق مالية كفؤة نلخصها كالآتي⁴:

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار ؛
- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، ويتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص، ص 191، 192.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص، ص 43، 44.

³ - محمد الصريفي، البورصات، الطبعة 1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006، ص، ص 36، 37.

⁴ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 108.

- المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسعر المناسبة، كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية؛
- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه؛
- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه وبشكل مساو، ويحد من احتكار المعلومات؛
- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق؛
- كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق، ولكي تتوفر لهذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة، على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: مستويات وأهمية كفاءة سوق الأوراق المالية

1. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية: تتمثل في ما يلي:¹

1.1. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالي: هذا الشكل من كفاءة السوق يعتبر أن محاولة المستثمرين التوقع لمستقبل الأسعار بناء على دراسة وتحليل المعلومات التاريخية عن حركة الأسعار أمر غير مجدي فهذه الصيغة ترفض رفضاً تاماً للبناء النظري الذي يقوم عليه التحليل الفني وليس الأساسي ويعرف بالشكل الضعيف بكفاءة السوق وبنظرية الحركة العشوائية لأن التغيرات التي تطرأ على سعر الأسهم في المستقبل لابد أن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن سعره في الماضي أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها ولا يوجد بينها أي ارتباط لأنه لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية للأسعار.

2.1. الصيغة شبه القوية (المتوسطة) في كفاءة السوق: هذه الصيغة تفرض أن أسعار الأسهم لا تتحدد فقط بالتغيرات السابقة لأسعارها بل إنها تعكس كافة المعلومات المتاحة وبالتالي تحدد الأسعار في أسواق رأس المال بناء على دراسة وتحليل هذه المعلومات وبذلك لا يمكن لأي مستثمر حتى ولو قام بالتحليل الأساسي أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين لم يقوموا بهذا التحليل وبالتالي حسب هذه النظرية لا تعكس فقط التغيرات التاريخية في الأسعار بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور؛

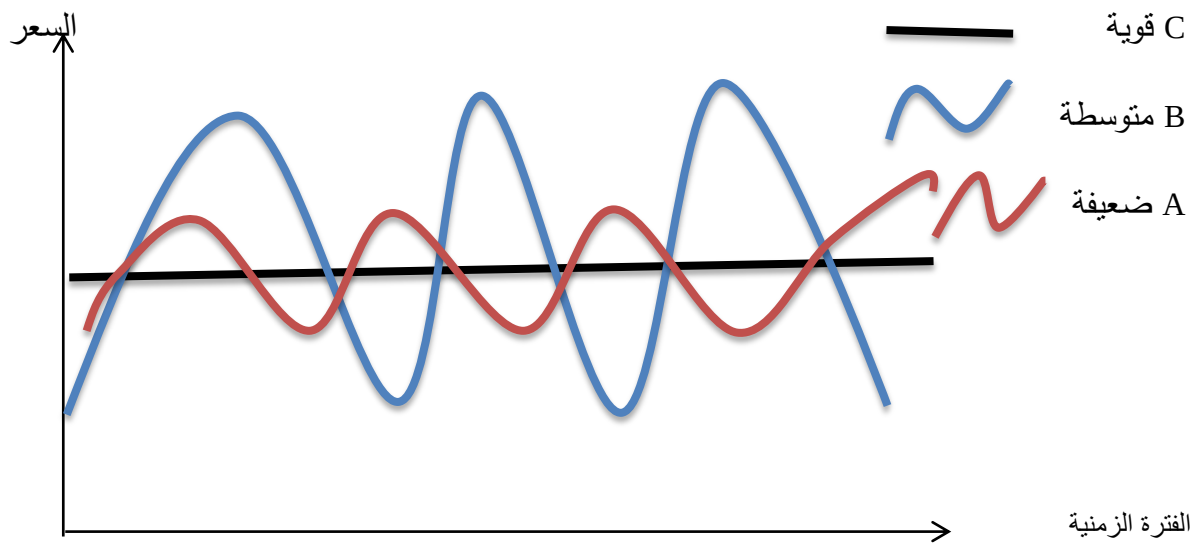
3.1. الصيغة القوية لكفاءة السوق: وهي صيغة تعكس السعر الجاري للأصل المالي الذي يعكس المعلومات العامة والتاريخية وأيضاً المعلومات الخاصة التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة،

¹ - وليد أحمد الصافي، أسس البكري، الأسواق المالية الدولية، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص- ص 58-60.

لذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة بفرضية السوق الكفاء تشمل معلومات المدراء التنفيذيون وبعض الصحفيون وبالتالي السعر هنا يعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق وهذا يعني استحالة أن يحقق المستثمر أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين وتكون في هذه الصيغة الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر ومساوية للقيمة الحالية.

ومن الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة الأسواق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى¹.

الشكل رقم (01-02): مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للطبع والتوزيع، الأردن، 2004، ص 145.

ويتضح من الشكل رقم (01-02) أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، معلومات الكفاءة شبه قوية، والمعلومات الكفاءة القوية، وعليه فإذا كان السوق كفؤاً بشكل شبه قوي، فلا بد أن يكون كفؤاً بشكل الضعيف أولاً، وكذلك لكي يكون كفؤاً بشكل القوي لا بد أن يمر السوق بمرحلة الكفاءة الضعيفة وشبه القوية، ففي ظل تمتع السوق بالكفاءة الضعيفة كما يمثلها المنحنى A يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة، أما المنحنى B يوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قوية من الصفر لتعكس الكفاءة القوية المتمثلة في الخط المستقيم C.

1- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص 142.

3. المشاكل التي تواجه السوق الكفاء: وتتمثل في:¹

1.3. مشاكل متعلقة بتعديل المخاطر: إذ أن عملية اكتساح السوق يتطلب تحقيق عوائد إضافية موجبة ولتحديد إذا ما كانت المعلومات تشير إلى أن مستقبل الاستثمارات سوف تحقق عوائد إضافية موجبة، فعلى المستثمرين تعديل مخاطرها؛

2.3. مشكلة المعلومات الملائمة: إن مدى ملائمة المعلومات تمثل مشكلة حقيقية يصعب تشخيصها، فالمعلومات قد تكون ملائمة للمجموعة من المستثمرين وغير ملائمة لآخرين، لذلك فإن الملائمة للمعلومات نسبية وليست مطلقة، لأنها تتعلق بدرجة أساسية بقدرات ومهارات التحليل من جانب ومدى وضوح وموضوعية المعلومة من جانب آخر؛

3.3. مشكلة الحظ: وفي بعض الأحيان يلعب الحظ دورا كبيرا في اكتساح السوق، حيث يكون الحظ بجانب بعض المستثمرين فيتمكنون من تحقيق عوائد لا تستند على عملية تحليل المعلومة، وإن حدثت فإنها قد تعطي انطباعا خاطئا عن عدم كفاءة السوق؛

4.3. مشكلة التجسس على البيانات: ويعود سبب ذلك إلى وجود ما يسمى بالمطلعين من غير متخذي القرارات الذين يتجسسون على المعلومات بهدف تحقيق ميزة على عموم المستثمرين والاستفادة منها في تحقيق عوائد إضافية مما يعطي مؤشرا عن عدم كفاءة السوق.

المطلب الثاني: المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر المعلومات بمثابة عنصر حاكم من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات استثمارية أمثل وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة، في نفس الوقت الذي تكون فيه المعلومات متاحة للجميع.

1. تعريف المعلومات وخصائصها:

تعد المعلومات من أهم الأركان الفعالة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفاء للموارد.

1.1. تعريف المعلومات: هناك عدة تعاريف للمعلومات نأخذ منها ما يلي:

التعريف 1: "هي عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات؛"

التعريف 2: "هي مجموعة من البيانات والحقائق والدراسات الضرورية لمعرفة السوق".

2.1. خصائص المعلومات : وتتمثل في:²

1.2.1. خصائص التوقيت:

❖ **ملائمة الوقت:** يجب أن يتم توفير المعلومات عند الحاجة إليها؛

¹ - فؤاد أرشد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص، ص 39، 40

² - امير بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص - ص 88-90.

- ❖ **الحدث:** أن تعكس المعلومات أحدث المجريات حول الموضوع المعني؛
- ❖ **معدل توفر المعلومات:** يجب توفير المعلومات بالمعدلات المطلوبة؛
- ❖ **الفترة الزمنية التي تغطيها المعلومات:** يجب أن تقدم المعلومة عن الماضي والحاضر والمستقبل.

1.2.2. خصائص المحتوى: وتتمثل في:

- **الاتصال بالموضوع:** يجب توفير المعلومات المطلوبة لا غير؛
- **الملائمة:** يجب أن تكون المعلومات ملائمة لاحتياجات المستخدم أو الموقف المعين؛
- **الاكتمال:** يجب توفير كل المعلومات المطلوبة؛
- **النطاق:** يجب أن تكون المعلومات واسعة النطاق؛
- **الدقة:** يجب أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء.

1.2.3. خصائص الهيكل: تتمثل في:

- **درجة التفصيل:** يجب أن تكون هناك قدرة على توفير المعلومات في صورة ملخصة وتفصيلية؛
- **أسلوب العرض:** يجب أن يكون هناك العديد من البدائل لعرض المعلومات في نصوص وأرقام وأشكال؛
- **الوضوح:** يجب توفير المعلومات في صورة سهلة الفهم؛
- **الترتيب:** يجب عرض المعلومات في ترتيب منطقي؛
- **الوسائط:** يجب أن تكون هناك إمكانية توفير المعلومات من خلال وسائط متنوعة.

الجدول رقم (01-05): خصائص المعلومات

خصائص التوقيت	خصائص المحتوى	خصائص الهيكل
ملائمة الوقت	الاتصال بالموضوع	درجة التفصيل
الحدث	الملائمة	أسلوب العرض
معدل توفير المعلومات	الاكتمال	الوضوح
الفترة الزمنية التي تغطيها	النطاق	الترتيب
	الدقة	الوسائط

المصدر: امر بن حاسين، مصدر سبق ذكره، ص 88.

من خلال الجدول رقم (01-05) الذي يوضح خصائص المعلومات نلاحظ أنه للحصول على معلومات فعالة في أسواق الأوراق المالية لا بد أن تتميز هذه المعلومات بمجموعة من الخصائص تتمثل في خصائص الهيكل، المحتوى والتوقيت.

2 . مصادر معلومات سوق الأوراق المالية

للمعلومات مصادر مختلفة ومتنوعة نذكرها منها ما يلي:¹

¹ - محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة 1، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009، ص، ص 275، 276.

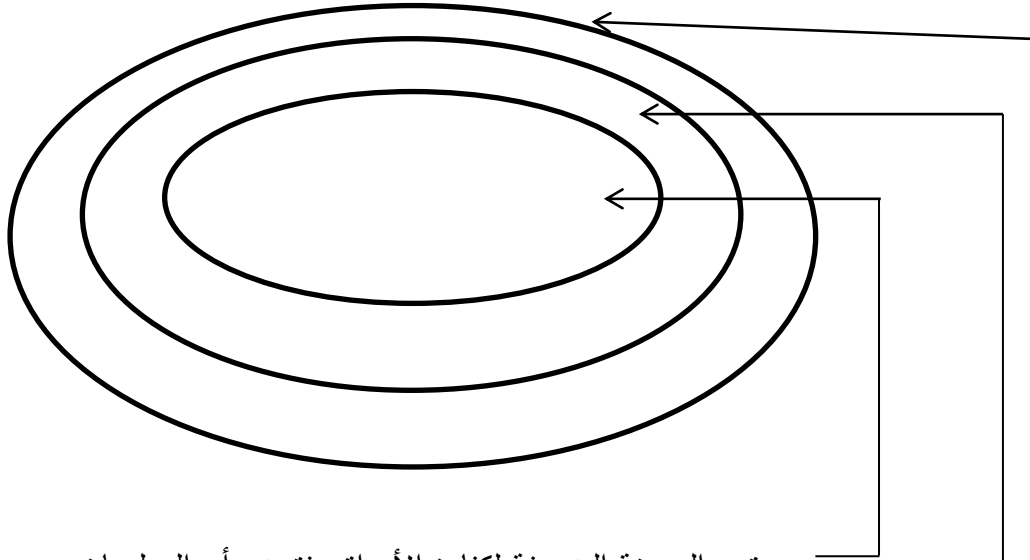
- **التقارير التي تنشرها الشركات:** وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات للمساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها،... الخ، بشكل سنوي أو ربع سنوي أو في شكل نشرات إخبارية؛
- **التقارير التي تنشرها شركات السمسرة:** تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، تتضمن توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية؛
- **معلومات مدفوعة الثمن:** وتتمثل في الصحف، المجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري؛
- **قواعد البيانات:** تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة وتتم طريقة تحليل المعلومات بأسلوبين وهما:¹
 - **التحليل الأساسي:** ويقصد به دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها أو ظروف المنشأة ذاتها والهدف من ذلك هو الكشف عن المعلومات للتنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمنشأة؛
 - **التحليل الفني:** يركز على دراسة السجل الماضي في التغير في السعر الذي يباع به السهم والهدف منه هو اكتشاف نمط التغيرات التي قد تحدث مستقبلا على سعر السهم من طرف المحلل الاقتصادي.

ثالثا: دور المعلومات في كفاءة سوق الأوراق المالية

- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرصة الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة .
- وإثر عدم تماثل المعلومات تبين أهمية ودور المعلومات؛ حيث أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة الأسواق ذاتها من جهة أخرى، فإن عدم المساواة بين المستثمرين في الحصول على المعلومات يؤدي إلى:
- انخفاض حجم العمليات في الأسواق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المتداولة فيه؛
 - زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في الأسواق؛
 - تحول الأسواق المالية إلى أسواق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ للأسهم مما يؤدي إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة.
- وقد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات مما يقلل من فائدتها وكذلك نوعية المعلومات تؤدي إلى عدم الكفاءة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الرشيدة.

¹ - فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص، ص 65، 66.

الشكل رقم (01-03): مستويات المعلومات التي تعكس أسعار الأسهم.



مستوى الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق يفترض أن المعلومات

التاريخية سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم.

مستوى الصيغة شبه القوية لكفاءة الأسواق يفترض أن كل المعلومات

العامة سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم.

مستوى الصيغة القوية لكفاءة الأسواق يفترض أن المعلومات

سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم (معلومات عامة وخاصة).

المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة 01، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان،

الأردن، 2001، ص 149.

يوضح هذا الشكل مستويات المعلومات التي تعكس أسعار الأسهم، حيث أنه حسب الصيغة الضعيفة فإنها تتوفر المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، والتي لا يمكن لأي مستثمر الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبل، أما الثانية هي صيغة متوسطة يعني أن تعكس الأسعار الحالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار، كل المعلومات معروفة ومتاحة للمؤسسات، أما الثالثة هي صيغة قوية تعني أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية ومستمرة كما يوضحه الشكل أعلاه.

ثالثاً: أهم مؤشرات البورصة العالمية

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق

المتداولة وعددها في مختلف الأسواق التي تدخل في حساب المؤشر لذلك سوف نذكر البعض منها:

1. مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:¹

1.1. مؤشر داوجونز الصناعي: يعتبر مؤشر داوجونز من أقدم المؤشرات والذي يصدر من طرف أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث قام تشارلز داون في 1885/02/16 بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر داوجونز وول ستريت وكان يتضمن 12 سهما، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة. ويعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار.

2.1. مؤشر ستاندر د اند بورز: بدأ تكوين هذا المؤشر في 1957/03/4 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة ويعتبر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم 500 سهم وتحسب قيمة المؤشر من خلال العلاقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم في الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:²

1.2. مؤشر نيكاي: تم إنشاء عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار لـ 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه لا يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2.2. توبيكس TOPIX: لقد تم انشاءه بتاريخ 1968/01/4 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزعا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثم فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي .

3. مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا:³

1.3. مؤشر كاك: يعبر عن أسواق الأوراق المالية ككل، وهو المؤشر الأكثر تمثيلا يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 261.

² - محمود أمين زويل، البطريق يونس، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 123.

³ - براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 1999، ص 179.

2.3. مؤشر كاك 40: يتم حسابه انطلاقاً من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري، وهو موزون على أساس القيمة السوقية، وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31، هذه القيمة مقدرة بـ 1000 نقطة ويحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية:

$$\text{مؤشر كاك 40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدلة}} \times 100$$

4. مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا¹:

1.4. مؤشر فايننشال تايمز 100: هو أحدث مؤشر يتم حسابه في المملكة المتحدة، يتكون من 100 سهم تمثل 100 شركة من أكبر الشركات وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من رأس المال المتداولة بالبورصة. ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي قد تؤثر على قيمة المؤشر، ويتم حسابه كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني، ويتم نشر قيمته من خلال الإذاعة ودار النشر.

2.4. مؤشر الفايننشال تايمز 30: هو أقدم المؤشرات بالمملكة المتحدة منذ عام 1935 ويضم المؤشر 30 سهم لأكبر الشركات الصناعية، ويتم نشره بجريدة فايننشال وكان الغرض الأساسي من هذا المؤشر هو التنبؤ باتجاهات الأسواق، ويعتمد حساب المؤشر على المتوسط الهندسي، وعلى مدخل الأوزان المتساوية وتجدر الإشارة إلى أنه رغم من انخفاض حجم العينة للأسهم التي يشملها المؤشر إلا أن القيمة السوقية لأسهم المؤشر تعادل 25% من حملة الأسهم المتداولة ببورصة لندن.

ومن خلال ما سبق يمكن تقسيم المؤشرات حسب الهدف أو الوظيفة إلى الأقسام التالية:²

- **مؤشرات عامة:** حيث تهتم بحالة الأسواق ككل، أي تقيس اتجاه الأسواق بمختلف القطاعات الاقتصادية لذلك تتكون من جميع الأسهم المتداولة وتكون جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها للناتج الداخلي الإجمالي.
- **مؤشرات قطاعية:** حيث تقتصر على قياس سلوك الأسواق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة، أو قطاع الخدمات أو قطاع النقل وغيرها من القطاعات الأخرى. مثل مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر ستاندرد اند بورز للخدمات العامة ومؤشر الخط والغاز.

¹ - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص، ص 251، 252.

² - نجاح عبد العليم عبد الوهاب ابو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، الطبعة 1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع ، مصر، 2014، ص 241.

- **مؤشرات الأسواق:** إذا كانت الدولة تتوفر على أسواق ثانية تتداول فيها أسهم شركات متوسطة الحجم فإنه يمكن حساب مؤشر تلك الأسواق وذلك بقصد معرفة اتجاهها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على أسواق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة.

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تمثل مؤشرات البورصة مقياساً شاملاً لاتجاه الأسواق حيث أنها تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية وبالأخص الأسهم، وللحصول على مؤشر ذو كفاءة عالية يقيس بشكل موضوعي أداء الأسواق وجب الأخذ بعين الاعتبار عدة أسس ومعايير عند حسابه.

أولاً: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية

1. **تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية:** يعرف مؤشر الأسواق على أنه¹: " قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والقياس للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم في مستوى زمني معين والحاصلة في أسواق الأوراق المالية وبشكل رسمي سوق الأسهم".

ومنه نستنتج أن مؤشر السوق هو يعكس حركة جميع الأسهم وأسواق الأوراق المالية، وتكمن أهميته في أنه يعبر عن الأداء الكلي وبالتالي بفضلها يمكن أن نحكم على أي استثمار فردي أو محفظة، كما يمكن أن نستخدمه في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية.

2. أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية: نلخص هذه الأهمية فيما يلي²:

- تلخيص أداء الأسواق كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة؛
- يساعد المؤشر القائمين والمشاركين في أسواق الأوراق المالية على إعادة تنظيم الأسواق من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة؛
- أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو السوق ومع المعايير المختارة أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى؛

- المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية.

3. الاستخدامات الأساسية للمؤشرات تتمثل في:³

1.4. **متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:** حيث يعكس كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي يعكس أداء المحافظ الاستثمارية المالية المتنوعة جيداً لأن المؤشرات قد تتسع لتشمل كافة الأسهم.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 298.

² - المرجع نفسه، ص 66.

³ - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 216.

2.4. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم في البورصات: يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة الأسواق في المستقبل ويمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام أساليب إحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحديد الانحدار والارتباط.

3.4. الحكم على أداء المديرين (مدراء المحافظ المالية): يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والتي تستخدم أساليب متقدمة في التنويع يكون إلزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا يعكس الأسواق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا بالحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر الأسواق التي تنشط فيها.

4.4. التنبؤ بالحالة الاقتصادية: يمكن الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من خلاله التنبؤ مقدما بما ستكون عليه الأسواق في المستقبل وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم¹.

ثانيا: كيفية بناء المؤشرات: وتنتم عن طريق:

1. ملائمة العينة: يقصد بالعينة هنا مجموعة الأوراق المستخدمة في حساب المؤشر هذه العينة يجب أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:

- **الحجم:** القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة الأسواق؛

- **الاتساع:** فيقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في الأسواق أي أنه إذا كان المؤشر يهدف إلى قياس حالة الأسواق ككل ينبغي أن يتضمن اسهما لمنشآت في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي؛

- **المصدر:** أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر.

2. الأوزان النسبية لمفردات العينة: وهي:

• **مدخل الوزن على أساس السعر:** وزن السهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر؛

• **مدخل الأوزان المتساوية:** يعني إعطاء قيم متساوية لكل سهم داخل المؤشر، فإذا تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا تمثل فيها المنشأة لسهم واحد فإن تساوي الأوزان يتطلب حساب كمية وهمية تتحدد بقيمة مقلوب السعر وذلك حتى تكون القيم متساوية؛

• **مدخل الأوزان حسب القيمة:** يعطي أوزان نسبية للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية، لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر وبذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر فالمنشأة التي لا تتساوى القيمة السوقية لأسهمها يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر².

¹ - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص103.

² - هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للنشر، مصر، 2006، صص241-246.

خلاصة الفصل:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم وتسهيل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

إذ يتم تداول في هذه الأسواق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة، كما تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

وباعتبار الأوراق المالية المتداولة فيها أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن يتيح قدرًا كافياً من المعلومات حولها حتى نعطي للمستثمرين الثقة والأمان، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات فتوصف في هذه الحالة بالأسواق الكفوءة، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على المؤشرات التي تعتبر أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة كما أن لكل دولة مؤشراتها.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق

العربية، الواقع، معوقات

وآليات التفعيل

تمهيد:

لقد أنشأت بعض أسواق الأوراق المالية العربية منذ زمن بعيد إلا إن أغلبيتها حديثة العهد، وبأخذ المعيار التاريخي نجد أن بعضها يعود تأسيسها إلى فترة الاستعمار والبعض الآخر أنشئ في فترة الاستقلال. كما تتباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها ونشاطها وتنظيمها إلا أن ما يلاحظ في الآونة الأخيرة أن أغلبها يتجه نحو التطوير مما سمح بتحسين أداء البعض منها، خاصة بعد إدراك الدول العربية لأهمية هذه السوق في الاقتصاد، باعتبارها وسيلة لتعبئة المدخرات وما يمكن أن تلعبه في النهوض بالتنمية الاقتصادية.

وبتوقف نجاح مثل هذه الأسواق بصفة عامة على مدى توفر عوامل عديدة والتي تم التطرق إليها في الفصل الأول من هذه الدراسة، وللأسف فإن أغلب تلك المقومات غير متوفرة في الدول العربية، وهو ما جعل أسواق الأوراق المالية عاجزة عن أداء الدور المطلوب منها.

وسيتم التطرق في هذا الفصل الذي يحمل عنوان "أسواق الأوراق المالية العربية، الواقع، معوقات وآليات التفعيل" إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية؛

المبحث الثاني: معوقات تطوير أسواق الأوراق المالية العربية؛

المبحث الثالث: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتعزيز الروابط فيما بينها.

المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية.

لقد زاد اهتمام الدول العربية بأسواق الأوراق المالية العربية نتيجة للتطورات التي يشهدها النظام المالي، لذا سعت إلى تطوير وتحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير، وهذا تماشيا مع مسيرة التنمية، كما زاد الاهتمام بها أكثر بسبب أزمات البورصة التي تعرضت للاقتصاديات الناشئة لها خاصة الأزمات الآسيوية من جهة، وقناعة منها بالدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه هذه الأسواق إذا كانت نشطة وتتمتع بالكفاءة اللازمة من جهة أخرى.

المطلب الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة وظهرت الحاجة إلى إنشائها من أجل مواكبة الأحداث والتطورات العالمية فيما يخص تبني الاقتصاد الحر، كما أن قيامها راجع إلى عدة عوامل وتتميز بمجموعة من الخصائص سنتطرق إليها في هذا المطلب.

أولاً: نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وعوامل قيامها

1. نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية:

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدين لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم تونس سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطويراً لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما، وفي عام 1977 تم افتتاح بورصة للأوراق المالية في كل من الكويت الأردن، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988، وسلطنة عمان أنشأت سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989 وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع عام 1995 والذي شهد أيضاً افتتاح بورصة بيروت، وفي عام 1996 تم افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية، كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقاً لأسس قانونية حديثة¹.

2. عوامل قيام الأسواق المالية في الدول العربية:

- إن انتشار أسواق الأوراق المالية العربية والذي كان في مجال زمني ضيق جداً لأسباب مختلفة منها²:
- تعاضد السيولة وخاصة في الدول المصدرة للبترول؛
- ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية، حركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي؛
- توكيد دور القطاع الخاص وعدم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وإنشاء شركات المساهمة؛

¹ - خليل الهندي أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 263.

² - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة 01، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 194.

- التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهنا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها.

ثانياً: مفهوم وأهمية أسواق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية من الملامح التي ظهرت في السنوات الأخيرة، حيث شهدت اهتماماً زائداً لأن هذه الأسواق تساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي.

1. مفهوم أسواق الأوراق المالية العربية: يمكن تعريف أسواق الأوراق المالية العربية بأنها "المنطقة العربية التي يتم على مستواها تداول الأوراق المالية"، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هي الزيادة في القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وبالرغم من أن الصفقات العامة التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة هي:

- عدد الشركات الجديدة؛
- القيمة السوقية للأسهم؛
- حجم الأموال المتداولة.

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية مثل حجم القطاع الخاص ودوره في الاقتصاد، ومدى اقبال المستثمرين الخارجيين على الاستثمار فيها ومصادر الأموال.

2. أهمية أسواق الأوراق المالية

في الوقت الذي بدأ فيه الاقتصاد العربي يعرف فوائض مالية معتبرة نتيجة ارتفاع أسعار البترول (1973-1974)، حيث كانت العديد من الدول تملك موارد مقبولة هذه الأخيرة التي كانت تهرب نحو الخارج لعدة أسباب، هذا ما جعل الاقتصاد العربي عرضة لخسائر فادحة، الشيء الذي دفع الدول العربية لتفكير في إنشاء أسواق مالية للاستفادة من أهميتها الكبيرة في الاقتصاد، والتي نختصرها فيما يلي:¹

- توفير الأموال اللازمة للطاقت الإنتاجية عن طريق تغطية إصدارات شركات المساهمة والعمل على تنمية استقرار التعاون في الأوراق المالية وزيادة مقدار شركات الأعضاء في السوق على تحقيق أغراضها؛
- العمل على ترشيد أساليب التعامل بما يكفل سلامة وتوفير الحماية لجمهور المتعاملين وعلى نحو يقدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الدولية؛
- تركيز الجهود نحو تكامل وتنسيق العمل بين الأنشطة الاقتصادية والمالية للوصول بالتنمية إلى مصاف الدول الكبرى؛
- المساهمة في زيادة قدرة الحكومة على مراقبة الأموال الوطنية الموجودة في السوق المحلية مع إمكانية تحديد حجم السوق السوداء.

¹ - للمزيد ارجع إلى الموقع التالي:

ثالثاً: شروط إنشاء أسواق الأوراق المالية العربية وخصائصها

لإنشاء أسواق الأوراق المالية العربية يستوجب مراعاة بعض الشروط والتقييد بها لتكون أسواق فعالة ونشطة وذات خصائص لتنشيط الاقتصاد القومي .

1. شروط إنشاء أسواق الأوراق المالية العربية:

تستحوذ الدول العربية على موارد طائلة ووفيرة في مختلف المجالات، إلا أن الواقع يفرض عليها إقامة تحالفات وتكتلات لأسواق مشتركة وهذا لا يمكن أن يكون إلا بعد تحقق الشروط التالية¹:

- توفير مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار سياسي واقتصادي واجتماعي؛
- العمل الجاد على تعميق الوعي الاقتصادي والاستثماري، وتوفير الحرية وبالتالي تعميق أهمية الادخار لدى المواطنين، إضافة إلى توفير هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب متقدمة ومتطورة في التمويل بالأوراق المالية؛
- إنشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمته توفير شبكة اتصالات متقدمة والإلكترونيات، وتجميع المعلومات والفرص الاستثمارية والوظيفية داخل الدول العربية وجعلها في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية لاتخاذ القرارات الصحيحة؛
- نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المعروضة في نشرة كتابية مما يتيح للشركات بيان ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها؛
- توحيد أسواق المال الثانوية العربية كخطوة أولى، وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب من خلال شراء الأسهم، أما الخطوة الثانية فتشمل تنظيم سوق رأس المال الأولية وفتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية؛

- وضع نظم عربية موحدة وإعداد دراسات جدوى اقتصادية تفصيلية لمشاريع التكامل العرب؛
- إصدار أوراق مالية سليمة صالحة للتبادل بالتأكد من عدم وجود غش أو نصب أو مضاربات وهمية يعود هذا لخبرة ومهارة السماسرة والوسطاء الحاليين.

2. خصائص أسواق الأوراق المالية العربية: وتشمل على مجموعة من الخصائص تتمثل في:

- 1.2. من حيث نشاط السوق الأولي: لازالت حجم الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات القائمة حديثة النشأة في الدول العربية تتسم بالضآلة، وذلك من خلال نسبة الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى القروض والتسهيلات، ويمكننا أن نرجع ذلك إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق بعزوف شركاتهم عن طرح أسهمها للاكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم إخضاعها لرقابة السلطات وبالتالي عدم التزامها بقواعد الشفافية والإفصاح وكذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين يقومون غالباً بتوفير احتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المؤسسات الشخصية².

¹ - عبد المنعم سيد علي، التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق، الطبعة 1، دار أبجد للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1998، ص 178.

² - شذى جمال الخطيب، العلومة المالية ومستقبل الأسواق المالية العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 84.

2.2. حجم السوق: ويتم قياسه من خلال مؤشرين هما عدد الشركات المدرجة في السوق والقيمة الرأسمالية لها، حيث نلاحظ محدودية حجم الأوراق المالية العربية وتنتم أسواق المال العربية بانخفاض القيمة السوقية وتزداد ضالة حجم السوق العربية إذا ما انصرفنا للتركيز على الأسهم النشطة.

3.2. درجة تركيز التداول: يقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وهي تعكس جودة الأوراق المالية، ويلاحظ أن كافة الأسواق المالية العربية لرأس المال تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول، وهو ما يعني انخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية¹.

4.2. درجة سيولة السوق: ويقصد بها إمكانية تحويل الأصول المالية بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة وبالتالي السرعة في الحصول على الأموال التي يحتاج إليها طلبها ووجود معروض متنوع من الأدوات المالية الجيدة والمستحدثة، حيث أنه من الأهمية أن يحقق السوق المالي السيولة للأوراق المالية في أي وقت وبأقل التكاليف.

5.2. النقلب: لازالت تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من شدة التقلبات في حركة الأسعار نتيجة اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم بدرجة أكبر من اعتمادها على الأرباح المحتجزة، ويترتب على ذلك النمط التمويلي².

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لبعض أسواق الأوراق المالية العربية: تختلف أسواق الأوراق المالية العربية من حيث ظروف وتاريخ إنشائها وعدد الشركات المدرجة فيها وحجم التعاملات وغيرها من السمات التي ترتبط بهذه الأسواق، ومما سبق يمكن تناول أسواق الأوراق المالية العربية من خلال:

أولاً: الهيكل التنظيمي لبعض أسواق الأوراق المالية الخليجية:

قامت معظم دول مجلس التعاون الخليجي بسن القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية بهدف توفير بيئة أعمال ملائمة، خاصة مع تميز هذه الدول بوجود فوائض مالية معتبرة يمكن استثمارها في تلك الأسواق.

1. الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية:

1.1. نشأة سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية: وتمثلت فيما يلي³:

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات. ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات السعودية للبنوك الأجنبية في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة، وقد تم طرح كما هائلا من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة وبقي السوق غير رسمي حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في

¹- سليمان المنذري، البورصات العربية الدور والعلاقات البينية وتحديات التحرير، دار الأهدام للنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص، ص143، 142.

²- شذى جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 184.

1- نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 120.

2- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 214.

إيجاد سوق منظم للتداول، وفي عام 1984 صدر الأمر الملكي القاضي بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق.

2.1. شروط ومتطلبات الإدراج: يتم إدراج أسهم الشركات المساهمة السعودية:¹

- أن تكون شركة مساهمة عامة، وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودية؛
- فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس، فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين مدة كل منهما اثنتي عشرة شهراً من تأسيس الشركة أو من تاريخ قرار تحويلها إلى شركة مساهمة؛
- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لملكية أسهمها.

3.1. نظام التداول: سعت السوق السعودية إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية، حيث كان أول أنظمتها نظام ESIS للتداول الإلكتروني، وبقيت بعدها تقوم بعملية استبدال الأنظمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية والتقنية وإضافة أنواع جديدة من الأوامر وخصائصها وميزة التسوية الفورية، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات والإجراءات الخاصة المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي، كذلك الحصول على معلومات السوق والأخبار اليومية بشكل آن ومباشر مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب.

4.1. التسوية والمقاصة: يتم تسوية الأوراق المالية بطريقة إلكترونية وفيما يخص الأسهم تكون التسوية آنية أما بالنسبة لأدوات الدين فتكون بعد يومين من تاريخ تنفيذ الصفقة.

5.1. مؤسسات أسواق الأوراق المالية في السعودية: وتشمل على²:

أ. هيئة السوق المالية: تتولى الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة وحماية المستثمرين من الأعمال غير المشروعة في السوق.

ب. شركة السوق المالية السعودية: وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في السعودية وهذا من خلال:

• إدارة و تشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛

• ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛

• تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

ج. مركز إيداع الأوراق المالية: وهذا لتنفيذ عمليات الإيداع ونقل وتسوية ومقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

1- نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص، ص 122، 123.

2. الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية العربية في البحرين:

1.2. نشأة سوق الأوراق المالية في البحرين: يعتبر النظام المصرفي في البحرين من أقدم النظم المصرفية في منطقة الخليج العربي بافتتاح فرع للبنك الشرقي (تشارترد بنك) عام 1921، ويعتبر تأسيسه كأول شركة مساهمة عامة ساهمت في تشكيل سوق الأوراق المالية عام 1957، ثم تلاه تأسيس العديد من الشركات المساهمة العامة في بداية الثمانينات التي ترافقت معها ظهور نشاط سوق غير نظامية عرفت باسم (سوق الجوهرة)، والتي استمرت حتى تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية.

2.2. شروط ومتطلبات الإدراج: تتمثل شروط الإدراج في:

- أن تكون الشركة شركة مساهمة؛
 - أن يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين؛
 - أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع على 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملة الأخرى؛
 - أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ طلب الإدراج؛
 - تلتزم الشركة بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر المختلفة.
- 3.2. نظام التداول:** بدأت بورصة البحرين بتطبيق نظام التداول الآلي عام 1999، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة، حيث يوفر النظام جملة من المزايا للمتعاملين منها الدقة، السرعة، والعدالة الضرورية في التعامل مع قرارات المستثمرين.

4.2. المقاصة والتسوية: يتم تسوية الصفقات المنفذة في بورصة البحرين خلال يومي عمل، حيث يقوم قسم التسوية بإتمام عملية تسوية جميع الصفقات عن طريق قيدها إلكترونياً.

5.2. هيكل سوق الأوراق المالية البحريني: وتتمثل فيما يلي:

- أ. مجلس إدارة السوق: ويكون مسؤولاً عما يلي:
 - رسم السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق؛
 - وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في السوق والرقابة على تطبيقها؛
 - اتخاذ إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها.
- ب. مركز التسوية والإيداع المركزي: تتمثل خدماته في:¹
 - إصدار أرقام المستثمرين؛
 - فتح وحفظ حسابات الأوراق المالية في السجل التجاري؛
 - تشغيل وإدارة نظام المقاصة وتسوية الإيداع المركزي.

¹ - للمزيد ارجع للموقع الإلكتروني لسوق البحرين للأوراق المالية:

6.2. إدارة سوق البحرين للأوراق المالية: ويتم تشكيل إدارة السوق على النحو التالي:¹

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب للرئيس؛
- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد؛
- عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.

3. الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية العربية في قطر.

1.3. نشأة سوق الأوراق المالية في قطر: تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم من أسواق الأسهم في منطقة الخليج، وفي يونيو 2009 قامت شركة قطر القابضة بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE EUTOnex من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية كما وفرت هذه الشراكة فرصة في إثبات وجودها في الشرق الأوسط، كما أعادت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة².

2.3. شروط ومتطلبات الإدراج: يتم إدراج الأوراق المالية في بورصة قطر على النحو التالي:

- ❖ أن يكون رأس مال الشركات مدفوعاً بالكامل؛
- ❖ ألا يقل رأس مال الشركات المكتتب عن 40 مليون ريال قطري،
- ❖ عند الإدراج، يجب أن لا يقل عدد المساهمين عن 30 مساهماً؛
- ❖ تعيين شخص قانوني لرعاية مصالح حملة السندات والصكوك؛
- ❖ تعيين شخص اعتباري ليقوم بالنيابة عنها بدفع مستحقات المستثمرين في السندات أو الصكوك.

3.3. نظام التداول: تم تطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق، حيث يتم تداول الأوراق المالية من خلال التداول المستمر أو عن طريق المزاد، ثم تم تنفيذ التداول الإلكتروني والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام إلكتروني باستخدام الحاسب الآلي.

4.3. المقاصة والتسوية: تقوم شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية بعمليات المقاصة والتسوية بصورة إلكترونية، إذ أن كافة الصفقات المتداولة في البورصة تسوى في اليوم الثالث للتداول، وتتم التسوية المالية عن طريق التقاص بين أعضاء التسوية النقدية.

5.3. هيكل سوق قطر للأوراق المالية.

أ. هيئة قطر للأسواق المالية: وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على الأسواق المالية والشركات المرخص لها بممارسة الأنشطة المتعلقة بالتعامل مع أسواق رأس المال وتسعى لتحقيق الأهداف التالية:

- تنظيم الأسواق المالية، والإشراف والرقابة عليها؛

¹ - خليل حسن خليل، دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة القاهرة، مصر، 2003، ص 51.

² - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 128.

• تنظيم التعامل في الأوراق المالية بما يتم بالعدالة والتنافسية والعدالة والشفافية؛

• تقليص الحد من المعلومات المضللة التي تؤثر في الخدمات المالية.

ب. شركة قطر للإبداع المركزي للأوراق المالية: وهي شركة لتقديم الخدمات، مرخصة من قبل هيئة قطر للأسواق المالية وتتولى تقديم الخدمات التالية:

▪ تسجيل الأوراق المالية وحفظها ونقل ملكيتها؛

▪ إجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية؛

▪ إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية.

4. الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية العربية في الإمارات العربية المتحدة:

1.4. نشأة سوق الأوراق المالية العربية في الإمارات: أنشئ سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1986، حيث أصدر البنك المركزي قرار بشأن نظام وسطاء بيع وشراء الأسهم والسندات بالدولة، وفي سنة 2000 تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما، وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية، بالإضافة إلى أنها هيئة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة.¹

2.4. شروط الإدراج في سوق الإمارات للأوراق المالية: يقتصر الإدراج على الأوراق المالية التالية:²

- أسهم شركات المساهمة التي تأسست في الدولة أو التي تتخذ من الدولة مقراً رئيسياً لها؛
- أسهم الشركات التي تتمتع بجنسية الدولة والتي يوافق المجلس على إدراجها؛
- سندات وأدوات الدين التي يقرر المجلس إدراجها.

3.4. إدارة سوق الإمارات: تقوم إدارة السوق على:

أ. هيئة الأوراق المالية والسلع: وهي تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتسعى لتحقيق الأهداف التالية:

- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع وتكفل سلامة المعاملات ودقتها، من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين المستثمرين؛
- تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات؛
- ويتولى إدارة الهيئة مجلس إدارة يشكل بقرار مجلس الوزراء برئاسة الوزير وخمسة أعضاء من ذوي الخبرة والاختصاص، بالإضافة إلى الرئيس التنفيذي للهيئة.

ب. سوق دبي المالي: هو سوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة، يتمتع هذا السوق بموقع استراتيجي وتنظيمات مستقلة، وبنية تحتية راسخة، ثم بعد ذلك تم تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة.

¹ - امر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 150.

² - سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،

جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص 93.

ج. سوق أبو ظبي للأوراق المالية: هو مؤسسة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقا لأحكام وقوانين تضمن الشفافية وسلامة التداول، وله الحق في إنشاء فروع ومراكز خارج إمارة أبو ظبي.

ثانياً: الهيكل التنظيمي لبعض أسواق الأوراق المالية لدول الشام.

قامت دول الشام كغيرها من الدول بإنشاء ووضع القوانين ذات العلاقة بتنظيم سوق الأوراق المالية وذلك نظراً للدور الذي تقوم به هذه الأسواق في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية التي تعمل على تنمية الاقتصاد الوطني.

1. سوق الأوراق المالية في الأردن

1.1. نشأة سوق الأوراق المالية في الأردن: مر سوق المال في الأردن بمراحل نذكرها فيما يلي:

تم إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن في أوائل عقد الثلاثينات، وكان البنك العربي أول هذه الشركات، حيث تم تأسيسه سنة 1930، بعدها تم تأسيس شركة التبغ والسجائر سنة 1931، ثم تم إنشاء أول إصدارية لسندات القرض عام 1961، كما شهدت هذه المرحلة انتشار بعض الشركات المالية¹. ثم تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976، وضمن هذا الإطار تم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء في 1977، وفي 11 مارس 1999 تأسست بورصة عمان كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة².

2.1. شروط ومتطلبات الإدراج: تتمثل فيما يلي:

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج الأسهم في السوق الموازية؛
- أن تقدم الشركة القوائم المالية الختامية وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛
- على الشركة تقديم طلب الإدراج المقرر من قبل السوق ونسخة من عقد التأسيس وكشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج وكذا أعضاء مجلس الإدارة.

3.1. نظام التداول: يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البيع والشراء من خلال نظام إلكتروني متطور وضمن آلية تمتاز بالسهولة، المرونة والأمان ويعمل هذا النظام بموجب نظام المزايدة المستمر، حيث تم الاعتماد على النظام الإلكتروني NSCV900 الذي يتضمن نظام التحكم المركزي ويهدف هذا النظام إلى الحد من مخاطر وأخطاء التداول في البورصة³.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص، ص155، 154.

² - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص81.

³ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص222.

4.1. المقاصة والتسوية: قام مركز إيداع الأوراق المالية بتطبيق إجراءات التقاص والتسوية على أساس التسليم مقابل الدفع، بحيث يتم تسوية عقود التداول إلكترونياً في اليوم التالي الذي يلي يوم التداول. يعمل المركز على إجراء عملية التقاص والتي يتم بموجبها تحديد المبالغ المالية المستحقة على الوسيط.

5.1. مؤسسات سوق الأردن للأوراق المالية:

أ. هيئة الأوراق المالية: هي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء حتى تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق أهدافها.

ب. مراكز إيداع الأوراق المالية: هي مؤسسة ذات نفع عام، ويعتبر المركز الجهة الوحيدة المخولة في المملكة المصرح لها بالمهام التالية؛ تسجيل الأوراق المالية، إيداع الأوراق المالية، حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية وإجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية¹.

2. سوق فلسطين للأوراق المالية:

1.2. نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية: بعد إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية وبعد انطلاق عدد من الشركات المساهمة العامة الكبيرة إلى حيز الوجود تأسست السوق بمبادرة شركة فلسطين للتنمية والاستثمار، حيث قدمت دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية بتاريخ 19/07/1995، للمباشرة في سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس وفي 07/11/1996، تم توقيع إتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية الفلسطينية، وبدأ التداول الفعلي في السوق يوم 18/02/1997².

2.2. شروط ومتطلبات الإدراج: تم تقسيم الشركات المدرجة إلى مستويين بحيث وضعت الشركات التي تتمتع بمواصفات معينة وتلتزم بشروط محددة في السوق الأولي فيما فرضت شروط والتزامات أقل على مستوى السوق الثاني.

أ. شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأولى: ومن أهم شروطها ما يلي:

- ألا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن 10 ملايين دولار أمريكي؛
- ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 150 مساهماً؛
- أن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلاً، وقد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنتين ماليتين على الأقل.

ب. شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الثانوية:

- أن لا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن 500 ألف دولار أمريكي؛
- أن يكون مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن سنة؛

¹ - حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات - دراسة حالة بورصة عمان -، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص 167.

² - أحمد عمر شقيق القيشاوي، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008، ص، 31.

- أن تكون الشركة قد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقا لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنة على الأقل؛
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 50% من رأس المال المدفوع.

3.2. نظام التداول: تقوم بورصة فلسطين باستخدام نظام تداول إلكتروني متصل مع الشركات الأعضاء، ويتم تسجيل أوقات أوامر البيع والشراء المدخلة على أساس وقت وصولها وبدقة منتهية ويتم نشر معلومات التداول بصورة سريعة، ويتم الرقابة على التداول من قبل بورصة فلسطين من خلال برنامج SMARTS ON LINE الذي يعتبر الأفضل عالميا في الرقابة على التداول.

4.2. المقاصة والتسوية: تقوم دائرة مركز الإيداع والتحويل في سوق فلسطين للأوراق المالية بعكس صفقات التداول على سجلات المساهمين في النظام الإلكتروني بعد 30 ثانية من إنجازها، وفي يوم العمل الثالث تقوم الدائرة بنقل ملكية الأوراق المالية المتداولة من البائع إلى المشتري¹.

5.2. هيكل سوق فلسطين للأوراق المالية: وتتمثل في المؤسسات التالية:

- أ. **هيئة سوق رأس المال:** تهدف الهيئة إلى تهيئة المناخ الملائم لتحقيق استقرار ونمو رأس المال، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال في فلسطين وحماية حقوق المستثمرين لذا تقوم بالإشراف على سوق الأوراق المالية وتنظيمه والرقابة عليه وعلى النشاطات غير المصرفية التي يتم تداولها عبر مستواه.
- ب. **مركز الإيداع والتحويل:** يعتبر مركز الإيداع والتحويل جزء لا يتجزأ من مؤسسات بورصة فلسطين التي يتم تسجيلها كشركة مساهمة عامة، باعتباره حافظا ومستودعا لإيداع وحفظ الأوراق المالية بالنيابة عن الشركات المصدرة، حيث يسعى إلى تحقيق الانتقال من البيئة الورقية إلى البيئة الإلكترونية، وإصدار شهادات إثبات ملكية أسهم المستثمرين وتنفيذ تسوية الأسهم.

3. الهيكل التنظيمي لسوق لبنان للأوراق المالية

1.3. نشأة سوق لبنان للأوراق المالية: تعتبر بورصة بيروت من أقدم الأسواق المالية في المنطقة حيث يعود تاريخ تأسيسها لعام 1920، وكانت ثاني أقدم سوق مالية في العالم العربي.

وفي ما يلي سنحاول استعراض أهم التطورات والإصلاحات التي مرت بها بورصة بيروت²:

- لقد تم إدراج أسهم شركات لبنانية فرنسية بداية الثلاثينات وكان الهدف منها خصخصة مصالح القطاع العام من سكك الحديد والاتصالات والبريد وكان بعض هذه الشركات مدرجا في بورصة باريس؛
- دخول حوالي خمسين شركة من شركات صناعية ومصرفية وخدمانية للبورصة في أوائل الخمسينيات، لتعد بورصة بيروت أفضل سوق مالي في المنطقة، الأمر الذي ساهم في تنشيط الاقتصاد اللبناني؛
- تراجعت حركة التداول في بورصة بيروت، مع تدهور الوضع الأمني واندلاع الأحداث اللبنانية سنة 1975، وصولا إلى تعليق العمل في البورصة عام 1983؛
- عاودت بورصة بيروت نشاطها في جانفي 1996؛

¹ - نورين بومدين ، مرجع سبق ذكره، ص - ص 137-139.

² - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص 84، 83.

- اعتماد بورصة بيروت نظام تداول جديد يرتكز على نظام مختلط في أكتوبر سنة 2000.

2.3. شروط ومتطلبات الإدراج: يتم إدراج الأوراق المالية في بيروت من خلال الأسواق الفرعية التالية¹:

أ. السوق الرسمية: لإصدار أوراق مالية في السوق الرسمية لابد من:

- أن يكون رأسمالها يعادل 3 ملايين دولار أمريكي أو أكثر؛
- أن يكون عدد المساهمين الحائزين على نسبة 25% من رأسمال الشركة في حدود 50 مساهماً؛
- أن يكون قد مر على تأسيسها ثلاث سنوات على الأقل.

ب. السوق الموازية: وتستوجب ما يلي:

- أن يكون رأسمالها مليون دولار أمريكي أو أكثر؛
- أن تكون وزعت 25% على الأقل من رأسمالها؛
- أن يكون عدد المساهمين الحائزين على نسبة 25% من رأسمال في حدود مساهم على الأقل؛
- في حال إصدار سندات دين لابد أن تكون قيمة الإصدار ما يعادل مليون دولار.

ج. سوق الأوراق المالية غير المدرجة: ويتم فيها تداول الأسهم التي تصدرها الشركات اللبنانية التي يبلغ رأسمالها مئة ألف ليرة لبنانية على الأقل دون أن تكون مدرجة في بورصة لبنان.

3.3. نظام التداول: اعتمدت بورصة بيروت نظام تداول جديد يرتكز على نظام مختلط يتضمن نظام التداول المستمر ونظام تثبيت السعر، ثم استخدمت نظام تداول جديد تحت اسم NSC-UNIX، ثم بعدها أطلقت نظام تداول جديد عن بعد يسمح للوسطاء بتداول الأوراق المالية المدرجة في بورصة بيروت عن بعد من مكاتبهم الخاصة، كما تم إتاحة إمكانية التداول عبر الإنترنت سنة 2008 ويتم تسعير الأوراق المالية من خلال مقابلة أوامر البيع والشراء المدخلة من قبل الوسطاء خلال جلسة التداول في البورصة

4.3. المقاصة والتسوية: إن عمليتا التسديد والتسليم تتم من خلال مركز المقاصة وتحدد مهلة التسديد والتسليم بثلاثة أيام من يوم التداول.

5.3. مؤسسات سوق لبنان للأوراق المالية:

أ. هيئة الأسواق المالية: تهتم بالمحافظة على سلامة الادخار الموظف في الأدوات المالية قصد تشجيع الأسواق المالية في لبنان بالتنسيق مع مختلف القطاعات المعنية، ومن أبرز مهامها نجد²:

- تنظيم وتطوير الأسواق المالية في لبنان والسعي إلى زيادة استخدام هذه الأسواق من قبل المستثمرين والمصدرين في لبنان والخارج؛
- حماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة؛
- إصدار التراخيص للوسطاء السوق الذين يقومون بتقديم خدمات للمستثمرين.

¹ - موقع بورصة بيروت للأوراق المالية:

[http:// www.bse.com.lb/the BSE : Organizationchart/tabid/64/Defout.aspx](http://www.bse.com.lb/the BSE : Organizationchart/tabid/64/Defout.aspx), 18/02/2018, h 21.30.

² - نوزين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 143.

ب. مركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية للبنان والشرق الأوسط: قام مصرف لبنان في جوان 1994 بإنشاء شركة مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط بهدف تقديم خدمات متنوعة.

6.3. إدارة بورصة بيروت: تنقسم إدارة بورصة بيروت إلى¹:

أ. لجنة البورصة: تتألف اللجنة من رئيس وثمانية أعضاء يعينون بموجب مرسوم يتخذ في مجلس الوزراء بناء على اقتراح وزير المالية، وقد حددت مدة ولاية اللجنة بأربع سنوات، وتجتمع اللجنة مرة واحدة كل أسبوعين، أبو بدعوة من رئيسها كلما رأى ذلك ضروريا. وتقوم هذه اللجنة بإدارة شؤون البورصة والإشراف على تنفيذها؛ التصديق على البيانات المالية للسنة المالية السابقة ووضع نظام موظفي البورصة.

ب. أمين عام البورصة: هو تابع للجهاز الإداري، يحضر اجتماعات اللجنة، ويقوم بتنظيم محاضر الجلسات، ويؤمن متابعة وتنفيذ القرارات المتخذة فيها، كما يسهر على نقل نسخ المحاضر إلى مفوض الحكومة.

ج. مفوض الحكومة: يعين بموجب مرسوم بناء على اقتراح وزير المالية، ويعهد إليه السهر على تطبيق القوانين والأنظمة المتعلقة بالبورصة، ويحضر اجتماعات اللجنة لكن يبقى رأيه ذو طابع استشاري.

ثالثا: بعض أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

قامت دول شمال إفريقيا بإنشاء وتنظيم الأسواق المالية بهدف تجميع المدخرات المحلية وهي:

1. سوق الأوراق المالية في المغرب: اعتمد المغرب منذ استقلاله على اقتصاد السوق، مع سيطرة الدولة على القطاعات الحيوية والحساسة، كالطاقة، المواصلات، الصحة، النقل، الزراعة، الصناعة، السكن.

1.1. نشأة وتطور بورصة الدار البيضاء: إن أول مبادلات للقيم المنقولة كانت في المغرب عند إنشاء بورصة الدار البيضاء سنة 1929 باقتراح من البنوك القائمة، وترجع أول جلسة إلى نوفمبر 1929، وقد عرفت عدة إصلاحات فكان الإصلاح الأول عام 1948 والذي منح لها الشخصية المعنوية وغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما الإصلاح الثاني فكان في عام 1967 بسبب تزايد النمو الاقتصادي بعد الاستقلال وتدفع رؤوس الأموال الأجنبية، فصدر قرار مرسوم ملكي رقم 67-494 بتاريخ 14 نوفمبر 1967 بإنشاء بورصة القيم المنقولة وإعادة تنظيمها وإضافة تشريعات وإدخال تقنيات جديدة وعرفت على أنها مؤسسة عمومية لها شخصية معنوية مستقلة تخضع لرقابة وزارة المالية، وقد أدت الإصلاحات الاقتصادية التي عرفها المغرب في الثمانينات في إطار برنامج التعديل الهيكلي، إلى ضرورة تكييف السوق المالية لتنماشى مع الأوضاع الاقتصادية الجديدة، فجاء إصلاح 1993 وهي السنة التي شرع المغرب فيها في تنفيذ برنامج الخصخصة، ثم إصلاح 1997 وقبل هذه الإصلاحات تميزت السوق المغربية المالية بضعف حجم الإصدارات مما خلق اختلال بين العرض والطلب.²

¹ - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص 84، 85.

² - كريمة منصر، السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغربية، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002، ص 85.

2.1. الإطار التشريعي لبورصة الدار البيضاء: ترتبط سوق الأوراق المالية ارتباطا وثيقا بمناخ الاستثمار وتدفقات رؤوس الأموال، لذلك فإن الإطار التشريعي الذي يحكم سوق الأوراق المالية لا يقتصر على القوانين والأنظمة التي تحكم أسواق رأس المال، و نجد أن هناك مجموعة من القوانين ترتبط بأسواق رأس المال سواء كان ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وعلى العموم فإن أهم القوانين التي ترتبط برأس المال تتمثل في قوانين أسواق الأوراق المالية وقوانين الشركات وقوانين الضرائب المباشرة وغير المباشرة وكذلك القوانين التي ترتبط بتنظيم وتشجيع الاستثمارات وقوانين البنوك والدين العام والتأمين وغيرها من التشريعات.¹

3.1. الإطار التنظيمي لبورصة الدار البيضاء: يقصد بالإطار التنظيمي لأسواق الأوراق المالية طبيعة الهياكل الإدارية والتنظيمية التي تحكم عمل هذه الأسواق من حيث إدارة شؤونها والصلاحيات المخولة لكل جهة من الجهات التنظيمية وتتكون بورصة الدار البيضاء من:

أ. بورصة الأوراق المالية: عرفت بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1993 إطارا جديدا ومحيطا آخر للأسواق المالية وهذا بعد إصدار مجموعة اللوائح التي أعطتها إطارا تنظيميا، تقنيا أساسيا لتطويرها فهي شركة خفية الاسم مكلفة بتنظيم وتسيير السوق.

ب. شركات البورصة: تقوم هذه الشركات بالاستثمار في الأوراق المالية لحسابها الخاص وللعلماء، وتقديم المشورة وتوجيه الأشخاص المعنويين والمساعدة في إعداد الوثائق اللازمة للاستثمار في البورصة.

ج. مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة (CDRM): أنشأ هذا المجلس فعلا في جويلية 1994 بعد أن تمت المصادقة على القانون 1-23-212 الصادر في 1993، وهو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وهو أيضا يمثل سلطة السوق.

د. المؤتمن المركزي: هو شركة خفية الاسم تقوم بفتح حسابات جارية للأوراق المالية لصالح المنضمين إليها وإدارتها وتم إنشائه سنة 1997، ويقوم بمجموعة من المهام منها القيام بالمحاسبة لماسكي الحسابات والتحقق من التوازنات المحاسبية والقيام بالرقابة عليهم.²

4.1. تنظيم سوق البورصة: يمكن دراسة تنظيم بورصة الدار البيضاء من خلال معرفة مكونات السوق والوساطة المالية من حيث المكونات والمهام كما يلي:³

أ. مكونات سوق البورصة: يتكون سوق بورصة الدار البيضاء مما يلي:

- **الأسواق المركزية:** منحت الهيكل الجديدة لسوق الدار البيضاء السوق المركزية دور القائد إذ أن أية صفقة مالية مسعرة تتم في بورصة الدار البيضاء لابد أن تمر بالسوق المركزي، وهي سوق تحكمها الأوامر التي يجمعها الوسيط والخاصة بطلبات بيع أو شراء الأوراق المالية؛

¹ - وليد احمد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص21.

² - للمزيد ارجع إلى: www.Casablanca-bourse.com في 2018/02/19 على الساعة 15:30.

³ - هولي رشيد، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، ص24.

- **أسواق الكتل:** تم إنشائها في 02 نوفمبر 1998 وهي سوق التعامل بالتراضي يتم فيها التفاوض على كتل من الأوراق المالية ذات الحجم الكبير التي لا يمكن تداولها في الأسواق المركزية.

ب. **الوساطة المالية في أسواق الأوراق المالية المغربية:** إن القانون المغربي يعطي حق امتلاك الوساطة في البورصة لشركات البورصة فقط وهذه الشركات لا بد وأن تتحصل قبل ممارسة نشاطها على ترخيص.

5.1. مهام الوسيط في بورصة الدار البيضاء: إن شركات الوساطة بالإضافة لموضوع عملها الأساسي المتمثل في بيع وشراء القيم المالية تستطيع القيام بمهام أخرى منها:¹

- ضمان حفظ الأوراق المالية؛
- مساعدة الأشخاص المعنويين المقبلين على عرض عمومي للدخار على تحضير وثائق المعلومات التي تخص الجمهور؛
- إدارة المحافظ المالية للعملاء وفق وكالة من طرف هؤلاء العملاء.

2. سوق الأوراق المالية التونسية

1.2. نشأة سوق الأوراق المالية التونسية: كانت سوق الأوراق المالية في تونس حرة لا تخضع لأي قانون ينظم ويضبط عملياتها إلى أن أنشأت غرفة المقاصة سنة 1937، والتي تعمل على بيع السندات، وفي سنة 1945 تم إنشاء الديوان التونسي للقيم الذي حل محل غرفة المقاصة بموجب أمر يلزم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية أن تمر بهذا الديوان، إلا أنه لم يبدأ عمله إلا في سنة 1946، وفي نهاية 1969 صدر القانون رقم 13 والقاضي بإنشاء بورصة القيم والتي استمر العمل بها حوالي 20 عاما حتى صدر القانون رقم 49 عام 1989 الخاص بأحداث بورصة الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صيغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي.²

2.2. شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية التونسية: وتستلزم ما يلي:

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين؛
- تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين؛
- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف؛
- نشر إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالي.³

3.2. المقاصة والتسوية لسوق الأوراق المالية التونسية: تم إنشاء الشركة المهنية للمقاصة والإيداع والتسوية للأوراق المالية كشركة مساهمة عامة برأس مال مدفوع مقداره 150 مليون دينار تونسي موزع

¹ - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 107.

² - هولي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص، ص 29، 30.

³ - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص 77، 78.

بالتساوي بين الوسطاء ويهدف إنشاء هذه الشركة إلى الرفع من كفاءة عمليات المقاصة والإيداع والتسوية بما يؤدي إلى تطوير التداول في السوق وتسريع إبرام الصفقات¹.

4.2. مؤسسات سوق الأوراق المالية التونسية: يتكون سوق الأوراق المالية في تونس من²:

- أ. هيئة السوق المالية: هي هيئة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، مقرها تونس العاصمة مهمتها الأساسية حماية مدخرات المستثمرين وضمان السير الحسن للتداولات وتحقيق الشفافية والأمان؛
- ب. بورصة الأوراق المالية: يخضع مشروع النظام الأساسي لبورصة الأوراق المالية لمصادقة وزير المالية، حيث تكلف بوضع الهياكل الفنية والإدارية لتسيير عمليات التداول.
- ج. الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: تتكفل هذه الشركة بتسجيل المبادلات وتحويل ملكيات الأوراق المالية للتعاملات التي تتم داخل البورصة.

3. سوق الأوراق المالية المصرية

1.3. نشأة سوق الأوراق المالية المصرية: شهدت مجموعة من التطورات تتمثل في مايلي³:

أ. المرحلة الأولى (1883-1959): كانت أولى المحاولات لإنشاء سوق التداول في مصر عام 1883، ولم يتم تنفيذ ذلك رسميا حتى عام 1907، حيث تميزت هذه المرحلة بتأسيس السوق، التي اتصفت بالمحدودية في البداية غير أنه سرعان ما بدأت في الانتعاش وخلال الحرب العالمية الأولى والثانية شهدت سوق الأوراق المالية ركودا حادا استمر خلال طوال الحرب، ولم يعد لها الانتعاش إلى بعد صدور قوانين جديدة.

ب. المرحلة الثانية (1960-1973): شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية في مصر وتتمثل أهمها فيما يلي:

- التدخل في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى انكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد؛

- اشتراك العمال في مجالس إدارات شركات المساهمة بنسب كبيرة؛

- تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة.

ج. المرحلة الثالثة (1974-1990): بدأت هذه المرحلة سياسة الانفتاح الاقتصادي بصدور مجموعة من القوانين والقرارات بهدف تنمية سوق الأوراق المالية بمصر، جاءت هذه القوانين بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق ومنح هذا الأخير إعفاءات ضريبية، كذلك صدور قانون لتنظيم التعامل لسماسرة

¹ - عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 149.

² - بن دحان إلياس الأزهر، بور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص 67.

³ - عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006،

الأوراق المالية، وتم خلال هذه الفترة إنشاء العديد من المؤسسات الهامة من بينها الهيئة العامة للاستثمار والهيئة العامة للسوق¹.

د. المرحلة الرابعة من 1991 إلى يومنا هذا: استطاعت السوق المصرية في هذه المرحلة من بلورت صورتها الحالية، بفضل الجهود التي بذلت قصد الإصلاح الاقتصادي، بداية من سنة 1991، تهدف من خلالها الوصول إلى بيئة اقتصادية مستقرة، وإزالة الاختلالات التي يعاني منها الاقتصاد المصري.

2.3. شروط ومتطلبات الإدراج: يشترط لقبول وقيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية توافر ما يلي²:

- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسون ألف جنيه؛
- تكون الأسهم في صكوك من فئة الخمسة أسهم بحيث لا يتجاوز ألف سهم في الصك الواحد؛
- تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام.

3.3. نظام التداول: شهد نظام التداول في البورصة المصرية حركة تطوير متابعة من خلال التحول من تنفيذ التعاملات يدويا إلى النظام الإلكتروني للتداول، ومع التطور السريع الذي شهدته البورصة في ذلك الوقت ظهرت الحاجة لنظام تداول أحدث يتناسب مع المعايير الدولية في هذا المجال، لذلك تعاقدت البورصة مع الشركة الكندية وذلك لتقديم نظام إلكتروني جديد للتداول وبعد ذلك تم استبداله بنظام X-STREA M وهو الذي يستوعب الزيادات المتتالية في حجم التداول.

4.3. المقاصة والتسوية: يقوم نظام المقاصة والتسوية على مبدأ التسليم مقابل الدفع، حيث تتولى شركة مصر للمقاصة القيام بعمليات المقاصة ما بين شركات السمسرة البائعة والمشتري.

5.3. المؤسسات التابعة لسوق الأوراق المالية المصرية: ويتمثل فيما يلي³:

- أ. **الهيئة العامة للرقابة المالية:** وهي الهيئة التي تشرف على تطبيق قانون رأس المال وتسعى لتحقيق سلامة واستقرار سوق الأوراق المالية وتوازن حقوق المتعاملين فيها وتوفير الوسائل؛
- ب. **شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي:** الغرض الرئيسي من إنشاءها هو إتمام عمليات المقاصة والتسوية لمعاملات الأوراق المالية بالسوق المصرية وما يرتبط بذلك من خدمات؛
- ج. **شركة مصر لنشر المعلومات:** هي شركة مشتركة بين البورصة المصرية وناسداك أو مكس، تم إنشائها بهدف زيادة مستويات الشفافية وإتاحة المعلوماتية في السوق.

4. سوق الأوراق المالية في الجزائر

1.4. نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر: تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير

¹ - عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية (أسواق المال، البورصات، البنوك شركات الاستثمار)، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2006، ص96.

² - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص76.

³ - بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص - ص 61-63.

الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي¹:

أ. المرحلة التأسيسية (1990-1992):

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط. كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهت هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج، كما تم تغيير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية، وبالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة خلال هذه المرحلة.

ب. المرحلة الابتدائية (1993-1996):

تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص، بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها ورفع من رأسمالها كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة².

ج. مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1998 إلى وقتنا الحالي):

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث³:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛

¹ - المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59-08 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27 الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.

² - محمد زيدان، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر - المعوقات والآفاق، دراسة حالة الجزائر، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص7.

³ - المرجع نفسه، ص8.

- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة يمثلون مختلف المؤسسات المالية، وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998.

2.4. شروط ومتطلبات الإدراج: لقد تم تحديد شروط قبول الأوراق المالية التي تطرحها الشركات في سوق الأوراق المالية على النحو التالي¹:

- يجب أن يكون للشركة رأس مال لا يقل عن 100 مليون دينار جزائري؛
 - يجب أن توزع على الجمهور 20% من رأس مالها؛
 - يجب أن يكون لها 150 مساهم على الأقل يوم الدخول في البورصة؛
 - يجب أن تكون الشركة نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة.
- 3.4. نظام التداول:** يشرف على جلسات التداول ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة حسب القواعد والإجراءات التي تحددها الشركة ويجتمع كل المتداولين في قاعة السوق.
- 4.4. المقاصة والتسوية:** يتم تسوية الصفقات في سوق الأوراق المالية بالجزائر نقدا ويتم نقل ملكيتها بمجرد تنفيذ الأمر.

5.4. المؤسسات التابعة لسوق الأوراق المالية في الجزائر:²

- أ. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:** تعتبر هذه اللجنة أهم عنصر في التنظيم الداخلي، إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية، تتكون من رئيس وستة أعضاء غير دائمين وتتمتع بمجموعة من الصلاحيات منها:
- ❖ القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المدرجة في البورصة؛
 - ❖ التأكد من أن الشركات المدرجة في البورصة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية؛
 - ❖ تمارس اللجنة مهام تأديبية وتحكيمية وهي مؤهلة لدراسة أي نزاع كما يمكنها إصدار العقوبات.
- ب. المؤتمر المركزي على السندات:** هو عبارة عن الهيئة الجديدة المتعلقة ببورصة القيم المنقولة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي قدره 240 مليون دينار جزائري تتمثل مهامه فيما يلي:
- حفظ وإدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بهم؛
 - متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب لآخر؛
 - الترقيم القانوني للسندات ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

¹ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص78.

² - للمزيد ارجع للموقع التالي: <http://www.sgbv.dz/system-rl.php> تاريخ الاطلاع 2018/04/18 على الساعة 14:30.

المبحث الثاني: معوقات تطوير أداء أسواق الأوراق المالية العربية

إن الأسواق المالية العربية شهدت العديد من التطورات والإصلاحات خلال السنوات السابقة والتي كان لها الفضل في التحسن الملحوظ في أدائها، حيث كان الهدف منها (الإصلاحات) هو تطوير أداء هذه الأسواق، إلا أن هذه الجهود لم تكن كافية لأن هذه الأسواق لازالت تعاني من القصور الذي يحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي المنوط بها.

المطلب الأول: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي، التشريعي والهيكلية

إن أسواق الأوراق المالية العربية بحكم حداثتها تفتقر إلى بعض الأنظمة والتشريعات التي تضبط بشكل جيد العمل بها وتحول دون تطورها.

أولاً: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي:

يمكن تلخيصها فيما يلي:¹

- تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها، إذ يلاحظ بأن بعضها لازالت في بدايتها؛
- عدم وجود أسواق أوراق مالية منظمة لدى العديد من الدول، فعلى الرغم من توفير الأدوات المالية إلا أن هذه الدول لازالت تفتقر إلى وجود سوق منظمة للأسواق المالية؛
- عدم تنوع الأدوات المالية العربية، حيث تكاد الأسهم أن تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية العربية.

ثانياً: معوقات تتعلق بالإطار التشريعي: وهي كالاتي:

- افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين؛
- محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة (أسهم عادية، سندات)؛
- وجود بعض القواعد والنظم الخاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية لا تتلاءم مع مثيلاتها في البورصات الأخرى؛
- تعاني معظم أسواق الأوراق المالية العربية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة ما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها²؛
- بعض الأسواق العربية مازالت تفتقر إلى آلية الرقابة والإشراف على التداول واكتشاف أي خلل أو انحراف كالحصول على بيانات بطرق غير شرعية وتسريب معلومات أو إشاعات خاطئة؛
- انعدام التنسيق بين مختلف التشريعات الخاصة بالأسواق المالية في الدول العربية مما يحد من قدرة هذه الأسواق على التكامل والترابط فيما بينهما.¹

¹ - صلاح الدين السبسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم (تطوير وربط البورصات العربية)، الطبعة 1، عالم الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص، ص74، 73.

² - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010، ص

ثالثاً: معوقات هيكلية: وتتمثل فيما يلي:²

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عمليات التنمية الاقتصادية؛
- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل؛
- عدم توافر المعلومات المجمعة عن البورصات العربية ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها؛
- الاعتماد على التسهيلات البنكية في تمويل المشروعات على اختلاف آجالها دون اللجوء لأسواق الأوراق المالية لتمويل المشاريع طويلة الآجال وذات الأحجام الكبيرة.

المطلب الثاني: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي: تتمثل فيما يلي:

أولاً: محدودية السوق وعدم اتساع نطاقها:

- يقاس الطلب بعدد حجم أوامر الشراء ويندرج ضيق ومحدودية هذه الأسواق فيما يلي:
- ❖ يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على الأسهم دون السندات، حيث تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها إلى التمويل وبالتالي تعتمد على التمويل طويل الأجل؛
- ❖ كما تتصف أسواق المال العربية بصغر حجم رأس المال المتداول في السوق والذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخر يوم تعامل، وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- ❖ قلة عدد الشركات المدرجة فيها والتي تتركز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول؛
- ❖ ضعف السيولة من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً، وعدد أيام التداول في السنة، ويرجع ضعف التداول أساساً إلى ضعف الادخار ومنه ضعف الطلب³.

ثانياً: انخفاض العرض والطلب

من أهم أسباب ضعف العرض والطلب على الأدوات المالية ما يلي:⁴

- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكانياته المالية المتاحة للاستثمار؛
- عدم الإفصاح الكافي عن المعلومات وعدم توافرها بشكل دوري ومستمر، بالإضافة إلى انعدام الشفافية في المعلومات في ظل مؤسسات عالية الكفاءة مما يجعل هذه الأسواق تقتصر إلى الثقة؛
- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق لأسواق الأوراق المالية العربية، حيث تؤدي دوراً مزدوجاً كأن تفرض ضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، وضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم حجم الاستثمار؛
- قلة الانفتاح على الخارج لعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة في كامل الدول العربية أثر سلباً على ثقة المستثمرين في الأسواق المالية العربية وبالتالي عدم فتح المجال للاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات؛

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 260.

² - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 74.

³ - مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 7.

⁴ - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص 134.

- التقلبات الشديدة في الأسعار التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر. وتجدر الإشارة إلى وجود معوقات أخرى تمس الإطار المؤسسي الذي تعمل من خلاله البورصات العربية منها:
- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية والتي تقوم بمهام الترويج وتسويق الإصدارات الجديدة؛
- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق التي تهتم بمهمة تحقيق توازن منتظم ومستمر بين عرض الأوراق المالية والطلب عليها؛
- عدم كفاءة السماسرة في إعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية وعدم إلهامهم بمهنة السمسرة وفن التعامل بالأوراق المالية؛
- عدم توفر الوعي الاستثماري بين المتعاملين مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري؛
- قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح المالي عن المعلومات المالية للشركات.

المطلب الثالث: معوقات تتعلق بضعف الربط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية

رغم أن الكثير من الدول العربية تمتلك أسواقاً مالية، إلا أن القوانين المنظمة للأسواق المالية لا تساير الواقع الاقتصادي والدليل على ذلك أن معظم الدول العربية مازالت تعيد النظر في هذه القوانين بما يتماشى مع اقتصادها.

أولاً: معوقات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من نقاط ضعف عديدة تحد من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، ويمكن تصنيف هذه القيود إلى:¹

1. قيود معلوماتية: وهي كالاتي:

- ❖ ضعف الإفصاح المالي وعدم وجود تحليل فني واقتصادي مستقبلي؛
- ❖ انخفاض الوعي الاستثماري وخاصة لدى الأفراد ووجود اعتبارات دينية تعيق توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية؛
- ❖ عدم توفر شبكة المعلومات على أسس تنبئية وليس لمجرد عرض البيانات والمؤشرات، بل لابد من توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة أو تنمية البورصة مستقبلاً؛
- ❖ نقص نظام المعلومات بالبورصات وغياب مراكز دعم القرارات؛
- ❖ عدم دراسة السوق المحلي وتحديد صفاته وخصائصه سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو المؤسسات، وتوفير مجموعة من الأوراق المالية المناسبة لخصائص كل نوع وسلوكه.

2. قيود تنظيمية: وتتلخص فيما يلي:

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

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص، ص 265، 266.

- غياب التخطيط الاستراتيجي للبورصات العربية؛
- انتشار الشركات الاستثمارية المالية مما يقيد حجم الاستثمارات المالية وشكلها؛
- تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجة لتباين الثقافات العربية وتأثيرها على البورصات كل ذلك يعوق الاتصالات بين البورصات؛
- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين؛
- غياب الابتكار وتجديد أدوات الاستثمار والادخار.

3. قيود مالية: وهي كالاتي: ¹

- الرقابة على النقد الأجنبي؛
 - قيود تحويل العملات الأجنبية؛
 - تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج؛
 - فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول؛
 - أثر التضخم على عائد السندات؛
 - ضعف البورصات من حيث حجم التداول؛
 - غياب السماسرة المتخصصين وبنوك الاستثمار في الأوراق المالية.
- وهناك من يرجع هذه المعوقات لمجموعة من الأسباب والمظاهر التي يمكن إجمالها فيما يلي: ²
- الصغر النسبي لحجم المشروعات في المنطقة العربية وبالتالي سهولة تمويلها؛
 - الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة؛
 - تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالسوق المالية في المدى الطويل؛
 - توظيف بعض المصارف وشركات التأمين والاستثمار لجانب كبير من أموالها في الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى السوق المالية المحلية؛
 - تدني الوعي الاستثماري لدى المتعاملين وعدم كفاية الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي ومن ثم سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في هذا النشاط الاستثماري؛
 - قلة المؤسسات التي تؤدي وظيفة الوساطة المالية والتي يعد دورها مكملًا وحافزًا لاستمرار نشاط سوق الأوراق المالية.

¹ - صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة 1، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998، ص 30.

² - أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص 64.

ثانياً: مشكل هروب رؤوس الأموال العربية نحو الخارج

اكتسبت الدعوة إلى الحد من ظاهرة هجرة رؤوس الأموال العربية للخارج وإيجاد السبل والوسائل لتهيئة الظروف المناسبة لتوطين هذه الأموال بالبلدان العربية، وكذلك دراسة المردود الاقتصادي والمالي الذي يمكن أن تحققه هذه الأموال في حال توطنها؛ ففي الوقت الذي حققت فيه العديد من الدول العربية نتائج إيجابية في إطار برامجها الإصلاحية وارتفاع الاحتياطات الخارجية، فإنها لم تستطع الحد من تنامي هذه الظاهرة.

1. الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية نحو الخارج: على الرغم من أن تقديرات التدفقات الرأسمالية السنوية من كل بلد من البلدان العربية للخارج غير دقيقة، فإن اتحاد البنوك العربية قد أعلن أن حجم الثروات الشخصية في الخارج تقدر بنحو 800 مليار يملكها 200 ألف شخص، وأن أكثر من ثلثي هذه الأموال يتخذ شكل ودائع في البنوك العالمية، كما يستثمر بعضه في مشاريع مختلفة وفي أسواق المال العالمية، حيث أن رؤوس الأموال خاصة في دول الخليج مستثمرة في الخارج حيث تسمح هذه الدول بخروج رؤوس الأموال بشكل حر، أما الدول العربية الأخرى فتضع قيوداً على حركة رؤوس الأموال فقد تدفقت عشرات المليارات إلى خارجها بطرق غير شرعية¹.

ويتحليل ظاهرة انتقال رؤوس الأموال العربية في الاتجاه المضاد، نطرح السؤال التالي: هل استطاعت هذه الأموال أن تضحي بالاستثمار في الدول العربية مقابل فرصة بديلة أفضل في بلدان الفائض؟ والواقع العملي أيضاً يشير إلى أن الفرصة البديلة أي الاستثمار في البلدان الأجنبية لم تكن هي الأفضل. فكما هو معروف أن حجم الاستثمارات، وتوافر الأموال هناك والتي تبحث عن الفرص الجيدة، ووجود المؤسسات المتطورة والقادرة على اقتناص الفرص في الدول الأجنبية لا تدع مجالاً للمستثمر العربي في الحصول على الفرص الجيدة.

2. أسباب هجرة رؤوس الأموال إلى الخارج: ومن بينها ما يلي:

أ. الأسباب الخارجية: من بينها ما يلي:

- المحافظة على الأموال كون هذه الاستثمارات مضمونة: وهذا لاعتقاد ملاك رؤوس الأموال العربية المهاجرة أن الدول الأجنبية الملاذ الآمن للحفاظ على قيمة أموالهم نتيجة لقوة أدائها الاقتصادي؛
 - الربحية: حيث يعتبر من العناصر المهمة والمحددة لتحركات رؤوس الأموال وهجرتها، وهو تحقيق أعلى قدر ممكن من الأرباح؛
 - قدرة المستثمر وصاحب رؤوس الأموال على استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت.
- هذه من أهم الأسباب لهجرة رؤوس الأموال العربية نحو الخارج بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى مثل التقدم والتطور في البنية التحتية والفوقية للاستثمار في هذه الدول².

¹ - امر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص، ص135، 136.

² - عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، السعودية، ص-ص14-23.

ب. الأسباب الداخلية: نذكر منها ما يلي:

- ضعف المقدرة الاستيعابية للاقتصاديات العربية، أي عدم المقدرة على استغلال الموارد المتوفرة لديها أحسن استغلال؛
- الفساد الإداري والمالي، بالإضافة لغياب الشفافية والتسهيلات في البلدان العربية؛
- فكرة الربح السريع والخوف من المخاطرة؛
- غياب التطبيق العملي على أرض الواقع للإصلاحات الإدارية والتنظيمية؛
- ضعف مرافق البنية التحتية والمبالغة في الضرائب والرسوم.

3. الآليات المقترحة لتوطين وعودة الأموال العربية من الخارج والحد من هجرتها: فبالرغم من الإصلاحات التي تقوم بها الدول العربية لاستعادة وجذب رؤوس الأموال الهاربة، فإنه من الواجب أن تستمر في بذل مزيد من الجهد وهذا من خلال:

أ. توفير المناخ المناسب للاستثمار: الذي يتجسد في تحسين معدلات النمو الاقتصادي وتفعيل دور السياسة المالية عن طريق الحد من ظاهرة المبالغة في فرض الضرائب والترشيد الأمثل للإنفاق، وكذلك التركيز على السياسة النقدية بقيام البنك المركزي بدوره الرقابي على المؤسسات المالية والبنوك وتطبيق معايير المحاسبة الدولية ووضع قواعد للتعاون في مجال مكافحة غسيل الأموال وكذلك:

- إعطاء البنوك الإسلامية دفعة للأمام عن طريق الإصلاح الإداري للعلاقة التنظيمية بين البنوك المركزية والإسلامية مما يساهم في خلق بيئة مناسبة لزيادة ثقة العملاء؛
- تشجيع زيادة الاندماج والتحالفات الاستراتيجية بين البنوك العربية؛
- المزيد من الإصلاحات السياسية والتشاور مع المواطنين سيشكل أرضية صلبة لعودة الأموال المهاجرة؛
- دعم المؤسسات والهيئات غير الحكومية من قبل الحكومات العربية مثل الغرف التجارية.

ب. التخصيصية: وهي خلق فرص واسعة للاستثمار في مجالات وقطاعات متنوعة تتناسب مع إمكانيات وخبرات المستثمرين لأن ذلك يحقق الربحية والضمان.

ج. إنشاء صناديق استثمارية كبيرة وتسويقها: حيث تختص هذه الصناديق بالاستثمار في مشروعات مدروسة ومحددة بالعالم العربي ومن أهمها الصناعات الذكية وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، شركات متخصصة في مجال صناعة البتروكيماويات، وكذلك بعض المجالات الأخرى التي تتوافر على التنافسية.

د. تفعيل الآليات الموجودة فعلا: ومن أهمها أسواق المال العربية والأوعية الاستثمارية الموجودة بالبنوك وخاصة البنوك الإسلامية وذلك بتطور هذه الآليات وتخطي حاجز المشاكل التي تتعرض لها¹.

¹ - المرجع نفسه، ص- ص 16-23.

المبحث الثالث: سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية والربط فيما بينها

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية العربية أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، وأمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير هذه الأسواق، بالإضافة إلى ضرورة القضاء على هذه العقبات وتجاوزها عن طريق تكثيف الجهود لتحقيق الربط فيما بينها، الأمر الذي سيساهم بدوره في نموها وتطورها.

المطلب الأول: متطلبات تطوير أداء أسواق الأوراق المالية العربية

لرفع كفاءة الأسواق المالية العربية لابد من توفر مجموعة من المتطلبات والتي تتمثل فيما يلي:

أولاً: الرقابة على كافة الأنشطة المالية داخل السوق:

تتم هذه العملية من خلال:¹

1. **الرقابة على الشركات المدرجة في السوق:** حيث يجب أن تتابع الهيئة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للتأكد من التزامها بالقوانين واللوائح، خاصة أحكام الإفصاح الدوري المستمر والإفصاح الجوهري، وكذلك للوقوف على سير أعمالها ونتائج عملياتها، وفرض بعض العقوبات في حق الشركات غير الملتزمة حيث يجب على الهيئة الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من الشروط تتمثل في:
 - كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها؛ فكثيراً ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحياناً بها أضرار خاصة من قبل المنافسين؛
 - زمن الإفصاح عن المعلومات؛ حتى يكون الإفصاح عن المعلومات فعالاً يجب مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر في قراراتهم؛
 - كيفية الإفصاح عن المعلومات؛ توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية وغيرهم من القوائم التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح.

2. **الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار:** تتعدد أدوار الرقابة في هذا المجال ومن أهمها:

- التأكد من عدم تركيز الملكية، حيث تتابع الهيئة عمل الوسطاء بالشكل الذي لا يتجاوز الضوابط التي تضعها فيما يخص نسب تملك أسهم أي شركة مساهمة مدرجة في السوق؛
- إعداد برنامج تدقيق محاسبي مبدئي لشركات وصناديق الاستثمار بما يتوافق مع متطلبات الترخيص ومتابعة مدى قيام تلك الشركات بتوفير المتطلبات الضرورية والمنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية.

¹-سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص136، 137.

3. الرقابة على التداول: يجب أن تأخذ الهيئة على عاتقها متابعة ومراقبة وتحليل حركة التداول للتحقق من سلامة عمليات التداول، والتعرف على العمليات المخالفة لأحكام القوانين واللوائح المعمول بها، وإحالة المخالفين إلى لجنة التحقيق التابعة للسوق للبحث فيها.

وبجانب الدور الرقابي يجب تعزيز الدور التنظيمي لرفع كفاءة السوق من خلال وضع الأنظمة والقوانين التي تساهم في خلق العدالة والكفاءة في السوق.

ثانياً: تنظيم شركات الوساطة ومتابعة الشركات المتعثرة

تلعب شركات الوساطة المالية دوراً مهماً في تنظيم السوق المالي حيث تعد حلقة وصل حقيقية للتداول في سوق المال، فهي شركات تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأسواق المالية، وثمة عدد من المتطلبات اللازمة لتعزيز عمل تلك الشركات بكفاءة يمكن إجمالها فيما يلي:

- اعتماد شركات الوساطة على إعداد قواعد السلوك على أساس المعايير المعترف بها دولياً للسلوك المهني والأخلاقي المناسبة والمحددة ضمن مجال الأوراق المالية؛
- إيجاد آلية لإعداد وتدريب المواطنين الراغبين بالعمل في مجال شركات الوساطة وبذل مزيد من الاهتمام بتوطين مهنة الوساطة؛
- الأخذ بمبدأ العدالة والموضوعية في التعامل مع جميع العملاء.

ثالثاً: تعزيز الأطر والتشريعات للسوق المالية العربية

باعتبار أن أداء تلك السوق يتأثر بالعوامل التشريعية والمؤسسية لابد من تهيئة بيئة تشريعية وتنظيمية لتشجيع شركات الاستثمار والوساطة على التنافس في صناعة السوق، والسماح لشركات الوساطة بالإفصاح عن هويتها لبقية المتداولين لتمكينها من بناء سمعة جيدة بين المتداولين على أنها صانع سوق وليست مضارب بناءً على معلومات خاصة أو عامة؛ كما يجب تشجيع شركات الوساطة على التنافس في ابتكار أدوات مالية تستجيب لتفضيلات المستثمرين وحاجات الشركات وذلك من خلال توفير البيئة التنظيمية الداعمة لإصدار أدوات مالية جديدة (خاصة الصكوك)، وطرح أوعية استثمارية جديدة مثل صناديق الاستثمار القابلة للتداول، وكذلك توفير البيئة المؤسسية الداعمة لتطوير المنتجات وفي مقدمتها وكالات تصنيف محلية للمنتجات المالية إضافة إلى التعجيل بتأسيس هيئة المحللين الماليين لإلزام مؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات المنشورة لديها وتحري الدقة في صحتها ومدلولاتها، فضلاً عن أهمية نوعية المعلومات وتوقيت نشرها في عملية اتخاذ القرار للمستثمرين وزيادة درجة الوعي والنضج لصغار المستثمرين، ومن الممكن تخصيص مقعد من مقاعد البورصة في مجلس إدارة المقاصة لصالح الوسطاء على أن يكون ذلك الأمر كل عامين، حيث أن تمثيل الوسطاء في لجنة السوق سيكون له أثر جيد في تعزيز الثقة بين البورصة والوسطاء الماليين¹.

¹ - المرجع نفسه، ص، ص 137، 138.

المطلب الثاني: آليات تطوير الروابط والتكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية

يكتسي تطوير أسواق الأوراق المالية العربية أهمية خاصة في المنطقة العربية حيث تسعى مختلف الدول العربية إلى تطوير الروابط بين أسواقها المالية لمواكبة أسواق الأوراق المالية المتقدمة.

أولاً: تنسيق الإطار التشريعي في هذا الجانب

ما يلاحظ في أسواق الأوراق المالية العربية هو التباين الكبير بين تشريعاتها المالية وعليه فإن محاولة التنسيق فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية تعتبر عملية معقدة، إلا أنه هناك محاولات جادة للربط تجسدت في التشريعات والقوانين الجديدة التي تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها وتشتمل هذه القوانين على:¹

1. قوانين وأنظمة أسواق الأوراق المالية: يشمل قانون سوق الأوراق المالية القواعد الأساسية المتعلقة بأهداف وعوامل السوق وإدارتها وتنظيمها المالي، كما يعين وينظم علاقات السوق ويحدد إجراءات وهيكل العمليات، والتدابير التي تتبع في إدراج وتداول الأسهم ومتطلبات الإدراج. وتتناول قوانين الأسواق المالية العربية في عدد من البلدان العربية نفس القضايا والاهتمامات الأساسية، بما في ذلك الإدارة والهيكل المؤسسي والعضوية ومتطلبات الإدراج والإفصاح المالي وإجراءات التداول والتسعير.

1.1 الإدارة والهيكل المؤسسي: يشمل الهيكل المؤسسي للسوق الآليات المختلفة لإدارة أنشطة التداول والإشراف عليها وهناك اختلافات في التنظيم القانوني للأسواق في المنطقة العربية.

2.1 العضوية: تنص قوانين أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية على أن أعضاء السوق هم شركات المساهمة المدرجة ووسطاء السوق المعتمدين وتحدد القوانين والأنظمة التنفيذية والمتطلبات القانونية للوسيط ودوره المؤسسي فضلاً عن التزاماته وحقوقه، كما تحدد أنظمة الشركات التي تنص عليها قوانين الأسواق المالية في البلدان العربية مسؤوليات الوسطاء في الأسواق التي يعملون بها، وكذلك العقوبات التي تفرض في حالة عدم الوفاء بواجباتهم اتجاه السوق.

3.1 متطلبات الإدراج في أسواق الأوراق المالية: تتحمل كل شركة مسؤولية استيفاء متطلبات الإدراج التي تمثل عنصراً أساسياً في عمل السوق بالنظر إلى تأثيرها الكبير في توفير الأوراق المالية التي تدرج في السوق، وتشترك بعض البلدان العربية في بعض قواعد ومتطلبات إدراج الشركات في بورصتها.

4.1 الإفصاح المالي: تشتمل جميع قوانين البورصات وقواعد الشركات على أحكام تتناول تفاصيل شروط ومتطلبات الإفصاح، ويمثل الإفصاح التام أحد متطلبات الأسواق، وينشط الإشراف وممارسات مراجعة الحسابات ويزيد من فعالية التداول ويعطي الثقة في المساهمين، وبالإضافة إلى ذلك فإن المعلومات المفصّل عنها تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الصحيحة.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص - ص 319 - 324.

5.1. إجراءات التداول والتسعير: تتناول شتى القوانين واللوائح التنفيذية في البلدان العربية فيما يخص إجراءات التداول ونقل الملكية، مع العلم أن معظم الأسواق العربية للأوراق المالية استوفت نظمها، وزادت التكنولوجيا الحديثة التي تستخدمها من سرعة وجودة عمليات التداول.

ثانياً: التنسيق وتبادل الخبرات في مجال البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية العربية

لتحقيق التنسيق وتبادل الخبرات في مجال البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية العربية لابد من توفر العناصر التالية:¹

1. نظام التداول: وهو نظام يتم من خلاله تنظيم وتنفيذ عمليات الأوراق المالية المدرجة في السوق وقد أقدمت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية على تعديل هذه الأنظمة بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال ومن أهمها قيام العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بمكننة أنظمة التداول لديها وتحديثها، وقد ساهم ذلك في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول فضلاً عن زيادة شفافية السوق.

2. نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية: يمثل وجود نظام الإيداع المركزي دعامة أساسية في قيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته مما يجعل التعامل فيه عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي، ويقوم هذا النظام بحفظ جميع الأوراق المالية التي تتم فيها عملية التداول لدى جهة مركزية واحدة بدلاً من تداول الورق من حائز لآخر، حيث يتم تبسيط هذه العملية لتصبح مجرد قيد بالدفاتر ويمثل الإيداع المركزي للأوراق المالية تحديدا لقواعد المقاصة والتسوية حيث يمكن أن يؤثر على سرعة تداول الأسهم.

3. المقاصة والتسوية: أوصت مجموعة الثلاثين G30 بالإسراع في عملية التسوية بحيث تتم مقابلة أوامر البيع والشراء في اليوم التالي من عملية التداول (T+1) ويتم تصحيحها من قبل ISSOA بحيث يتم مقابلة أوامر البيع والشراء في نفس يوم التداول وتنتهي عملية المقاصة والتسوية في (T+3) ولكنها أوضحت أيضاً أن النظام الكفاء في عملية التسوية هو النظام الذي يتم بدقة عالية ولا يوجد به أخطاء ويمكن الحكم على كفاءة النظام القائم من خلال نسبة العمليات التي يوجد بها خطأ ولم تتم تسويتها إلى عدد الأيام التي تتم فيها تصحيحها، فكلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على كفاءة النظام القائم.

4. نشر المعلومات: يحتاج جمهور المستثمرين إلى معلومات عديدة تمكنه من القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية بما يتماشى مع فرضية الكفاءة للأسواق المالية، فيحتاج المستثمر لمعلومات تتعلق بالشؤون العالمية لتكوين فكرة عن تلك الظروف ومدى تأثيرها على الاقتصاد المحلي الذي تنشط فيه السوق المالية، بعد ذلك يعرج إلى جميع معلومات عن البيئة المحلية للاقتصاد خاصة درجة النمو، التضخم، أسعار الفائدة، معدل البطالة وهي ظروف يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية ثم سينتقل بعد ذلك إلى ظروف وأحوال الصناعة المحلية ليتم في الأخير التركيز على الوضعية المالية للمؤسسة ومركزها التنافسي والتنظيم الداخلي لها، لذا يمثل نشر المعلومات أحد العمليات التي تدعم التداول.

¹-المرجع نفسه، ص - ص 328 - 330.

ثالثاً: عقد اتفاقيات شراكة وتعاون في هذا المجال

بدأت أسواق الأوراق المالية النشطة في البلدان العربية جهوداً متعددة الأطراف في ربط أسواق الأوراق المالية في المنطقة بإنشاء اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، وقد أنشأ هذا الاتحاد لتقديم المساعدة في تنظيم الأسواق المالية للدول الأعضاء وتشجيع تبادل الخبرة الفنية، وفيما يلي عرض لجهود الربط للأسواق العربية:

1. تطور اتفاقيات التعاون والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية منذ 1999: لقد تمكنت أسواق الأوراق المالية العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية وتهدف هذه إلى زيادة التعاون المشترك بين الأسواق. فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات.

2. جهود الربط الثنائي والمتعدد الأطراف لأسواق الأوراق المالية العربية: ما يلاحظ أن جهود الربط الثنائي أو المتعدد الأطراف لأسواق الأوراق المالية العربية أن أغلبها اتفاقيات ربط ثنائية أو ثلاثية والسبب في ذلك عدم تجانس القوانين التشريعية وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها.

3. الجهود الجارية صوب ربط الأسواق المالية العربية: أقر اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية إنشاء الشبكة العربية للأسواق المالية ومؤسسة عربية مشتركة للتقاص والتسوية حيث تمتد أهدافها إلى ما يجاوز أنشطة المقاصة والتسوية، ذلك أنها ستشارك في تحويل الأموال بين البلدان العربية وستنظم عمليات الإصدار والعرض للأوراق المالية، كما ستحسن إلى حد كبير الآفاق المرتقبة للربط بين الأسواق العربية، وستعمل كمركز إيداع دولي للأوراق المالية.

4. متطلبات أخرى للربط والتعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية: وتتمثل هذه المتطلبات في:¹

❖ إنشاء شبكات اتصالات عربية متطورة وهذا عن طريق إقامة شبكة إلكترونية للاتصالات لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها؛

❖ إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية، حيث تساعد على الربط وانفتاح الأسواق؛

❖ ضرورة التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية في مجال الإفصاح والشفافية وضرورة الاستفادة من التقنيات الحديثة في نقل المعلومات وربط الأسواق عبر شبكة الإنترنت وكذا استخدام أحدث التقنيات فيما يتعلق بتسويق المعلومات؛

❖ تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية من شأنه تعزيز فرص التعاون وانفتاحها على بعضها من خلال خلق بيئة قانونية مالية ومتناسقة في كل البلدان المتطلعة للإدراج.

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

المطلب الثالث: متطلبات ربط أسواق الأوراق المالية العربية

لتطوير وربط الأسواق المالية العربية بوضعها من أهم المتطلبات الأساسية لاستعادة رأس المال العربي إلى المنطقة واجتذاب الاستثمار الأجنبي والخبرة الإدارية والتكنولوجية.

أولاً: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية

تتشترك الأسواق المالية العربية بالسمات الآتية:¹

- ❖ إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب؛
- ❖ تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات وهي لازالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية وخاصة بالنسبة للأدوات النقدية والمشتقات؛
- ❖ إن ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية قد ساعد على نشر المعلومات وبما يضمن (إلى حد مقبول) الشفافية داخل السوق وخاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام؛
- ❖ إن ضعف أو عدم وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد أدى إلى أن غالبية العمليات تجري بقرارات ارتجالية أو عفوية؛
- ❖ تشرف على الأسواق المالية العربية هيئات (أو مجالس أو لجان) تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة، وتقوم هذه الهيئات بالمهام التالية:

- رسم السياسات العامة للسوق واعتماد خططها وتعزيز أهدافها ووسائلها وأساليبها؛
- اعتماد برامج وتعليمات وتوصيات المدير التنفيذي؛
- إقرار شروط تسجيل شركات جديدة وخاصة بالنسبة لرؤوس أموالها وأوضاعها المالية التفصيلية وتنظيماتها الداخلية

- ❖ تسطير المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية، حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار؛
- ❖ التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية فحدود التباين الواسعة أحيانا تكشف عن ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.

ثانياً: فرص التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية

استقرت جهود الأمانة العامة للجامعة العربية وصندوق النقد العربي في إعداد الدراسات الشاملة من أجل تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وتحسين أدائها وتعزيز قدرتها التنافسية في جذب الاستثمارات الأجنبية.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص - ص 305-308.

1. أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية: تسعى أسواق الأوراق المالية العربية لتحقيق التكامل مثلها مثل باقي الأسواق المتقدمة، حيث تتزايد أهمية التكامل بين الأسواق العربية نظرا للميزات التي يوفرها، نذكر منها ما يلي:¹

❖ يساهم التكامل بين الأسواق المالية العربية، في تلبية احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية، إذ أن البنوك التجارية بقلّة إمكانياتها لا تستطيع إن تتحمل تكاليف ومخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل؛

❖ يساهم التكامل بين أسواق المال العربية في رفع معدلات الاستثمار، وتشجيع الادخار بحيث أن إصدار الأسهم والسندات يمتص القوة الشرائية للمتعاملين في هذه الأسواق ما يساهم في تخفيف الأعباء التضخمية على الاقتصاديات العربية؛

❖ تقليل درجة المخاطرة الاستثمارية حيث يفتح المجال أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية من خلال زيادة الفرص الاستثمارية القادمة من أسواق أخرى؛

❖ تساهم السوق المالية العربية المشتركة في تعميق العلاقات الاقتصادية العربية وذلك من خلال توفر السيولة اللازمة للتبادل التجاري المشترك لما يحققه من منافع عديدة.

❖ **2. متطلبات التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية:** في الوقت الذي ينتقل فيه العالم نحو زيادة التكامل المالي لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية تفتقر إلى الروابط الإقليمية والدولية الهامة.

1.2. متطلبات التكامل من خارج الأسواق المالية العربية: لتحقيق التكامل بين الأسواق المالية العربية، لابد من وضع مجموعة من الأسس والمتطلبات والتي سنحاول ذكرها فيما يلي:

أ. تحسين المناخ الاستثماري: إن تحسن المناخ الاستثماري في الدول العربية ينعكس بتطوير وتكامل الأسواق المالية العربية، وعليه فإن تحسينه يقوم على الكثير من الجوانب، نذكر منها ما يلي:²

- تجنب إصدار القرارات واتخاذ الإجراءات المفاجئة، التي تؤثر على حرية تحويل رأس المال وفوائده وذلك للمساعدة على ترسيخ الثقة المتبادلة بين الأطراف المعنية بالاستثمار؛
- إزالة القيود الرقابية على النقد التي تعرقل محاولات الربط بين الأسواق العربية؛
- إعادة النظر في التشريعات القائمة في الدول العربية للتقريب بينها؛
- تشجيع تطبيق سياسة الخصخصة، التي تؤدي إلى فتح قنوات جاهزة لجذب رؤوس الأموال العربية إلى داخل المنطقة العربية مما يؤدي إلى تكامل الأسواق المالية العربية وتطورها.

وهذا ما شهدته السنوات الأخيرة، حيث أن غالبية الدول العربية شهدت تحسنا ملحوظا من خلال إصدار قوانين جديدة للاستثمار وتحديث القوانين السارية بهدف مواكبتها ومسايرتها للتطورات الدولية، كما قامت بإصدار قرارات جديدة تهدف إلى تحسين البيئة الاستثمارية وتبسيط إجراءات الاستثمار.

¹ - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص139.

² - شذى جمال الخطيب، صغفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص173.

ب. تنمية المؤسسات المالية والإقليمية العربية: إن وجود عدة مؤسسات إقليمية عربية تساهم في تطوير الأسواق المالية العربية وتنميتها والربط بينها لتشجيع تدفقات رؤوس الأموال يعتبر أمراً مهماً في تحقيق التكامل بين هذه الأسواق بحيث يرجع قصور التدفقات المالية الاستثمارية فيما بين الدول العربية إلى عدم اكتمال جسر الوساطة المالية بسبب ضعف المؤسسات المالية العربية، لذا لا بد من تنميتها من خلال التركيز على إنشاء المؤسسات المكملة للأجهزة القائمة في مقدمتها الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الاستثمارية، وتحليلها على المستوى المحلي والإقليمي بين الدول ومؤسسات وسطاء التمويل وخاصة شركات الاستثمار، للربط بين جانبي العرض والطلب على المستوى العربي ومنافسة الشركات الأجنبية المتخصصة التي تقوم بمهام الترويج وتسويق الإصدارات الجديدة للعمل على استمرارية التوازن بين العرض والطلب للأوراق المالية. ج. تحسين المركز التنافسي لأسواق الأوراق المالية العربية: وهذا من خلال برامج الخصخصة سواء على مستوى كل دولة أو على مستوى المشروعات العربية المشتركة من خلال توفير حوافز جيدة لها وتعزيز مكانة الأسواق العربية في سوق السندات الدولية¹.

2.2. متطلبات التكامل من داخل الأسواق المالية العربية: لا بد أن تقطع الأسواق المالية العربية شوطاً كبيراً في عملية التطوير الذاتي على كافة وذلك من خلال:

- أ. تطوير وتحفيز الطلب: تتم عملية تحفيز الطلب على الأدوات المالية من خلال تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين والتي تكون من خلال إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار وتشجيع صناديق رأس مال المخاطر.
- ب. تطوير العرض: وهذا من خلال العمل على تنشيط إصدار حجم واسع ومتنوع من الأوراق المالية، والسعي للحفاظ على قدرة السوق على امتصاصها، وهذا يتم عن طريق الأحكام التشريعية في مطابقة بعض المشروعات بطرح أسهمها للاكتتاب العام عندما يصل رأسمال هذه الشركات إلى حد معين².
- ج. تطوير ودعم البنية الأساسية لأسواق الأوراق المالية العربية: تتكون البنية الأساسية للسوق من مجموعة من العناصر التي تشكل في مجموعها إطار متكامل، بحيث يعتمد مدى تطور كل منها وتكاملها على مدى تقدم السوق، وترتبط عملية البنية الأساسية للسوق بالعديد من العوامل منها:³
 - تطوير الشركات العاملة في السوق من خلال تفعيل دور شركات الوساطة وشركات الخدمات، وربط مواقعها بالبورصة عبر خطوط اتصال ذات قدرة على نقل المعلومات؛
 - تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد وذلك من خلال حملات التوعية والإعلام لجذب صغار المدخرين، وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية.

¹ - بن محياوي سميحة، مرجع سبق ذكره، ص، ص 140، 141.

² - المرجع نفسه، ص 142.

³ - أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2009، ص 22.

ثالثاً: تجارب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

قامت الدول العربية من خلال أسواقها المالية بخطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد اتفاقيات ثنائية وثلاثية الإدراج المشترك بالإضافة إلى عقد عدة مذكرات تفاهم بين هيئات أسواق الأوراق المالية العربية منها ما يلي:¹

1. اتفاقيات ثنائية للربط بين الأسواق المالية العربية: نذكر منها: اتفاقية التعاون المشترك بين بورصتي الأردن والبحرين، إتفاقية الربط المشترك بين سوق مسقط وأبو ظبي للأوراق المالية، بالإضافة إلى التوقيع على إتفاقية تعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر، التوقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس. كما قامت كل من بورصتي فلسطين والأردن بدراسة الإدراج المشترك للأسهم من خلال البحث عن صيغة للتعاون تؤهلها مستقبلاً للإدراج المشترك بين السوقيين.

2. اتفاقيات الربط الثلاثي: مثل إتفاقية الربط الثلاثي بين أسواق مصر، الكويت ولبنان، كما تم التوقيع على الاتفاقية الثلاثية للإدراج المشترك بين أسواق عمان، البحرين والكويت، بالإضافة إلى إتفاقية الربط الفني لأسواق الأوراق المالية في السعودية، الإمارات العربية وسلطنة عمان.

بالإضافة إلى اتفاقيات التعاون حيث وقعت العديد من أسواق المال العربية مذكرات تفاهم ثنائية بهدف تبادل المعلومات والتعاون المشترك، كل هذه الاتفاقيات سمحت لدمج الأنظمة والأسواق المالية لهذه الدول في نظام واحد متجانس يمكن من نقل المعلومات بصورة فورية وآمنة، كما سيوفر للمستثمرين كافة إمكانيات التعامل عبر الانترنت، والذي يسهل عملية الاتصال بين المتعاملين في السوق ويوفر المعلومات الشاملة عن أسواق المال.

ويمكن القول أن جهود الربط بين الأسواق المالية العربية أغلبها اتفاقيات ربط ثنائية وحتى الاتفاق الثلاثي بين مصر، الكويت ولبنان الذي كان ينظر إليه باعتباره نواة لقيام بورصة موحدة لم ينضم إليه أي سوق عربي آخر، كما كان متوقع ويرجع ذلك إلى عدة أسباب أهمها كون الأسواق المالية العربية تعاني من عدم تجانس القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وبصفة إجمالية التفاوت النسبي في مستوى التطور.

¹ - بن محياوي سميحة، مرجع سبق ذكره، ص، ص 143، 144.

خلاصة الفصل:

عكس هذا الفصل واقع أسواق الأوراق المالية العربية وما شهدته من حادثة، حيث قامت غالبية الدول العربية بإنشاء بورصات للأوراق المالية، وسعت إلى تطويرها مما يسمح بتوفير المزيد من الشفافية وتحسين عمليات الإفصاح وعمليات التداول، إلا أنها لازالت تعرف مجموعة من المعوقات التي تحول دون تطورها ومواكبتها لبورصات الأوراق المالية في الدول المتقدمة، مما يساهم في خلق فرص للتقلبات غير المبررة للأسعار وتأثيرها بصورة مباشرة على الاستثمارات. وعليه أصبح لابد من تكثيف الجهود من خلال وضع التشريعات التي تساهم في استقرار أسواقها وتحسين البيئة الاستثمارية وتطوير البنية التحتية فيها لمواجهة مختلف التحديات المفروضة، ويتطلب ذلك الاطلاع المستمر على آخر التطورات ذات العلاقة بالعمل في أسواق الأوراق المالية والاستفادة من التقنيات الحديثة، والسعي لزيادة الأدوات المالية وتنويعها والقيام بعملية الربط والتكامل فيما بينها من أجل الاستفادة وتبادل الخبرات والمعلومات في هذا المجال.

**الفصل الثالث: دراسة
حالة سوقي الأوراق
المالية لكل من الجزائر
ومصر خلال
الفترة 2010-2017**

تمهيد:

بعد إدراك أهمية أسواق الأوراق المالية في تنشيط الحياة الاقتصادية، باعتبارها وسيلة لتعبئة المدخرات، وما يمكن أن تلعبه من دور في النهوض بعملية التنمية من خلال توفير التمويل اللازم لمختلف المشاريع، عملت كل من الجزائر ومصر على إنشاء سوق للأوراق المالية، لكن بالرغم من مرور مدة زمنية معتبرة على إنشائهما لهذين السوقين إلا أنهما لم يحققا الأهداف المرجوة والمتوخاة منهما، وذلك استنادا إلى مجموعة من المؤشرات المستمدة من قاعدة البيانات التي ينشرها صندوق النقد العربي والمؤشر المركب الخاص به الذي يوضح أداء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية.

وسنتطرق في هذا الفصل إلى الأداء الإجمالي للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2010-2017) بصفة عامة وإلى سوقي الجزائر ومصر بصفة خاصة، حيث سيجمل هذا الفصل عنوان "دراسة حالة سوقي الأوراق المالية لكل من الجزائر ومصر خلال الفترة 2010-2017"، وتم تقسيمه إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: لمحة عن أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010-2017)؛

المبحث الثاني: أداء سوقي الأوراق المالية في كل من الجزائر ومصر خلال الفترة (2010-2017)؛

المبحث الثالث: معوقات تطور سوقي الأوراق المالية لكل من الجزائر ومصر؛

المبحث الرابع: مقترحات لتطوير أداء سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية.

المبحث الأول: لمحة عن أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010-2017)

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية العديد من التطورات والتي انعكست بشكل كبير على التحسن الإيجابي والملاحظ في مستوى أدائها وفقا لمؤشراتها، وتجدر الإشارة إلى أن هناك تفاوت واضح في أداء بعض الأسواق عن الأخرى وذلك يرجع للعديد من الأسباب والتي سوف نتطرق إليها من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2010-2017)

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

أولاً: أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2010-2011

يمكن توضيح تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لهاتين السنتين من خلال الجدول والشكل التاليين:

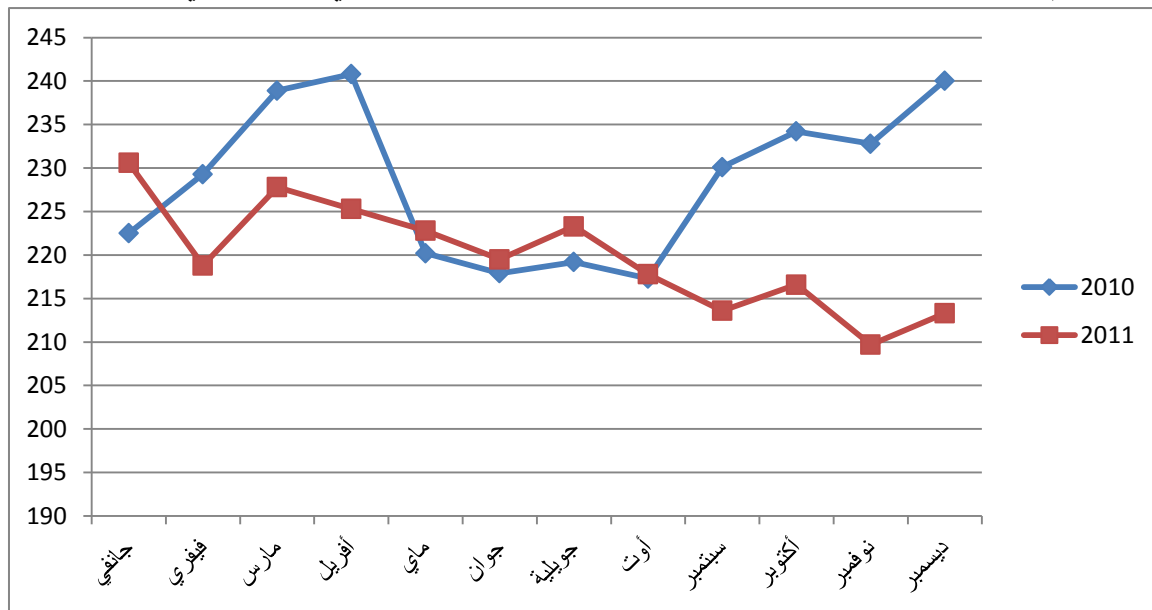
الجدول رقم (03-01): أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2010-2011

الأشهر	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي
2010	240.04	232.8	234.21	230.1	217.3	219.2	217.9	220.2	240.8	238.9	229.3	222.5
2011	213.3	209.7	216.6	213.6	217.8	223.3	219.5	222.8	225.3	227.8	218.8	230.6

المصدر: - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2010 العدد 63، ص 07.

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2011، العدد 67، ص 07.

الشكل رقم (03-01): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2010-2011.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد معطيات الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين واللذين يبينان تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنتي 2010-2011 ما يلي:

❖ **سنة 2010:** تواصل المنحنى التصاعدي التدريجي الذي اتخذته المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ليصل إلى 240 نقطة إلا أن أدائه ظل بعيدا عن المستويات التي حققتها قبل الأزمة ويعكس هذا التحسن في الأداء مواصلة تعافي البورصات العربية من آثار الأزمة، ولعل من أبرز مظاهر التعافي عودة تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى البورصات العربية في الربع الرابع لسنة 2010 بعد قطيعة بدأت في منتصف سنة 2008، كما عرفت أسواق الأوراق المالية العربية تحسنا ملحوظا في نشاط الإصدارات الأولية والذي يعكس تحسن ثقة المستثمرين؛

❖ **سنة 2011:** لقد عرف المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعا تدريجيا خلال هذه السنة عقب الاضطرابات التي شهدتها عدة دول عربية ليسجل المؤشر انخفاضا بنسبة 11,12% ليصل إلى 213,4 نقطة، حيث بلغ إجمالي الخسائر التي عرفت البورصات العربية مع نهاية 2011 حوالي 110 مليار دولار.

ثانيا: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنتي 2010-2011

- ❖ **سنة 2010:** كان الأداء الجماعي للبورصات العربية كما يلي:¹
 - **القيمة السوقية:** ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي خلال الربع الرابع 2010 بنسبة 8,9% لتبلغ نحو 983,8 مليار دولار وللمقارنة فقد بلغت نسبة النمو في القيمة السوقية لإجمالي بورصات العالم خلال سنة 2010 حوالي 14,90%.
 - **عدد الشركات المدرجة:** لقد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية مع نهاية سنة 2010 حوالي 1441 شركة ومن أهم الشركات المدرجة خلال هذه السنة هما شركتي مرايا قطر العقارية في بورصة قطر وشركة أمنيوم البحرين، ويرجع هذا التحسن إلى العديد من الأسباب نذكر منها:
 - ارتفاع في سيولة بعض أسواق المال العربية؛
 - زادت تعاملات شراء الأجانب في البورصات العربية خلال سنة 2010 عن تعاملات بيعهم؛
 - التحسن في نشاط الإصدارات الأولية كإصدارات السندات؛
 - تعزيز الحماية والرقابة من قبل الهيئات والسلطات الإشرافية، حيث زادت من جهودها وذلك من خلال إدخال ضوابط وتعليمات بالإضافة إلى الاهتمام بمسائل تطبيق معايير وممارسات الحوكمة السليمة لتنشيط التداول.
 - **حجم التداول:** لقد أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي انخفاضا كبيرا مع نهاية سنة 2010 بلغ نسبة 42% ليصل بذلك حجم التداولات داخل البورصات العربية إلى 379,5 مليار دولار، ومثل حجم التداولات في سوق الأسهم السعودي حوالي 53% من إجمالي التداولات في البورصات العربية.

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2010، العدد 63، ص، ص 8، 9.

- **معدل دوران الأسهم:** لقد شهد معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية تفاوتاً ملحوظاً، حيث كانت البورصة المصرية الأنشط نسبياً خلال الربع الرابع من سنة 2010، ثم بورصة الخرطوم بنسبة 9,8%، ثم بورصات الكويت والدار البيضاء ودبي بنحو 8,4% و 6,3% و 5,9% على التوالي فيما كانت هذه النسبة أقل من 5% في كل من قطر، فلسطين، عمان، تونس، بيروت، البحرين والجزائر.
- **الاستثمارات الأجنبية:** زادت تعاملات شراء الأجانب في البورصات العربية خلال الربع الرابع من سنة 2010 عن تعاملات بيعهم، لتسجل الاستثمارات الأجنبية في البورصات العربية تدفقاً صافياً موجبات عن هذه الفترة وذلك لأول مرة منذ بدأ الأزمة المالية العالمية سنة 2007.
- ❖ **سنة 2011:** كان الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنة 2011 كالاتي:¹
 - **القيمة السوقية:** انخفضت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي مع نهاية الربع الرابع 2011، بشكل طفيف وبنسبة بلغت نحو 0,63% لتبلغ نحو 877 مليار في نهاية ديسمبر 2011. فبالمقارنة مع ديسمبر 2010، فإن هذه القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية لا تزال أقل بنحو 109,9% مليار دولار.
 - **عدد الشركات المدرجة:** شهد عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية ارتفاعاً طفيفاً خلال سنة 2011 حيث بلغ عددها 1460 شركة في نهاية الربع الرابع مقابل 1459 شركة في نهاية الربع الثالث من العام ذاته.
 - **حجم التداول:** تحسنت مؤشرات التداول والسيولة خلال الربع الرابع من عام 2011 حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية نحو 412,3 مليار دولار مسجلاً بذلك نمواً بلغ 8,5% عما سجله خلال سنة 2010 والذي بلغ 379,550 مليار دولار وهو ما يعكس بداية عودة الثقة في البورصات العربية.
 - **معدل دوران الأسهم:** كانت سوق الأوراق المالية السعودية الأنشط نسبياً خلال الربع الرابع 2011، حيث بلغ معدل دوران الأسهم نحو 25,4% تليها البورصة المصرية بنحو 9,5%، سوق الخرطوم بنحو 8,6%، بورصة الكويت بنسبة 8,1% في نهاية ديسمبر 2011 وفي نفس السياق سجلت كل من بورصات قطر، المغرب، تونس وفلسطين معدل دوران بلغ نحو 4,7%، 3,9%، 3,7% و 3,4% على التوالي وكانت النسبة أقل من 3% لكل من بورصة الجزائر، البحرين وبيروت.
 - **الاستثمارات الأجنبية:** سجل صافي الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية خلال الربع الرابع 2011 صافي تدفقات سالب بلغت قيمته حوالي 310,4 مليون دولار وهو مبلغ بسيط مقارنة بما سجلته خلال الأرباع الثلاثة السابقة من نفس العام.

¹ - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2011، العدد 67، ص- ص 8- 10.

المطلب الثاني: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2012-2013

لقد استمر الأداء الإيجابي لغالبية البورصات العربية خلال سنتي (2012-2013) بوتيرة أقوى مقارنة مع السنوات الأخيرة التي تلت الأزمة العالمية 2008 ويرجع ذلك إلى تحقق الاستقرار السياسي في بعض البلدان وكذلك زيادة نسبة مساهمة المستثمر الأجنبي في البورصات العربية.

أولاً: أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2012-2013

يمكن توضيح تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لهذه السنتين من خلال الجدول والشكل التاليين:

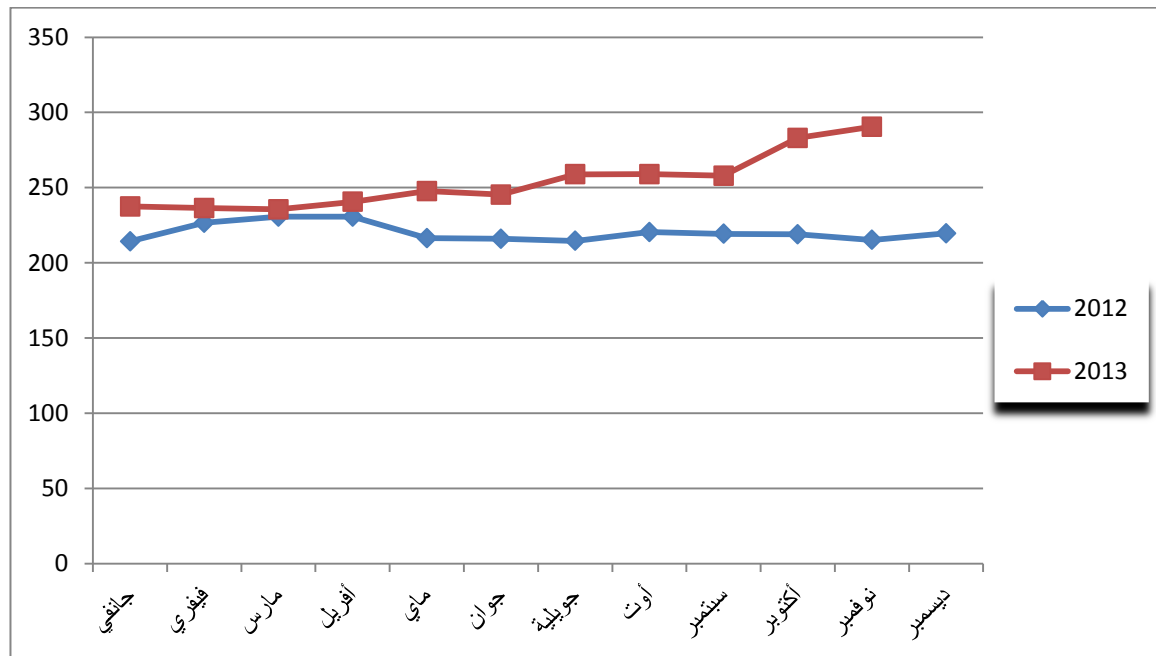
الجدول رقم (02-03): أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2012-2013

الاشهر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
2012	214.3	226.6	230.7	216.4	216.0	214.6	220.4	219.3	219.3	219.0	215.2	219.6
2013	237.42	236.41	235.60	240.53	247.7	245.35	258.91	258.92	257.88	283.05	290.42	298.37

المصدر: - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2012، العدد 71، ص 07.

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2013، العدد 75، ص 07.

الشكل رقم: (02-03): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2012-2013.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

من خلال الجدول والشكل البياني السابقين نلاحظ ما يلي:

- ❖ **سنة 2012:** سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تفاوتاً في أدائه إلا أنه ظل قريباً في معظم الوقت مع ما سجله خلال سنة 2011 ليسجل في نهاية سبتمبر 219 نقطة بارتفاع بسيط بلغ نسبة 2,7% عما سجله خلال نفس الفترة من السنة السابقة وقد تواصلت جهود السلطات الإشرافية على البورصات العربية في تعزيز ثقة المستثمرين بأسواقهم.
- ❖ **سنة 2013:** لقد عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الأداء الإيجابي لهذه الأسواق وارتفع بنسبة كبيرة عن السنة السابقة قدرت بـ 31,8% ليصل بذلك إلى 299,83 ويرجع هذا الارتفاع إلى تحسن نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم وزيادة وتيرة نشاط المستثمر الأجنبي داخل الأسواق العربية، إضافة إلى مواصلة السلطات الإشرافية والرقابية جهودها في سن القوانين والتشريعات التي تساهم في رفع مستوى الإفصاح والشفافية وتحسين البيئة الاستثمارية فيها.

ثانياً: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنتي 2012-2013

- ❖ **سنة 2012:** كان الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنة 2012 كالاتي:¹
 - **القيمة السوقية:** شهدت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، انخفاضاً بنسبة 1,3% خلال الربع الرابع من سنة 2012 لتبلغ نحو 918,6 مليار دولار في نهاية ديسمبر من نفس العام، ومقارنة بنهاية الربع السابق فلا تزال تسجل ارتفاعاً بنحو 4,7% لتصل بذلك إلى حوالي 930,4 مليار دولار، أما على صعيد ترتيب الأسواق المالية من حيث القيمة السوقية فلا يزال السوق المالي السعودي يحتل الصدارة وذلك بنحو 373,4 مليار دولار.
 - **عدد الشركات المدرجة:** فقد ارتفع هذا العدد ليلعب حوالي 1466 شركة في نهاية الربع الرابع 2012 مقابل 1463 شركة بنهاية سبتمبر من نفس العام.
 - **حجم التداول:** شهدت مؤشرات التداول والسيولة خلال الربع الرابع 2012 تراجعاً وذلك بالمقارنة مع الربع الثالث من العام نفسه، وخصوصاً في شهري أكتوبر ونوفمبر 2012، وقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال الربع الرابع نحو 103,6 مليار دولار مسجلة بذلك نسبة انخفاض تجاوزت 11,3%.
 - **معدل دوران الأسهم:** كانت سوق الأوراق المالية السعودية والمصرية هما الأكثر نشاطاً نسبياً خلال الربع الرابع من سنة 2012، حيث بلغ معدل دوران الأسهم فيها نحو 22,4% و 10,5% على التوالي، فيما كانت هذه النسبة أقل من 6% في بورصات كل من دبي، الكويت، عمان، البحرين، تونس، المغرب، قطر والجزائر.
 - **الاستثمارات الأجنبية:** كانت محصلة الاستثمارات الأجنبية في البورصات العربية مجتمعة إيجابية بشكل عام خلال الربع الرابع من سنة 2012 فقد فاقت قيم عمليات شراء الأجانب قيم عمليات مبيعاتهم من

¹ - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2012، العدد 71، ص، ص 8، 9.

الأسهم في كل من بورصات دبي، البحرين، الكويت، عمان، مصر والدار البيضاء، حيث حققت صافي تدفق موجب للاستثمارات الأجنبية خلال نفس الفترة بقيمة إجمالية 258 مليون دولار، فيما شهدت بورصات كل من السعودية، قطر وتونس صافي تدفق سالب من الاستثمارات الأجنبية خلال هذا الربع بقيمة إجمالية قاربت 171 مليون دولار.

❖ **سنة 2013:** كان الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2013 كالتالي:¹

- **القيمة السوقية:** عرفت القيمة السوقية الإجمالية ارتفاعا ملموسا في نهاية سنة 2013، حيث بلغت هذه القيمة 1132,2 مليار دولار مقارنة بـ 918,6 مليار دولار سنة 2012 وما هو جدير بالذكر أن هذه القيمة السوقية تعتبر هي الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف عام 2008، أما على صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية فلا تزال السوق المالية السعودية تصدر الأسواق المالية العربية بقيمة 467,3 مليار دولار.
- **عدد الشركات المدرجة:** بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات فقد ارتفع هذا العدد ليلعب 1466 شركة في نهاية 2013 مقابل 1462 شركة في نهاية سبتمبر من نفس العام.
- **حجم التداول:** بلغت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة خلال هذا الربع نحو 123,4 مليار دولار، مسجلة بذلك انخفاضا بنحو 1,3 مليار دولار مقارنة مع الربع السابق، وقد شهد عدد من الأسواق المالية العربية تراجعا في قيمة التداولات خلال هذا الربع .
- **معدل دوران الأسهم:** كانت سوق دبي والسعودية هي الأنشطة نسبيا خلال الربع الرابع من سنة 2013، حيث بلغ معدل دوران الأسهم فيها 20% و 16,8% على التوالي، وبلغ هذا المعدل في بورصات كل من مصر والكويت نحو 8,8% و 5,5% على الترتيب وأقل من 4% في باقي الأسواق العربية.
- **الاستثمارات الأجنبية:** استمر الاتجاه الإيجابي للاستثمار الأجنبي في البورصات العربية خلال الربع الرابع من سنة 2013، وبوتيرة أقوى من الربع السابق فقد فاقت قيم عمليات شراء الأجانب، قيم عمليات مبيعاتهم من الأسهم خلال الربع الرابع في جميع البورصات العربية باستثناء بورصات كل من تونس، البحرين، مصر والمغرب، فقد بلغ صافي الاستثمارات الأجنبية نحو 819 مليار دولار.

المطلب الثالث: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2014-2015)

في ما يخص أداء البورصات العربية خلال سنتي (2014-2015) فقد شهدت بصورة عامة تراجعا مقارنة بالسنوات الأخيرة ويرجع ذلك إلى عدم الاستقرار السياسي في بعض البلدان العربية.

¹ - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2013، العدد 75، ص، ص 8، 9.

أولاً: أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2014-2015

يمكن توضيح تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لهذه السنتين من خلال الجدول والشكل التاليين:

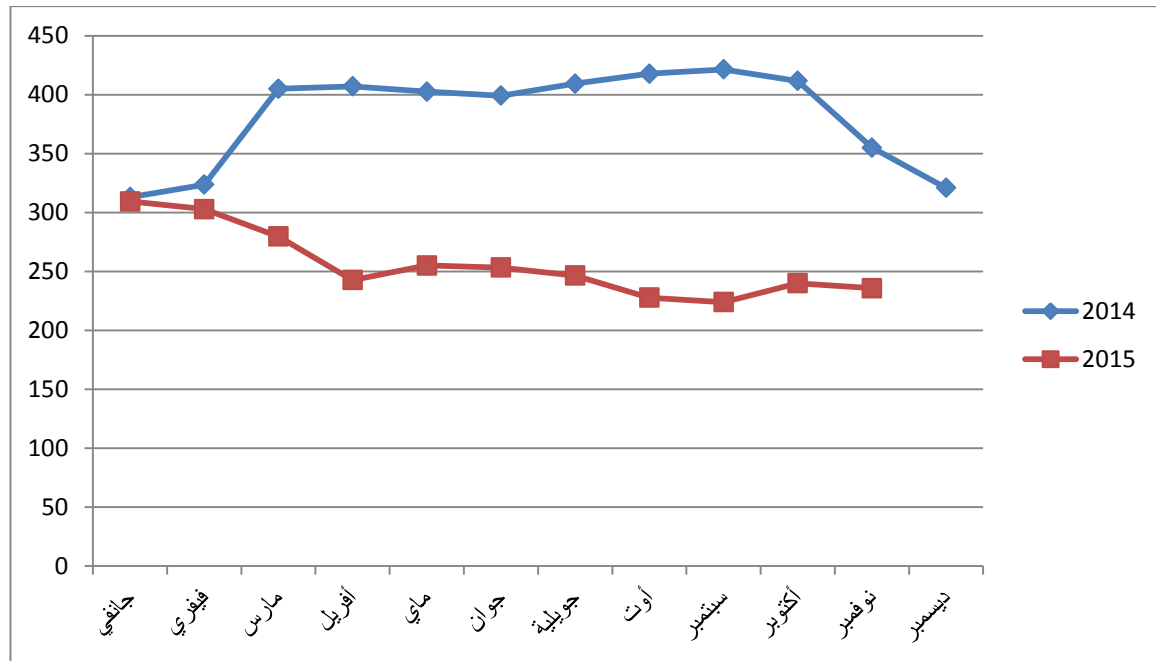
الجدول رقم (03-03): أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2014-2015

الأسهر	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي
2014	320.9	355.0	411.6	421.4	417.8	409.4	399.1	402.5	407.0	405.0	323.6	213.3
2015	197.05	235.78	239.98	223.99	227.79	246.50	253.35	255.08	242.67	279.70	302.92	309.44

المصدر: - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2014، العدد 79، ص 07.

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2015، العدد 83، ص 07.

الشكل رقم (03-03): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2014-2015.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

يتضح من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه ما يلي:

- ❖ **سنة 2014:** سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، الذي يقيس أداء سوق الأوراق المالية العربية، انخفاضا بنسبة 23,9% ليصل إلى 320,9 نقطة خلال الربع الرابع من سنة 2014 فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا بحدود 8,7% عن الربع السابق، وهذا الانخفاض راجع إلى التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية والتي عرفت تراجعا بنحو 50% خلال الثلث الأخير من سنة 2014.
- ❖ **سنة 2015:** سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، انخفاضا بنحو 12% ليصل إلى 197,05 خلال الربع الرابع 2015، كما أن هذا المؤشر قد سجل تراجعا بحدود 11,6% عن الربع السابق، وهذا بسبب استمرار انخفاض أسعار النفط العالمية، وتداعيات ذلك على النمو الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط إلى جانب انعكاسات مخاوف رفع البنك الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة.

ثالثا: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنتي 2014-2015

❖ **سنة 2014:** كان الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنة 2014 كالاتي:¹

- **القيمة السوقية:** عرفت القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، تراجعاً كبيراً بلغ نحو 167,9 مليار دولار في نهاية الربع الرابع 2014 مقارنة مع القيمة المسجلة بنهاية الربع السابق، لتصل هذه القيمة إلى نحو 1205,9 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2014.
- **عدد الشركات المدرجة:** بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، فقد سجل هذا ارتفاعاً ليبلغ 1494 شركة في نهاية شهر ديسمبر 2014، مقارنة مع 1489 شركة في نهاية سبتمبر من نفس العام.
- **حجم التداول:** تظهر البيانات أن هناك ارتفاعاً في حجم التداول في غالبية أسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الرابع 2014، وذلك مقارنة مع الربع السابق فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال الربع الرابع من سنة 2014 حوالي 185,9 مليار دولار محققة بذلك تراجعاً بنحو 10,4 مليار دولار عن قيمة التداولات المسجلة عن الربع السابق.
- **معدل دوران الأسهم:** كانت السوق المالية السعودية وسوق دبي المالي هما الأكثر نشاطاً خلال الربع الرابع 2014، حيث بلغ معدل دوران الأسهم فيهما نحو 27,1% و 20,5% على التوالي، وبلغ هذا المعدل في بورصات كل من الخرطوم ومصر وقطر وأبوظبي نحو 14,3%، 12,8%، 6,8% و 5% على التوالي فيما كانت هذه النسبة أقل من 5% في بقية أسواق الأوراق المالية العربية.
- **الاستثمارات الأجنبية:** عكس المستثمر الأجنبي الاتجاه الذي كان سائداً في البورصات العربية منذ الربع الثالث من سنة 2012، وسجلت صافي تعاملاته تدفقاً سالباً خلال الربع الرابع 2014، فقد فاقت قيم عمليات بيع الأجانب قيم عمليات شرائهم من الأسهم خلال الربع الرابع 2014 في جميع البورصات العربية باستثناء بورصات دبي، قطر، تونس، والأردن وقد سجلت صافي تعاملات الأجانب خلال الربع الرابع 2014 صافي تدفق سالب بلغت قيمته نحو 1393 مليون دولار مقابل صافي تدفق موجباً بنحو 2123، 2535 و 1363 مليون دولار خلال الربع الأول، الثاني والثالث من سنة 2014.

❖ **سنة 2015:** كان الأداء الإجمالي للبورصات العربية خلال سنة 2015 كالتالي:²

- **القيمة السوقية:** سجلت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بنهاية الربع الرابع 2015 تراجعاً بنحو 57,5 مليار دولار وتصل هذه القيمة إلى نحو 1067,9 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2015 مقارنة مع 1125,4 مليار دولار بنهاية سبتمبر.

¹ - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2014، العدد 79، ص- ص 8-10.

² - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2015، العدد 83، ص- ص 8-10.

- **عدد الشركات المدرجة:** فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات فقد بلغ هذا العدد 1500 شركة في نهاية شهر ديسمبر 2015، مقارنة مع 1503 شركة في نهاية شهر سبتمبر من نفس العام.
- **حجم التداول:** بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال الربع الرابع من 2015 نحو 118,7 مليار دولار مسجلة بذلك تحسنا بنحو 14 مليار دولار عن قيمة التداولات المسجلة عن الربع السابق، وتظهر البيانات أن هناك تباينا في اتجاه نشاط التداول في الأسواق المالية العربية خلال الربع الرابع 2015 وذلك بالمقارنة مع الربع السابق.
- **معدل دوران الأسهم:** فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة، فقد عرف هذا العدد ارتفاعا، وقد كانت السوق المالية السعودية وبورصة الخرطوم والبورصة المصرية وسوق دبي المالي وبورصة عمان هي الأنشطة خلال الربع الرابع 2015، حيث بلغ معدل دوران الأسهم فيها بنحو 21%، 14,4%، 12,4%، 6,2% و 5,6% على التوالي وتراوح هذا المعدل في بورصات كل من قطر، المغرب، الكويت، أبوظبي، مسقط وفلسطين بين 3,5% و 2%، فيما كانت هذه النسبة أقل من 2% في بورصات كل من بيروت، البحرين، الجزائر، تونس ودمشق.
- **الاستثمارات الأجنبية:** سجلت صافي تعاملات المستثمر الأجنبي في البورصات العربية خلال الربع 2015 صافي تدفقا ساليا ليعكس بذلك الاتجاه لصافي تلك التعاملات خلال الربعين السابقين، حيث فاقت قيم عمليات بيع الأجانب قيم عمليات شرائهم من الأسهم خلال الربع الرابع 2015 في بورصات كل من البحرين، دبي، السعودية، المغرب، مسقط، قطر، الكويت ومصر فيما عرفت بورصات عمان، تونس وأبوظبي صافي تدفق موجب للاستثمار الأجنبي.

المطلب الرابع: الأداء الإجمالي لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2016-2017)

جاء أداء الأسواق المالية العربية إيجابيا بشكل عام خلال سنتي (2016-2017) الأمر الذي انعكس بشكل واضح في تحسن أداء المؤشرات السعريّة وأحجام التداول مقارنة بالسنوات السابقة.

أولا: أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي (2016-2017)

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

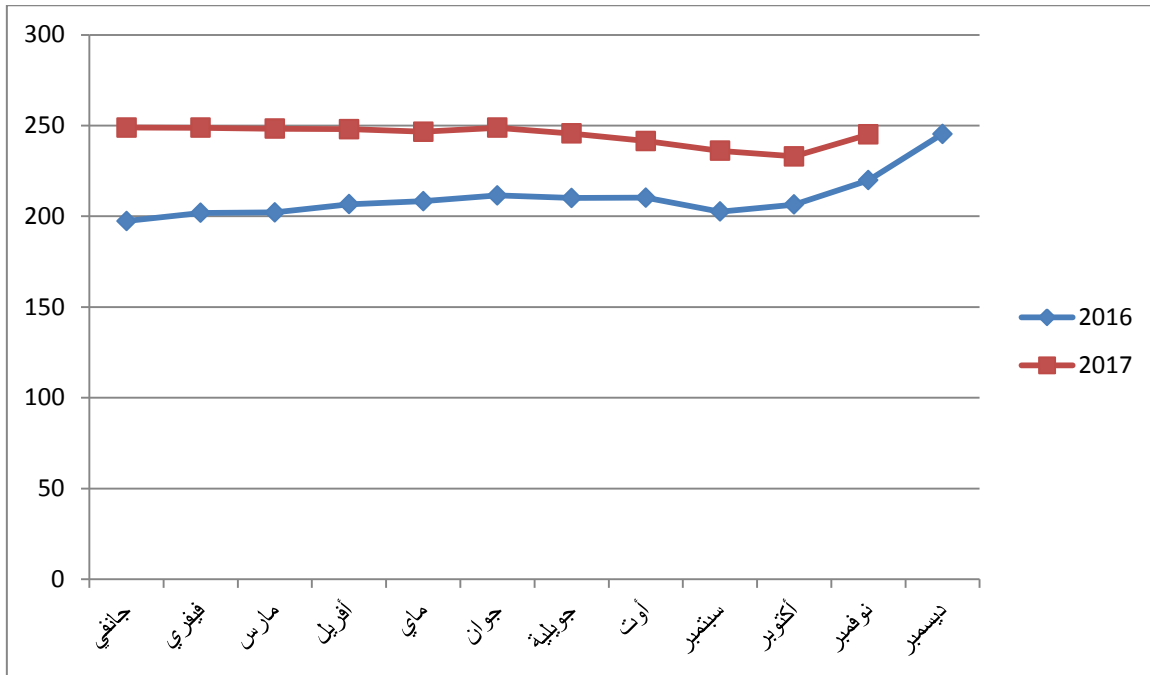
الجدول رقم (03-04): أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي (2016-2017)

الاشهر	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي
2016	245.38	219.85	206.49	202.63	210.22	210.10	211.52	208.36	206.67	202.14	201.87	179.41
2017	247.6	245.1	233	236.1	241.5	245.6	248.8	246.6	248	248.3	248.8	248.9

المصدر: - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2016، العدد 87، ص 07.

- قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2017، العدد 91، ص 07.

الشكل رقم(03-04): تطور أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنتي 2016-2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد معطيات الجدول السابق.

من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه نلاحظ ما يلي:

❖ **سنة 2016:** سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ارتفاعا كبيرا بنحو 21,1% ليصل إلى 245,38 نقطة خلال الربع الرابع 2016، فيما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً بنسبة 4,2% عن الربع السابق، وسبب هذا الارتفاع راجع إلى التحسن الذي عرفته أسعار النفط العالمية بنهاية هذا الربع.

❖ **سنة 2017:** سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ارتفاعاً بنحو 4,9% ليصل إلى 247,6 نقطة عن الربع الرابع لسنة 2017 وهذا راجع إلى الاستمرار في التحسن في مستويات أسعار النفط العالمية واستقرارها عند مستويات مرتفعة نسبياً، والتحسين النسبي في الأوضاع الجيوسياسية في عدد من الدول العربية.

ثانياً: الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنتي 2016-2017

❖ **سنة 2016:** كان الأداء الجماعي للبورصات العربية خلال سنة 2016 كالاتي:¹

- **القيمة السوقية:** سجلت القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بنهاية الربع الرابع من 2016 ارتفاعاً بنحو 120,7 مليار دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 1110,8 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2016 مقارنة مع 990,1 مليار دولار بنهاية سبتمبر من نفس العام .

¹ - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2016، العدد 87، ص- ص 8- 10.

- **عدد الشركات المدرجة:** بقي عدد الشركات المدرجة يقدر بـ 1509 شركة في نهاية شهر ديسمبر 2016، أي نفس العدد بنهاية الربع السابق من نفس العام.
- **حجم التداول :** بلغت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة خلال الربع الرابع من عام 2016 نحو 112,9 مليار دولار مسجلة بذلك تحسنا كثيرا بلغت نسبته نحو 76,6% وقيمته حوالي 49 مليار دولار عن قيمة التداولات المسجلة عن الربع السابق، وتظهر البيانات أن جميع البورصات قد سجلت تحسنا في قيم التداولات خلال نفس العام وذلك بالمقارنة مع الربع السابق، باستثناء ثلاث بورصات هي قطر، فلسطين والجزائر.
- **معدل دوران الأسهم :** كانت السوق المالية السعودية والبورصة المصرية وسوق دبي المالي هي الأنشط خلال الربع الرابع 2016، حيث بلغ معدل دوران الأسهم فيها نحو 18% و 17,6% و 12,4% على التوالي وتراوح هذا المعدل بين 6% و 4% في بورصات كل من الخرطوم ومسقط والدار البيضاء، فيما كانت هذه النسبة أقل من 4% في بقية البورصات العربية.
- **الاستثمارات الأجنبية:** سجلت صافي تعاملات المستثمر الأجنبي في البورصات العربية التي توفرت عنها بيانات عن الربع الرابع 2016 صافي تدفق سالب لتعكس بذلك الاتجاه الإيجابي الذي عرفته خلال الفترات الربعية الثالث السابقة، حيث فاقت قيم عمليات بيع الأجانب قيم عمليات شرائهم من الأسهم خلال هذا الربع من سنة 2016 في بورصات كل من السعودية، البحرين، مسقط والكويت، فيما عرفت بورصات كل من عمان، أبوظبي، قطر، تونس ومصر صافي تدفق موجب للاستثمار الأجنبي.
- ❖ **2017:** كان الأداء الإجمالي للبورصات العربية لسنة 2017 كالاتي:¹
- **القيمة السوقية:** سجلت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بنهاية الربع الرابع 2017 ارتفاعا بنحو 10,6 مليار دولار، لتصل هذه القيمة إلى نحو 1137,8 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2017 وذلك مقارنة مع القيمة المسجلة بنهاية سبتمبر 2017.
- **عدد الشركات المدرجة:** شهد عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية ارتفاعا ليصل إلى 1529 شركة بنهاية الربع الرابع 2017، مقارنة مع 1492 شركة بنهاية الربع الذي سبق.
- **حجم التداول:** بلغت قيمة الأسهم المتداول في أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة خلال الربع الرابع 2017 نحو 88,7 مليار دولار، مسجلة بذلك ارتفاعا كبيرا بنحو 336% وبلغ ما قيمته 22,3 مليار دولار بالمقارنة مع قيمة التداولات المسجلة عن الربع السابق، وتظهر البيانات أن جميع البورصات العربية قد عرفت ارتفاعا في قيم التداولات خلال الربع الرابع 2017 باستثناء ست بورصات تتمثل في أبوظبي، عمان، البحرين، الكويت، الجزائر وفلسطين وذلك بالمقارنة مع الربع السابق.

¹ - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2017، العدد 91، ص- ص 8-10.

- معدل دوران الأسهم: كانت سوق الخرطوم الأنشط خلال الربع الرابع 2017، حيث بلغ معدل دوران الأسهم فيها نحو 23,1% تليها السوق المالية السعودية، البورصة المصرية وسوق دبي المالي بنحو 14%، 10,9% و 72% على التوالي وتراوح هذا المعدل بين 1% و 4,5% في بورصات كل من الكويت، أبوظبي، قطر، فلسطين، عمان، الدار البيضاء، بيروت، مسقط ودمشق فيما كانت هذه النسبة أقل من 1% في بورصات الجزائر، البحرين وتونس.
- الاستثمارات الأجنبية: ومما هو جدير بالذكر أن صافي تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصات العربية التي توفرت عنها بيانات خلال عام 2017 سجلت صافي تدفق سالب بنحو 792 مليون دولار، مقابل صافي تدفق موجب بنحو 1482,7 مليون دولار عن عام 2016، حيث فاقت قيم عمليات بيع الأجانب قيم عمليات شرائهم من الأسهم في بورصات كل من البحرين، تونس، السعودية، مسقط والكويت فيما عرفت بورصات كل من عمان، أبوظبي، مصر وقطر صافي تدفق موجب للاستثمار الأجنبي.

المبحث الثاني: أداء سوق الأوراق المالية في كل من الجزائر ومصر خلال الفترة (2010-2017)

رغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطات في كل من مصر والجزائر لإرساء سوق للأوراق المالية فعالة وكفوءة، إلا أنهما لم ينجحا في تحقيق ذلك، حيث لا تزال سوق الأوراق المالية في كلا البلدين بعيدة عن المستوى الذي حققته أسواق الأوراق المالية العالمية من تطور ودور كبير في تمويل المشاريع التنموية المختلفة وتنشيط الحركة الاقتصادية، ويرجع ذلك إلى مجموعة من الصعوبات والعراقيل التي تعترضهما وتحول دون أداء دورهما بالشكل المطلوب، ومن خلال هذا المبحث سنلقي الضوء على أداء سوق مصر والجزائر للأوراق المالية خلال الفترة من 2010-2017، وعلى مختلف العراقيل والصعوبات التي تواجههما والجهود الإصلاحية التي قامت بها السلطات المختصة في كلا البلدين للنهوض بسوقهما للأوراق المالية.

المطلب الأول: تطور أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2010-2017)

انطلاقاً من الأداء الإجمالي للبورصات العربية مجتمعة يتضح أن أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر ضعيف جداً مقارنة بالأسواق العربية ونشاطها، ويرجع هذا المستوى المتدني لبورصة الجزائر إلى معوقات كثيرة تحد من تطوره، وسنوضح هذا الأداء من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-05): تطور أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2010-2017)

ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي	الأشهر/سنة المؤشر
74.36	70.37	70.42	70	68.50	70.27	67.6	64.9	64.4	65.8	64.4	64.7	2010
94.76	96.30	96.30	95.70	99.00	99.69	100	99.14	92.18	87.93	80.23	79.83	2011
90.31	90.24	89.48	89.78	88.5	86.96	90.19	92.83	96.05	93.98	94.41	94.06	2012
90.16	89.39	87.74	87.38	87.51	89.86	88.99	90.08	90.57	90.31	90.24	89.48	2013
80.80	82.51	84.60	85.36	88.37	88.94	89.64	89.99	90.83	91.04	89.39	87.74	2014
66.32 7	65.52 8	66.52 8	66.9	67.00	71.5	71.7	77.2	78.5	85.4	88.4	88.9	2015
64.4	64.1	64.8	64.9	64.9	64.5	64.4	64.3	65.2	65.6	65.4	66.1	2016
61.9	62.1	61.7	62.8	69.9	65.5	65.6	65.6	65.5	64.6	64.6	64.4	2017

المصدر: لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية للربع الرابع، للفترة 2010-2017.

من الجدول أعلاه يتضح لنا أن المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لبورصة الجزائر يظهر أن أدائها قد ارتفع خلال عام 2010، واستمر هذا حتى سنة 2013 أين سجل 90,16 نقطة، أما في سنة 2014 فقد انخفض ليصل إلى 80,80 نقطة ثم عاود الانخفاض بعد ذلك وصولاً إلى 61,9 نقطة سنة

2017 ويرجع ذلك إلى انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية باعتبار الجزائر تعتمد في صادراتها على المحروقات ما أدى إلى تراجع عائداتها والنشاط الاقتصادي بها.

❖ **سنة 2010:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد بلغت هذه القيمة نحو 106,1 مليون دولار في نهاية الربع الرابع من سنة 2010، وبالمقارنة مع نهاية عام 2009 ارتفعت القيمة السوقية بنحو 15 مليون دولار، وعلى صعيد حجم التداول فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع من سنة 2010 نحو 46,1 ألف دولار أما عن العام 2010 ككل فقد بلغ حجم التداول نحو 161,5 ألف دولار، كما ارتفع معدل دوران الأسهم من 0,03% خلال الربع الثالث إلى 0,04% خلال الربع الرابع من عام 2010، أما بخصوص الاستثمار الأجنبي المباشر فقد تراجع ليبلغ نحو 1,5 مليار دولار.

❖ **سنة 2011:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد انخفضت هذه القيمة لتبلغ نحو 35,6 مليون دولار في نهاية الربع الرابع أي بانخفاض بنحو 0,09 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية للربع الثالث من هذا العام، وعلى صعيد حجم التداول فقد بلغت قيمة الأسهم نحو 613 ألف دولار أي بزيادة قدرها 11%، كما ارتفع معدل دوران الأسهم من 0,41% إلى 0,45% خلال الربع الرابع من نفس السنة.

❖ **سنة 2012:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد ارتفعت لتبلغ نحو 127,2 مليون دولار أي بارتفاع قدره 1,3 مليون دولار بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس العام وعلى صعيد حجم التداول فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة بنحو 279 ألف دولار كما انخفض معدل دوران الأسهم ليبلغ 0,22%.

❖ **سنة 2013:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد سجلت هذه القيمة انخفاضا لتبلغ نحو 124,7 مليون دولار وعلى صعيد حجم التداول لم يطرأ تغيير كبير فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو 263,4 ألف دولار.

❖ **سنة 2014:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد سجلت انخفاضا لتصل نحو 110,7 مليون دولار بنهاية ديسمبر 2014، وفيما يتعلق بحجم التداول فقد عرف هذا النشاط بعض التراجع ووصلت قيمة الأسهم المتداولة إلى نحو 210 ألف دولار فيما شهد عدد الأسهم المتداولة استقرار نسبيا عند نحو 30 ألف دولار.

❖ **سنة 2015:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد سجلت هذه القيمة تراجعا طفيفا لتبلغ نحو 90,6 مليون دولار، وفيما يتعلق بحجم التداول فقد تراجعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ 124 ألف دولار، كما سجل عدد الأسهم المتداولة ارتفاعا ليبلغ نحو 33,1 ألف سهم مقارنة بالسنة الماضية.

❖ **سنة 2016:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد شهدت انخفاضا لتبلغ 88 ملين دولار، أما حجم التداول فقد شهد انخفاضا طفيفا ليبلغ 122 ألف دولار، فيما عرف عدد الأسهم المتداولة تحسنا واضحا حيث بلغ 122 ألف دولار

❖ **سنة 2017:** القيمة السوقية لبورصة الجزائر شهدت انخفاضا متواصلا لتصل نحو 84,6 مليون دولار، أما حجم التداول فقد ارتفع ليصبح 159 ألف دولار وهو تحسن ملحوظ، أما بخصوص عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت قيمتها لتصل إلى 86 ألف سهم مقارنة بالسنة السابقة.

➤ التطورات الحاصلة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة (2010-2017):

- خلال الفترة الممتدة من 2010-2017 حصلت مجموعة التطورات في تنظيم بورصة الجزائر منها:¹
- لقد أعلنت بورصة الجزائر عن خطة للنهوض بسوق الأوراق المالية تتضمن حوافز ضريبية للشركات الجزائرية العامة والخاصة الراغبة في تداول أسهمها بالسوق المالية؛
- إصدار توصيات تتضمن إنجاز مبنى جديد يضم البورصة وملحقاتها والعمل على تطوير وسائل العمل المعتمدة من قبل البورصة والمصارف والمؤسسات المالية عموماً؛
- التطورات المتعلقة بالإطار التشريعي والتنظيمي حيث ألزمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها شركات الوساطة والمهنيين المرخص لهم لتوفير مذكرة للعملاء والمستثمرين تتضمن جميع المعلومات التي تفيد الاستثمار في الأوراق المالية، كما يجب تقديم المذكرة إلى اللجنة قبل نشرها بفترة لا تقل عن 30 يوماً، على أن يتم تحديث المعلومات الواردة في المذكرة حسب الضرورة؛
- لقد وقعت بورصة الجزائر والبورصة المصرية على اتفاقية تفاهم مشترك ويتجلى الهدف منها تعزيز التعاون وتبادل الخبرات؛
- أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نظام جديد خاص بالوسطاء في عمليات البورصة ويتضمن القانون شروط اعتماد الوسطاء وواجباتهم ومراقبتهم؛
- نشرت لجنة التنظيم ومراقبتها وثيقة حول وظائف وشروط التأهيل وتسجيل مسؤول الامتثال لدى وسطاء البورصة.

المطلب الثاني: تطور أداء سوق الأوراق المالية لمصر خلال الفترة (2010-2017)

انطلاقاً من الأداء الإجمالي للبورصات العربية مجتمعة يتضح أن أداء سوق الأوراق المالية لمصر متواضع مقارنة بالبورصات العربية.

الجدول رقم (03-06): تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال في مصر للفترة (2010-2017).

ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي	الأشهر/سنة المؤشر
215.69	209.88	211.68	210.1	201.9	199.1	199.3	207.8	221.6	221.2	205.9	210.8	2010
82.9	91.0	97.4	79.3	94.2	111.3	118.9	125.4	112.1	154.6	150.8	151.7	2011
107.3	98.27	113.0	117.8	107.9	100.1	98.69	100.1	104.6	106.4	111.7	100.9	2012
121.6	120.09	110.37	105.65	100.70	106.79	93.91	96.09	96.01	107.36	98.27	113.05	2013
155.02	156.18	16506	165.28	162.44	157.14	145.47	143.44	145.08	134.3	138.13	137.97	2014
122.73	121.82	132.55	131.24	133.0	141.5	148.22	161.3	171.0	165.3	162.4	157.1	2015
119.2	114.8	106.0	75.4	134.5	130.5	121.0	125.9	126.00	123.5	123.3	135.4	2016
135.2	133.8	134.2	129.9	128.8	126.9	125.1	124.0	123.7	123.5	121.7	119.7	2017

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية للربع الرابع، للفترة 2010-2017.

¹ - قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية للربع الرابع، للفترة 2010-2017.

من الجدول السابق يتضح أن المؤشر الذي يحتسبه الصندوق لسوق الأوراق المالية في مصر عرف ارتفاعا تدريجيا مع بداية 2010، حيث وصل إلى 215,96 نقطة وبفعل الاضطرابات السياسية لسنة 2011 عرف المؤشر انخفاضا حتى وصل لـ 82,9 نقطة، أما في سنة 2012 عرف هذا المؤشر تحسنا ولو طفيفا واستمر ذلك حتى سنة 2014 ليصل إلى 155,02 نقطة، وبخصوص سنة 2015 فقد شهدت انخفاضا إلى 122,73 نقطة، ثم عرف تحسنا ملحوظا في سنة 2017 حيث وصل إلى 135,2 نقطة في ديسمبر من نفس السنة.

❖ **سنة 2010:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد بلغت نحو 84,11 مليار دولار في نهاية 2010 أما بالمقارنة مع نهاية العام السابق 2009 تراجعت القيمة السوقية بنحو 7 مليار دولار، وعلى صعيد نشاط التداول فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو 12,48 مليار دولار، كما ارتفع كذلك معدل دوران الأسهم إلى 14,8%.

❖ **سنة 2011:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد انخفضت هذه القيمة بشكل ملموس لتصل إلى 48,7 مليار دولار، وعلى صعيد حجم التداول فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ 4646 مليون دولار وانخفض معدل دوران الأسهم إلى 5,9% خلال هذا الربع الرابع.

❖ **سنة 2012:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد شهدت ارتفاعا لتصل إلى 61,6 مليار دولار وعلى صعيد حجم التداول فقد ارتفع إلى 6532 مليون دولار، كما ارتفع معدل دوران الأسهم ليلبلغ نحو 10,6%.

❖ **سنة 2013:** شهدت القيمة السوقية ثباتا في قيمتها مقارنة مع السنة السابقة أما حجم التداول فقد انخفض إلى 5470 مليون دولار وصاحبه انخفاضا في عدد الأسهم المتداولة خلال نفس الفترة ليصل إلى 10,67 مليار دولار سهم.

❖ **سنة 2014:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد ارتفعت لتصل نحو 69,9 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2014، أما حجم التداول فقد ارتفع بشكل ملحوظ ليصل إلى 8,96 مليار دولار كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال نفس الفترة بنسبة 31%.

❖ **سنة 2015:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد شهدت انخفاضا واضحا حيث بلغت 54,9 مليار دولار، أما بالنسبة لحجم التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى 6,8 مليار دولار كما صاحبه ارتفاعا في عدد الأسهم المتداولة بحوالي 56% ووصل هذا العدد إلى 16,9 مليار سهم.

❖ **سنة 2016:** شهدت القيمة السوقية انخفاضا ملحوظا، حيث بلغ 8,8 مليار دولار أما فيما حجم التداول فقد عرف انخفاضا كبيرا حيث بلغت قيمته 4,7 مليار دولار.

❖ **سنة 2017:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد شهدت تحسنا واضحا في مؤشرات الأسعار لتبلغ نحو 44,4 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2017، أما حجم التداول فقد ارتفع ليصل إلى 4,9 مليار دولار وبصاحبه ارتفاعا في عدد الأسهم المتداولة لتصل إلى 21,2 مليار دولار.

➤ التطورات الحاصلة في بورصة مصر في الفترة الممتدة (2010-2017):

- قد شهدت البورصة المصرية عدة تعديلات وتطورات خلال الفترة من 2010-2017 من بينها ما يلي:¹
- تعديل قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية ويتضمن التعديل بندا يتضمن إلزام الشركات بضرورة إخطار جهاز حماية المنافسة بأي عمليات للإدماج والاستحواذ؛
- تدشين بورصة الشركات المتوسطة والصغيرة تحت اسم بورصة النيل؛
- إنشاء هيئة رقابية واحدة تمارس أعمال الرقابة على شركات التأمين وتطوير النظام الضريبي؛
- ارتفاع القروض والتسهيلات المقدمة للقطاع الخاص بنسبة 2,2%؛
- إطلاق مجموعة من الأدوات المالية الجديدة وفي مقدمتها صناديق المؤشرات ونظام صانع السوق؛
- إطلاق نموذج اقتصادي شهري جديد عن الشركات المقيدة؛
- إطلاق نموذج إفصاحي شهري جديد عن الشركات المقيدة؛
- أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية ضوابط التمويل العقاري المستحدثة والذي شمل الإجارة المنتهية بالتملك والمرابحة والمشاركة؛
- إصدار تعديلات باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تنظم التداول، حق الاكتتاب والاستحواذ على شركات السمسرة وإدارة الصناديق؛
- وافق مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية على عدة تعديلات على صناديق الاستثمار وخاصة العقارية منها، من جانب آخر أصدرت الهيئة إجراءات تنظيمية جديدة لإجراء الطرح بالبورصة.

¹ - لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية الربع الرابع، للفترة 2010-2017.

المبحث الثالث: معوقات تطور سوق الأوراق المالية لكل من الجزائر ومصر

تواجه سوق الأوراق المالية في كل من الجزائر ومصر مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها والوصول إلى المستوى المطلوب منذ إنشائها، حيث أنها لا تزال لا تسير بعد التطورات الحاصلة على مستوى أسواق الأوراق المالية العالمية، ذلك لأن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق بالإضافة إلى مجموعة من الصعوبات والعوائق التي تعترض تطورها منها السياسية، الاجتماعية، الدينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة، والتي سنسلط عليها الضوء من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر

هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر للفعالية والكفاءة الاقتصاد وتتمثل في:

1. العوائق الاقتصادية: من بين هذه العوائق نذكر ما يلي:

- الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت اختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطا أساسيا لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية؛
- لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة، فقليلا ما كانت تشمل إعفاءات وهذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة؛
- ضعف القدرة الشرائية لدى المواطنين، وبالتالي قلة المدخرات الفردية فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية؛
- عدم وجود سوق كفاءة وسيطرة السوق الموازية¹؛
- كون أغلب الشركات ملك للدولة حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من اضطرابات مالية استمرت لفترات طويلة؛
- يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة، التي باتت تشكل بديلا أفضل من الاستثمار في البورصة؛
- ارتفاع معدلات التضخم وعدم ارتفاع عائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود لانعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي عاشتها البلاد، بالإضافة إلى ضعف المنافسة في السوق المالية لقلة الشركات المصدرة.

2. المعوقات السياسية والقانونية: يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولازالت، لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا. في حين تتمثل العوائق القانونية عموما في عدم تجزئة

¹ -<http://iefpedia.com/arabe,17/04/2018> ,11:35.

البورصة إلى سوق أولية وسوق ثانوية، وكذلك كون شروط قبول المؤسسات مجحفة وخاصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في عملية البورصة¹.

3. المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:

أ. **العائق الاجتماعي والثقافي:** إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر، كما نجد غياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهلهم بماهية البورصة وأهميتها؛

ب. **العائق الديني:** لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار سندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتبرها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

4. المعوقات التنظيمية والإعلامية: يمكن تلخيص أهم هذه المعوقات من خلال ما يلي:

- قلة المؤسسات المدرجة والتي تمثل المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح؛
- عدم تنوع الأدوات المالية في البورصة الجزائرية؛
- غياب الشفافية سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب لأن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور؛
- ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب للإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار المالي.

وتتسم أسواق الأوراق المالية العربية عموما بضعف سيولتها وهو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، بالإضافة إلى عدم تنظيم مؤسسات الوساطة وأهم ما يعوق هذه الأسواق هو صغر حجمها والذي يعكس قلة الشركات المقيدة فيها وضعف التداول وهذا الأخير راجع إلى ضعف الادخار ومنه قلة أو ضعف الطلب، وتشارك الجزائر مع الدول العربية في هذه العقبات ويمكن إضافة عقبات خاصة ببورصة الجزائر وذلك بارتفاع معدلات التضخم وضعف الحواجز الجبائية².

¹ - شمام عبد الوهاب، طبيعة السوق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مداخلة حول الأسواق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية في الجزائر،

جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2013، ص 166.

² - المرجع نفسه، ص، ص 166، 167.

المطلب الثاني: معوقات سوق الأوراق المالية في مصر

على الرغم مما تشهده سوق الأوراق المالية المصرية من تطور لاسيما في الفترة الأخيرة، إلا أن هناك العديد من المعوقات التي تعترض نموها، وتحد من كفاءة أدائها، وتتمثل أهمها فيما يلي:

1. صغر حجم الأوراق المالية المعروضة في البورصة: و هذا راجع إلى عدة أسباب منها:¹

1.1 انتشار الشركات المغلقة: تتسم سوق الأوراق المالية المصرية كنظائرها من الأسواق في الدول النامية بتوسع ظاهرة الشركات المساهمة المغلقة، وهي أقرب ما تكون إلى شركات الأشخاص؛

2.1 استمرار تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات: استمرت الحكومة منذ حركة التأميمات في تملك الجانب الأكبر من أسهم الشركات من خلال المؤسسات التابعة لها، دون طرحها للاكتتاب العام، إلى أن صدر القانون رقم (203) لسنة 1991، وسمح للشركات القابضة بإدارة محافظ الأوراق المالية الخاصة بالشركات التابعة لها وطرحها للاكتتاب العام.

2. انخفاض كفاءة السوق وقصور نظم المعلومات: تتوقف درجة كفاءة الأسواق المالية بصفة أساسية على مدى توافر نظام فعال للمعلومات يضمن الإفصاح عن المعلومات بصورة دقيقة وفورية لجميع المتعاملين في الأسواق، حيث أن الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية يؤثر في جانبين:

- إن هذه المعلومات تعتبر المصدر الأساسي في وضع وتركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية؛
- إن هذه المعلومات تساعد المستثمرين في اختيار أفضل محفظة أوراق مالية تقابل احتياجاتهم.

وعلى الرغم من الجهود التي تبذلها الحكومة، إلا أن البورصة المصرية مازالت تعاني من قصور في نظام المعلومات بها وانعدام الشفافية، ويرجع ذلك لعدة أسباب منها:²

- إن معظم ما ينشر من بيانات ومعلومات عن الشركات المقيدة في البورصة ينشر بشكل مجمل ويفتقد في الكثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط، مما يجعلها غير مفيدة لأغلب المهتمين خصوصا صغار المدخرين والمستثمرين، وبالتالي توجد صعوبة للوصول إلى قرار بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية ؛
- عدم توافر مؤسسات متخصصة تساعد صغار المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الخاصة بعملية بيع وشراء الأوراق المالية وفقا لأسس موضوعية.

3. ضعف الثقة في الاستثمار المالي: تعرض المدخر والمستثمر المصري لعدة صدمات أفقدته الثقة في

سوق المال، تمثلت الصدمة الأولى للرأسمالية الوطنية في القوانين الخاصة بتأميم كثير من الشركات المساهمة الخاصة وتحويلها إلى القطاع العام في بداية الستينات، مما أصاب رؤوس الأموال المصرية بالخطر وأدى إلى تهريب جزء منها للخارج ليخسرها الاقتصاد المصري وتستفيد منه الاقتصاديات الأجنبية، أما بالنسبة لصغار المدخرين فقد تعرضوا لأسوء عملية نصب في التاريخ الاقتصادي المصري،

¹ - يسرى جرجر بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 1997، ص، ص 178، 179.

² - منير هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص-ص 489-492.

تمثلت في شركات توظيف الأموال التي لبست عباءة الإسلام، والإسلام منها براء، حيث استولت على أموال صغار المدخرين ولم تضع لهم الضمانات الكافية لحماية أموالهم. وكان من نتائج هذه الصدمات ضعف ثقة المدخرين والمستثمرين المصريين في الاستثمار الخاص في مصر، بالإضافة إلى عدم الثقة بما يمكن أن توفره أسواق المال من أوعية مالية خاصة¹.

4. الافتقاد إلى المؤسسات صانعة السوق: تعاني سوق الأوراق المالية المصرية من عدم توفر المؤسسات صانعة السوق، وهي تلك المؤسسات التي تعمل على إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب في أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال توفير السيولة المناسبة للأسواق نتيجة قيامها بالتعامل في أدوات الاستثمار، وذلك استنادا إلى معرفتها بأحوال السوق ورغبات المستثمرين حيث يقوم صانع السوق بعمل توازن السوق من خلال:

- في حالة قيام المستثمرين بعرض أسهمهم بصورة متزايدة يدخل صانع السوق كمشتري للأسهم المعروضة للبيع، وبكميات كبيرة لامتناس الزيادة في المعروض وهو ما يسمح له بالشراء بأسعار منخفضة نسبيا؛
- في حالة قيام المستثمرين بطلب كميات كبيرة من أسهم معينة، يقوم صانع السوق بعرض كميات كبيرة مما لديه من الأسهم لمواجهة الزيادة في الطلب والنقص في القروض وبالتالي الحفاظ على مستوى أسعار هذه الأسهم مع تحقيق هوامش ربح معقولة.

5. عدم وجود آلية تسمح بخروج الأموال الخاصة بالمستثمرين العرب والأجانب: وهذا ما يعد أكبر المعوقات ويرجع ذلك إلى:

- القيود المفروضة على سعر الصرف وحرية انتقال رؤوس الأموال؛
 - تقلبات الطلب الأجنبي إضافة إلى أن المستثمر يواجه صعوبة في الخروج بأمواله وعندما يخرج لا يعود.
- 6. في سنة 2014 تم إقرار ضريبة:** وتتمثل في إعادة تقييم الأسهم المدرجة بالبورصة نهاية العام وإضافتها للوعاء الضريبي الخاص بها وإخضاع فروق إعادة تقييم الأسهم للضريبة على أن يتم الخصم بعد ذلك وقت البيع الفعلي لهذه الأسهم.

بالإضافة إلى هذه المعوقات توجد أيضا:²

- قلة وعدم تنوع الأسهم المطروحة للاكتتاب العام؛
- السوق المالية المصرية لازالت تحكمها قوانين ولوائح صادرة خلال القرن الماضي والتي لم يكن في حساباتها هذا التغير والتطور الذي شهدته المنطقة العالمية أو أنظمة وقوانين البلاد؛
- ضعف معدلات السيولة نتيجة انخفاض درجة مشاركة الأفراد والمؤسسات.

¹ - حسين عبد المتطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002، ص 70.

² - المرجع نفسه، ص، ص 70، 71.

المبحث الرابع: مقترحات لتطوير أداء سوق مصر والجزائر للأوراق المالية

إن تطوير وتنشيط سوق كل من سوق الجزائر ومصر للأوراق المالية سيساعدهما على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة، وجذب رؤوس الأموال المهاجرة وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلدين، ومن أجل تحقيق ذلك اتخذت الدولتين آليات عدة لتطوير سوقيهما للأوراق المالية والنهوض بهما غير أنها لم تكن كافية لتحقيق ذلك، ومن هنا سنحاول من خلال هذا المبحث تقديم مجموعة من المقترحات التي من شأنها أن تساهم في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية في كل من الجزائر ومصر.

المطلب الأول: مقترحات تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

يعتبر تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة لتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع ومن أجل ذلك فقد قمنا بتشخيص العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر والنهوض بها.

أولاً: اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي: وهذا من خلال مجموعة من الآليات نذكرها فيما يلي:

1. إصلاح النظام الجبائي: وهذا لما للسياسة الضريبية من أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين:¹

1.1. الأثر على الاستثمار: إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، حيث أن حجم الاستثمار يتأثر بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الاستثمار المقررة، لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلباً على حجم الاستثمار، ونتيجة لما تقدم لابد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يساهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من معدلات العوائد ويخفض من تكلفة الاستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

2.1. الأثر على القرارات التمويلية للشركات: تمثل تكلفة التمويل أحد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية، وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختيارات الشركات لمصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي. وتتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتماداً على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي.

2. تخفيض سعر الفائدة: حيث أن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلاً للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية إلى أسهم وسندات).

¹ - محمد زيدان، نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 15.

3. تسريع عملية الخصخصة: تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين.

4. تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة: يركز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية على النحو التالي:¹

1.4 دور البنك المركزي: يلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش وتفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:

- السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات؛
- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات؛
- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.

2.4 دور البنوك التجارية: تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:

- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار ومن ثم سوق التداول؛
 - تسويق وترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة؛
 - التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار فيها.
5. تحفيز الادخار: وذلك من خلال التريبة الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الايجابية فيه.

6. ضبط الاستهلاك: ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند مستوى معين يسمح للفرد بحياة كريمة وأيضا زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى إلى جانب الاهتمام بنوع السلع المستهلكة.

7. تشجيع قيام شركات الوساطة: حيث تكون شركات كفاءة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث يقوم الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتنميته، وتكون هذه المؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة ايجابية على نشاط السوق.²

ثانيا: اقتراحات مرتبطة بالجانب التنظيمي والتشريعي: وهي كما يلي:³

1. تجزئة سوق البورصة: يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين سوق رسمية وسوق ثانية، ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط، أما السوق الثانية فيتم فيها

¹ المرجع نفسه، ص 16.

² - بوضياف عيبر، **سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منقوري، قسنطينة، 2007، ص، ص 16، 17.

³ - زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص، ص 16، 17.

تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية، وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية، والعبرة من هذه الشروط هو السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تمويل نفسها.

2. مكنة أنظمة التداول: إذ لابد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الانترنت.

3. تعزيز الشفافية والإفصاح: على بورصة الجزائر أن تولي اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية، وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، فمن جانب السوق يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات¹.

4. مراجعة الإطار التشريعي: وذلك من خلال استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين وتشريعات جديدة ومراجعة القديمة منها وتعديلها بما يتماشى مع التطورات الراهنة في هذا المجال (أسواق الأوراق المالية)، ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى قوانين وأنظمة الاستثمار والقوانين العامة ذات الصلة بسوق الأوراق المالية.

5. وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في أسواق الأوراق المالية: إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي ولا يقتصر الجانب التشريعي على قانون إنشاء سوق مالي أو تعليمات المنظمة للتعامل في السوق فحسب، ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة عليها وتشجيع الاستثمارات في المناطق الحرة، وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة والتدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي².

ثالثا: مقترحات بخصوص الجانب السياسي: تتمثل في العمل على ضمان الاستقرار السياسي، حيث أنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة لتجديد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار، لذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء السلطة، فإن القوانين السارية في البورصة مضمونة إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

رابعا: اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي:

1. إرساء الثقافة البورصية: إن تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية متعلقة بالبورصة يكون

¹ - المرجع نفسه، ص، ص 16، 17.

² - بوضياف عبيد، مرجع سبق ذكره، ص، ص 128، 129.

الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أم عارضين بأهمية وفائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الاستثمارات.

ولهذا ينبغي انتهاز سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف الوسائل الإعلام ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة. كذلك يجب ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة من خلال المؤسسات التربوية والجامعات وغيرها من الوسائل التي تهدف إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني.

2. الجانب الديني: بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعمالها كمتعاملين في البورصة، وكذا إدراج الأدوات المالية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجريتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية¹.

ويمكن إضافة الاقتراحات العملية التالية:²

- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تعميق وتوسيع قاعدة المستثمرين مثلا إلحاق شركة التأمينات وصناديق الضمان الاجتماعي؛
- تخفيض مدة التسوية والمقاصة من خلال الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية لتقرب من المعيار الدولي وكذلك إنشاء غرف للمقاصة في الأقاليم وتسهيل الاتصال فيما بينها؛
- إنشاء مدارس ومعاهد عليا متخصصة في البورصات من أجل تكوين كوادر متخصصة لتفعيل وتنشيط البورصة كما هو في الكثير من دول العالم؛
- فتح بورصة الجزائر أمام الاستثمار الأجنبي ضمن شروط وضوابط محددة وذلك من خلال القضاء على مشكلات المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي وكذا واقعية سعر الصرف وتحريره عند مستوى يتلاءم مع قوة السوق.

المطلب الثاني: مقترحات لتطوير سوق الأوراق المالية في مصر

مرت البورصة المصرية خلال السنوات الأخيرة بالعديد من التحديات الهامة نتيجة التطورات السياسية والاقتصادية التي مرت بها البلاد على المستوى المحلي والإقليمي والدولي خاصة بعد تبني مصر برنامج الإصلاح الاقتصادي.

أولا: تطوير القواعد والقوانين واللوائح التي تحكم التعامل في الأسواق:

وذلك من خلال عدة تدابير من أهمها:³

¹ - زيدان محمد، بومدين نورين، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص، ص 316، 317.

³ - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص 122.

- مراجعة كافة القوانين واللوائح التي تحكم التعامل في سوق الأوراق المالية بصفة دورية وتطويرها لتنماشى مع متطلبات تنشيط التعامل فيها وتفعيل أدوات الرقابة على التعاملات بها مع مراعاة التطورات الأخيرة التي شهدتها أسواق المال العالمية؛
- دراسة تقديم مشروعات قوانين لتنظيم عمليات الإيداع والقيود المركزي والتسوية والمقاصة في الأوراق المالية، حيث مازال التشريع المصري يخلو من أحكام هذه العمليات بالرغم من العمل بتلك النظم من بضع سنين في إطار القواعد العامة للقانون المصري والأعراف السائدة في سوق الأوراق المالية؛
- بحث إدخال التعديلات التشريعية اللازمة للسماح بتداول أدوات مالية جديدة تتلاءم مع رغبات مختلف المستثمرين؛
- دراسة إمكانية استحداث تنظيم جديد أكثر فعالية لفض المنازعات في أسواق الأوراق المالية ومدى إمكانية إنشاء محاكم متخصصة في الفصل في المنازعات حول المسائل المالية.

ثانياً: عناصر تنمية الطلب على الأوراق المالية: وتشمل ما يلي: ¹

1. **زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية:** نظراً لانخفاض العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية وعدم استقراره، تم اقتراح إعادة النظر في تخفيض سعر الفائدة وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسين، ويقترح في ذلك أن يعفى جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية بشرط أن يظل مستثمراً في الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات وتوكل هذه المهمة إلى البنك المركزي ووزارة المالية.
2. **تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد:** تم اقتراح ما يلي:
 - إتاحة فترات كافية لبث برامج في الإذاعة والتلفزيون للجمعيات المهنية العاملة في أسواق الأوراق المالية؛
 - إنشاء قناة تلفزيونية متخصصة في الثقافة الاقتصادية لتوعية وجذب صغار المدخرين؛
 - يتم تكليف وزارة الإعلام، وزارة الاقتصاد، البورصة وهيئة أسواق المال بتوعية الأفراد للاستثمار في الأوراق المالية.
3. **تشجيع الطلب من قبل المؤسسات غير البنكية:** تم وضع الإجراءات التالية:
 - إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواع مختلفة وزيادة رأس مالها حتى يرتفع نصيبها النسبي من رأس المال السوقي؛
 - ضخ نسبة حوالي 10% من أموال التأمين والمعاشات للاستثمار في بورصة الأوراق المالية؛
 - تشجيع شركات التأمين على استثمار جزء من محافظها المالية في الأوراق المالية؛
 - السماح لهيئة التأمين والمعاشات باستخدام الزيادة السنوية في مواردها للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص، ص303، 304.

4. تشجيع الطلب الأجنبي وتحقيق استقرار سوق الأوراق المالية: نتيجة لانخفاض نسبة الطلب الأجنبي وتقلباته، تم تكليف البنك المركزي المصري بتطبيق الإجراءات المقترحة الآتية:
- القضاء على مشكلات المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي؛
 - واقعية الصرف وتحديد عند مستوى يتلاءم مع قوى السوق؛
 - تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين المحليين لموازنة تحركات رؤوس الأموال الأجنبية الجماعية مما يساعد على استقرار السوق.

ثالثاً: تعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية:

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية لأي دولة، لهذا ركزت البورصة المصرية على تعميق هذا الدور من خلال:

1. تطوير الأسواق الأولية لتأسيس شركات من خلال الاكتتاب العام:

حيث نقترح لتحقيق ذلك ما يلي:

- تطوير سوق الصفقات بالبورصة المصرية وتحويله إلى النظام الإلكتروني؛
 - تشجيع المستثمرين على تأسيس الشركات من خلال طرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام.
2. المساهمة في تمويل السندات الحكومية: في هذا الشأن نقترح الإجراءات التالية:
- تطوير أسواق السندات الخاصة والحكومية وزيادة معدلات السيولة في أسواق السندات الحكومية؛
 - تخفيض تكلفة الاقتراض الحكومي وبالتالي تخفيض تكلفة الدين.
3. الترويج لجذب شركات جديدة: وذلك بإعداد خطة عمل زمنية تستهدف الترويج لفكرة ومزايا القيد بالبورصة.

4. حملات الترويج الداخلية: حيث نقترح في هذا المجال:

- زيادة معدلات مشاركة الأفراد في البورصة المصرية؛
 - زيادة مساحة التثقيف والتوعية الاستثمارية لدى الأفراد المتعاملون.
5. تطوير مفهوم المسؤولية المجتمعية للشركات: وذلك من خلال ما يلي:
- دفع الشركات المقيدة لتحقيق مزيد من الالتزام بمفهوم المسؤولية المجتمعية من خلال نشر ثقافة المسؤولية المجتمعية؛

- إنشاء صندوق للمسؤولية المجتمعية تشارك فيه الشركات المقيدة في البورصة للقيام بأعمال مجتمعية.

رابعاً: جوانب أخرى لتفعيل سوق الأوراق المالية في مصر:

بالإضافة إلى تنمية الطلب وتعميق دور البورصة هناك عناصر أخرى يجب مراعاتها لتفعيل سوق الأوراق المالية في مصر وهي:¹

¹ -السعيد محمد لبد، مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية في مصر، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية وأسواق رأس المال، القاهرة، مصر، 4-2 أوت، 1997، ص، ص259، 260.

1. استكمال برنامج الخصخصة: تعتبر الخصخصة دعامة رئيسية لرفع كفاءة أسواق الأوراق المالية حيث تعمل على زيادة عدد الأوراق المالية المعروضة بالأسواق، ومن ثم زيادة عدد المستثمرين ولا شك أن زيادة عدد المستثمرين يساهم في رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، كما أن التحول إلى الخصخصة يعني التوجه إلى الرشد في اتخاذ القرارات والسعي لتحقيق أقصى منفعة من الموارد المتاحة مما يخلق عنصر المنافسة في الأسواق بالإضافة إلى زيادة المرونة الإدارية في اتخاذ القرارات المناسبة، كما أن زيادة عدد المستثمرين في ضوء برنامج الخصخصة يعني زيادة عدد حملة الأسهم وحجم التداول في الأوراق المالية، وهذه سمات تعكس زيادة السيولة في الأسواق وأيضاً وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة مما يحقق الاستقرار في سعرها ويخفض من مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية، لذا يتطلب الأمر الإسراع في استكمال تنفيذ برنامج الخصخصة، ونظراً لبطء تطبيق برنامج الخصخصة نقترح ما يلي:¹

- تحويل بعض الهيئات ذات الطبيعة الخدمية لشركة مساهمة قابضة كما يمكن طرح جزء من رأس مال هذه الشركات القابضة للبيع في أسواق الأوراق المالية؛

- لجوء الحكومة إلى الأسواق لتمويل العجز الفعلي لمواردها؛

- النظر في خصخصة بنوك القطاع العام عن طريق طرح سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

2. الحد من التدخل الإداري في آليات السوق: فمن مظاهر التدخل الإداري في آليات السوق، مشكلات

أسعار الصرف الأجنبي على المستثمر الأجنبي، حيث نقترح في هذا الشأن الإجراءات التالية:

- وضع آلية لضمان تحديد سعر الصرف حسب قوى السوق عن طريق مقابلة الشراء بعروض البيع من خلال التداول الآلي؛

- تعديل نظام ربط سعر الصرف بالدولار الأمريكي وربطه بسلة من العملات لتفادي حدة تقلبات عملة واحدة على قيمة الجنيه.

3. تعزيز الرقابة ومنع التداخل بين السلطات: من بين مظاهر هذه المشكلة نقص الكفاءات البشرية العاملة

في الجهة الرقابية وعدم الاستقلال المالي لهيئة الأسواق المالية، وفي هذا المجال نقترح ما يلي:

- تعديل هيكل الأجور بالهيئة العامة للأسواق المالية؛

- السماح للهيئة باستقطاب خبراء متميزين من خارج القطاع الحكومي والعالم لإدارة قطاعاتها؛

- التدريب المستمر للعاملين بالهيئة.

4. مشكلات البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية: تتمثل في طول فترة التسوية والمقاصة، ومن أجل

خفضها نقترح الإجراءات الآتية:

- الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية وفيما بينها؛

- إنشاء غرف للمقاصة في الإقليم وتسهيل الاتصال بينها؛

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص، ص 305، 306.

- زيادة عدد البنوك والفروع المشتركة في عمليات التسوية والمقاصة كحل مرحلي لتخفيض فترة التسوية.

خامسا: عناصر تنمية العرض: وتشمل على ما يلي:¹

1. **عرض الأسهم:** من بين المشاكل التي تواجه جانب العرض للأسهم هو قلة وعدم تنوع الأسهم المطروحة

للاكتتاب العام، لهذا نقترح على كل من الهيئة العامة ووزارة قطاع الأعمال لتنفيذ الإجراءات الآتية:

- تشجيع الشركات على طرح الأسهم الممتازة؛

- العمل على نشر الوعي بالنسبة لخصائصها الاستثمارية لدى الجمهور؛

- توفير أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة لتلاءم مختلف ما يفضله الأفراد؛

- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر لما لها من دور في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام.

2. **عرض السندات:** من بين المشاكل المرتبطة بعرض السندات قلة المعروض منها في السوق وغياب

المؤسسات غير البنكية، حيث في هذا الصدد نقترح مجموعة من الإجراءات منها:

- اتجاه الحكومة والهيئات الاقتصادية العامة إلى سوق السندات لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل؛

- استحداث مؤسسات مثل مؤسسات الرهن العقاري ومؤسسات شراء الفواتير بالجملة.

سادسا: مقترحات أخرى لتطوير سوق الأوراق المالية بمصر:

بالإضافة إلى المقترحات السابقة، نقدم مجموعة أخرى من الإجراءات المساعدة على تطوير وتفعيل

أداء البورصة المصرية تتمثل في ما يلي:²

- تحديث وتطوير موقع البورصة المصرية على شبكة الانترنت بالإمكانيات اللازمة لإمداد المشاركين بكافة المعلومات الفورية؛

- بحث إمكانية ربط البورصة المصرية بالقمر الصناعي المصري لسرعة نشر المعلومات عن السوق وتوظيفه في العمل على توسيع دائرة المتعاملين بالبورصة؛

- دراسة إمكانية إنشاء شركات لنشر المعلومات تساهم فيها البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية العاملة بالسوق، مع تقديم جميع التسهيلات لها من جانب هيئة أسواق الأوراق المالية والوزارات في الجهات المعنية؛

- ضرورة أن يكون هناك مرونة عالية للقائمين على سوق الأوراق المالية والسياسات المرتبطة بها، بحيث تكون هناك استجابة للتغيرات والتطورات الجديدة داخل السوق وخارجه بهدف تحقيق التوازن عبر القنوات الادخارية المختلفة.

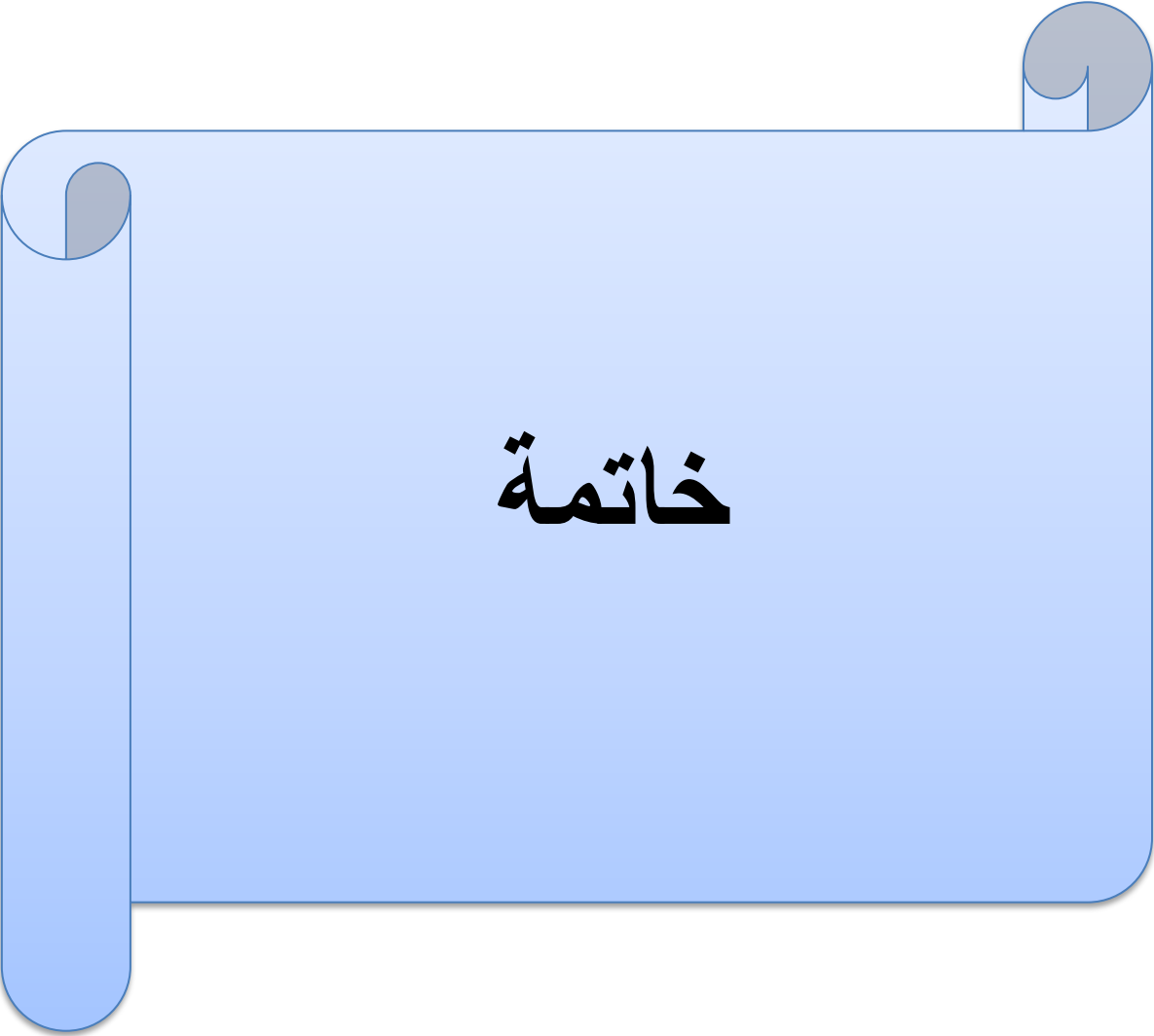
¹-المرجع نفسه، ص- ص306- 310.

²-يسرى جرجر بسطا، مرجع سبق ذكره، ص124.

خلاصة الفصل:

رغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطات المختصة في كل من الجزائر ومصر لتطوير سوقيهما للأوراق المالية والنهوض بهما، إلا أنهما مازالتا تعرفان تذبذبا كبيرا في الأداء وذلك كما وضحه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، حيث لم تحتل بعد المكان المناسب على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتواجهها العديد من الصعوبات والعراقيل تقف أمام تطورها ومن أبرزها عدم مسايرة القوانين والأنظمة للتطورات الراهنة، كما أنها تفتقر إلى الأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملها وقواعد تنظيم التعامل بها.

ومن أجل ذلك يقتضي الأمر على البلدين ضرورة بذل المزيد من الجهود في سبيل إصلاح سوق الأوراق المالية والرفع من أدائها وكفاءتها، خاصة فيما يتعلق في الزيادة من الشفافية وتحسين معايير الإفصاح وعمليات التداول، ووضع التشريعات التي تساهم في استقرارها وتحسين البيئة الاستثمارية وتطوير البنية التحتية فيها، وهذا من أجل تفعيل دور البورصة في الاقتصاد من خلال دورها في جلب المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية المنتجة التي تدر قيمة مضافة للاقتصاد.



خاتمة

الخاتمة

من خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى أن أسواق الأوراق المالية تعتبر أحد أهم آليات نظام التمويل المالي لتجميع الفوائض وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية أين يكون العجز، وهي بذلك تمثل لمصدري الأوراق المالية مصدرا لتمويل استثماراتهم وللمدخرين منفذا لاستثمار مدخراتهم، إذ يتم تداول في هذه السوق العديد من الأدوات المالية التقليدية بمختلف أنواعها والحديثة التي تم ابتكارها تماشيا مع التطورات في القطاع المالي، ونظرا لأهمية هذا النوع من الأسواق في اقتصاد أي بلد قامت العديد من الدول العربية بإنشاء أسواق للأوراق المالية وهي متباينة فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط ولكن دورها في اقتصادياتها الوطنية لا يزال ضعيفا جدا مقارنة بأسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة.

والواقع الذي تعيشه أسواق الأوراق المالية العربية ناتج عن العديد من المعوقات التي أثرت على أدائها منها ما يتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي مثل عدم تنوع الأدوات المالية المتعامل بها وقصور التشريعات التي تحكم نشاطها فهناك العديد من الأسواق التي لم تشهد صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفقات المشبوهة، ومعوقات أخرى تمس الجانب الاقتصادي كمحدودية السوق وضيق نطاقها، بالإضافة إلى معوقات تمس الجانب الاجتماعي والثقافي مثل عدم توفر الوعي الاستثماري بين المتعاملين، والعامل الديني الذي يحرم التعامل ببعض الأدوات المالية التقليدية.

ففي مصر فعلى الرغم من إنشائها المبكر لسوق الأوراق المالية، إلا أنها مازالت تواجه العديد من العقبات، منها فقدان المستثمر المصري الثقة في أسواق الأوراق المالية وهذا راجع إلى صدور قوانين خاصة بتأميم الكثير من شركات المساهمة الخاصة وتحويلها إلى القطاع العام مما أدى إلى تهريب جزء منها للخارج ليخسرها الاقتصاد المصري وتستفيد منها الاقتصاديات الأجنبية.

أما بالنسبة للجزائر فمن خلال دراستنا يتضح لنا أن تجسيد مشروع البورصة على أرض الواقع واجه العديد من الصعوبات والتي من بينها عدم ملائمة المناخ السياسي والأمني لإنشاء سوق فعالة للأوراق المالية، ومرحلة الضعف التي عرفها الاقتصاد الجزائري بعد انهيار أسعار البترول في نهاية الثمانينات وإفلاس العديد من الشركات الوطنية وخصخصة بعضها وكذلك غياب الثقافة البورسية والوعي للمستثمر والمدخر الجزائري وابتعاده عن تداول الفائدة لأسباب دينية.

وأمام كل هذه العقبات تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير سوق الأوراق المالية لكل من مصر والجزائر خاصة وأسواق الأوراق المالية العربية بصفة عامة، حيث أطلقت الحكومات العربية العديد من برامج

الإصلاح التي تهدف من خلالها إلى تطوير هذه الأسواق، وذلك لأن تطورها سيساعدها على أن تلعب دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وخلق أسواق قادرة على المنافسة ومن ثم تنشيط الاقتصاد الكلي بشكل عام. بالإضافة إلى ضرورة القضاء على هذه العقبات وتجاوزها هناك أيضا الحاجة إلى تكثيف الجهود لتحقيق الربط بين هذه الأسواق وتحقيق التكامل لزيادة التعاون فيما بينها وتبادل الخبرات والمعلومات.

❖ نتائج الدراسة

بعد الاطلاع على واقع أسواق الأوراق المالية العربية بصفة عامة وسوقي مصر والجزائر بصفة خاصة توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتي يوجد في طياتها إثبات أو نفي صحة فرضيات الدراسة، والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

- لأسواق الأوراق المالية دورا كبيرا ومهما في الاقتصاد فهي تعمل على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز في التمويل مما يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني وزيادة معدل النمو الاقتصادي وتحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات الأفراد، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

- إن من أهم المشاكل والمعوقات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية هي تدني مستوى الإفصاح والشفافية في توفير المعلومات بالكمية الكافية وفي الوقت المناسب، مما يؤثر سلبا على كفاءتها وفعاليتها ويضعف ثقة المستثمرين فيها، الشيء الذي يعيق عملية تطويرها وتحسين أدائها نحو الأفضل؛

- إن أسواق الأوراق المالية العربية ورغم المزايا التي تمتاز بها بعض اقتصاداتها تبقى بعيدة جدا عن مستوى فعالية أسواق الأوراق المالية العالمية نتيجة مجموعة من المعوقات المشابهة من حيث الشكل والمختلفة في حدة التأثير، فعلى الرغم من مرور عدة سنوات على إنشاءها إلا أن أدائها لا يزال ضعيفا إذا ما قورن بأداء أسواق الأوراق المالية في الدول وهذا استنادا إلى المؤشرات المستخدمة في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية؛

- تواجه عملية التكامل والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية العديد من الصعوبات والتحديات كعدم التجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية وعدم توحيد الآليات الخاصة بالتداول وأنظمتها، ومعظم المحاولات التي كانت من أجل تحقيق ذلك هي محاولات شكلية لم تأتي بالنتائج المتوقعة منها، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية؛

- قامت الحكومة المصرية بإصدار عدة قوانين وإدخال الكثير من التشريعات المؤثرة في سوق الأوراق المالية بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري، وعلى الرغم من الجهود المبذولة من أجل تحقيق الكفاءة في البورصة، إلا أنها مازالت تعاني من قصور في نظام المعلومات بها وعدم الشفافية الكاملة، حيث أن معظم ما

ينشر من معلومات وبيانات عن الشركات المقيدة في البورصة، ينشر بشكل مجمل ويفتقد في كثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط، وهذا يؤثر سلباً على المتعاملين فيها سواء بالنسبة للمدخرين أو المستثمرين، وبالتالي يحد من دور البورصة المصرية في النشاط الاقتصادي وفي تمويل المشاريع التنموية وكذلك إن البورصة الجزائرية مازالت بعيدة كل البعد عن أهدافها الأساسية وهي غير مفعلة بالشكل اللازم لتدعم الاستثمار حيث أنها لا تشارك تماماً في سياسة تخصيص الموارد داخل الاقتصاد الجزائري وتتميز بعدم التنوع في الأدوات المالية مما يؤدي إلى محدودية دورها في تمويل المشاريع التنموية وانخفاض كفاءتها وفعاليتها، حيث لا تزال تحتل مراتب متدنية ضمن البورصات العربية، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأخيرة؛

❖ الاقتراحات:

- وفقاً للنتائج التي تم التوصل إليها من الإطار النظري والتطبيقي لهذه الدراسة تم الخروج بالاقتراحات التالية:
- يتعين على الدول العربية اتخاذ الإجراءات المناسبة بهدف تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية، المتعلقة بأسواقها المالية، بما يتماشى مع المستجدات الدولية، وتحسين الأنظمة الاستثمارية والضريبية المتعلقة بالأوراق المالية كأنظمة التداول والمقاصة والتسوية؛
 - العمل على تعزيز الشفافية والإفصاح عن المعلومات وإتاحتها لجميع المهتمين، وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية، أسبوعية، شهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وهذا حتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ القرارات المناسبة وفي الوقت المناسب؛
 - ينبغي على الدول العربية أن تعمل على تعزيز أصول الروابط والتكامل والتعاون بين أسواقها المالية والسعي لإقامة سوق مالية عربية موحدة ذات شروط ميسرة تسمح بالاستثمار فيها لكل المشروعات والمؤسسات المدرجة من أجل الوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على التعاملات في أسواق الأوراق المالية العربية من أجل زيادة ثقة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار فيها، وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية العربية وجعلها تلعب دوراً مهماً في تمويل المشاريع التنموية العربية والرفع من معدلات النمو الاقتصادي للدول العربية؛
 - فرض عقوبات مشددة ضد كل من يقوم بنشر معلومات مضللة وإخفاء المعلومات الضرورية التي يحتاجها السماسرة والمستثمرين ومختلف المتعاملين في السوق المالي؛
 - ينبغي على الدول العربية أن تعمل على توفير الظروف الاقتصادية، السياسية والأمنية المناسبة لتحسين المناخ الاستثماري لأن تطور سوق الأوراق المالية يرتبط به ارتباطاً وثيقاً؛

- ضرورة تأهيل العنصر البشري وذلك من خلال الاستعانة بدرجة أكبر ببرامج التدريب المكثف عن طريق إنشاء المعاهد المتخصصة التي توفر الكوادر المؤهلة علمياً والمتخصصة في مجال الاستثمار المالي، والسعي للاستفادة من تجارب وخبرات الدول المتقدمة في هذا المجال؛
 - العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع ورفع الوعي الاستثماري لديهم عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية من أجل تشجيعهم على الاستثمار فيها؛
 - يتعين على المسؤولين في البورصة المصرية العمل على تطوير نظام المعلومات والزيادة من نسبة الإفصاح والشفافية، وجعل جميع المعلومات متاحة للجميع بالكمية الكافية وفي الوقت المناسب، وهذا من أجل كسب ثقة المستثمرين والزيادة من فعالية وكفاءة البورصة، كذلك العمل على مراجعة القوانين الضريبية خاصة الضريبة على الأرباح الرأسمالية والضريبة على التوزيعات، والعمل على تطوير سوق السندات الحكومية بما يسمح بدخول مستثمرين جدد ويشجع زيادة إصدار السندات من جانب الشركات، ومن أجل معالجة أزمة السيولة يجب العمل على تعديل القوانين التي تحكم صناديق الاستثمار وصناديق التأمين الخاصة لما توفره من سيولة جديدة للاستثمار في قطاعات مختلفة؛
 - ينبغي على الجزائر أن تبذل جهداً أكبر في سبيل تطوير وتفعيل بورصة الأوراق المالية من حيث الهيكل التشريعي والتنظيمي وجعلها تلعب دوراً مهماً في جلب المدخرات وتوفير التمويل اللازم لمختلف المشاريع التنموية خاصة مع الأزمة المالية التي تعاني منها الجزائر في السنوات الأخيرة، حيث يتعين عليها تنويع الأدوات المالية التقليدية وإدراج الأوراق المالية الإسلامية في البورصة من أجل جلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين.
- ❖ آفاق الدراسة**
- إن موضوع أسواق الأوراق المالية العربية وآليات تفعيلها يعد من المواضيع الهامة والتي مازالت مجالاً خصباً للبحث فيها، لذا نقترح بعض المواضيع المكملة لهذه الدراسة:
- دور الاستثمار الأجنبي في تفعيل أسواق الأوراق المالية؛
 - دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط أسواق المالية العربية؛
 - دور التكامل العربي في تفعيل أسواق المال العربية.



قائمة المراجع

قائمة المراجع والمصادر:

أولاً- القواميس والمعاجم:

1. ابن منظور، لسان العرب، دار صادر، جزء 10، مادة(سوق)، أبوبكر الرازي، مختار الصحاح، دار المعارف، القاهرة.

ثانياً-الكتب:

أ. الكتب باللغة العربية:

1. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1998.
2. أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
3. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
4. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات، الطبعة 01، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
6. جهاد همام، إدارة الاستثمار الاطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة 01، دار أمجد للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
7. جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 01، دار الصفاء للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2002.
8. دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009.
9. هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
10. هنيدي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للنشر، مصر، 2006.
11. وليد أحمد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
12. زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
13. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.

14. زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور اقتصاد إسلامي، الطبعة 01، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
15. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، الطبعة 1، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
16. حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق النقدية، الطبعة 01، دار البارودي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
17. حمد مطر، أدوات الاستثمار: الإطار النظري و الأدوات العلمية، مؤسسة الوراق، الأردن، 1999.
18. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2001.
19. حسين بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة 01، دار الكندي، عمان، 2002.
20. مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
21. محمد أحمد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة 01، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009.
22. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة 1، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009.
23. محمد الصريفي، البورصات، الطبعة 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
24. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة 01، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
25. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة 01، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
26. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة 01، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
27. محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة 01، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
28. محمد صالح الحناوي وآخرون، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
29. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

30. محمد صالح الحناوي، قرياقص رسمية زكي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997.
31. محمود أمين زوبل، البطريق يونس، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
32. محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
33. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
34. محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة 02، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001.
35. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: الجزء الثالث عقود الخيارات، الطبعة 1، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011.
36. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
37. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
38. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012.
39. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997.
40. نادية أبو فخرة وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، جامعة عين شمس، عمان، الأردن، 2005.
41. نجاح عبد العليم عبد الوهاب ابو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، الطبعة 1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، مصر، 2014.
42. سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة 1، دار النشر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
43. سليمان المنذري، البورصات العربية الدور والعلاقات البينية وتحديات التحرير، دار الأهرام للنشر والتوزيع، مصر، 2001.
44. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998.
45. عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006.

46. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2010.
47. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة 01، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009.
48. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة 01، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
49. عبد المنعم سيد علي، التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق، الطبعة 1، دار أبجد للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1998.
50. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
51. عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998.
52. علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة 01، دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
53. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار اسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
54. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة 03، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
55. فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
56. فليح حسن خلف، النقد والبنوك، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
57. صلاح الدين السبسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم (تطوير وربط البورصات العربية)، الطبعة 1، عالم الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
58. صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة 1، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998.
59. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
60. شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
61. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
62. شعبان محمد إسلام البوراوي، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001.

63. شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
64. شذى جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق المالية العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
65. خليل الهندي أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
66. خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003.
67. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، الأردن، 2009.
68. ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
69. ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- ب. الكتب باللغة الفرنسية:

1 . P. Monnier , Les marches boursiers , 3eme édition, verrouille ; paris, France, 1997.

ثالثا. الأطروحات والمذكرات:

أ. أطروحات الدكتوراه:

1. امير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.
2. يسرى جرجر بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 1997.
3. محمد براق، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 1999.
4. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014.

5. سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
6. عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، قسنطينة، الجزائر، 2012.
7. عيبر بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.
8. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
9. خليل حسن خليل، دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة، رسالة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة القاهرة، مصر، 2003.

ب. مذكرات الماجستير :

1. أحمد عمر شقيق القيشاوي، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.
2. بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
3. حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات- دراسة حالة بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
4. حسين عبد المتطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.
5. كريمة منصر، السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002.
6. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011.
7. خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.

رابعاً. المؤتمرات والملتقيات العلمية:

1. أشرف محمد دوبه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2009.
2. السعيد محمد لبده، مقترح لتطوير سوق الأوراق المالية في مصر، مؤتمر الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للاقتصاد والتجارة الدولية وأسواق رأس المال، القاهرة، مصر، 2-4 أوت، 1997.
3. محمد زيدان، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر: المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسيات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 21، 22 نوفمبر 2006.
4. عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، السعودية.
5. شمام عبد الوهاب، طبيعة السوق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مداخلة حول الأسواق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية في الجزائر، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2013.

خامساً. المجلات العلمية:

1. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010.

سادساً. التقارير:

1. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2010، العدد 63.
2. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2011، العدد 67.
3. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2012، العدد 71.
4. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2013، العدد 75.
5. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2014، العدد 79.
6. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2015، العدد 83.

7. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2016، العدد 87.

8. قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2017، العدد 91.

سابعاً. المطبوعات:

1. كهينة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة اكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2016.

ثامناً. المراسيم والقوانين:

1. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59-08 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27 الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.

تاسعاً. المواقع الإلكترونية:

-<http://www.sgbv.dz/system-rl.php.18/04/2018>.

- الموقع الإلكتروني لسوق البحرين للأوراق المالية:

-http://www.gulfbose.com/ar/hom/business_subscription?page_ID=17.

- علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، على الموقع:

-<https://www.google.com/images?imgarl>.

- موقع بورصة بيروت للأوراق المالية:

-<http://www.bse.com.lb/the BSE/ Organization chart/tabid/64/Defout.asp>.

- وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها،

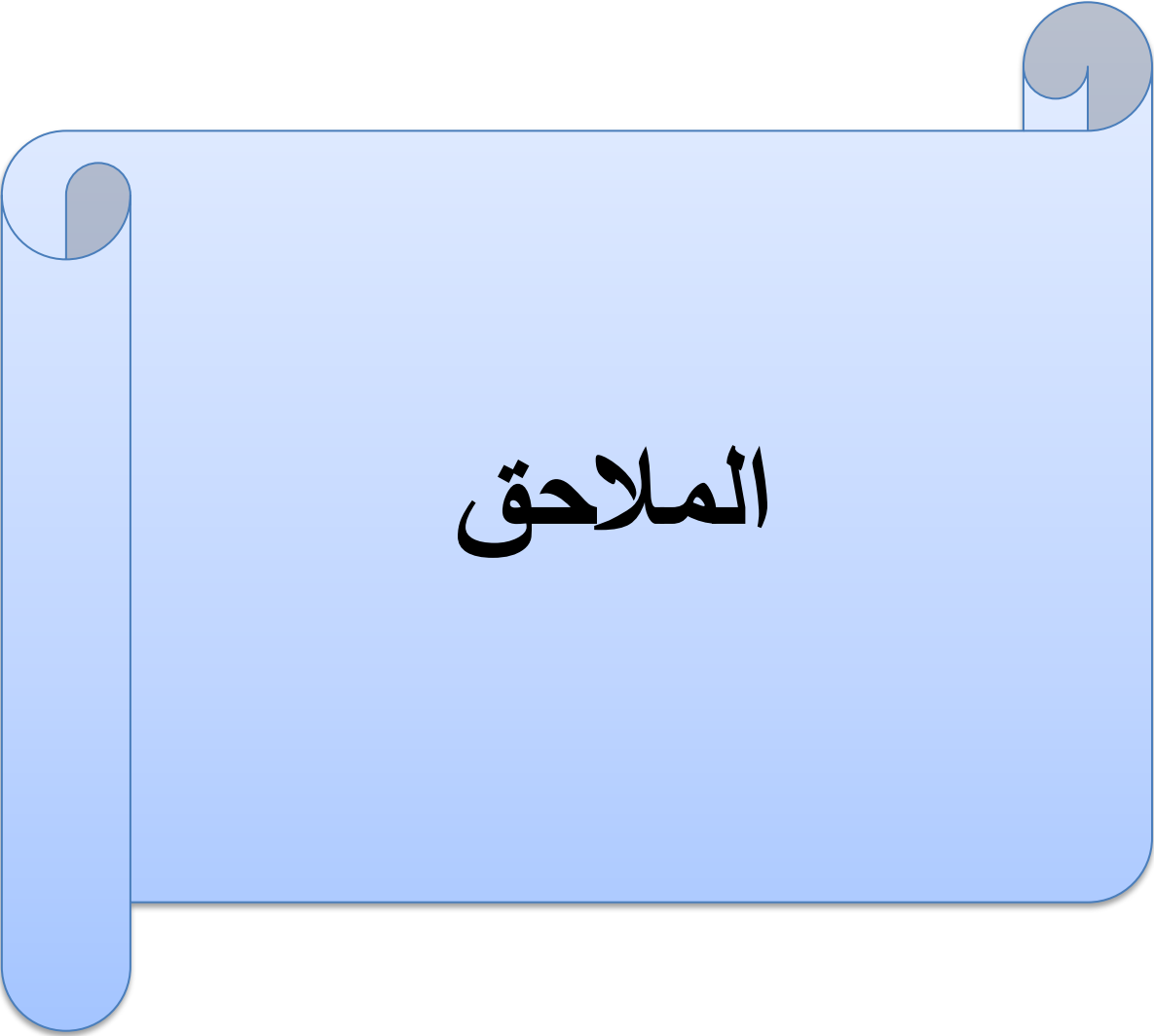
جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، على الموقع:

- <http://iefpedia.com/arab>

- موقع بورصة المغرب:

- bourse de Casablanca : www.Casablanca-bourse.com.

- Research-ready.blogspot.com



الملاحق

الملحق رقم (01)

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار أمريكي)

Stock Markets Capitalization (Million \$U.S.)

السوق	2010	2011	Market
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	ديسمبر
Q4	Q3	Q4	Dec
سوق أبوظبي للأوراق المالية	77,081	71,329	71,329
بورصة عمان	30,904	27,210	27,210
بورصة البحرين	20,060	16,904	16,590
سوق الأسهم السعودي	353,400	338,873	338,873
سوق الكويت للأوراق المالية	113,883	86,295	86,295
بورصة القيم المنقولة بالدار البي	69,386	60,092	60,092
بورصة الجزائر	106	136	136
بورصة الأوراق المالية بتونس	10,612	9,648	9,648
سوق دبي المالي	54,692	49,033	49,033
سوق دمشق للأوراق المالية	3,078	1,528	1,528
سوق الخرطوم للأوراق المالية	2,446	2,695	2,695
سوق فلسطين للأوراق المالية	2,449	2,782	2,782
سوق مسقط للأوراق المالية	28,309	26,210	26,210
بورصة قطر	123,641	125,598	125,598
بورصة بيروت	12,676	10,646	10,285
البورصة المصرية	84,109	53,529	48,679
المجموع	986,832	871,521	876,982

الملحق رقم (02)

عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)

Number of Listed Companies (End of Period)

السوق	2010	2011	Market
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	ديسمبر
Q4	Q3	Q4	Dec
سوق أبوظبي للأوراق المالية	64	67	67
بورصة عمان	277	247	247
بورصة البحرين	49	49	49
سوق الأسهم السعودي	146	150	150
سوق الكويت للأوراق المالية	214	216	216
بورصة القيم المنقولة بالدار البي	75	76	76
بورصة الجزائر	2	2	2
بورصة الأوراق المالية بتونس	56	57	57
سوق دبي المالي	65	62	62
سوق دمشق للأوراق المالية	20	21	21
سوق الخرطوم للأوراق المالية	53	56	56
سوق فلسطين للأوراق المالية	40	46	46
سوق مسقط للأوراق المالية	119	130	130
بورصة قطر	43	42	42
بورصة بيروت	24	25	25
البورصة المصرية	212	214	214
المجموع	1459	1460	1460

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار أمريكي)
Stock Markets Capitalization (Million S.U.S.)

الملحق رقم (03)

Market	2012			2011			السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Ma	77,647	80,394	80,535	77,647	79,461	71,329	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	26,971	26,931	26,806	26,971	26,858	27,210	بورصة عمان
Bahrain Bourse	15,532	15,282	15,414	15,532	15,832	16,590	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	373,365	356,150	366,771	373,365	378,359	338,873	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	79,262	79,760	78,639	79,262	79,115	86,295	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Excha	52,605	53,904	52,621	52,605	51,509	60,092	بورصة القيم المنقولة بالدار البي
Algeria Stock Exchange	122	117	119	122	126	136	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	8,874	8,966	9,385	8,874	9,542	9,648	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	49,523	49,739	49,610	49,523	49,360	49,033	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exc	1,043	1,073	1,122	1,043	1,151	1,528	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchan	2,192	2,047	1,994	2,192	1,844	2,695	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchang	2,836	2,705	2,711	2,836	2,654	2,782	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Marke	30,299	29,379	29,647	30,299	29,458	26,210	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	126,297	126,149	128,393	126,297	128,592	125,598	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	10,421	10,006	9,955	10,421	10,015	10,285	بورصة بيروت
Egyption Exchange	61,621	55,641	64,582	61,621	66,528	48,679	البورصة المصرية
Total	918,612	898,243	918,303	918,612	930,403	876,982	المجموع

عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)

الملحق رقم (04)

Number of Listed Companies (End of Period)

Market	2012			2011			السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Ma	66	66	66	66	67	67	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	243	243	243	243	245	247	بورصة عمان
Bahrain Bourse	47	47	47	47	47	49	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	158	157	157	158	156	150	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	219	219	219	219	214	216	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Excha	77	77	77	77	77	76	بورصة القيم المنقولة بالدار البي
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	59	59	59	59	59	57	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	57	57	57	57	58	62	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exc	22	22	22	22	22	21	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchan	57	59	59	57	59	56	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchang	48	48	48	48	48	46	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Marke	130	130	130	130	130	130	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	42	42	42	42	42	42	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	26	26	26	26	26	26	بورصة بيروت
Egyption Exchange	213	214	213	213	212	214	البورصة المصرية
Total	1466	1468	1467	1466	1464	1461	المجموع

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار أمريكي)
Stock Markets Capitalization (Million U.S.)

الملحق رقم (05)

السوق	2012	2013	2013	2013	2013	2013
السوق	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3
السوق	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3
Abu Dhabi Securities M	77,647	99,509	109,645	99,458	98,857	109,645
Amman Stock Exchange	26,971	24,493	25,761	24,822	25,375	25,761
Bahrain Bourse	15,532	17,545	18,469	17,661	17,893	18,469
Saudi Stock exchange	373,365	422,849	467,341	432,064	452,470	467,341
Kuwait Stock Exchange	79,375	113,486	108,352	115,208	109,801	108,352
Casablanca Stock Excha	52,605	50,667	55,329	54,553	54,030	55,329
Algeria Stock Exchange	127	122	125	123	125	125
Tunis Stock Exchange	8,874	8,310	8,590	8,384	8,354	8,590
Dubai Financial Market	49,523	67,810	70,686	70,191	70,194	70,686
Damascus Securities Exc	1,043	1,112	964	1,064	1,018	964
Khartoum Stock Exchan	2,192	2,279	2,244	1,968	2,002	2,244
Palestine Stock Exchang	2,836	2,863	3,242	2,899	3,172	3,242
Muscat Securities Marke	30,299	34,950	36,767	35,733	35,935	36,767
Qatar Exchange	126,297	143,923	152,589	151,940	152,430	152,589
Beirut Stock Exchange	10,421	10,544	10,545	10,532	10,635	10,545
Egyptian Exchange	61,621	54,810	61,517	58,424	58,543	61,517
Total	918,730	1,055,271	1,132,166	1,085,023	1,100,834	1,132,166

عدد الشركات المدرجة
نهاية الفترة

الملحق رقم (06)

السوق	2012	2013	2013	2013	2013	2013
السوق	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3
السوق	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3
Abu Dhabi Securities M	66	66	66	66	66	66
Amman Stock Exchange	243	241	240	241	241	240
Bahrain Bourse	47	47	47	47	47	47
Saudi Stock exchange	158	161	163	161	162	163
Kuwait Stock Exchange	219	210	210	210	210	210
Casablanca Stock Excha	77	75	75	75	75	75
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2
Tunis Stock Exchange	59	65	65	65	65	65
Dubai Financial Market	57	55	55	55	55	55
Damascus Securities Exc	22	22	22	22	22	22
Khartoum Stock Exchan	57	58	59	58	58	59
Palestine Stock Exchang	48	49	49	49	49	49
Muscat Securities Marke	131	131	131	131	131	131
Qatar Exchange	42	42	42	42	42	42
Beirut Stock Exchange	28	28	28	28	28	28
Egyptian Exchange	213	210	212	211	213	212
Total	1469	1462	1466	1463	1466	1466

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار أمريكي)
Stock Markets Capitalization (Million U.S.)

الملحق رقم (07)

السوق	2013	2014	2014	2014	Market
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الثالث
Q4	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3
ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
Dec	Nov	Oct	Oct	Nov	Dec
سوق أبوظبي للأوراق المالية	109,644.85	126,088.69	113,739.91	113,739.91	113,739.91
بورصة عمان	25,760.80	25,608.45	25,493.61	25,493.61	25,493.61
بورصة البحرين	18,469.37	22,463.77	22,087.71	22,087.71	22,087.71
سوق الأسهم السعودي	467,340.86	589,990.94	482,896.49	482,896.49	482,896.49
سوق الكويت للأوراق المالية	108,352.07	113,794.58	100,334.17	100,334.17	100,334.17
بورصة القيم المنقولة بالدار البي	55,328.87	56,879.62	53,369.12	53,369.12	53,369.12
بورصة الجزائر	124.67	116.43	110.69	110.69	110.69
بورصة الأوراق المالية بتونس	8,589.92	8,160.31	9,295.01	9,295.01	9,295.01
سوق دبي المالي	70,685.86	97,363.80	87,831.72	87,831.72	87,831.72
سوق دمشق للأوراق المالية	964.40	835.17	859.99	859.99	859.99
سوق الخرطوم للأوراق المالية	2,243.90	1,762.13	1,876.62	1,876.62	1,876.62
سوق فلسطين للأوراق المالية	3,242.41	3,174.96	3,190.61	3,190.61	3,190.61
سوق مسقط للأوراق المالية	36,766.60	40,535.51	37,830.49	37,830.49	37,830.49
بورصة قطر	152,588.80	202,133.69	185,814.36	185,814.36	185,814.36
بورصة بيروت	10,545.36	11,074.94	11,221.90	11,221.90	11,221.90
البورصة المصرية	61,516.84	73,817.14	69,907.59	69,907.59	69,907.59
المجموع	1,132,166	1,373,800	1,205,860	1,205,860	1,205,860

عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)
Number of Listed Companies (End of Period)

الملحق رقم (08)

السوق	2013	2014	2014	2014	Market
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الثالث
Q4	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3
ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
Dec	Nov	Oct	Oct	Nov	Dec
سوق أبوظبي للأوراق المالية	66	65	65	65	65
بورصة عمان	240	237	236	236	236
بورصة البحرين	47	47	47	47	47
سوق الأسهم السعودي	163	166	166	166	166
سوق الكويت للأوراق المالية	210	216	216	216	216
بورصة القيم المنقولة بالدار البي	75	74	74	74	74
بورصة الجزائر	2	2	2	2	2
بورصة الأوراق المالية بتونس	65	78	81	81	81
سوق دبي المالي	55	56	58	58	58
سوق دمشق للأوراق المالية	22	23	23	23	23
سوق الخرطوم للأوراق المالية	59	58	58	58	58
سوق فلسطين للأوراق المالية	49	49	49	49	49
سوق مسقط للأوراق المالية	131	131	131	131	131
بورصة قطر	42	42	42	42	42
بورصة بيروت	28	30	30	30	30
البورصة المصرية	212	215	215	215	215
المجموع	1466	1489	1494	1494	1494

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار أمريكي)

الملحق رقم (09)

Stock Markets Capitalization (Million SU.S.)

Market	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	2015	2015	2014	السوق
	Dec	Nov	Oct	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
				Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Market	111,903.2	110,738.9	112,835.8	111,903.2	115,588.0	113,739.9	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	25,366.3	23,801.3	24,159.9	25,366.3	24,361.1	25,493.6	بورصة عمان
Bahrain Bourse	19,092.8	19,291.5	19,527.3	19,092.8	19,919.6	22,087.7	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	420,656.3	441,498.8	434,345.1	420,656.3	444,497.5	482,896.5	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	87,766.7	89,833.4	89,273.0	87,766.7	89,536.2	100,334.2	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	45,956.6	45,476.9	47,023.4	45,956.6	49,072.6	53,369.1	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	90.59	89.62	90.94	90.59	91.50	110.7	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	8,736.3	8,082.7	8,508.4	8,736.3	8,896.4	9,295.0	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	83,872.6	86,613.6	93,532.5	83,872.6	94,982.9	87,831.7	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	610.5	598.4	601.0	610.5	565.1	860.0	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	1,641.0	1,642.6	1,651.4	1,641.0	1,825.4	1,876.6	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	3,334.3	3,252.5	3,093.3	3,334.3	3,055.1	3,190.6	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	40,984.2	38,078.7	38,239.6	40,984.2	38,403.0	37,830.5	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	151,892.2	146,261.7	167,044.4	151,892.2	166,187.2	185,814.4	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	11,087.6	11,190.0	10,885.9	11,087.6	11,023.1	11,221.9	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	54,912.8	52,751.1	56,468.4	54,912.8	57,361.2	69,907.6	البورصة المصرية
Total	1,067,904	1,079,202	1,107,280	1,067,904	1,125,366	1,205,860	المجموع

عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)

الملحق رقم (10)

Number of Listed Companies (End of Period)

Market	Number of Listed Companies (End of Period)						
	2015		2015		2014		
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	68	68	68	68	68	65	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	228	230	231	228	233	236	بورصة عمان
Bahrain Bourse	46	46	46	46	46	47	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	172	171	171	172	171	166	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	216	216	216	216	216	216	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	75	74	74	75	75	75	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	78	78	78	78	78	81	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	59	59	59	59	59	58	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	24	24	24	24	24	23	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	58	58	58	58	58	58	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	49	49	49	49	49	49	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	131	131	131	131	131	131	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	42	42	42	42	42	42	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	30	30	30	30	30	30	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	222	221	221	222	221	215	البورصة المصرية
Total	1500	1499	1500	1500	1503	1494	المجموع

الملحق رقم (11)

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار أمريكي)
Stock Markets Capitalization (Million U.S.)

السوق	2015	2016	2016	2016	2016	Market
	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الرابع	الربع الرابع	
	Q4	Q3	Q4	Q4	Q4	
سوق أبوظبي للأوراق المالية	111,903.2	120,487.3	120,947.1	115,270.4	115,679.3	Abu Dhabi Securities Ma
بورصة عمان	25,366.3	23,718.0	24,487.2	23,637.7	24,296.2	Amman Stock Exchange
بورصة البحرين	19,092.8	18,142.7	19,221.5	18,124.2	18,522.6	Bahrain Bourse
سوق الأسهم السعودي	420,656.3	353,327.8	448,304.7	378,687.4	436,485.4	Saudi Stock exchange
سوق الكويت للأوراق المالية	87,766.7	80,897.0	87,288.5	82,099.8	84,543.8	Kuwait Stock Exchange
بورصة القيم المنقولة بالدار البي	45,956.6	52,131.5	57,607.6	53,965.9	53,196.8	Casablanca Stock Excha
بورصة الجزائر	90.6	88.7	88.0	89.0	88.3	Algeria Stock Exchange
بورصة الأوراق المالية بتونس	8,736.3	8,454.4	8,762.1	8,508.5	8,396.8	Tunis Stock Exchange
سوق دبي المالي	83,872.6	90,982.3	91,927.6	87,117.6	87,027.3	Dubai Financial Market
سوق دمشق للأوراق المالية	610.5	317.1	339.4	310.3	315.3	Damascus Securities Exc
سوق الخرطوم للأوراق المالية	1,641.0	2,346.9	2,424.1	2,364.5	2,367.1	Khartoum Stock Exchan
سوق فلسطين للأوراق المالية	3,334.3	3,307.8	3,387.1	3,316.2	3,340.2	Palestine Stock Exchang
سوق مسقط للأوراق المالية	40,984.2	45,161.8	44,904.2	44,715.2	44,482.1	Muscat Securities Marke
بورصة قطر	151,892.2	153,982.8	154,738.9	150,765.2	144,720.0	Qatar Exchange
بورصة بيروت	11,087.6	11,114.1	11,902.7	11,865.9	11,946.8	Beirut Stock Exchange
البورصة المصرية	54,912.8	25,657.9	34,462.9	23,858.1	33,002.2	Egyption Exchange
المجموع	1,067,904	990,118	1,110,793	1,004,696	1,068,410	Total

الملحق رقم (12)

عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)
Number of Listed Companies (End of Period)

السوق	2015	2016	2016	2016	2016	Market
	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الرابع	الربع الرابع	
	Q4	Q3	Q4	Q4	Q4	
سوق أبوظبي للأوراق المالية	68	68	68	68	68	Abu Dhabi Securities Ma
بورصة عمان	228	224	224	224	224	Amman Stock Exchange
بورصة البحرين	46	45	44	45	44	Bahrain Bourse
سوق الأسهم السعودي	172	175	176	175	176	Saudi Stock exchange
سوق الكويت للأوراق المالية	216	216	216	216	216	Kuwait Stock Exchange
بورصة القيم المنقولة بالدار البي	75	75	75	75	75	Casablanca Stock Excha
بورصة الجزائر	2	2	2	2	2	Algeria Stock Exchange
بورصة الأوراق المالية بتونس	78	79	79	79	79	Tunis Stock Exchange
سوق دبي المالي	59	60	61	61	61	Dubai Financial Market
سوق دمشق للأوراق المالية	24	24	24	24	24	Damascus Securities Exc
سوق الخرطوم للأوراق المالية	58	67	67	67	67	Khartoum Stock Exchan
سوق فلسطين للأوراق المالية	49	49	48	48	48	Palestine Stock Exchang
سوق مسقط للأوراق المالية	131	131	131	131	131	Muscat Securities Marke
بورصة قطر	42	42	42	42	42	Qatar Exchange
بورصة بيروت	30	30	30	30	30	Beirut Stock Exchange
البورصة المصرية	222	222	222	222	222	Egyption Exchange
المجموع	1500	1509	1509	1509	1510	Total

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم							
(مليون دولار امريكي)							
Stock Markets Capitalization (Million U.S.)							
Market				2017	2017	2016	السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Ma	124,529.18	112,122.32	117,808.12	124,529.18	115,379.56	120,947.09	سوق أبوظبي للأوراق
Amman Stock Exchange	23,938.12	23,587.77	23,398.21	23,938.12	23,856.24	24,487.20	بورصة عمان
Bahrain Bourse	21,602.58	20,789.32	20,697.63	21,602.58	20,790.87	19,221.55	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	451,150.14	442,954.65	439,411.16	451,150.14	459,607.33	448,304.69	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	92,577.63	91,920.10	96,672.07	92,577.63	99,552.35	87,288.49	سوق الكويت للأوراق
Casablanca Stock Excha	67,098.18	67,809.01	65,954.53	67,098.18	65,409.32	57,607.57	بورصة القيم المنقولة بالـ
Algeria Stock Exchange	84.59	84.81	83.99	84.59	85.86	88.01	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	8,854.26	8,741.56	8,552.88	8,854.26	8,640.50	8,762.09	بورصة الأوراق المالية
Dubai Financial Market	107,288.81	104,745.37	103,446.36	107,288.81	103,585.46	91,927.56	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exc	1,538.04	1,169.70	885.26	1,538.04	681.77	339.41	سوق دمشق للأوراق المالـ
Khartoum Stock Exchang	3,077.34	2,992.36	2,835.65	3,077.34	2,604.60	2,424.06	سوق الخرطوم للأوراق
Palestine Stock Exchange	3,891.00	3,746.00	3,829.00	3,891.00	3,815.00	3,387.13	سوق فلسطين للأوراق
Muscat Securities Marke	46,625.45	46,516.49	46,136.62	46,625.45	46,459.48	44,904.21	سوق مسقط للأوراق الما
Qatar Exchange	129,623.71	114,859.83	117,615.14	129,623.71	122,894.72	154,738.85	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	11,473.40	10,871.72	11,273.45	11,473.40	11,355.74	11,902.68	بورصة بيروت
Egyption Exchange	44,433.05	44,362.04	44,566.84	44,433.05	42,437.13	34,462.85	البورصة المصرية
Total	1,137,785	1,097,273	1,103,167	1,137,785	1,127,156	1,110,793	المجموع

عدد الشركات المدرجة							
(نهاية الفترة)							
Number of Listed Companies (End of Period)							
Market				2017	2017	2016	السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Ma	67	67	67	67	67	68	سوق أبوظبي للأوراق
Amman Stock Exchange	194	194	194	194	194	224	بورصة عمان
Bahrain Bourse	43	43	43	43	43	44	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	188	188	187	188	186	176	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	216	216	216	216	216	216	سوق الكويت للأوراق
Casablanca Stock Excha	74	74	74	74	75	75	بورصة القيم المنقولة بالـ
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	81	81	81	81	81	79	بورصة الأوراق المالية
Dubai Financial Market	65	64	63	65	63	61	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exc	24	24	24	24	24	24	سوق دمشق للأوراق المالـ
Khartoum Stock Exchang	67	67	67	67	67	67	سوق الخرطوم للأوراق
Palestine Stock Exchange	48	48	48	48	48	48	سوق فلسطين للأوراق
Muscat Securities Marke	131	131	131	131	131	131	سوق مسقط للأوراق الما
Qatar Exchange	42	42	42	42	42	42	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	30	30	30	30	30	30	بورصة بيروت
Egyption Exchange	257	258	255	257	223	222	البورصة المصرية
Total	1529	1529	1524	1529	1492	1509	المجموع

الملحق رقم (15)

قيمة الأسهم المتداولة
(مليون دولار أمريكي)
Value Traded of Stocks
(Million U.S.)

Market	2011			2010			السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	429	323	389	1,141	1,295	2,517	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	256	196	256	709	861	1,452	بورصة عمان
Bahrain Bourse	29	7	71	107	34	61	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	31,570	22,743	31,675	85,989	51,472	45,461	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	1,652	983	4,424	6,990	3,825	9,537	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	1,669	315	387	2,339	941	4,366	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	254.55	254.57	108.58	612.98	554.18	46.13	بورصة الجزائر (ألف دينار)
Tunis Stock Exchange	134	95	141	360	392	498	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	509	295	417	1,221	1,418	3,249	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	4	14	6	23	25	17	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	84	49	100	232	278	239	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	47	13	35	94	68	117	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	142	93	245	479	379	947	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	3,235	1,125	1,503	5,862	3,898	6,004	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	34	18	17	70	105	205	بورصة بيروت
Egypt Exchange	1,705	1,309	1,655	4,646	5,443	12,480	البورصة المصرية
Total	41,499	27,578	41,320	110,264	70,434	87,150	المجموع

الملحق رقم (16)

قيمة الأسهم المتداولة
(مليون دولار أمريكي)
Value Traded of Stocks
(Million U.S.)

Market	2012			2011			السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	498.8	463.0	493.2	1,455.0	1,240.0	1,141.4	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	278.4	210.9	219.0	707.1	540.7	708.5	بورصة عمان
Bahrain Bourse	13.8	14.1	10.6	38.5	27.4	106.8	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	33,056.0	26,311.2	24,004.3	83,366.8	91,879.9	85,988.9	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	1,176.6	1,182.9	1,061.2	3,417.1	3,589.7	6,989.6	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	1,472.7	147.5	309.9	1,936.3	1,375.3	2,339.4	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	93.2	91.5	93.6	279.3	284.9	613.0	بورصة الجزائر (ألف دينار)
Tunis Stock Exchange	235.1	86.4	57.2	380.5	283.9	360.2	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	752.0	614.4	849.5	2,215.9	2,216.1	1,221.1	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	1.040	0.351	0.106	1.494	14.9	22.9	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	50.353	10.657	49.536	110.546	180.9	232.4	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	43.934	11.599	16.252	71.709	31.0	94.4	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	367.792	157.662	173.766	699.221	615.6	479.4	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	813.653	807.735	1,020.672	2,641.872	6,551.4	5,862.4	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	32.381	17.978	24.753	75.112	104.123	69.996	بورصة بيروت
Egypt Exchange	2,071.5	2,117.1	2,343.2	6,531.8	8,124.7	4,646.0	البورصة المصرية
Total	40,864	32,153	30,633	103,649	116,776	110,264	المجموع

قيمة الأسهم المتداولة

(مليون دولار أمريكي)

(الملحق رقم 17)

Value Traded of Stocks

(Million U.S.)

Market	(Million \$US)			2013	2013	2012	السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Market	4,145.5	1,788.8	1,792.0	7,726.5	5,915.3	1,455.0	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	296.2	240.8	208.3	745.5	535.2	707.1	بورصة عمان
Bahrain Bourse	43.5	57.1	25.2	125.8	73.8	38.5	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	30,897.0	25,307.8	22,332.1	78,531.7	83,807.4	83,366.8	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	1,838.9	1,893.5	2,249.3	5,984.3	7,831.4	3,421.9	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	1,862.7	491.2	308.1	2,672.5	334.1	1,936.3	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	88.4	86.2	85.9	263.4	261.2	279.3	بورصة الجزائر (ألف دولار)
Tunis Stock Exchange	73.3	71.9	72.7	219.1	140.0	380.5	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	6,221.4	3,451.6	4,489.5	14,162.4	13,346.2	2,215.9	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	0.8	1.1	1.0	2.8	8.0	1.5	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	78.4	66.4	46.7	193.4	254.1	110.5	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	27.7	105.7	10.3	143.7	65.6	71.7	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	621.0	469.1	466.0	1,556.1	1,343.3	699.2	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	2,016.0	2,378.1	1,298.6	5,692.3	5,171.1	2,641.9	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	30.1	108.3	24.0	162.3	58.4	75.1	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	2,074.2	1,831.5	1,590.5	5,469.9	5,805.3	6,531.8	البورصة المصرية
Total	50,227	38,263	34,914	123,389	124,689	103,654	المجموع

قيمة الأسهم المتداولة

(مليون دولار أمريكي)

(الملحق رقم 18)

Value Traded of Stocks

(Million U.S.)

Market	(Million \$US)						السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Market	2,375.8	1,901.4	1,435.9	5,713.1	5,188.3	7,726.5	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	381.6	219.4	186.4	785.2	549.1	745.5	بورصة عمان
Bahrain Bourse	21.9	15.1	54.7	91.7	83.1	125.8	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	54,080.3	41,215.5	35,420.0	130,679.0	141,987.0	78,531.7	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	2,378.7	1,324.3	1,321.6	5,006.4	4,513.0	5,984.3	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	1,265.7	543.7	286.5	2,058.4	766.2	2,672.5	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	71.8	72.1	75.5	214.5	225.5	263.4	بورصة الجزائر (ألف دولار)
Tunis Stock Exchange	16.1	11.3	15.5	42.5	18.4	219.1	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	6,306.0	5,329.0	6,334.7	17,969.8	21,357.1	14,162.4	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	0.7	0.5	0.2	1.4	3.5	2.8	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	90.6	88.9	89.1	268.6	256.9	193.4	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	22.6	26.9	26.2	75.8	54.8	143.7	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	515.0	542.4	387.7	1,445.1	1,072.1	1,556.1	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	4,571.6	5,152.2	2,936.7	12,658.0	12,245.5	5,692.3	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	69.5	25.1	49.6	144.2	289.8	162.3	بورصة بيروت
Egyption Exchange	3,710.5	2,916.7	2,337.2	8,960.2	7,876.1	5,469.9	البورصة المصرية
Total	75.807	59.312	50.882	185.900	196.261	123.389	المجموع

قيمة الأسهم المتداولة

(مليون دولار أمريكي)

Value Traded of Stocks

(Million \$U.S.)

الملحق رقم (19)

Market	2015	2015	2014	السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع
	Dec	Nov	Oct	Q4
Abu Dhabi Securities Market	1,433.8	1,814.3	1,015.2	4,263.2
Amman Stock Exchange	895.9	215.8	313.8	1,425.7
Bahrain Bourse	17.7	31.1	12.1	60.9
Saudi Stock exchange	33,759.8	28,675.5	27,311.4	89,715.0
Kuwait Stock Exchange	798.7	1,030.0	770.0	2,600.9
Casablanca Stock Exchange	1,742.5	174.7	142.6	2,061.6
Algeria Stock Exchange	0.041	0.041	0.041	0.124
Tunis Stock Exchange	10.3	22.4	8.2	41.0
Dubai Financial Market	1,824.1	1,837.9	1,541.7	5,203.7
Damascus Securities Exchange	0.3	0.3	0.2	0.8
Khartoum Stock Exchange	78.5	78.6	78.7	235.8
Palestine Stock Exchange	88.6	16.6	12.0	117.2
Muscat Securities Market	449.7	173.5	527.8	1,151.0
Qatar Exchange	1,607.9	1,739.4	1,584.4	4,930.8
Beirut Stock Exchange	38.5	58.0	28.4	124.9
Egyptian Exchange	2,030.1	2,351.6	2,362.4	6,804.6
Total	44,776	38,220	35,709	118,737

قيمة الأسهم المتداولة

(مليون دولار أمريكي)

Value Traded of Stocks

(Million \$U.S.)

الملحق رقم (20)

Market	2016	2016	2015	السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع
	Dec	Nov	Oct	Q4
Abu Dhabi Securities Market	973.7	1,676.7	636.3	3,286.7
Amman Stock Exchange	243.7	506.1	248.6	998.4
Bahrain Bourse	79.5	30.8	15.1	125.3
Saudi Stock exchange	30,642.4	31,731.3	17,509.6	79,861.3
Kuwait Stock Exchange	1,057.4	1,078.6	851.9	2,978.1
Casablanca Stock Exchange	2,086.0	360.4	228.6	2,667.5
Algeria Stock Exchange	0.043	0.044	0.034	0.122
Tunis Stock Exchange	11.2	13.0	12.6	37.6
Dubai Financial Market	4,055.6	5,510.8	1,859.5	11,425.9
Damascus Securities Exchange	1.6	0.1	0.1	1.8
Khartoum Stock Exchange	49.0	23.1	72.3	144.4
Palestine Stock Exchange	35.0	19.2	35.9	90.0
Muscat Securities Market	163.1	207.3	201.3	571.7
Qatar Exchange	1,477.9	1,598.8	1,231.0	4,307.8
Beirut Stock Exchange	121.4	49.0	169.8	340.2
Egyptian Exchange	2,075.7	2,693.2	1,363.9	6,076.5
Total	43,073	45,498	24,436	112,913

قيمة الأسهم المتداولة
(مليون دولار أمريكي)
Value Traded of Stocks
(Million \$U.S.)

الملحق رقم (21)

السوق	2016	2017	2017	2017	Market
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
Q4	Q3	Q4	Oct	Nov	Dec
سوق أبوظبي للأوراق المالية	3,286.7	2,704.1	2,698.3	1,255.0	719.9
بورصة عمان	998.4	572.5	491.0	155.7	176.0
بورصة البحرين	125.3	130.4	130.0	46.3	43.3
سوق الأسهم السعودي	79,861.3	45,617.2	61,154.7	17,759.0	23,322.6
سوق الكويت للأوراق المالية	2,978.1	3,478.8	3,292.1	1,543.2	655.7
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	2,667.5	991.7	2,852.3	270.7	397.8
بورصة الجزائر (ألف دولار)	203.3	161.2	158.5	53.0	53.1
بورصة الأوراق المالية بتونس	37.6	13.3	53.8	14.9	7.3
سوق دبي المالي	11,425.9	4,550.1	7,666.5	2,710.5	2,343.8
سوق دمشق للأوراق المالية	1.8	3.7	17.4	3.2	5.9
سوق الخرطوم للأوراق المالية	144.4	451.5	709.2	230.5	245.6
سوق فلسطين للأوراق المالية	90.0	162.5	136.5	30.5	23.1
سوق مسقط للأوراق المالية	571.7	535.1	819.2	232.5	425.7
بورصة قطر	4,307.8	3,574.1	3,590.5	959.1	1,168.1
بورصة بيروت	340.2	177.3	238.5	78.7	43.6
البورصة المصرية	6,076.5	3,452.5	4,858.9	1,771.3	1,743.2
المجموع	112,913	66,415	88,709	27,061	28,760
					32,853

عدد الأسهم المتداولة
(مليون سهم)
Number of Shares Traded
(Million Shares)

الملحق رقم (22)

السوق	2010	2011	2011	2011	Market
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
Q4	Q3	Q4	Oct	Nov	Dec
سوق أبوظبي للأوراق المالية	5,205.58	2,913.18	2,883.74	962.40	1,125.73
بورصة عمان	1,210.19	960.80	618.83	260.52	197.30
بورصة البحرين	106.45	95.94	152.01	108.60	8.97
سوق الأسهم السعودي	7,127.63	7,925.62	13,448.18	4,711.84	3,534.34
سوق الكويت للأوراق المالية	14,765.42	7,405.07	11,975.06	6,890.19	3,310.77
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	132.51	30.98	66.59	8.98	9.14
بورصة الجزائر	0.007	0.053	0.081	0.024	0.026
بورصة الأوراق المالية بتونس	76.59	91.47	72.80	35.07	18.07
سوق دبي المالي	7,658.52	4,303.85	3,779.33	1,433.60	930.52
سوق دمشق للأوراق المالية	0.71	7.28	4.83	1.43	1.92
سوق الخرطوم للأوراق المالية	39.96	36.81	16.21	12.87	0.52
سوق فلسطين للأوراق المالية	46.65	24.72	38.89	16.70	5.56
سوق مسقط للأوراق المالية	678.69	386.88	506.91	267.07	96.57
بورصة قطر	634.58	342.06	668.58	136.60	120.47
بورصة بيروت	24.40	10.63	13.69	2.25	1.75
البورصة المصرية	7,123.21	4,899.00	3,648.00	1,410.00	1,109.00
المجموع	44,831	29,434	37,894	16,258	8,568
					13,068

الملحق رقم (23)

عدد الأسهم المتداولة
(مليون سهم)
Number of Shares Traded
(Million Shares)

السوق	2011	2012	Market		
	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4
			أكتوبر Oct	نوفمبر Nov	ديسمبر Dec
سوق أبوظبي للأوراق المالية	2,883.74	3,042.15	1,216.95	1,455.32	1,298.31
بورصة عمان	618.83	523.96	153.13	184.79	206.04
بورصة البحرين	152.01	69.90	32.91	54.37	34.37
سوق الأسهم السعودي	13,448.18	15,442.90	3,235.93	3,422.98	4,389.93
سوق الكويت للأوراق المالية	11,975.06	12,176.00	3,944.00	4,100.00	4,021.00
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	66.59	80.51	14.87	8.29	49.04
بورصة الجزائر	0.081	0.040	0.012	0.012	0.015
بورصة الأوراق المالية بتونس	72.80	64.11	11.09	15.19	36.70
سوق دبي المالي	3,779.33	6,824.78	2,904.80	1,955.41	2,449.37
سوق دمشق للأوراق المالية	4.83	4.26	0.09	0.30	0.96
سوق الخرطوم للأوراق المالية	16.21	3.42	0.60	118.85	30.34
سوق فلسطين للأوراق المالية	38.89	18.05	10.18	8.62	22.97
سوق مسقط للأوراق المالية	506.91	1,069.50	260.20	215.90	568.80
بورصة قطر	668.58	943.57	98.32	60.63	60.96
بورصة بيروت	13.69	13.73	3.25	1.82	6.39
البورصة المصرية	3,648.00	11,822.00	3,310.00	5,146.00	2,755.00
المجموع	37,894	52,099	47,875	16,748	15,930

الملحق رقم (24)

عدد الأسهم المتداولة
(مليون سهم)
Number of Shares Traded
(Million Shares)

السوق	2012	2013	2013	Market		
	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3
			أكتوبر Oct	نوفمبر Nov	ديسمبر Dec	أكتوبر Oct
سوق أبوظبي للأوراق المالية	3,970.58	11,812.88	17,044.68	3,884.57	3,703.21	9,456.90
بورصة عمان	543.97	372.28	526.55	154.16	193.38	179.01
بورصة البحرين	121.65	148.37	440.20	53.34	273.16	113.70
سوق الأسهم السعودي	11,048.83	12,502.41	10,993.02	3,228.19	3,429.67	4,335.16
سوق الكويت للأوراق المالية	12,065.00	23,691.41	17,507.68	7,281.72	5,043.23	5,182.74
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	72.21	19.57	94.15	12.73	34.96	46.46
بورصة الجزائر	0.038	0.034	0.034	0.011	0.011	0.012
بورصة الأوراق المالية بتونس	62.99	34.61	54.43	18.11	17.99	18.33
سوق دبي المالي	7,309.58	41,543.02	40,746.10	14,274.18	9,108.44	17,363.48
سوق دمشق للأوراق المالية	1.35	6.43	2.24	0.79	0.86	0.59
سوق الخرطوم للأوراق المالية	149.79	16.83	32.87	3.78	3.02	26.07
سوق فلسطين للأوراق المالية	41.77	43.88	91.58	67.02	12.28	12.28
سوق مسقط للأوراق المالية	1,044.90	1,847.50	1,735.10	554.50	477.90	702.70
بورصة قطر	219.91	443.67	591.88	111.03	256.11	224.74
بورصة بيروت	11.46	10.02	20.40	2.17	15.05	3.19
البورصة المصرية	11,211.00	7,115.00	10,270.00	2,771.00	4,045.00	3,454.00
المجموع	47,875	99,608	100,151	32,417	26,614	41,119

عدد الأسهم المتداولة

(مليون سهم)

الملحق رقم (25)

Number of Shares Traded
(Million Shares)

Market	2014			2014		2013	السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Market	5,241.33	3,589.63	1,815.82	10,646.78	7,177.12	17,044.68	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	305.82	171.27	157.02	634.11	372.43	526.55	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	31.27	21.97	64.28	117.51	133.45	440.20	بورصة البحرين
Saudi Stock Market	7,735.41	4,563.00	4,071.70	16,370.10	15,631.50	10,993.02	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	6,093.27	3,405.87	3,299.57	12,798.70	12,987.44	17,507.68	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	65.76	11.63	12.93	90.33	50.88	94.15	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.01	0.01	0.01	0.03	0.03	0.03	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	242.50	175.17	248.95	666.61	198.45	54.43	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	12,300.00	2,700.00	8,800.00	23,800.00	31,840.61	40,746.10	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	0.94	0.59	0.27	1.80	10.44	2.24	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	11.89	11.14	11.44	34.47	33.45	32.87	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	12.49	13.70	13.02	39.21	33.40	91.58	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	566.42	571.83	482.18	1,620.43	1,231.73	1,735.10	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	366.94	281.49	232.14	880.56	1,018.23	591.88	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	10.83	3.44	6.77	21.04	45.91	20.40	بورصة بيروت
Egyption Exchange	4,764.00	4,760.00	3,391.00	12,915.00	9,861.00	10,270.00	البورصة المصرية
Total	37,749	20,281	22,607	80,637	80,626	100,151	المجموع

عدد الأسهم المتداولة

(مليون سهم)

الملحق رقم (26)

Number of Shares Traded
(Million Shares)

Market	2015			2015	2014		السوق
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Market	2,049.83	1,799.07	1,345.17	5,194.07	7,913.30	10,646.78	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	230.91	130.38	180.36	541.64	755.78	634.11	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	39.54	62.73	28.46	130.73	132.13	117.51	بورصة البحرين
Saudi Stock Market	6,017.80	5,337.01	4,594.17	15,948.98	11,139.14	16,370.10	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	2,364.77	3,027.23	2,892.93	8,284.93	8,358.51	12,798.70	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	88.27	10.82	11.46	110.54	24.08	90.33	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.011	0.011	0.011	0.033	0.034	0.034	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	162.79	357.20	91.35	611.34	368.31	666.61	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	5,934.56	5,176.12	3,953.15	15,063.83	18,006.02	28,376.25	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	0.59	0.53	0.43	1.55	2.18	1.80	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	10.12	10.28	10.35	30.75	30.48	34.47	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	4,643.00	10.04	8.28	4,661.32	30.89	39.21	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	480.40	266.69	1,411.39	2,158.48	1,515.77	1,620.43	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	144.17	158.41	167.46	470.04	358.05	880.56	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	4.48	5.99	3.52	13.99	16.17	21.04	بورصة بيروت
Egyption Exchange	5,823.00	5,924.00	5,114.00	16,861.00	10,786.00	12,915.00	البورصة المصرية
Total	27,994	22,277	19,812	70,083	59,437	85,213	المجموع

عدد الأسهم المتداولة

(مليون سهم)

Number of Shares Traded
(Million Shares)

(الملحق رقم 27)

Market	2016	2016	2015	السوق
	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Market	7,841.76	3,977.61	5,194.07	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	377.26	397.02	541.64	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	109.72	167.30	130.73	بورصة البحرين
Saudi Stock Market	19,168.33	9,879.66	15,948.98	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	8,226.27	3,592.67	8,284.93	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	129.27	35.51	110.54	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.122	0.047	0.033	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	534.86	215.89	611.34	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	32,930.07	15,052.48	15,063.83	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	7.27	2.23	1.55	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	83.22	14.79	30.75	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	42.37	55.77	4,661.32	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	969.00	920.50	2,158.48	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	496.99	394.04	470.04	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	47.16	29.05	13.99	بورصة بيروت
Egyption Exchange	26,692.00	11,917.00	16,861.00	البورصة المصرية
Total	97,656	46,652	70,083	المجموع

عدد الأسهم المتداولة

(مليون سهم)

Number of Shares Traded
(Million Shares)

(الملحق رقم 28)

Market	2017			2017	2016	السوق	
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	1,522.17	1,323.71	2,316.27	5,162.15	5,909.85	7,841.76	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	109.45	93.50	104.13	307.08	353.07	377.26	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	99.92	81.46	78.58	259.96	299.81	109.72	بورصة البحرين
Saudi Stock Market	4,947.74	4,024.74	3,092.30	12,064.78	7,811.52	19,168.33	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	1,353.47	1,717.49	2,485.58	5,556.54	5,686.58	8,226.27	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	72.66	17.78	11.00	101.44	42.73	129.27	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.03	0.03	0.03	0.09	0.09	0.12	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	990.32	214.72	164.00	1,369.03	202.33	534.86	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	5,170.63	5,127.98	7,286.85	17,585.46	11,384.09	32,930.07	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	4.20	4.23	3.32	11.75	5.29	7.27	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	4.32	3.38	23.04	30.75	214.87	83.22	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	45.93	14.83	18.47	79.23	106.33	42.37	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	167.02	443.80	481.40	1,092.22	1,022.90	969.00	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	252.77	167.93	167.21	587.90	551.86	496.99	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	11.93	3.45	8.92	24.30	21.51	47.16	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	4,597.00	7,083.00	9,504.00	21,184.00	20,694.00	26,692.00	البورصة المصرية
Total	19,350	20,322	25,745	65,417	54,307	97,656	المجموع

الملحق رقم (29): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2010

	2010		2010		
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3
Number of Listed Companies					
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2
					عدد الشركات المدرجة بورصة الجزائر
Market Capitalization					
Algerian Dinar (Million)	7,900	7,700	7,400	7,900	7,400
In US Dollar (Million)	106.1	103.1	100.5	106.1	99.9
					القيمة السوقية بالدينار الجزائري (مليون) بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume					
Algerian Dinar (000)	810	1,288	1,338	3,435	2,387
In US Dollar (000)	10.9	17.2	18.2	46.1	32.2
Traded Shares (000)	1.8	2.8	2.8	7.4	5.2
Number of trading days	9	8	8	25	25
Average daily trading	1.21	2.15	2.27	1.85	1.29
Turnover ratio (%)	0.01	0.02	0.02	0.04	0.03
					أحجام التداول بالدينار الجزائري (ألف) بالدولار الأمريكي (ألف) عدد الأسهم المتداولة (ألف) عدد أيام التداول متوسط التداول اليومي (ألف) معدل دوران السهم (%)
New Issues					
Number of issues	-	-	-	-	-
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-
					الإصدارات الأولية عدد الإصدارات قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices					
ASE Local index	-	-	-	-	-
Change in index	-	-	-	-	-
P/E ratio	2.1	2.1	2.0	2.1	2.0
P/BV ratio	2.0	1.9	1.9	2.0	1.9
Dividend yield (%)	823.0	844.0	878.0	823.0	878.0
					المؤشرات المحلية مؤشر بورصة الجزائر نسبة التغير في المؤشر (%) مضاعف السعر إلى العائد مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية الربع (%)
AMF Index					
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2
Market capitalization in \$ US	106.1	100.4	100.5	106.1	99.9
Index (Dec. 2002=100)	74.4	70.4	70.4	74.4	70.0
Change in index (%)	5.7	-0.1	0.6	6.2	3.5
					مؤشر صندوق النقد العربي عدد الشركات المدرجة في المؤشر القيمة السوقية (مليون دولار) مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100 التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates					
Exchange rate (end of period)	74.470	74.709	73.658	74.470	74.096
Change in the exchange rate (%)	0.320	-1.428	0.592	-0.504	0.6918
					أسعار الصرف أسعار الصرف في نهاية الفترة نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (30): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2011

	2011			2010			
	ديسمبر	نوفمبر	اكتوبر	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	10,181	10,151	9,851	10,181	10,200	7,900	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	135.6	136.7	133.5	135.6	136.5	106.1	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	19,111	18,900	8,009	46,020	41,402	3,435	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	254.6	254.6	108.6	613.0	554.2	46.1	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	30.3	26.4	24.2	80.9	53.1	7.4	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	9	25	25	25	عدد ايام التداول
Average daily trading	31.82	31.82	12.06	24.52	22.17	1.85	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.19	0.19	0.08	0.45	0.41	0.04	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7	2.1	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	2.0	مضاعف السعر الى القيمة النقدية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	433.0	823.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	135.2	137.4	138.3	135.2	136.5	106.1	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	94.8	96.3	96.9	94.8	95.7	74.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-1.6	-0.6	1.3	-1.0	-4.4	6.2	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	75.076	74.244	73.763	75.076	74.707	74.470	سعر الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-1.121	-0.652	1.264	-0.494	-4.079	-0.5043	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (31): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2012

	2012			2011			
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	10,041	10,031	10,021	10,041	10,000	10,181	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	127.2	126.9	125.8	127.2	125.9	135.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	7,356	7,234	7,456	22,046	22,630	46,020	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	93.2	91.5	93.6	279.3	284.9	613.0	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	14.6	11.7	11.7	38.0	40.0	80.9	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	25	عدد أيام التداول
Average daily trading	11.65	11.44	11.70	11.64	11.87	24.52	متوسط التداول اليومي (الف)
Turnover ratio (%)	0.07	0.07	0.07	0.22	0.23	0.45	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	127.2	126.9	125.8	127.2	125.9	135.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	90.3	89.8	89.1	90.3	89.8	94.8	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	0.1	0.7	-0.7	0.6	-0.5	-1.0	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	78.939	79.017	79.649	78.939	79.424	75.076	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.099	0.793	-0.283	0.611	-0.504	-0.4939	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (32): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2013

	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع 2013	الربع الثالث 2013	الربع الرابع 2012	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,889	9,981	9,971	9,889	9,987	10,000	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	124.7	124.8	122.5	124.7	122.3	125.9	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							حجم التداول
Algerian Dinar (000)	7,009	6,899	6,988	20,896	21,333	22,630	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	88.4	86.2	85.9	263.4	261.2	284.9	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	11.5	11.4	11.4	34.3	33.9	40.0	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	25	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	11.05	10.78	10.73	10.98	10.45	11.87	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.07	0.07	0.07	0.21	0.21	0.23	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	124.7	124.8	122.5	124.7	122.3	125.9	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	90.2	89.4	87.7	90.2	87.4	89.8	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	0.9	1.9	0.4	3.2	-1.8	-0.5	التغير في مؤثر الأسعار (%)
Exchange Rates							معار الصرف
Exchange rate (end of period)	79.323	80.001	81.373	79.323	81.685	79.424	ار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.847	1.687	0.382	2.892	-1.849	-0.5044	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (33): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2014

	2014	2014	2013	
	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	
	Oct	Nov	Dec	
	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies				عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization				القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,735	9,646	9,788	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	110.7	112.0	116.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume				أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,311	6,211	6,344	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	71.8	72.1	75.5	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	11.1	12.1	10.3	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	عدد أيام التداول
Average daily trading	8.97	9.02	9.44	متوسط تداول يومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.06	0.06	0.06	معدل دوران السهم (%)
New Issues				الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices				المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index				مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	110.7	112.0	116.5	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	80.8	82.5	84.6	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-2.1	-2.5	-0.9	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates				أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	87.9	86.1	84.0	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-2.1	-2.5	-0.9	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (34): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2015

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,702	9,707	9,710	9,702	9,718	9,735	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	90.6	89.6	90.9	90.6	91.5	110.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	4,411	4,421	4,412	13,244	15,376	18,866	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	41.2	40.8	41.3	123.7	144.8	214.5	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	11.0	11.1	11.0	33.1	34.4	33.5	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	25	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	5.15	5.10	5.16	5.15	5.79	8.94	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.05	0.05	0.05	0.14	0.16	0.19	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الفخرية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	90.6	89.6	90.9	90.6	91.5	110.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	66.3	65.6	66.5	66.3	66.9	80.8	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	1.1	-1.4	-0.5	-0.8	-6.7	-5.3	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	107.1	108.3	106.8	107.1	106.2	87.9	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	1.1	-1.4	-0.5	-0.8	-7.1	-5.7	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (35): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2016

	2016			2015			
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,716	9,795	9,764	9,716	9,723	9,702	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	88.0	88.3	89.0	88.0	88.7	90.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	7,220	8,990	6,230	22,440	21,548	13,244	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	65.4	81.0	56.8	203.3	196.6	123.7	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	3,023.2	2,044.2	1,034.2	6,101.6	46.6	33.1	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	8.18	10.13	7.10	8.47	8.19	5.15	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.07	0.09	0.06	0.23	0.22	0.14	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	88.0	88.3	89.0	88.0	88.7	90.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	64.40	64.10	64.80	64.40	64.86	66.33	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	0.47	-1.09	-0.09	-0.71	0.64	-0.84	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	110.4	110.9	109.7	110.4	109.6	107.1	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.5	-1.1	-0.1	-0.7	0.6	-0.8	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملاحق رقم (36): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم الجزائري الربع الرابع 2017

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	2017 الربع الرابع Q4	2017 الربع الثالث Q3	2016 الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,698	9,700	9,659	9,698	9,710	9,716	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	84.6	84.8	84.0	84.6	85.9	88.0	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,090	5,980	6,100	18,170	18,229	22,440	بالدينار الجزائري (الف)
In US Dollar (000)	53.1	52.3	53.0	158.5	161.2	203.3	بالدولار الأمريكي (الف)
Traded Shares (000)	29.0	28.2	28.8	86.0	92.9	121.6	عدد الأسهم المتداولة (الف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	6.64	6.54	6.63	6.60	6.72	8.47	متوسط التداول اليومي (الف)
Turnover ratio (%)	0.06	0.06	0.06	0.19	0.19	0.23	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	84.6	84.8	84.0	84.6	85.9	88.0	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	61.9	62.1	61.7	61.9	62.8	64.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-0.3	0.6	-1.7	-1.4	-4.3	-0.7	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	114.7	114.4	115.0	114.7	113.1	110.4	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.2	0.5	-1.7	-1.4	-4.4	-0.7	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (37): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2010

	2010		2010		
	ديسمبر	نوفمبر	الربع الرابع	الربع الثالث	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3
Number of Listed Companies					عدد الشركات المدرجة
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	212	213	213	212	213
					البورصة المصرية
Market Capitalization					القيمة السوقية
Egyptian Pound (Million)	488,209	478,013	452,771	488,209	447,857
In US Dollar (Million)	84,109	82,560	78,388	84,109	78,516
					بالجنيه المصري (مليون)
					بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume					أحجام التداول
Egyptian Pound (Million)	23,096	25,214	24,132	72,442	60,903
In US Dollar (Million)	3,979	4,355	4,178	12,480	10,677
Traded Shares (Million)	1,934	2,468	2,721	7,123	6,231
Number of trading days	21	19	20	60	63
Average daily trading	189.5	229.2	208.9	208.0	169.5
Turnover ratio (%)	4.7	5.3	5.3	14.8	13.6
					بالجنيه المصري (مليون)
					بالدولار الأمريكي (مليون)
					عدد الأسهم المتداولة (مليون)
					عدد ايام التداول
					متوسط التداول اليومي
					معدل دوران السهم (%)
New Issues					الاصدارات الأولية
Number of issues	278	236	305	819	752
Value of issues (Million \$)	782	786	710	2,272	3,044
					عدد الاصدارات
					قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices					المؤشرات المحلية
CASE Local index	1,504	1,440	1,449	1,504	1,445
Change in index	4.4	-0.6	0.2	4.0	8.7
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
					مؤشر البورصة المصرية
					نسبة التغير في المؤشر (%)
					مضاعف السعر الى العائد
					مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
					الربع (%)
AMF Index					مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76
Market capitalization in \$ US	50,529.4	49,106.2	49,529.1	50,529.4	49,157.5
Index (Dec. 1995=100)	216.0	209.9	211.7	216.0	210.1
Change in index (%)	2.9	-0.9	0.8	2.8	5.4
					عدد الشركات المدرجة في المؤشر
					القيمة السوقية (مليون دولار)
					مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
					التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates					أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	5.805	5.790	5.776	5.805	5.704
Change in the exchange rate (%)	-0.252	-0.241	-1.262	-1.762	-3.998
					أسعار الصرف في نهاية الفترة
					نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (38): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2011

	2011			2010			
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Egyptian Exchanges	214	214	214	214	214	212	البورصة المصرية
Market Capitalization							القيمة السوقية
Egyptian Pound (Million)	293,615	315,022	334,053	293,615	319,248	488,209	بجنيه مصري (مليون)
In US Dollar (Million)	48,679	52,458	55,973	48,679	53,529	84,109	بـدولار أمريكي (مليون)
Trading Volume							إجمالي التداول
Egyptian Pound (Million)	10,287	7,861	9,875	28,023	32,460	72,442	بجنيه مصري (مليون)
In US Dollar (Million)	1,705	1,309	1,655	4,646	5,443	12,480	بـدولار أمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	1,129	1,109	1,410	3,648	4,899	7,123	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	17	21	20	58	61	60	د. أيام التداول
Average daily trading	100.3	62.3	82.7	80.1	89.2	208.0	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	3.5	2.5	3.0	9.5	10.2	14.8	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	0	0	0	0	752	819	د. الاصدارات
Value of issues (Million \$)	0	0	0	0	2,911	2,272	قيمة الاصدار (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
CASE Local index	501	562	612	501	553	1,504	مؤشر البورصة المصرية
Change in index	-10.9	-8.2	10.7	-9.4	-35.0	4.0	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76	76	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	24,062.3	26,434.2	28,286.1	24,062.3	25,394.3	50,529.4	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	82.9	91.0	97.4	82.9	87.4	216.0	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
Change in index (%)	-9.0	-6.5	11.4	-5.2	-26.5	2.8	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							معدلات الصرف
Exchange rate (end of period)	6.032	6.005	5.968	6.032	5.964	5.805	م. الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.441	-0.622	-0.069	-1.135	0.050	-1.762	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (39): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2012

	2012			2011			
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Egyptian Exchanges	213	214	213	213	212	214	البورصة المصرية
Market Capitalization							القيمة السوقية
Egyptian Pound (Million)	375,822	339,351	393,880	375,822	405,747	293,615	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	61,621	55,641	64,582	61,621	66,528	48,679	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Egyptian Pound (Million)	12,634	12,912	14,291	39,837	49,552	28,023	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	2,072	2,117	2,343	6,532	8,125	4,646	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	2,755	5,146	3,310	11,211	11,822	3,648	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	22	20	20	62	62	58	عدد أيام التداول
Average daily trading	94.2	105.9	117.2	105.4	131.0	80.1	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	3.4	3.8	3.6	10.6	12.2	9.5	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	0	0	0	0	0	0	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	0	0	0	0	0	0	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
CASE Local index	5,462	4,808	5,696	5,462	5,822	3,735	مؤشر البورصة المصرية
Change in index	13.6	-15.6	-2.2	-6.2	23.6	-17.9	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76	76	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	31,177.5	28,538.4	32,831.9	31,177.5	34,229.9	24,062.3	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	107.4	98.3	113.1	107.4	117.9	82.9	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
Change in index (%)	9.2	-13.1	-4.1	-8.9	19.4	-5.2	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	6.099	6.099	6.099	6.099	6.099	6.032	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.627	-1.135	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (40): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2013

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	2013 الربع الرابع Q4	2013 الربع الثالث Q3	2012 الربع الرابع Q4	
عدد الشركات المدرجة							
Egyptian Exchanges	212	213	211	212	210	213	البورصة المصرية
القيمة السوقية							
Egyptian Pound (Million)	426,810	402,979	402,337	426,810	377,732	375,822	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	61,517	58,543	58,424	61,517	54,810	61,621	بالدولار الأمريكي (مليون)
حجم التداول							
Egyptian Pound (Million)	14,391	12,607	10,953	37,951	40,008	39,837	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	2,074	1,831	1,591	5,470	5,805	6,532	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	3,454	4,045	2,771	10,270	7,115	11,211	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	23	20	18	61	63	62	عدد ايام التداول
Average daily trading	90.2	91.6	88.4	89.7	92.1	105.4	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	3.4	3.1	2.7	8.9	10.6	10.6	معدل دوران السهم (%)
الاصدارات الأولية							
Number of issues	0	0	0	0	0	0	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	0	0	0	0	0	0	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
المؤشرات المحلية							
CASE Local index	6,783	6,184	6,182	6,783	5,621	5,462	مؤشر البورصة المصرية
Change in index	9.7	0.0	10.0	20.7	18.3	-6.2	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
مؤشر صندوق النقد العربي							
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76	76	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	35,313.4	34,875.7	32,052.3	35,313.4	30,681.1	31,177.5	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	121.6	120.1	110.4	121.6	105.6	107.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
Change in index (%)	1.3	8.8	4.5	15.1	12.5	-8.9	التغير في مؤشر الأسعار (%)
سعار الصرف							
Exchange rate (end of period)	6.938	6.884	6.887	6.938	6.892	6.099	عار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.793	0.044	0.074	-0.675	1.774	0.000	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (41): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2014

	2014	2014	2013			
	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	نوفمبر	ديسمبر	
	Q4	Q3	Q4	Nov	Dec	
عدد الشركات المدرجة						
Egyptian Exchanges	215	215	215	215	215	البورصة المصرية
القيمة السوقية						
Egyptian Pound (Million)	426,810	527,357	500,021	522,079	500,021	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	61,517	73,817	69,908	73,034	69,908	بالدولار الأمريكي (مليون)
أحجام التداول						
Egyptian Pound (Million)	37,951	56,268	64,089	20,850	26,540	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	5,470	7,876	8,960	2,917	3,711	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	10,270	9,861	12,915	4,760	4,764	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	61	61	66	21	23	عدد أيام التداول
Average daily trading	89.7	129.1	135.8	138.9	161.3	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	8.9	10.7	12.8	4.0	5.3	معدل دوران السهم (%)
الإصدارات الأولية						
Number of issues	0	0	0	0	0	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	0	0	0	0	0	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
المؤشرات المحلية						
CASE Local index	6,783	9,611	8,927	9,308	8,927	مؤشر البورصة المصرية
Change in index	20.7	17.8	-7.1	2.1	-4.1	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index						
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76	مؤشر صندوق النقد العربي
Market capitalization in \$ US	35,313.4	47,998.3	45,017.6	47,969.5	45,017.6	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Index (Dec. 1995=100)	121.6	165.3	155.0	165.2	155.0	القيمة السوقية (مليون دولار)
Change in index (%)	15.1	13.6	-6.2	0.1	-6.2	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
						التغير في مؤشر الأسعار (%)
أسعار الصرف						
Exchange rate (end of period)	6.938	7.144	7.153	7.148	7.153	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.675	0.109	-0.119	-0.049	-0.059	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (42): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2015

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
2015							
2015							
2014							
عدد الشركات المدرجة البورصة المصرية	222	221	221	222	221	215	
Market Capitalization							
القيمة السوقية							
Egyptian Pound (Million)	429,808	413,015	453,153	429,808	448,748	500,021	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	54,913	52,751	56,468	54,913	57,361	69,908	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							
أحجام التداول							
Egyptian Pound (Million)	15,890	18,412	18,958	53,260	63,437	64,089	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	2,030	2,352	2,362	6,805	8,109	8,960	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	5,823	5,924	5,114	16,861	10,786	12,915	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	23	22	20	65	62	66	عدد ايام التداول
Average daily trading	88.3	106.9	118.1	104.7	130.8	135.8	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	3.7	4.5	4.2	12.4	14.1	12.8	معدل دوران السهم (%)
New Issues							
الاصدارات الأولية							
Number of issues	0	0	0	0	0	0	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	0	0	0	0	0	0	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							
المؤشرات المحلية							
CASE Local index	7,006	6,357	7,508	7,006	7,333	8,927	مؤشر البورصة المصرية
Change in index	10.2	-15.3	2.4	-4.5	-12.4	-7.1	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							
مؤشر صندوق النقد العربي							
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76	76	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	35,640.1	35,378.0	38,492.5	35,640.1	38,113.8	45,017.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	122.7	121.8	132.5	122.7	131.2	155.0	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
Change in index (%)	0.7	-8.1	1.0	-6.5	-11.5	-6.2	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							
أسعار الصرف							
Exchange rate (end of period)	7.827	7.830	8.025	7.827	7.823	7.153	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.031	2.435	-2.578	-0.050	-2.473	-0.119	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (43): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2016

	2016			2015			
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Egyptian Exchanges	222	222	222	222	222	222	البورصة المصرية
Market Capitalization							القيمة السوقية
Egyptian Pound (Million)	601,618	566,218	413,461	601,618	404,881	429,808	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	34,463	33,002	23,858	34,463	25,658	54,913	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							الحجم التداول
Egyptian Pound (Million)	36,235	46,207	23,636	106,078	43,909	53,260	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	2,076	2,693	1,364	6,077	2,783	6,805	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	9,633	12,946	4,113	26,692	11,917	16,861	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	21	22	22	65	57	65	عدد ايام التداول
Average daily trading	98.8	122.4	62.0	93.5	48.8	104.7	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	6.0	8.2	5.7	17.6	10.8	12.4	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	0	0	0	0	0	0	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	0	0	0	0	0	0	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
CASE Local index	12,345	11,453	8,386	12,345	7,881	7,006	مؤشر البورصة المصرية
Change in index	7.78	36.58	6.41	56.64	13.52	-4.46	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة التفرعية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76	76	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	32,612.0	31,326.4	30,770.5	34,612.0	21,891.9	35,640.1	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	119.19	114.76	105.96	119.19	75.38	122.73	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
Change in index (%)	3.86	8.31	40.56	58.10	10.68	-6.49	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	17.457	17.157	17.330	17.457	15.780	7.827	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-1.749	0.998	-9.823	-10.627	-77.575	-0.050	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملحق رقم (44): متغيرات قياس أداء سوق الأسهم المصري الربع الرابع 2017

	2017	2017	2016			
	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4
Number of Listed Companies						
Egyptian Exchanges	257	258	255	257	223	222
						عدد الشركات المدرجة البورصة المصرية
Market Capitalization						
Egyptian Pound (Million)	786,065	782,990	786,159	786,065	748,591	601,618
In US Dollar (Million)	44,433	44,362	44,567	44,433	42,437	34,463
						القيمة السوقية بالجنيه المصري (مليون) بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						
Egyptian Pound (Million)	23,945	30,768	31,246	85,959	60,902	106,078
In US Dollar (Million)	1,354	1,743	1,771	4,859	3,452	6,077
Traded Shares (Million)	4,597	7,083	9,504	21,184	20,694	26,692
Number of trading days	21	21	22	64	60	65
Average daily trading	64.5	83.0	80.5	75.9	57.5	93.5
Turnover ratio (%)	3.0	3.9	4.0	10.9	8.1	17.6
						أحجام التداول بالجنيه المصري (مليون) بالدولار الأمريكي (مليون) عدد الأسهم المتداولة (مليون) عدد أيام التداول متوسط التداول اليومي معدل دوران السهم (%)
New Issues						
Number of issues	0	0	0	0	0	0
Value of issues (Million \$)	0	0	0	0	0	0
						الاصدارات الأولية عدد الاصدارات قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						
CASE Local index	15,019	14,582	14,342	15,019	13,889	12,345
Change in index	3.00	1.67	3.27	8.14	3.68	56.64
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						المؤشرات المحلية مؤشر البورصة المصرية نسبة التغير في المؤشر (%) مضاعف السعر الى العائد مضاعف السعر الى القيمة التقرية الربح (%)
AMF Index						
Number of stocks in the sample	76	76	76	76	76	76
Market capitalization in \$ US	39,273.4	38,847.7	38,986.4	39,273.4	37,714.9	34,612.0
Index (Dec. 1995=100)	135.2	133.8	134.2	135.2	129.9	119.2
Change in index (%)	1.10	-0.36	3.37	4.13	3.82	58.10
						مؤشر صندوق النقد العربي عدد الشركات المدرجة في المؤشر القيمة السوقية (مليون دولار) مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100 التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates						
Exchange rate (end of period)	17.691	17.650	17.640	17.691	17.640	17.457
Change in the exchange rate (%)	-0.232	-0.057	0.000	-0.289	2.848	-10.627
						أسعار الصرف أسعار الصرف في نهاية الفترة نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

الملخص:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا مهما في اقتصاديات الدول وذلك باعتبارها أداة لجمع الأموال من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها لأصحاب العجز المالي الذي يبحثون عن التمويل اللازم من أجل تجسيد مشاريعهم الاستثمارية على أرض الواقع والتي تخلق قيمة مضافة للاقتصاد، وبالتالي تساهم في الرفع من معدل النمو الاقتصادي، وزيادة رفاهية الأفراد، لكن تحقيق كل ذلك لا يتحقق إلا من خلال توفير مجموعة من الشروط والآليات التي تضمن عملها بكفاءة وفعالية.

ونهدف من خلال هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على أداء أسواق الأوراق المالية العربية بصفة عامة وسوقي مصر والجزائر بصفة خاصة خلال الفترة الممتدة (2010-2017) وتحليله، وذلك من أجل الوقوف عند مختلف المعوقات التي تواجهها وتحول بينها وبين تحقيق أهدافها وتطورها، ومحاولة إيجاد الحلول والمقترحات النظرية والفنية لإقامة أسواق عربية للأوراق المالية متطورة وفعالة وتلعب دورا مهما في تطوير اقتصادياتها والرفي بها. وفي الأخير خلصنا إلى أنه بالرغم من الإصلاحات التي تبنتها الدول العربية ومنها مصر والجزائر من أجل تطوير أسواقها للأوراق المالية، غير أنها مازالت تعترضها مجموعة من الصعوبات والمشاكل التي تؤثر سلبا على أدائها مقارنة بأسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، لذلك يجب عليها بذل المزيد من الجهد في سبيل تطويرها والرفي بأدائها.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والمعوقات.

ABSTRACT:

The financial markets play an important role in the companies of the world. They direct the collected money from the financial surplus owner for those people with financial disabilities who search about an appropriate finance to embody their investment projects into reality. As a result, an economical value is created which develops both the economic rate and the welfare of individuals. Thus, all these will not applied unless some qualified and high efficient condition and procedure sore ore provided.

The main objective of our study is to identify and analyses the performance of the Arabic financial market in general and both Algerian and Egyptian in particular through 2010-2017.

Moreover, in this study we try to figure out the obstacles that block the achievement of its goals.

Thus, overtime is to find the accurate theoretical and article solutions build Arabic financial markets that enrich and improve their economy.

Finally, although the reforms that is adopted by the Arabic countries especially, Algerian and Egypt, in order to develop their market, it is still facing the problems which negatively effect their performance.

The key words: Arabic Financial markets, The performance, The problems.