

الرقابة على الأسواق الأوراق المالية

" مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية "

أوكيد نسيمه / ديبش أحمد

جامعة بومرداس

يدياوي أحمد

جامعة البويرة

ملخص

- تقديم الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية ووظائفها وتقسيماتها وأدواتها ومكوناتها؛
- إبراز أهمية الرقابة في تحقيق إنعاش الاقتصاد في مجال الأسواق المالية؛
- إبراز واقع الرقابة على الأسواق و الأوراق المالية في الجزائر.

كلمات المفتاحية

الأسواق الأوراق المالية-البورصة- الأدوات المالية-المؤشرات -الرقابة-

RESUME :

-présentation des aspects techniques et théoriques des marchés financiers, les fonctions – divisions - outils et des composants;montrer l'importance du contrôle de la réalisation de la reprise économique dans les marchés financiers;

- Pour mettre en évidence la réalité de contrôle sur les marchés boursiers en Algérie.

MOT-CLE :

Marchés des valeurs mobilières - le marché boursier - instruments financiers -

Indicateurs - controle-

مقدمة

منذ فكر الإنسان باستغلال مدخراته ظهرت عندئذ فكرة الأسواق الاستثمارية وتطورت هذه الأسواق بتطوير الإنسان، وبالتقدم العلمي في مجالات الاقتصاد الصناعة ونشوء الشركات ذات الملكية المختلفة التي كانت بمثابة مجموعة مختلفة من الأفراد ترغب باستثمار أموالها الفائضة عن احتياجاتها في فترة زمنية معينة، ومثلما تطورت الحياة الاقتصادية تطورت الأسواق الاستثمارية، حيث أصبحت المنشآت الاقتصادية قادرة على استخدام أدوات مختلفة لتمويل احتياجاتها لتأمين الأموال لمشاريعها وأنشطتها المختلفة ومن تلك الأدوات المالية، إصدار الأوراق المالية المختلفة كوسيلة لتمويل هذه النشاطات وبتواصل التقدم الاقتصادي، وازدهار تقنية الاتصالات وتعقد الأعمال التجارية والعلاقات الدولية، فقد تطورت الأسواق المالية هي الأخرى، وقد ساعد هذا التقدم في تداول الأوراق المالية، وأصبحت في متناول اليد بسهولة سواء كان المستثمرون أفراد أم منشآت. وظهرت حاجة ماسة لتنظيم مثل هذه الأسواق المالية والحكومات التي تعمل فيه وتنظمه وتراقب عملياته.

وضمن هذا الإطار الفكري والعلمي تتضح ملامح إشكالية بحثنا والمتمثلة في:

ما مدى مساهمة الرقابة في تنشيط الأسواق المالية بصفة عامة وفي البورصات العربية بصفة خاصة ؟

ولتبسيط الإشكال المطروح ارتأينا طرح الأسئلة التالية:

- ماذا نقصد بالرقابة؟ وما هي أهدافها ؟
- ما هي الهيئة المكلفة بالرقابة على الأسواق المالية ؟
- كيف تتم عملية الرقابة على الأسواق المالية ؟

وحتى تتمكن من الإجابة على الإشكالات المطروحة والأسئلة الفرعية ، قمنا بوضع الفرضيات التالية:

- تمكن الرقابة من اكتشاف الخلل وتصحيحه؛
- تعتبر الدولة الهيئة الرقابية الوحيدة على الأسواق المالية؛
- تسعى الدولة إلى ضبط عمل الأسواق المالية من خلال وضع هيئات رقابية. وتتجلى الأهداف المرجوة في هذا البحث:
- تقديم نظرة شاملة عن الأسواق المالية ووظائفها وتقسيماتها وأدواتها ومكوناتها؛

- إبراز أهمية الرقابة في تحقيق إنعاش الاقتصاد في مجال الأسواق المالية؛
- إبراز واقع الرقابة في الجزائر.

لذا ارتأينا من خلال هذا البحث التطرق إلى العناصر التالية:

- الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية؛
- أدوات ومؤشرات سوق الأوراق المالية وأهميتها؛
- الرقابة على سوق رأس المال.

المبحث الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية

سنتناول من خلال هذا المبحث ماهية البورصة ونشأتها، ووظائف وأهداف الأسواق المالية، وتقسيماتها.

المطلب الأول: ماهية البورصة

تعد البورصة من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية، فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

1- تعريف بورصة الأوراق المالية

يمكن تعريف البورصة على أنها⁽¹⁾: هي سوق لتداول الأوراق المالية (أسهم، سندات،... إلخ) التي تصدرها الشركات، من خلال مجموعة من السماسرة أو مندوبيهم أو الوسطاء، حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على هذه الأوراق في ساعات محدودة، فالبورصة هي سوق مالي وتعد من أهم أجهزة الأسواق المالية. أو هي " الآلية التي يتم تصميمها لتسهيل تلاقي العرض والطلب علي الأموال لاستثمارها في مشاريع محددة، ولتسهيل عمليات الشراء والبيع للحصص الاستثمارية بعد ذلك"⁽²⁾، فيتم التعامل بالأوراق المالية كأسهم، السندات، المشتقات المالية والأوراق المهجنة.

2- نشأة وتطور البورصة

لقد ظهرت البورصة في القرن الثامن عشر خلال المراحل الأولى لتراكم رأس المال، وكانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية كما أن التعامل بالأوراق المالية بدوره مكن من تجميع ثروات هائلة لدى المضاربين في البورصة. خلال مرحلة الرأسمالية تطور نشاط البورصة...ولكن حتى منتصف الستينيات من القرن التاسع عشر بقي دورها غير كبير، كان التعامل في البورصة في بداية الأمر محصورا بالسندات، القروض العامة...لكن مع تطور وانتشار الشركات المساهمة في الثلث الأخير من القرن التاسع عشر تزايدت أهمية ودور البورصات

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2003، ص: 295.

(2) فداء محمد بهجت، دور مهنة المحاسبة والمراجعة في أسواق المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الملتقى الثاني لمكاتب المحاسبة والمراجعة في دول مجلس التعاون الخليج العربية، الكويت 8-9 مارس 2005، ص: 6.

مع تزايد إصدار الأوراق المالية، هذا بالرغم من أن التعامل في معظمه كان يتم بالأسهم والسندات الحكومية أو التابعة للشركات الحكومية⁽¹⁾.

إن انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصة الأوراق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1824 بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصة الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه أسم: Royal Exchange، وفي أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام 1821 في نفس الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو وول ستريت⁽²⁾.

وقد ازداد عدد البورصات في العالم وازداد نشاطها، ويصل عددها في أمريكا إلى أربعة عشر بورصة، أهمها بورصة نيويورك التي تقدر قيمة الأسهم فيها بحوالي 1500 مليار دولار، وفي بريطانيا اندمجت كل الأسواق المالية منذ عام 1973 في جهاز واحد وهو بورصة لندن التي تقدر قيمة الأسهم فيها بمليار دولار، وفي اليابان تعمل ثماني بورصات، أهمها بورصة طوكيو، حيث تستأثر بـ75٪ من مجموع المضاربات والتي تقدر قيمة أسهمها بأكثر من مليارين من الدولارات، وفي ألمانيا توجد ثماني بورصات أيضا تقع بورصة فرنكفورت في مقدمتها، حيث تحقق

(1) مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول): أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 3، 2005، ص ص: 216، 217.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2004، ص:

44% من مجمل الأعمال، وفي فرنسا توجد سبع بورصات أهمها بورصة جنيف وبال وزيورخ⁽¹⁾.

المطلب الثاني: وظائف وأهداف الأسواق المالية

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية ، فالأسواق المالية تعتبر محركا للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات، ولتحقيق الأهداف المشار إليها يقوم السوق بأداء وظيفتين رئيسيتين هما⁽²⁾:

- 1- تعبئة مدخرات المستثمرين؛
- 2- التخصيص الأمثل للموارد.

المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية وخصائصها

تضم الأسواق المالية عدة أنواع ولها عدة خصائص نذكرها فيما يلي :

1- تقسيمات الأسواق المالية

تضم الأسواق المالية Financial Market كلاً من سوق النقد Money Market وسوق رأس المال Capital Market. يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، ويقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي

(1) على محي الدين القره داغي، بحوث في الاقتصاد الاسلامي، دار البشائر الاسلامية، الطبعة الأولى، 2002، ص: 112.

(2) أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، (الإمارات العربية المتحدة: ديسمبر 2005)، ص: 13 متوفر في شبكة الانترنت على الموقع:

يتحملها المستثمر⁽¹⁾. كما أن الأوراق المالية في سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية.

أما سوق رأس المال فهو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة. وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي، فالسوق الأولي (سوق الإصدار) وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها.

أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي.⁽²⁾

وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، بالنسبة للأسواق المنظمة أي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها.

كما تنقسم السوق غير المنظمة إلى سوق ثالث وسوق رابع:⁽³⁾

السوق الثالثة: وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة.

(1) أشرف شمس الدين، المرجع السابق، ص12.

(2) سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، مداخلة مقدمة في ملتقى دولي حول، سياسات التمويل وأثرها علي الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر، 2006، ص3.

(3) حبار محفوظ، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة فرنسا، مداخلة مقدمة في ملتقى دولي حول، سياسات التمويل وأثرها علي الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006، ص6-7.

السوق الرابعة: أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة. كما تجدر الإشارة إلي أن سوق الأوراق المالية بنوعها تتضمن أعضاء لا يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع والشراء لصالح المستثمرين وهؤلاء هم:⁽¹⁾ السماسرة، التجار، السماسرة والتجار، سماسرة السماسرة، المتخصصون.

2- خصائص الأسواق المالية: تتميز سوق الأوراق المالية بما يلي:

- سوق الأوراق المالية سوق منظمة وهناك شروط وقيود يتم علي أساسها تداول الأوراق المالية؛
- التداول يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي خبرة؛
- يوفر سوق الأوراق المالية المناخ لظهور المنافسة الكاملة ؛
- سوق الأوراق المالية تتميز عن أسواق السلع في كونها أسواق واسعة تتضمن صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أماكن عدة من العالم في نفس الوقت؛
- أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام المستثمرين؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية ينطوي علي مخاطر عالية وعلي المستثمر فيها أن يكون دوما علي دراية بالمعلومات السوقية ومن ثم اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛⁽²⁾

(1) فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص58.

(2) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمارات، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص35.

- التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم علي سلع وخدمات منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما علي أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة علي حجم أو كمية المبيعات.⁽¹⁾

المبحث الثاني: أدوات ومؤشرات سوق الأوراق المالية وأهميتها

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بمركة تطوره لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

إن الأدوات المالية المستخدمة في أسواق رأس المال يمكن تقسيمها إلى أوراق ملكية (الأسهم) وأوراق مديونية (السندات). 2 وبالإضافة إلى الأسهم العادية* هناك نوع آخر من الأسهم يمكن إدراجه ضمن أوراق الملكية يعرف بالأسهم الممتازة Preferred Stocks، والأسهم الممتازة هي نوع من الأوراق المهجنة نعرفها كما يلي:

3- تعريف الأوراق المهجنة³

(1) فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، 46.

(1) Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, *La bourse des valeurs* Alger: Edition BOUCHENE. 1993 pp. 19-20.

*تأتي الأسهم العادية في المرتبة الأخيرة من حيث الأفضلية في تحصيل الأصول الصافية بعد كل من السندات والأسهم الممتازة عند تصفية الشركات.

(2) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 30-31.

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

2- أنواع الأوراق المهجنة: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة:

- **الأسهم الممتازة:** هي "جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية.
- **شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية.

- **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والخصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي. أما أوراق الدين فتمثل مصدراً آخر للتمويل، وتضطلع بمهمة إصدار السندات هيئات ذات هياكل قانونية متنوعة من بينها:⁽¹⁾

- الحكومات من خلال إصدارات الخزينة العامة؛
- الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، والهيئات شبه العمومية؛
- المؤسسات الخاصة.

(1) سامي مباركي، مرجع سابق، ص: 5.

وتعتبر أوراق الملكية وأوراق المديونية أداتين من أدوات توظيف رؤوس الأموال بالنسبة للمستثمر، وقد ظهر في سبعينيات القرن العشرين فئة أخرى من الأوراق المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة Clearing House على ضمان تنفيذ تلك العقود.

3- **المفاضلة بين أدوات التمويل:** فالشركات عند إتباعها أسلوب تمويلي معين فإنها تقوم بالمقارنة بين التمويل عن طريق الأسهم والسندات.

المطلب الثاني: قياس درجة تطور أسواق رأس المال⁽¹⁾

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:

1- **مؤشرات الحجم:** يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. أما المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة، فحسب مؤشر التنمية العالمي لسنة 2001 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121 شركة سنة 1990 ليقفز هذا العدد بعد عشر سنوات إلى حوالي الضعف ببلوغه 49612 شركة.

2- **مؤشرات السيولة:** تُعبر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة. وتسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر، ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور

(1) سامي مباركي، مرجع سابق، ص ص: 6-8.

البورصة في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في البورصة. بالنسبة لمعدل التداول Value Traded Ratio فإنه يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول) خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، أما معدل الدوران Turnover Ratio فيقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة، ويؤشر المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات.

إن مؤشرات تطور أسواق رأس المال مهمة جداً خاصة إذا ما تم ربطها بمؤشرات تطور القطاع المصرفي، وبالتالي يمكن تحديد مدى تأثير اقتصاد البلد المعني بأساليب التمويل المختلفة، ومدى تأثير كل أسلوب على النمو الاقتصادي.

المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية من هذا المنطلق تكمن أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي:

1- **الأهمية المالية:** لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة.

- **بالنسبة للمستثمر:** يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه⁽¹⁾.

- **بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية:** الحصول على ما تحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل،

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 09.

هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة ؛ إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية.

2- الأهمية الاقتصادية: إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي.

- **دور سوق الأوراق المالية في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية:** تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية وهذا ياتباع طرق شتى⁽¹⁾

- **دورها في زيادة الادخار:** توفر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار ، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض .

- **دورها في علاج المديونية:** فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي.⁽²⁾

- **دورها في عملية الخصخصة:** عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد.⁽³⁾

- **دورها في تمويل خطط التنمية:** وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق.

(1) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص: 16.

(2) عمر صقمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 125.

(3) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص: 08.

- **دورها في تقييم الشركات والمشروعات:** حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل.

- **دورها في تجنب الآثار التضخمية:** إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة المفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج⁽¹⁾.

المبحث الثالث: ماهية الرقابة على الأسواق المالية

عادة ما تتدخل الدولة في تنظيم السوق المالية بها، وذلك نظرا لأهمية تلك الأسواق كانت بحاجة إلى رقابة شديدة لمنع استخدامها في ابتزاز أموال الناس عن طريق إنشاء الشركات الوهمية، أو تشغيل تلك الأموال في مشاريع فاشلة، أو غير ذات جدوى من الناحية الاقتصادية .

المطلب الأول: مفهوم الرقابة المالية

إن السبب الحقيقي للأزمة المالية العالمية يتمثل في ضعف الرقابة والمتابعة والتقييم⁽²⁾.

1- **تعريف الرقابة:** الرقابة بصفة عامة تعني التحكم أو التوجيه، وفي سوق الأوراق المالية يقصد بها التحكم في أو توجيه سلوك المتعاملين في الأوراق المالية عن طريق وضع الأطر والضوابط المنظمة للتعامل وتحديد قواعد السلوك الواجب

(1) صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا إقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2003، ص: 90.

(2) عبد الحميد محفوظ الزقلي، وجهة نظر في الأزمة المالية العالمية، مجلة الرباط، العدد 44، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009، ص: 1.

إتباعها ومعاقبة من يخالفها. ولكي تكون الرقابة فاعلة فلا بد لها من مرتكزات ثلاثة هي:

- وجود قانون تستمد منه الجهة الرقابية قوتها وسلطاتها؛
- وجود قواعد سلوك تسري على الجهات الخاضعة للرقابة ؛
- الإشراف على إنفاذ القوانين ، وتوفير صلاحية معاقبة المخالفين .

2- أهداف الرقابة على الأسواق المالية: (1) يكمن دور الهيئة الرقابي في توفير المناخ القانوني والإطار المؤسسي اللازم لعمل سوق الأوراق المالية والارتقاء بكفاءتها بهدف حماية المستثمرين وجذب الاستثمارات إليها ودعم الثقة بها وتهدف الرقابة في كل الأسواق إلى تحقيق استقرار الأسواق ودعم الثقة بين المتعاملين وحمايتهم من الغش أو الاحتيال وفض النزاعات بأقل تكلفة. أما بالنسبة لأسواق الأوراق المالية فإن هناك أسباباً إضافية تستلزم وجود الرقابة والرقابة الصارمة توفر أسواق الأوراق المالية فرصاً لالتقاء المدخرين لذلك فإن لها تأثيراً كبيراً في الاقتصاد الكلي لأي بلد لأن تمويل المشاريع ينطوي على تحقيق:

- منافع كلية في شكل دخول إضافية وفرص عمل وإيرادات للدولة؛
- في أسواق الأوراق المالية يتبادل الناس حقوق ملكية تنطوي على منافع قد تنتج في المستقبل مثل مقاسيم (توزيعات) الأرباح أو الأرباح الناشئة عن الفروق في أسعار الأسهم Capital Gains ولذلك يجب أن توفر للمتعاملين في السوق وعلى قدم المساواة المعلومات التي تمكنهم من تقدير تلك المنافع وتقدير المخاطر (الخسائر المحتملة)؛
- لا يتم التعامل في سوق الأوراق المالية مباشرة بين البائعين والمشتريين بل من خلال وسطاء ؛

(1) www.tadawul.net/forum/newreply.php?s=2d9812d4db8b616155767719fef8200a&do=newreply&p=178,10/12/2010,16h52 .

- تفاوت فرص المستثمرين في الحصول على المعلومات ذات التأثير على أسعار الأسهم .

المطلب الثاني: عملية الرقابة على الأسواق المالية المعاصرة وهيئتها

تبين مما سبق أن السوق المالية تتنوع، لذلك يخضع كل من السوقين إلى جهة إشرافية ورقابية غير الجهة التي تخضع لها السوق الأخرى.

1- الرقابة على سوق النقد: فأما سوق النقد بقسميها (سوق الإصدار وسوق التداول) فإنها تخضع لإشراف البنك المركزي، فهو (المشرف، الرقيب والمنظم لسوق النقد).⁽¹⁾

2- الرقابة على سوق رأس المال: فإنها تخضع لإشراف أكثر من جهة، فمثلا في المملكة العربية السعودية تخضع سوق رأس المال لإشراف ورقابة وزارة التجارة من جهة، ولإشراف ورقابة مؤسسة النقد من جهة أخرى، فضلا عن إشراف ومتابعة اللجنة الوزارية ولجنة الإشراف الدائمة المشكلة من وزارة التجارة، ووزارة المالية.

ففي مصر تخضع سوق رأس المال لإشراف الهيئة العامة لسوق المال ، بالإضافة إلى عدد من الجهات الحكومية ذات العلاقة، مثل وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، ووزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي .

وفي أمريكا فتخضع سوق رأس المال لإشراف ورقابة لجنة مشكلة من خمسة أعضاء يصدر بها قرار من رئيس الجمهورية، ويعتمده الكونجرس، يطلق عليها لجنة الأوراق المالية والبورصة (sec) .

وينقسم نشاط اللجنة إلى خمسة أقسام، يشرف على كل قسم منها عضو يتبعه عدد من الخبراء في مجالات متعددة من اقتصاد ومحاسبة وقانون...، ويتولى القسم

⁽¹⁾ سامي خليل، النقود والبنوك، دار الشباب، مؤسسة الكميل، الكويت، 1979، ص: 115

الأول شؤون الشركات، ويتولى القسم الثاني شؤون أسواق الأوراق المالية، أما القسم الثالث فيتولى مهمة إجراء التحقيقات والتأكد من تنفيذ القوانين واللوائح، كما يتولى القسم الرابع متابعة تنفيذ التعليمات الخاصة بالشركات القابضة في مجال الخدمات (كهرباء، مياه، هاتف ...)، أما القسم الخامس فيعنى بالإشراف على تنفيذ القوانين في شأن شركات الاستثمار مستشاري الاستثمار.⁽¹⁾

3- **تدخل الدولة في الأسواق المالية:** وتأتي ضرورة تدخل الدولة في الأسواق المالية عن طريق الرقابة والإشراف الدائم، لكي تقوم تلك الأسواق بأداء وظيفتها في تحقيق النمو الاقتصادي بدرجة عالية من الكفاءة، وهي لا تقوم بذلك إلا إذا كانت قادرة على جذب المزيد من الاستثمارات بصفة مستمرة، ولكي تقوم السوق المالية بذلك فانه يشترط أن تتصف بالكفاءة والعدالة، وهذا يعني أن الهدف من رقابة الدولة على السوق المالية هو تحقيق هذين الأمرين.

ولغرض تحقيق هذين الهدفين تقوم الدولة عادة بإصدار الأنظمة والتعليمات التي تسعى بصفة أساسية إلى تحقيق ما يلي:

- ضمان جدية الشركات، والتأكد من الجدوى الاقتصادية لنشاطها؛
- الشفافية، بأن تكون جميع المعلومات التي لها علاقة وأثر على قرارات الاستثمار متوفرة في الوقت المناسب لجميع الأطراف ذات العلاقة؛
- الإفصاح، فكل من أراد أن يحصل على مدخرات المواطنين عن طريق الأسواق المالية يلزمه أن يفصح عن أشياء محددة من خلال نشرة الإصدار، وأن يوافي السوق بتقارير دورية محددة من قبل الجهات الإشرافية لغرض الإفصاح؛
- منع الاستخدام السيئ للأسواق، مثل استغلال بعض المتعاملين لمعلومات خاصة لديهم للإثراء عن طريق البيع والشراء من السوق؛

(1) منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية سوق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1995، ص ص:

- تحديد معايير الكفاءة للمتعاملين في الأسواق من سماسرة وغيرهم ؛
- منع استخدام أي عقد لم توافق الجهات الرقابية على صيغته.

4- هيئة الرقابة على الأوراق المالية: إن إنشاء مثل هذه الهيئة يعتبر بالغ الأهمية، إذ توكل لها مهمة تنظيم ومراقبة السوق والعمل على توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية في السوق الثانوية (المنظمة وغير المنظمة) وتأهيل الوسطاء وقبولهم إذا ما استوفوا الشروط المطلوبة.

ولهذه الهيئة حق قبول أو رفض تسجيل أوراق مالية جديدة أو إحلال ورقة مالية محل أخرى، وفرض مخالفات على الشركاء والوسطاء الذين يخلون بالالتزامات والتشريعات المعمول بها.

ونظرا للأهمية التي تكتسبها هذه الهيئة في استمرارية عمل البورصة وحماية المستثمرين، فإنها تضع مختلف الترتيبات لتنظيم عمليات البيع والشراء في البورصة، ففي الجزائر أطلق عليها "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، وفي بورصة نيويورك "لجنة الأوراق المالية والبورصة"، وفي عمان "هيئة الأوراق المالية". وفي كل الأحوال يفترض أن تكون هذه الهيئة تتكون من خمسة أعضاء يصدر بشأنهم قرار من الرئيس الأمريكي ويعتمده الكونجرس⁽¹⁾ وفي مصر تتكون لجنة البورصة من 17 عضواً، تسعة منهم يمثلون السماسرة، وخمسة يمثلون البنوك والشركات وصناديق الادخار، وثلاثة يعينهم الوزير المختص.⁽²⁾

(1) صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى العلمي الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء الفعلي في الاقتصاد العالمي، 31 ماي-02 جوان، الجزائر، ص ص: 15-16.

(2) عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص ص: 293-294.

أما في الجزائر فقد أسندت مهام التعيين إلى السلطات التنفيذية كوزير العدل والوزير المكلف بالمالية ووزير التعليم العالي ومحافظ بنك الجزائر وشخصين من المصدرين للقيم المنقولة ويمتلكان الخبرة في المجال المالي أو المصرفي*. و الملاحظ أن هذه التشكيلة يغلب عليها طابع توزيع المزايا وليس التمثيل الحقيقي للشركات في البورصة مع ما ينجر عن ذلك من هيمنة الأحكام الذاتية مما قد يفقد اللجنة فعاليتها وتمثيلها.

المطلب الثالث: الرقابة على الأسواق المالية في الدول العربية

استمرت الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح ، بالإضافة إلى قيام بعض الدول العربية بإرساء قواعد للتعاون مع هيئات أسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الإيوسكو (IOSCO) وذلك فيما يتعلق بتبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير دور الجهات الرقابية في الدول العربية⁽¹⁾

7- تعزيز الدور الرقابي للسوق⁽²⁾: اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص.

وفي هذا الجانب، تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى إعادة هيكلة السوق، والتي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المعني

* أخذت هذه المعلومات من مشروع القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، جانفي 2003.

(1) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2008.

(2) بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 261 .

بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم وتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ نهاية عام 2002 سبعة أسواق، وهي الأسواق في كل من الأردن ومصر وعمان وتونس والمغرب والإمارات والجزائر. أما في بقية الدول العربية، فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا الرقابي والتنفيذي.

2- الرقابة والتداخل بين السلطات: من بين مظاهر هذه المشكلة نقص الكفاءات البشرية العاملة في الجهة الرقابية، وعدم الاستغلال المالي لهيئة سوق المال، وتم اقتراح الإجراءات الآتية:⁽¹⁾

- تعديل هيكل الأجور للعاملين بالهيئة العامة لسوق المال؛
- السماح للهيئة باستقطاب خبراء متميزين من خارج القطاع الحكومي والعام لإدارة قطاعاتها؛
- التدريب المستمر للعاملين بالهيئة؛
- استقلال ميزانية الهيئة عن ميزانية العامة للدولة، مع إيجاد نص تشريعي يسمح بذلك بالإضافة إلى تحرير الهيئة من القواعد الحكومية بحيث يختص مجلس إدارتها بوضع اللوائح المالية والإدارية ولوائح شؤون العاملين ولوائح الأجور دون التقيد بأي لوائح أو قواعد يجري تطبيقها في الحكومة أو في هيئات أو في القطاع العام. وتم اقتراح تكليف كل من وزارة الاقتصاد، هيئة سوق المال ووزارة المالية.

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص: 267 .

- 3- **الرقابة على أداء الشركات:** والمشكل هنا يكمن في:⁽¹⁾
- عدم التزام الشركات بموافاة الهيئة بالتقارير الدورية الخاصة بها ؛
 - عدم إتاحة التقارير الدورية للشركات للعامه؛
 - عدم وجود ضوابط محددة ومعايير لتحديد ماهية التداول المعتمد على المعلومات الداخلية؛
 - عدم وجود قانون يحكم الالتزام بسلوكيات مهنة المحاسبة والمراجعة؛
 - وتم اقتراح الإجراءات الآتية:
 - إعادة النظر في العقوبة الموقعة على الشركات المخالفة والتي تؤدي شدتها إلى تردد المسؤولين في تنفيذ القرار. ويقترح في ذلك تخفيف وطأة العقوبة لضمان فاعلية التنفيذ وأن يتم بصورة تدريجية من خلال إرسال إنذارات ووقف التداول لفترات محددة أو غرامة مالية؛
 - يجب الاهتمام بمتطلبات الإفصاح وتحديد شكل أكثر دقة وكيفية تطبيقها؛
 - تفعيل دور شركات تداول المعلومات؛
 - وتم اقتراح تكليف وزارة الاقتصاد، هيئة سوق المال والبورصة بتنفيذ هذه الإجراءات:
 - الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك؛
 - تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها؛
 - تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها؛

(1) المرجع نفسه، ص ص: 267-269.

- وتم اقتراح تكليف كل من هيئة سوق المال والبورصة بتنفيذ هذه الإجراءات:

- محاولة تحديد مفهوم التداول القائم على المعلومات الداخلية وتجريمه؛

- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة؛

- التزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي أن يقيم أداء هذه الشركة، وحتى تستطيع الشركات أن تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية أي يجب إضافة هذا الشرط للقانون علما بأنه ضمن قواعد القيد الخاصة بالبورصة .

وتم اقتراح تكليف كل من وزارة الاقتصاد، جمعية المحاسبين والمراجعين والبورصة بتنفيذ هذه الإجراءات.

خاتمة:

لقد شهدت السنوات الأخيرة تطورا ملحوظا في أسواق المال الناشئة انعكس في تحريرها من كثير من القيود ومحاولات توحيد التعامل والمعالجات المحاسبية وتقليل المخاطر السياسية، حيث توجهت الأسواق المالية نحو التكامل والتعاون، وازداد تدفق الأموال بين الدول ودخول المستثمر الأجنبي.

حيث كانت الأسهم والسندات بمثابة أدوات التداول التقليدية في الأسواق المالية المحلية أو الخارجية، ولقد تطورت هذه الأدوات لتشمل أخرى جديدة أكثر تعقيد لذلك تطلب الأمر من الدولة إيجاد هيئات معينة بالقيام بعملية رقابة لهذه الأسواق المالية.

ولما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في

إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات. وقد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها وذلك بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم. لكن ورغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي التي بلغت في سنة 2004 ما مقداره 0.22 % .

ويختلف التنظيم المتبع باختلاف الدولة، فلكل دولة نظام معين للرقابة، وهيئات خاصة هدفها حماية المستثمرين وممتلكاتهم ومحاولة الحفاظ على السير الحسن لعمل الأسواق المالية.

قائمة المراجع

1- الكتب

- سامي خليل، النقود والبنوك، دار الشباب، مؤسسة الكميل، الكويت، 1979.
- صلاح الدين السيدي، دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.
- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمارات، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.

- عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- على محي الدين القرداغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، (د، ب، ن)، 2002.
- عمر صقر، العولة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول): أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 3، 2005.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية سوق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1995.

2- الأطروحات

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر، 2006/2005.

3- مجلات وملتقيات

- جبار محفوظ، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة فرنسا، مداخلة مقدمة في ملتقي دولي حول، سياسات التمويل وأثرها علي الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006.

- حسان خضرم، تحليل الأسواق المالية ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004.
- سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، مداخلة مقدمة في ملتقى دولي حول، سياسات التمويل وأثرها علي الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر، 2006.
- صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى العلمي الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء الفعلي في الاقتصاد العالمي، 31 ماي-02 جوان ، الجزائر.
- عبد الحميد محفوظ الزقلي، وجهة نظر في الأزمة المالية العالمية، مجلة الرباط، العدد 44، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009.
- فداء محمد بهجت، دور مهنة المحاسبة والمراجعة في أسواق المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الملتقى الثاني لمكاتب المحاسبة والمراجعة في دول مجلس التعاون الخليج العربية، الكويت، 8-9 مارس 2005.

4- التقارير

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإئماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2008.

5- الأنترنت

- أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، (الإمارات العربية المتحدة: ديسمبر 2005)، ص. 13 متوفر في شبكة الانترنت على الموقع:

<http://www.sca.ae/arabic/secured/publications/uploads/SeminarDec2005.pdf>

- علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي، حالة مصر، 1974-2002، أوراق صندوق النقد العربي، عدد 9،

صندوق النقد العربي، أبو ظبي، أبريل، 2004، ص: 2 متوفر على شبكة الانترنت في الموقع:

<http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/EPI%20DEPT/PUBLICATIONS/Economic/egypt%20case.pdf>.

- www.tadawul.net/forum/newreply.php?s=2d9812d4db8b616155767719fef8200a&do=newreply&p=178, 10/12/2010, 16h52.

6- مراجع باللغة الأجنبية

- Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, **La bourse des valeurs** Alger: Edition BOUCHENE. 1993 pp. 19-20.