

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية
دراسة التجربة الإماراتية وإسقاطها على الجزائر

The role of Islamic financial engineering in developing stock markets
A study of the Emirati experience and its projection on Algeria

قلمين محمد هشام

جامعة تيزي وزو (الجزائر)، mohamedhichem2013@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2019/10/15

تاريخ القبول: 2019/08/08

تاريخ الارسال: 2019/05/21

الملخص:

يعاني السوق الجزائري للأوراق المالية لجمود كبير منذ تأسيسه، هذا ما جعل المنتدى الاقتصادي العالمي يصنفه على أنه رابع أضعف سوق مالي في العالم، وهذا بالرغم من أن الجزائر تزخر بإمكانيات مالية كبيرة، هذا الجمود راجع إلى جملة من العوامل الاقتصادية والسياسية والقانونية تساهم الحكومة في قسط كبير منها، فالسوق المالي الجزائري تعاني ما نسميه بأزمة الثقة في الأسواق الناشئة وهذا راجع إلى التدخل المتواصل للحكومات في الأسواق، ما ينجم عنه تراجع المؤسسات وسحب تعاملات من الأسواق وفي غياب المنافسة فإن عوائد الأسهم تبقى في مستويات دنيا.

لقد عانت الامارات العربية من نفس الوضعية خلال السنوات الأولى من نشاط سوقها للأوراق المالية، إلا أنها تداركت الوضع عن طريق ايجاد آلية لإعادة جاذبية السوق الاماراتي لدى جمهور المستثمرين، وهي تحويل سوق الأوراق المالية إلى بورصة إسلامية هي الأولى من نوعها في المنطقة العربية، وقد استطاعت مضاعفة المتدخلين خاصة الأفراد منهم الذي يبقى الوازع الديني هو المحرك الرئيسي لقرار الاستثمار في السوق المالي إلى 9 أضعاف بأكثر من 130 شركة مدرجة وبحجم تداول بلغ 660 مليار دولار منها 73.7% من استثمارات الأفراد خلال عام 2014، من خلال توفير مجموعة كبيرة ومتنوعة من المنتجات المالية الإسلامية والخيارات الاستثمارية،

لقد استطاعت هذه السوق بالنهوض باقتصاد البلاد، مساهمة في تطوير القطاع العقاري والقطاع المصرفي الإسلامي والنقل والاتصالات والسياحة... الخ، ومساهمة في تكوين أكثر من 55.000 مليونير جديد خلال العشرة السابقة.

ولذلك فعلى الجزائر الاستفادة من التجربة الإماراتية، وهذا عن طريق توفير مجموعة من الشروط من أجل تأسيس سوق مالي إسلامي، سوف يساعد على تطوير بورصة الجزائر.

الكلمات الدالة: الأسواق الناشئة، القطاع المصرفي الإسلامي، سوق الأوراق المالية الإسلامي الإماراتي، بورصة الجزائر.

Abstract:

Algerian market securities suffer from great rigidity since his establishing, this is what made the World Economic Forum classify him as a fourth weaker financial market in the world,

and this despite the fact that Algeria has a large financial potential, this inertia is due to a number of economic, political and legal factors, the government contributes to the premium & large shares of them, the algerian financial market is experiencing what we call the crisis of confidence in emerging markets and this is due to the continuous intervention of governments in the markets, resulting a decline of institutions and withdraw from the market, & with the absence of competition, the stock dividend remain at low levels.

Arab Emirates have suffered from the same position during the first years of market Securities activity, but she remedied the situation by finding a mechanism for re-UAE market attractive to investors audience, which convert the stock market to an Islamic stock exchange, who is the first of its kind in the Arab region, has been able to doubling the interveners private individuals whom that remains the religious restraint is the main driver of the decision to invest in the financial market to 9-fold & more than 130 companies listed and trading volume of \$ 660 billion, of which 73.7% of individuals investments during 2014, through the provision of a wide & various range of islamic financial products and investment options, This market has been able to the advancement of the country's economy, contributing to the development of the real estate sector and the Islamic banking sector, transport and communications, tourism, etc ..., and contribute to the formation of more than 55,000 new millionaires over the past decade.

Therefore For Algeria benefit from the UAE experience, and this by providing a set of conditions for the establishment of an Islamic financial market, will help to develop Algeria Stock Exchange

Key words : Emerging markets, Islamic banking sector, UAE islamic stock exchange, Algeria stock exchange.

المقدمة

إن السوق الجزائري للأوراق المالية يعتبر من أضعف الأسواق حسب تقرير المنتدى الاقتصادي العالمي، محتلا المرتبة 143 من أصل 148 دولة، وهذا التصنيف راجع إلى غياب نشاط السوق في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني فرأسمالها لا يتعدى 13 مليار دينار وهو لا يمثل سوى 0.01% من الناتج الوطني الخام، بـ5 شركات مدرجة حاليا.

ورغم محاولات مجلس مساهمات الدولة من خلال قراراته بمنح الضوء الأخضر لأكثر من 10 مؤسسات وطنية (أغلبها بنوك) للدخول في البورصة ووضع مخطط لإدخال أكثر من 40 شركة عمومية قبل نهاية 2015، إلا أن نشاط البورصة لم يتحسن بل بالعكس الأرقام تدل على تراجع كبير في حجم معاملاتها وهو أدى إلى تهديد مدير عام شركة أليانس - الجزائر المدرجة في البورصة بسحب أسهم الشركة من التداول.

إن حالة بورصة الجزائر مردها جملة كبيرة من المشاكل الاقتصادية والسياسية والإدارية والإعلامية وخاصة القانونية منها، تراكم هذه العراقيل أدى حدوث أزمة ثقة لدى الجمهور أصحاب المدخرات أفراد منهم أو مؤسسات في البورصة وهذا ما يؤدي إلى انكماش في النشاط وضعف المنافسة لقلة الشركات المصدرة والتي تؤدي إلى ضعف العائد للأسهم المتداولة وظهور اختلالات في قيم أسهمها نتيجة لغياب التداولات وحركة البيع والشراء، وهذا ما يعتبر عامل مثبط لأي سوق ناشئ يريد أن تنمو

ويتطور، فجاذبية الأسواق الناشئة تكمن في منح الأفراد والمؤسسات المتدخلين بغرض المضاربة لعوائد أعلى من تلك التي يتحصلون عليها في الأسواق المتطورة.

بالإضافة إلى محاكاة مسؤولي بورصة الجزائر في تسييرها طريقة تسيير بورصة أمستردام وهذا رغم الاختلافات الكبيرة بين المؤسستين سواء من حيث حجم التداول وعدد الشركات المدرجة والمنتجات المقدمة، ولذلك يمكن البحث عن تجربة ناجحة لسوق متقاربة الخصائص مع السوق الجزائري.

لقد كانت الامارات العربية المتحدة في نفس الوضع الجزائري بعد أزمة البترول في ثمانينات القرن الماضي وهذا على اعتبار أن الاقتصاد الإماراتي آنذاك اقتصاد ريعيا، ولكن ورغم تأخذ الامارات في فتح سوقها المالي إلا انها استطاعت خلال عشرة سنوات من جعله السوق الرائد الأول في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من حيث تنوع الاستثمار ومستوى العوائد، ومحتلا المركز الثاني من حيث حجم التداول بعد المملكة العربية السعودية.

لقد كانت سوق الامارات العربية للأوراق المالية تعاني من نفس مشاكل بورصة الجزائر، إلا أن التحول في مسارها كان عن قرار مسؤوليها إلى تحويلها إلى سوق مالية إسلامية خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا فتح الباب أمام الجمهور لطرح مدخراتهم للاستثمار خلال 5 سنوات ارتفع حجم الشركات المدرجة في سوق دبي مثلا بـ 9 أضعاف، واليوم يوجد أكثر من 130 شركة مدرجة في سوق الامارات للأوراق المالية.

ولقد كان لتطور نشاط السوق الإماراتي للأوراق المالية الفضل بالنهوض بالعديد من القطاعات أولها القطاع العقاري ثم المصرفي ثم النقل والاتصالات والسياحة، وساهمت في تكوين أكثر من 55 ألف مليونير، واليوم لا تمثل المحروقات سوى 30% من مداخل الامارات العربية المتحدة.

ولذلك سوف نحاول دراسة التجربة الإماراتية في النهوض بسوق أوراقها المالي بالتركيز أكثر على سوق دبي المالي وتحوله إلى أول بورصة إسلامية في المنطقة، وما إمكانية تطبيقها على بورصة الجزائر، وعلى هذا الأساس نقوم بطرح الإشكال التالي:

كيف يمكن تطبيق التجربة الإماراتية في تطوير سوقها الناشئ في الجزائر، وما مدى فعالية دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير بورصة الجزائر؟

من خلال هذا الطرح يمكننا الخروج بالأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما المقصود بمصطلح الأسواق الناشئة؟
- ✓ ما هي معالم التجربة الإماراتية في إصلاح سوقها للأوراق المالية؟
- ✓ ما هو واقع البورصة الجزائرية حاليا؟
- ✓ ما هي العوامل التي تساهم في الركود المستمر للبورصة الجزائرية.
- ✓ هل الوضع الحالي يسمح للبورصة الجزائرية بالتحول إلى بورصة إسلامية؟

فرضيات الدراسة:

- إن طغيان المؤسسات العمومية على نشاط البورصة هو السبب الرئيسي في ركودها، وهي وراء أزمة الثقة التي يعاني منها السوق الجزائري.
- تعاني بورصة الجزائر من غياب لسياسة تسويقية ودعائية فعالة لأنشطتها.
- تحول البورصة الجزائرية إلى إسلامية من شأنه أن يجذب رؤوس أموال ضخمة أجنبية ومحلية للاستثمار في منتجاتها.
- السوق الجزائري لا يتوفر على الشروط الاقتصادية والقانونية والتقنية والابداعية التي تسمح بتحول بورصة الجزائر إلى بورصة إسلامية.

1. الأسواق المالية الناشئة:

إن مصطلح الأسواق المالية الناشئة بدأ استخدامه من طرف خبراء مؤسسة التمويل الدولي وهذا خلال دراستهم لتطور ونمو الأسواق المالية الضعيفة أو الأقل تقدما، وقد أدى الطلب المحلي على رؤوس الأموال إلى ظهور هذه الأسواق بالإضافة إلى رغبة المستثمرين لاستثمار أموالهم في هذه الدول، بعد عمليات الإصلاح التي قامت بها حكومات هذه الأخيرة.

وتوجد عدة تعاريف للأسواق المالية الناشئة فخبراء مصارف الاستثمار الأمريكية يعرفونها على أنها " أسواق في دول منخفضة ومتوسطة النمو، بدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، وهناك من يقول على أن مصطلح السوق الناشئ ينطبق سواء على الأسواق المنشأة حديثا أو على البورصات التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث، دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير هام في اقتصاديات تلك البلدان" (منتديات فيض العلم، 2015، ص:01)..

من خلال هاذين التعريفين نلاحظ أن الأسواق المالية الناشئة هي أسواق قائمة في الدول النامية شهدت حالة منت التطور بعدما كانت في ركود ولكن ليس لجميع تلك الأسواق القدرة على مواصلة ذلك النمو والتطور في الفعالية ومعدلات العوائد وليست كلها جاذبة لرؤوس الأموال المحلية أو الخارجية، فمن خلال ملاحظتنا ل33 سوق ناشئ نلاحظ أن دولا مثل الهند، إندونيسيا، ماليزيا، مصر، جنوب افريقيا، لا تزال أسواقا ناشئة رغم بداية نشاطها من بدايات القرن العشرين، ومنها أسواق لم تساهم في أي إضافة لاقتصاد البلد مثل مصر، في حين لو أخذنا مثال سنغافورة فهو العكس تماما لهذه الدول، ورغم بدايتها المتأخرة إلا أن السوق المالي لسنغافورة رفع اقتصاد الدولة على اكتافه وخلال 30 سنة حوله من اقتصاد غابر إلى أحد الاقتصادات الرائدة في العالم.

فانطلاقاً من سنة 1981م أعدت مؤسسة التمويل الدولية قاعدة بيانات عن هذه الأسواق كدليل للاستثمار في تلك الأسواق من قبل المستثمرين.

1.1 مفهوم الأسواق الناشئة:

تعرف هذه المؤسسة الأسواق المالية الناشئة على أنها " تلك الأسواق في الدخول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، وتعتبر الأسواق المالية الناشئة كل سوق يتواجد في اقتصاد نام، ويحقق نمو وتطور " وتؤكد مؤسسة التمويل الدولي على ضرورة تواجد هذا السوق في دولة هي في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق الحر، تتزايد حجم الإصدارات الجديدة للأسهم، وبها زيادة كبيرة للقيمة السوقية للأسهم) بوعبد الله علي، 2014، ص: 179).

وقد بدأ الحديث بكثب عن هذه الأسواق عن ظهور الحاجة للمؤسسات المالية العالمية إلى البحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي للاستفادة من عوائدها المرتفعة— وفرارا أبيضاً من المنافسة الشرسة الموجودة على مستوى الأسواق العالمية الكبرى كما فعلته مؤسسات وبنوك الاستثمار الأمريكية. كما تشير هذه البنوك إلى أن مصطلح ناشئة هو مصطلح مؤقت فكل الأسواق العالمية الكبرى الحالية كانت أسواق ناشئة خلال بدايات القرن العشرين عدا السوق البريطاني الذي كان السوق العالمي القوي الوحيد في تلك الفترة، بالإضافة إلى الأسواق الآسيوية التي لم تعرف طريقها إلى النمو والتطور في ستينيات وسبعينيات القرن الماضي بمساعدة مؤسسات الاستثمار الأمريكية، التي أرادت الخروج من السوق الأمريكي بعد تشبعه نسبياً.

والملاحظ لتطور الأسواق المالية أن أغلبها مر بمراحل متشابهة، فلو قمنا بتعداد هذه الأسواق حالياً وهي 33 سوق ناشئة من 5 أقطار عالمية (إفريقيا - آسيا - الشرق الأوسط - أمريكا اللاتينية - أوروبا)، فقد مرت بمراحل نمو ثم انفتاح نتيجة لضغط أصحاب رؤوس الأموال الخارجية ثم تطور حين تصل إلى تقديم العوائد المرتفعة المرجوة منها، في حين أن ما يميز الأسواق الكبرى عن الناشئة أن هذه الأخيرة لم تصل إلى مرحلة النضج من خلال استقرار السوق واحترامه للمعايير الدولية في جميع المنتجات المالية كمقررات بازل، ومعايير المحاسبة الدولية... الخ.

وسوف نقوم بعرض مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة:

المرحلة الأولى: مرحلة النمو: وخلال هذه المرحلة يكون السوق في بداياته بعدد قليل من الشركات المدرجة وإصدار ضعيف لأسهم مع تعرضها الشديد للتقلبات في الأسعار، ووجود أزمات متكررة في السيولة، وهذا أيضاً ناتج عن عدم احترام تام للمعايير المنظمة للأسواق الدولية، وهي في الغالب لا تثير اهتمام المستثمر الأجنبي صاحب رؤوس الأموال الضخمة، إلا أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تتجه نحو الارتفاع وهذا الارتفاع سوف يعطي انتباه بعض المستثمرين وأصحاب المدخرات المحليين،

فهي تعتبر كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية غالباً تلك الأوراق المالية تستخدم في دعم النمو الاقتصادي للدولة، من خلال تمويل المشاريع الاستراتيجية، ومن أمثلة هذه الأسواق أسواق شرق أوروبا.

المرحلة الثانية: مرحلة الانفتاح: كما سبق لنا ذكره هذا الانفتاح سببه الضغوطات التي يمارسها أصحاب رؤوس الأموال الخارجية، هؤلاء الذين جذبهم ارتفاع مستوى السيولة ووجود التنوع في الاستثمار، أي وجود فرص ربحية لا توجد في الأسواق العالمية المتشعبة والموجود بها منافسة شرسة، مع خضوعها للمعايير العالمية كل هذا يؤدي إلى هروب المستثمرين من تلك الأسواق إلى الأسواق الناشئة، صحيح ان هذه الأخيرة تبدأ في تطوير لوائح تنظيمية لتنظيم السوق (كأنظمة المقاصة بهدف جذب المستثمرين وزيادة حجم الأوراق المتداولة في السوق) إلا أنه توجد مساحة حرية لتلك المؤسسات في العمل لا توجد في الأسواق التي تطبق المعايير العالمية.

ومن أمثلة هذه الأسواق أسواق الـ bric (BRAZIL – RUSSIA – INDIA – CHINE) وأسواق عربية كمصر والمغرب، فكما قلنا سابقاً من بين هذه الأسواق هناك أسواق لا تساهم في تحقيق نمو أو تطور لاقتصاد الدولة.

المرحلة الثالثة: مرحلة التطور: توجد عدة أسواق وصلت إلى مرحلة التطور كالسوق المكسيكي واغلب دول أمريكا الجنوبية، هذه الأسواق الأكثر استقراراً وتقدم عوائد أكثر ارتفاعاً، يجد فيها المستثمرون سهولة كبيرة في التعامل بالإصدارات الجديدة (نتيجة سهولة طرحة المؤسسات الخاصة أو المؤسسة المخصصة لإصداراتها) وهذا ما يؤدي إلى زيادة حركة التداول، وتأخذ هنا الأسواق وسائل للتحوط من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها.

المرحلة الأخيرة: مرحلة النضج: وهنا يمكن الحديث عن أسواق مثل سنغافورة التي تبقى المثال الرائد في تطور السوق المالي، بالإضافة إلى هونك كونغ، وكوريا الجنوبية وتايوان... الخ، هذه الأسواق مستقرة نتيجة لاحتزامها للمعايير الدولية المنظمة في الأسواق، وتطور استراتيجيات التسويق والاتصال وهذا ما يرفع درجة ثقة المستثمرين اتجاهه واتجاه اقتصاد الدولة.

تتميز هذه الأسواق بارتفاع كبير في درجة السيولة وهذا راجع لكثرة أنشطة المتاجرة، بالإضافة إلى انخفاض علاوات المخاطر للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية (بوعبد الله علي، 2014، ص: 181)..

2.1 معايير تصنيف الأسواق المالية الناشئة:

يمكن الحكم على طبيعة السوق المالي الناشئ من خلال مجموعة من المعايير الكمية كمعدل النمو الاقتصادي أو بمؤشرات عالمية كمؤشر morgan stanley ومجموعة من المعايير الكيفية كدرجة كفاءة الأداء.

المعايير الكمية: حسب مؤسسة التمويل الدولية السوق المالية الناشئة هي:

➤ سوق بلد يكون متوسط دخل الفرد السنوي أقل من 10.000 دولار.

➤ دول خارج منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE .

➤ خارج مؤشر STANLEY MORGAN , financial times .

➤ أسواق دول انتقلت من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي.

هذه المعايير غير كافية (وهذا رغم قيامها على مجموعة من المؤشرات الاقتصادية مصنفة للأسواق المالية) فهي لا تشير على قوة هياكل البورصة أو إمكانية الدخول إلى السوق، بالإضافة إلى أنه لا يمكن تصنيف سوق ناشئ فقط لأنه في دولة نامية، صحيح انه في الأغلب الأسواق المتطورة تكون في الدول المتطورة وهذا راجع لحمل ذلك السوق لاقتصاد البلد، غلا أنه توجد العديد من الدول المتطورة لها أسواق ناشئة، كالصين وروسيا.

المعايير النوعية: السوق الناشئة ليست على درجة عالية من الكفاءة إلا أنها تتمتع بقوة أداء داخلي وكامل يؤدي إلى انتاج بمردودية مرتفعة، وهي تتيح فرص متنوعة للربح للمستثمرين الأجانب، ولقد ذكرنا سابقا على أن هذه السوق يجب أن تكون في تطور ونمو مستمرين إلا أن هناك درجة من النمو والتطور حتى نسمي ذلك السوق بالناشئ، فالعديد من الأسواق تعتبر نفسها ناشئة، إلا أنها ليست كذلك كسوق زيمبابوي، الذي يعتبر ضعيف، أو سوق سنغافورة الذي يعتبر من الأسواق المتقدمة بحجم كبير ودرجة كفاءة عالية.

ويمكن تمييز الأسواق الناشئة عن باقي الأسواق بالموصفات التالية:

تتميز هياكلها ببعض النقص في الكفاءة.

معناه أن معيار التمييز ليس تاريخ الانشاء وغلا لقلنا أسواق حديثة كسوق البحرين أو سلوفاكيا أو أسواق قديمة كسوق الهند والبرازيل والتي لا تزال أسواق نامية، فالأسواق الحديثة ليست بالضرورة ناشئة والأسواق القديمة ليست في أغلبها متطورة، فالكفاءة هو معيار تصنيف الأسواق المالية.

3.1 خصائص الأسواق المالية الناشئة: لتمييز سوق ناشئ عن غيره من الأسواق توجد بعض

المؤشرات يمكن تقسيمها إلى مؤشرات درجة تقدم ونضج السوق ومؤشرات توضح المنافع والمخاطر.

✓ **درجة نضج السوق:** لقياس درجة نضج السوق يجب قياس حجم السوق ودرجة السيولة ووزن

أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة، وسوف نقوم بإيضاحها باختصار:

✓ **حجم السوق:** ويقصد به سوق الأوراق المالية والتي يتم قياسها من خلال مؤشري رأس المال

السوقي، وعدد الشركات المسجلة.

معدل رأس المال السوقي: ونعني به القدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر و توجد 4

مجموعات من الأسواق الناشئة طبقا لهذا المعدل.

▪ **المجموعة الأولى:** رأسمالها السوقي اقل من 10 مليار دولار.

- المجموعة الثانية: رأسمالها السوقي ما بين 10 و 100 مليار دولار.
- المجموعة الثالثة: رأسمالها السوقي ما بين 100 و ترليون دولار.
- المجموعة الأخيرة: رأسمالها السوقي أكثر من ترليون دولار.

الشركات المسجلة: يدل هذا المعيار على كبر حجم السوق والدليل على ذلك فإن الولايات المتحدة أكبر سوق مالي عالمي بهال أكبر عدد شركات مسجلة أكثر من 8500 شركة، وفي الأسواق الناشئة انتقل عدد الشركات المسجلة من 8700 شركة عام 1989 إلى أكثر من 26300 شركة عام 1998م (بوعبد الله علي، 2014، ص: 183).

درجة السيولة: ثاني معيار لقياس حجم نضج السوق هو قياس القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة والدخول والخروج من وعلى السوق بسهولة وبتكاليف أقل ولقياس السيولة يجب قياس: قيمة التداول: لقد عرفت الأسواق الناشئة تذبذباً في تداولاتها خاصة بعد حدوث أزمة المكسيك تراجعت قيمة التداول في الأسواق الناشئة فبعدما وصلت إلى 18.8 % من قيمة التداولات الاجمالية العالمية عام 1994 انخفضت إلى 8.5 % عام 1998م، إلا أنها استدركت حجم تداولها الطبيعي، ففي عام 2011 وصلت قيمة تداولها على 9694.17 مليار دولار منها 7671.36 مليار دولار للصين فقط وهو ما يمثل 23.02% من قيمة التداول الاجمالية منها 18.21% للصين لوحدها لتأتي في الرتبة الثانية بعد الولايات المتحدة المسيطرة على 73.78% من التداول العالمي ب 30.750.6 مليار دولار وهذا رغم الأزمة المالية العالمية، ففي نهاية 2008 وصل حجم تداول السوق الأمريكي إلى 64.014 مليار دولار ب 72.77 % من القيمة الاجمالية.

معدل الدوران: ونعني به قياس درجة نشاط السوق بوجود حجم التعاملات التي يؤدي إما إلى ارتفاع أو انخفاض السيولة، ولكنه ليس معيار لتحديد السوق الناشئة ففي سنة 1999م ومن خلال الكتاب السنوي الذي تنشره مؤسسة التمويل الدولي هناك 7 أسواق ناشئة ضمن 10 أسواق أولى من حيث أعلى معدل دوران.

ففي عام 1998 بلغ معدل دوران سوق تايوان 323 % في حين بلغ معدل دوران سوق كوريا الجنوبية المتقدم ب 169.9% (ولا يزال معدل الدوران لغاية 2011 للعديد من الأسواق الناشئة أكبر منه في الأسواق المتقدمة)، ولكن الفرق يكمن أن في الأسواق الناشئة يدخل المستثمر بنية المضاربة على أسعار الأسهم وتحقيق أكبر قدر من الأرباح بسرعة وهذا ما ينجم عنه وجود كم هائل من السيولة في حين فإن في نظيرتها المتقدمة يدخل المستثمر بنية تملك أسهم الشركات لتتمتع تلك الأخيرة بمركز قزي في السوق وربحية مرتفعة.

معدل التركيز: ويقاس بمدى مساهمة أكبر 10 شركات في الراس المال السوقي، ودرجة التركيز في الأسواق الناشئة أكبر منه من الأسواق المتقدمة وهذا راجع لوجود المؤسسات الحكومية القوية وقد

- بلغت درجة التركيز في الأسواق الناشئة لأمريكا الجنوبية 70.5% عام 1998 و 61% في آسيا، في حين انها في الأسواق المتقدمة لم تتجاوز 12%. (ساعد مرابط، 2006، ص: 14)
- المخاطر والمنافع:** كما سبق لنا ذكره فإن المنافع المتاحة في الأسواق الناشئة للمستثمرين أكبر منها الموجودة في الأسواق المتقدمة مع وجود مخاطر أكثر.
- **المنافع:** إن معدلات النمو التي تحققها اقتصاديات الأسواق الناشئة أكبر منه من اقتصاديات الأسواق المتقدمة، وهذا ما يحاول المستثمرون الاستفادة منه.
 - **التنوع:** لقد أصبح التنوع في الأسواق المتقدمة عقيماً وغير مجدي في الكثير من الأحيان، وهذا راجع على تكامل والاعتماد المتبادل بين هذه الأسواق، ولذلك يحاول المستثمرون الاستفادة من مزايا التنوع في الأسواق الناشئة، الغير مرتبطة بنظيرتها المتقدمة وأخواتها الناشئة.
 - **مخاطر الاستثمار:** رغم وجود ميزة التنوع في الأسواق الناشئة إلا أن الاستثمار في منتجات الأسواق الناشئة يحمل مخاطر أكبر من الاستثمار في نظيراتها المتقدمة، فكما سبق ذكره الأسواق الناشئة تتميز بتقلبات أسعارها وعوائدها كون أن أغلبها لم يصل إلى درجة النضج، بالإضافة على عدم وجود آليات الحد من ظاهرة المضاربة، بالإضافة للتداول الداخلي التي يقوم به العاملون في البورصات
 - **معوقات الاستثمار:** تعاني بعض الأسواق الناشئة من وجود مجموعة من العراقيل تفرضها الحكومات كالقيود على خروج ودخول رأس المال الأجنبي، تحديد نسبة الاستثمار الأجنبي في الشركات ... الخ.
- بالإضافة على ارتفاع تكاليف الاستثمار في هذه الأسواق كعمولات السمسرة ورسوم الحفظ والضرائب التي تفرض على اجمالي قيمة التداول (مننديات فيض العلم ، 2015، ص: 03).
- لقد قلنا سابقاً أن عدم تطبيق معايير المحاسبة الدولية والافصاح والقواعد تسمح بوجود نسبة من الحرية للمتعامل الاقتصادي، إلا أنها تنشئ المخاطر الإدارية كونه لن يعتمد بشكل كبير على البيانات المنشورة عن الشركات المراد الاستثمار فيها.
- **مخاطر السيولة** عن امتلاك الحكومة أو البنوك بنسبة كبيرة من الأسهم المسجلة في البورصة وبالتالي هي غير معروضة للتداول، وبالتالي هذا سوف يؤثر على حجم التداول في السوق.
 - **مخاطر سعر الصرف:** إن تقويم الأصول بعملة محلية يؤدي إلى تعريض المحفظة الاستثمارية للمستثمر الأجنبي إلى مخاطر انخفاض قيمة تلك العملة وبالتالي انخفاض العائد والعكس صحيح، لأن ارتفاع العملة يؤدي إلى إضافة عوائد جديدة.
 - والعديد من الأسواق الناشئة تعاني من هذه التقلبات، مع وجود معدلات مرتفعة للتضخم المحلي وهذا ما قد يؤدي إلى انخفاض العملة.

▪ **المخاطر السياسية:** إن عدم الاستقرار السياسي كما حدث في مصر خلال الفترة 2011 إلى 2014 أو لتدخل المستمر للحكومة في حركة الاقتصاد كما هو الحال في الصين، يؤدي إلى وجود إجراءات تؤثر على أداء تلك الأسواق، ومن بين هذه المخاطر فساد الموظفين وهو ما يحتم تقديم رشاوي من أجل قبول الاستثمار أو تسريع إجراءات الاستقرار المستثمر في البلد.

2. تجربة سوق الإمارات المالي الناشئ

تطور سوق الإمارات للأوراق المالية: لقد عرف تطور السوق الإماراتي المالي مرحلتين أساسيتين ككل الأسواق المالية العالمية، فهو سوق غير رسمي ومع نموه وجدت الضرورة إلى تنظيمه، وسوف نركز على قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع الصادر في عام 2000م، المنظم لسوق الإمارات للأوراق المالية:

المرحلة الأولى: سوق الأوراق المالية الغير رسمي

خلال هذه الفترة قام اتحاد غرف التجارة والصناعة وبالتحديد في عام 1982م بتأسيس بورصة الأوراق المالية ولكنها عرفت كسادا في السنوات التي تلت ذلك وهذا راجع إلى انهيار أسعار البترول خلال النصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي لكونه في ذلك الوقت يعتبر المدخول الأساسي لدولة الإمارات العربية، ولكن ومع بداية التسعينات وإلى غاية منتصفها تم مواصلة تأسيس العديد من شركات المساهمة، وهذا ما أدى إلى زيادة عدد المستثمرين والمضاربين وهذا شيء طبيعي لأي سوق ناشئ، ومع قروب الألفية الثالثة وصلت عدد الشركات المساهمة في السوق إلى 46 شركة، ولكن ظلت القيمة السوقية الاجمالية في انخفاض وهذا بسبب المضاربات وموجه لبيع الأسهم، كل هذه العوامل أدت إلى فقدان السوق الإماراتي لجاذبيته، ورغم هذا فإنه خلال هذه الفترة كان يعتبر السوق الإماراتي ثاني أكبر سوق أوراق مالية بعد سوق الأسهم السعودي على مستوى العالم العربي (بوعبد الله علي، 2014، ص: 250).

المرحلة الثانية: تنظيم السوق

نظرا للمشاكل السابقة الذكر والتي أدت إلى انخفاض قيمة التداول في سوق الإمارات للأوراق المالية وجب وضع حد لتصرفات المضاربين وتفعيل آليات إعادة ثقة المستثمرين بالسوق. صدر القانون الاتحادي رقم 4 في عام 2000م، ويسمى بقانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، يتضمن هذا القانون تأسيس هيئة الأوراق المالية والسلع لها شخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري وصلاحيات رقابية وتنفيذية لممارسة مهامها، والجدير بالذكر أنه يخطر على الهيئة ممارسة أعمال التجارة أو أن تحصل على أي نفع خاص في أي مشروع أو ان تمتلك أو تصدر أية أوراق مالية.

أغراض الهيئة: تهدف هذه الهيئة إلى تحقيق ما يلي:

- تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات.
- العمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.
- ضمان سلامة المعاملات بالأوراق المالية.
- ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار.
- حماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم بين مختلف المستثمرين (القانون الاتحادي رقم 4-2000، ص. ص: 1-3).

أجهزة الهيئة: تسيير الهيئة من طرف مجلس إدارة يشكل بقرار من مجلس الوزراء رئيسه وزير الاقتصاد والتجارة، وأعضائه تسعة (اثنان من الوزارة - اثنان من وزارة المالية والصناعة - عضو من البنك المركزي - أربعة من ذوي الخبرة والاختصاص من يرشحهم الوزير بالتعاون مع وزير المالية).

يقوم المجلس في أول اجتماع له بانتخاب نائب للرئيس من بين الأعضاء، ومقرر له يقوم بتدوين ملاحظات الاجتماعات، ولا يكون له صوت في الانتخاب. ويقوم الأعضاء فور استلام أعمالهم بالتصريح عما يمتلكونه من أوراق مالية هم وزوجاتهم وأولادهم، ومساهماتهم.

عمل الهيئة: بالإضافة إلى عمل الهيئة إلى تحقيق الأغراض السابقة الذكر، فمن خلال نشاطها تقوم الهيئة بالتالي:

- الزام السوق والوسطاء بتقديم الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر والبيانات المالية السنوية المدققة من قبل مدقق حسابات معتمد، وهذا خلال شهر يناير من سنة ن + 1.
- تفرض على المتدخلين في السوق باتخاذ الإجراءات التي تضمن الإفصاح للشركات مدرجة لأوراقها في حالة وجود أي تطورات داخل هذه الشركات.
- قبول الشكاوى المتعلقة بالسوق المالي والوسطاء واتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح الأخطاء.
- بالإضافة إلى أنها هي من تسمح للمستثمرين بدخول السوق وتداول الأوراق المالية، وتعطي التراخيص لتداول الأوراق المالية في أسواق وكل سوق يعتبر مؤسسة مالية عامة محلية مع اشتراطها الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة.

كيفية تنظيم السوق: يتولى إدارة كل سوق أو مؤسسة عامة محلية مجلس إدارة يعين من السلطات المحلية على أن لا يكون في الأعضاء من يكون عضو في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة أو وسيط مالي.

ويكون هذا المجلس هو المخول لمتابعة العمليات تداول الأوراق المالية والسلع، وترفع التقارير فيها البيانات والمعلومات اللازمة إلى الهيئة.

يمول هذا السوق عن طريق رسوم القيد والرسوم السنوية المفروضة على الشركات والوسطاء في السوق والرسوم المفروضة على التداول ورسوم الخدمات، وغرامات الوسطاء أو الشركات المدرجة لأوراقها المالية في السوق.

كيفية مراقبة وتفتيش السوق: يمكن للمجلس أن يوقف أي سوق أو سهم أو شركة أ ورقة مالية من التعامل بها في حالة وجود ما يهدد سير العمل وانتظامه أو لائحة أو نظام يتعلق بالسوق أو أي من عملياته.

كما أنه يمكن له التزام أي متدخل في أنشطة الأوراق المالية بالإفصاح العلني أو الخاص وتقديم أية بيانات مطلوبة منه، ويقوم بإجراء التحقيقات في حالة الإخلال بأحكام القانون.

وعلى الشركات المدرجة أن تبلغ المجلس عن أي معلومات تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وأن تنشر أية معلومات توضح وضعها الحالي و أنشطتها وهذا حتى يتم ضمان سلامة التعامل.

وخلال عمليات التفتيش يجوز الإثبات في قضايا الأوراق المالية لجميع وسائل الإثبات بما في ذلك البيانات الالكترونية أو تسجيلات الهاتف ومراسلات الفاكس.

المخالفات والعقوبات:

في حالة عدم مراعاة سر المهنة: إن كل وسيط أو ممثل له أو أي موظف أو مراجع حسابات في السوق لم يراعي سر المهنة وكتمان أسماء العملاء فسوف تفرض عليه غرامة 100.000 درهم أو الحبس و في حالة كان وسيط يجوز لمجلس غدارة السوق تطبيق الجزاءات الآتية:

- الإنذار.
- الغرامة المالية لا تتجاوز 100.000 درهم.
- مصادرة الكفالة المصرفية جزئيا أو كليا.
- وقفه عن العمل لمدة أقل من أسبوع.
- شطبه من سجل الوسطاء المرخصين في السوق.
- في حالة تقديم بيانات أو تصريحات غير صحيحة أو استغلال معلومات غير معلنة يمكن أن تؤثر على أسعار الأسواق المالية لمنافع شخصية أو استعمال أس شخص لمنصبه من أجل أن يحصل على معلومات غير معلنة للتداول في الأوراق المالية فإنه يعاقب بالحبس من ثلاث أشهر إلى ثلاث سنوات ورامة ما بين 100.000 درهم ومليون درهم.
- في حالة تعامل رئيس أو أعضاء إدارة الشركة المدرجة بأوراقها المالية دون الإفصاح عن عمليات البيع والشراء وكمياتها واسعارها وحصوله على موافقة مجلس إدارته فسوف يتعرض إلى عقوبة الحبس لمدة أكثر من ثلاث سنوات وغرامة لا تقل عن 100.000 درهم ولا تتجاوز مليون درهم (القانون الاتحادي رقم4-2000، ص. ص: 9-11).

1.2 سوق الإمارات للأوراق المالية:

يتكون سوق الإمارات للأوراق المالية من سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وبورصة دبي للذهب والسلع، وقد قامت الهيئة بتحقيق الربط الإلكتروني بين كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، وهذا من خلال إنشاء شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية تسمى بشاشة التداول الحي، وإصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معا (مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية) ويسمى بمؤشر الهيئة، وهو المؤشر الرسمي للدولة.

ويوجد عدد من الشاشات الإلكترونية الخاصة بسوق الإمارات في قاعات التداول بالأسواق المالية في كل من أبو ظبي ودبي والشارقة ورأس الخيمة والفجيرة والعين.

1.1.2 سوق أبو ظبي للأوراق المالية: تم إنشائه في 15 نوفمبر 2000م وتم إدراج 12 شركة مساهمة وحاليا يتعامل فيه 70 شركة مدرجة أغلبهم مؤسسات تأمين وبنوك وشركات صناعية (17 مؤسسة تأمين و14 بنك و13 شركة صناعية) بتداول يومي بلغ 315.068 مليون درهم وهذا في 26 جانفي 2015م.

تم إنشاء هذه السوق بموجب القانون المحلي رقم 03 وتمتع هذه السوق بشخصي اعتبارية واستقلال مالي وإداري وصلاحيات رقابية وتنفيذية لممارسة مهامه، تتألف إدارته من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاثة سنوات.

وفي عام 2011 حققت السوق قيمة للتداول ب34 مليار درهم بنمو يقدر ب 27 % مقارنة بسنة 2010 والذي بلغت القيمة الاجمالية للتداول فيها حوالي 24.7 مليار درهم، وبلغت عدد الأسهم المتداولة حوالي 15.9 مليار سهم بنمو 9.6% مقارنة بسنة 2010، وبلغت عدد الصفقات لعام 2011 ب 283293 صفقة بانخفاض قدره 22% حيث أن عدد الصفقات المنفذة خلال السنة 2010 قدرت ب 362.355 صفقة.

ويحتل القطاع العقاري المرتبة الأولى من اجمالي قيمة التداول ب 33.48%، ثم يأتي قطاع البنوك في المركز الثاني ب 20.78% ثم قطاع الاتصالات ثم الطاقة ب 15.95% و 10% على الترتيب، في حين أننا نجد قطاع الاستثمار والخدمات المالية في مراتب متأخرة ب 1.15% من إجمالي قيمة التداول.

وقد بلغت القيمة السوقية للأسهم ب 261 مليار درهم مسجلة انخفاض قدره 7.8% مقارنة بسنة 2010، والملاحظ أن هذا التأثير الذي عرفه سوق أبو ظبي راجع بالأساس على الأزمة التي واجهت البلاد في أواخر 2011 إلى غاية 2013.

وقد بلغت قيمة الأسهم المودعة في نهاية 2011 ما يقارب 66.5 مليار سهم بارتفاع مقداره 7.05% مقارنة بالسنة السابقة، في حين بلغت قيمة تداول السندات ب85.7 مليون درهم ب 1 مليون سند

وبعد صفقات منفذة بلغت 35 صفقة وهذا منخفض بدرجة كبيرة مقارنة بأسواق العربية السعودية والكويت.

أما صناديق الاستثمار المتداولة فقد تم تداول 476.240 وحدة بقيمة 2.1 مليون درهم عبر 40 صفقة بانخفاض شديد في حجم الوحدات المتداولة يقدر ب 381.9% و 428% في حجم التداول و 487.5% في عدد الصفقات وهذا يدل عن وجود أزمة ثقة كبيرة لدى المستثمرين في السوق وهذا راجع إلى الإجراءات التي انتهجتها الحكومة لمواجهة الأزمة الاقتصادية لسنة 2011. وقد بلغ الاستثمار الأجنبي خلال فترة 2011 حوالي 60 مليون درهم بارتفاع قدره 125% ولكن ورغم ذلك فإنه ليس بالحجم المطلوب (التقرير السنوي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية، 2014، ص. ص: 17.13).

وكما أشرنا سابقاً أن بورصة أبو ظبي مدرجة ل 70 شركة مدرجة منها 23 مؤسسة مالية إسلامية، تقدم مختلف المنتجات المالية الإسلامية كإصدار السندات كسندات أبوظبي الوطني التي أصدرت ما قيمته 2.5 مليار درهم كسندات مقارضة بقيمة اسمية 1000 درهم للسند قابل للتحويل.

إنجازات سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

خلال سنوات من العمل استطاع سوق أبو ظبي أن يحقق مجموعة من الإنجازات يمكن تلخيصها في التالي:

- رفع تصنيف إدارة الإيداع والتسوية في تقييم المخاطر من خلال عدة مبادرات جعلت شركة Thomas Murray ترفع درجة السوق من BBB⁻ إلى A⁻ والذي من شأنه أن يعزز ثقة المؤسسات المستثمرة.
- الحصول على شهادة الإيزو لأمن المعلومات 27001 ليكون أول سوق مالي يحصل على هذه الشهادة في الشرق الأوسط.
- تعديل التسوية مقابل الدفع حتى يتم رفض الصفقات المنفذة دون الحصول على تأكيد لأوامر البيع والشراء من قبل المستثمرين.
- اعتماد سوق الصفقات الكبرى من أجل تأمين المزيد من الشفافية من خلال عرض الصفقات المنجزة على شاشة عرض الأسعار خاصة بها، إلا أن أسعارها لا يؤثر على سعر إغلاق الورقة المالية المعنية أو مؤشر الأسعار.

التوقيع على مذكرة تفاهم مع صندوق الزكاة من أجل تفعيل خدمة "زكاة أسهمي" المطروحة على الموقع الإلكتروني لصندوق الزكاة الإماراتي، وهذا وضع ايقونة خاصة في موقع السوق الإلكتروني خاص بهذه الخدمة حتى يتم تسهيل عملية تحصيل أموال الزكاة على طريق القنوات الإلكترونية في السوق (التقرير السنوي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية، 2014، ص. ص: 26.25).

2.1.2 سوق دبي المالي:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية من طرف وزارة الاقتصاد والتجارة عن طريق المقرر رقم 14 لعام 2000م، وقد بدأ عملياته في 26 مارس 2000م، وهو عبارة عن سوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الحكومية المصدرة من طرف أي من الجهات المحلية والمؤسسات العامة في البلاد، وتداول وحدات صناديق الاستثمار واية أدوات مالية محلية أو أجنبية.

ومن خلال مرسوم المجلس التنفيذي الصادر في 27 ديسمبر 2005م، فإن سوق دبي يصبح شركات مساهمة عامة مع رأسمال مدفوع 8 مليار درهم بأكثر من 8 مليار سهم بقيمة اسمية يقدر ب 1.6 درهم للسهم الواحد، تعرض 20% منها للاكتتاب العام الأول من نوعه في المنطقة وقد ولد أكثر من 201 مليار درهم، وقد بدأ تداول السهم سوق دبي المالي في 7 مارس 2007م.

وفي سنة 2010 بلغت القيمة السوقية ب198.9 مليار خلال الربع الأخير من السنة وبلغت قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال نفس الفترة حوالي 11.9 مليار درهم وحوالي 7.7 مليار سهم متداول وبعده صفقات منفذة بلغت 151.7 ألف صفقة، وقد عرفت هذه الأرقام تراجعاً في سنة 2011 و2012 وهذا راجع دور المضاربين الذي يؤثر سلباً على نمو السوق المالي (سبق شرح ذلك).

تشير الأرقام إلا أن قطاع العقارات استحوذ على جزء كبير من قيمة التداولات في السوق بحوالي 59.6% من قيمة التداول، ثم قطاع النقل ب 12.5%، ثم الاستثمار والخدمات المالية ب9.5% ثم الاتصالات ب9.2%، ليأتي قطاع البنوك في المرتبة الخامسة ب 7.5%، ثم التأمين ب1.5%، وهذا وإن كان طبيعي لاستحواذ القطاع العقاري على حصة الأسد كون أن دبي معروفة بقوة قطاعها العقاري، إلا أن هذا التداول بالشكل الزائد على اللزوم سوف يؤدي إلى وجود ما يسمى بالفقاعات العقارية في دبي، بالإضافة إلى أنه من غير المنطقي أن تأخذ البنوك حصة 7.5% فقط من قيمة التداولات وهذا لخبرة البنوك في التعاملات المالية (تقرير أداء الربع الأول من سوق دبي المالي لعام، 2011، ص.ص: 01-02).

في حين أن الاستثمار الأجنبي بلغ 47.9% من إجمالي التداول بالنسبة لمشترياتهم و 45.9% بالنسبة لمبيعاتهم، وهذا أمر إيجابي فقد بلغت قيمة صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق خلال الربع الأول حوالي 218.8 مليون درهم.

في حين أن هذه القيمة السوقية ارتفعت إلى 326.7 مليار درهم خلال الربع الأول من سنة 2014 مسجلة نمواً ب 25.8% مقارنة بالربع السابق وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال هذا الربع بنسبة 111.8%، لتبلغ حوالي 110.2 مليار درهم مقارنة مع 52 مليار في الربع السابق، وارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى 58.4 مليار سهم مقارنة ب40.7 مليار سهم في الربع السابق بنمو

قدره 43.4% كما ارتفعت عدد الصفقات المنفذة على 659.7 ألف صفقة مقابل 396.4 ألف صفقة نفذت خلال الربع الماضي بنمو قدره 66.4%.

وخلال نفس الفترة لا تزال قطاع العقارات يستحوذ على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق ولكن بانخفاض ملحوظ حيث أن 49.9% من قيمة التداول مساهمة قطاع العقارات وارتفعت مساهمة قطاع البنوك إلى 22.8% أي أكثر من 3 أضعاف المساهمة السابقة وهذا مؤشر جيد، ثم قطاع الاستثمار بنسبة 16.7% ثم النقل الذي انخفض إلى 5%، ثم قطاع التأمين 2.6% ثم قطاع الخدمات إلى 1.6% ثم قطاع الاتصالات بنسبة 1.4%.

وقد ارتفع صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق خارج السوق خلال هذه الفترة بـ 809.8 مليون درهم انخفاض مستوياتهم إلى 45.5 مليار درهم.

إلا أن حصة الاستثمار الأجنبي انخفضت في قيمة التداول فمشترياتهم تمثل 40.5% من إجمالي التداول وقيمة مبيعاتهم تمثل 41.3% من إجمالي التداول.

والجدير بالذكر أن الاستثمار يستحوذ عليه الأفراد بـ 73.77% من قيمة المشتريات و26.2% للمستثمرين المؤسساتيين و73% من قيمة المبيعات ولتستكفي المؤسسات بـ 27% من إجمالي قيمة البيع (التقرير السنوي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية، 2014، ص: 01).

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق دبي المالي:

إن سوق دبي المالي هي أول بورصة إسلامية في السوق الأوسط وهي عبارة عن شركة مساهمة تتبع قواعد الشريعة الإسلامية في معاملاتها، ويعتبر 90% من الشركات المدرجة فيها شركات إسلامية وخلال سنة 2006م طرحت البورصة 6 سندات و صكوك إسلامية جديدة (ولاء حنفي، 2015، ص: 01).

في سوق دبي يتم اتباع أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث أن الأدوات المالية المطروحة للتداول نشاطها مباح شرعا ومبنية على مبدأ الغنم بالغرم، وثانيا يجب أن يكون التداول بالقيمة السوقية وليس الإسمية مع تجنب المعاملات غير شرعية كبيع الدين، وجميع الأساليب الربوية كالبيع على المكشوف... الخ. بالإضافة إلى تواجدها تحت إشراف هيئة رقابة شرعية مكونة من 3 علماء شريعة ومتخصصين في البورصات، ودورها يكون كدور أغلب هيئات الرقابة الشرعية ابتداء من التدقيق الشرعي، ابتكار المنتجات، هيكله الاستثمارات وتطوير أليات السوق... الخ.

دور الهيئة الشرعية في سوق دبي المالي:

▪ عرض جميع استثمارات سوقي دبي المالي وناسداك دبي على العضو التنفيذي للهيئة عن الحاجة إلى اتخاذ قرار بشأنها بصفة عاجلة، لأخذ الموافقة المسبقة اللازمة قبل الدخول في الصفقة واعتماد المستندات.

- اعداد تقرير التدقيق الشرعي كل 4 أشهر على كافة المعاملات (تمويلات واستثمارات وغيرها، مع بيان الإيرادات المحرمة)، ويقدم إلى أمين الهيئة الشرعية قبل الاجتماع القادم بأسبوعين ويشمل التقرير كل ما يجب تجنبه من أرباح غير مشروعة وعمولات على تداول أسهم لشركات غير متوافقة مع الشريعة.
- الحصول على الشروح الخاصة ببنود حسابات القوائم المالية والحسابات الختامية وإعداد تقرير حول جوانبها الشرعية.
- إعداد تقرير مفصل حول الرسوم الذي تتقاضاها سوق دبي المالي وناسداك دبي وتقييمها من الجانب الشرعي، واحتساب نسب الدخل المحرم للسوق ككل ونصيب كل سهم منها) عيسى الكاظم، 2015، ص:03).

ويعتبر السبب الرئيسي لهذا التحول هو محاولة السوق جذب أكبر قدر من المدخرات للاستثمار خاصة أن حسب دراسات للمؤسسة صندوق النقد الدولي أن كمية الأموال المدخرة من طرف الأفراد المنتمون إلى العامل الإسلامي هي تمثل 9 أضعاف الكمية المتواجدة في الأسواق المالية، وسبب هذا الاكتناز هو عدم رغبة الأفراد الاستثمار في مؤسسات تقليدية ربوية وهذا الدوافع دينية ففي العالم الإسلامي الوازع الديني يعتبر المؤثر الرئيسي في قرارات الاستثمار، بالإضافة إلى فقدان النظام التقليدي لثقة الجمهور.

وحسب الاحصائيات فإن الصفقات المبرمة على أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الأسواق المالية المحلية وصول إلى 150 مليار درهم من 2008 إلى 2013 وهذا ما يشجع على تأسيس شركات عديدة لتلبية الطلب المتزايد على هذا النوع من الأدوات الاستثمارية. وحسب تصريحات الأستاذ عيسى الكاظم مدير عام سوق دبي المالي لجريدة الحياة اللندنية أن 98% من إيرادات سوق دبي المالي متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية و 2 % فقط هي رسوم الخدمات التقليدية.

3.1.2 بورصة دبي للذهب والسلع:

تم تأسيس هذه البورصة عام 2005م وهي الأولى من نوعها في الخليج التي تسمح للمتداولين بتسوية المعاملات (بورصة تبادل مشتقات السلع)، وهي مملوكة في أغلبها لمركز دبي للسلع المتعددة DMCC، ثم تأسسها في دبي لموقع المدينة الهام للتداول الإلكتروني للمشتقات المالية. وهي بورصة إلكترونية بالكامل لتداول العملات وتحتوي 267 عضوا من جميع الأقطار العالمية، وهي تمنح عقود آجلة وعقود خيارات لقطاع المعادن الثمينة (عقود الذهب والفضة الآجلة)، والمعادن الأساسية (عقود النحاس الآجلة)، العملات (الروبية الآجلة والآجلة المصغرة، عقود اليورو والفرنك السويسري، الدولار الكندي والاسترالي، والجنيه الإسترليني، والين الياباني الآجلة) والطاقة

(عقود نفط خام غرب تكساس الآجلة، عقود البلاستيك الآجلة) (بورصة دبي للسلع والذهب، 2015، ص: 01)

3. سوق الأوراق المالية الجزائرية:

لقد عرفت الجزائر خلال المنتصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي ازمة اقتصادية كبرى جراء انهيار أسعار البترول، وهذا ما أدى إلى القيام بحزمة من الإصلاحات المالية بداية من سنة 1988م من خلال قوانين استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وتحويل الشركات العامة إلى شركات أسهم، وهذا ما حتم إنشاء لسوق أوراق مالية تتداول فيها أسهم الشركات.

وفي سنة 1993 عدل القانون التجاري بشكل يسمح بإدراج حزمة من الأوراق المالية، وكيفية عمل الشركات ذات الأسهم وصلاحيات كل متدخل في السوق، من خلال القانون 10 - 93 المؤرخ في ماي 1993 (المتعلق ببورصة القيم المنقولة).

ومن خلال إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وشركة تسيير بورصة القيم SGBV وشركة استثمارات رأس مال متغير SICAV تم تنظيم عمل البورصة بتكفل ال COSOB بالرقابة وضبط السوق و SGBV بتسيير معاملات البورصة و sicav المختصة بعمليات التوظيف الجماعي.

وفي 4 أوت 1999 تم تدشين بورصة الجزائر كشركة عمومية ذات أسهم برأسمال مقدر ب 24 مليون دينار ب 4 شركات مدرجة (رياض سطيف، صيدال، الأوراسي، يتم تداول أسهمها، في حين أن سوناطراك إصدار سندات في السوق الأولي). و حاليا بورصة الجزائر هي مملوكة لمجموعة من البنوك العمومية (BNA, CPA, BEA, BADR, CNEP, BDL) برأسمال يقدر ب 475.2 مليون دينار (بوعبد الله علي، 2014، ص: 254).

وخلال عام 2010 بلغ حجم الإجمالي للتداول ب 4.984 مليار دينار بانخفاض قدره 16.7% مقارنة بسنة 2010م وهذا راجع حسب الخبراء إلى عدم دخول أي أوراق مالية جديدة صادرة من الشركات وإنهاء أجل السندات الصادرة عن الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 1 ديسمبر 2010م.

وقد انخفضت عدد الأسهم المتداول بها ب 18% حيث بلغت خلال سنة 2010 117729 سهم في حين أن في سنة 2009 بلغت 143563 سهم.

وخلال نشاط البورصة منذ تأسيسها إلى غاية 2011 حققت 12573 صفقة بقيمة تعاملات قدرت ب 5.608 مليار دج، أغلبها كان في سنة 2000 حيث تمت 4559 صفقة، وهذا راجع إلى اقبال المستثمرين على سندات سوناطراك والادراج الجديد لأسهم فندق الأوراسي، وبقيمة تعاملات قدرت ب 720.04 مليون دج، ولكن بعدها شهدت انخفاض متواصل على غاية 2004 عندما بلغت عدد الصفقات 30 صفقة بقيمة تعامل 3.36 مليون دج وهذا راجع إلى عوامل سوف نقوم بالتطرق إليها

في النقطة التالية ضمن عراقيل تطور بورصة الجزائر والتي تؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، إلا أنه ومنذ سنة 2005 إلى غاية 2008 بدأت البورصة في لاسترجاع النفس فقد حققت خلال عام 2008 545 صفقة بقيمة تعامل قدره 1.218 مليار دج وهي أكبر قيمة معاملات في تاريخ بورصة الجزائر منذ تأسيسه (دالي علي لمياء، 2006، ص: 07)

وفي سنة 2013 اعتبر المنتدى الاقتصادي العالمي بورصة الجزائر أضعف بورصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا حيث احتلت الجزائر المرتبة 143 من أصل 148 دولة، وهذا نظرا لغياب نشاطها في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني فرأسمالها لا يتعدى 13 مليار دينار وهو ما يمثل 0.01 % من الناتج الداخلي الخام ب 4 شركات مدرجة فقط وهي صيدال والأوراسي وأليانس و شركة مصبرات رويبة.

ومن أجل ذلك ولبعث نشاط البورصة الجزائرية منح مجلس مساهمات الدولة خلال اجتماعه في 26 ديسمبر 2013 الضوء الأخضر لدخول 10 مؤسسات وطنية في البورصة وهي كوسيدار وبنك CPA و موبيليس ومؤسسة التأمين كار ومؤسسة أونيام ومؤسسات عمومية للإسمنت مع منح الخطوط الجوية الجزائرية ونفطال والبنك الوطني الجزائري، وبنك التنمية المحلية وهذا بهدف الوصول إلى ادخال 40 شركة عمومية في البورصة قبل نهاية 2015 من أجل تحريك ديناميكية بورصة الجزائر.

1.3 عراقيل نمو بورصة الجزائر:

عرفت بورصة الجزائر مشاكل كثيرة مما أدى إلى وجود عراقيل عرقلت تطور نموم ونشاط وأداء البورصة وهذه العراقيل تساهم الحكومة في جزء كبير منها فهي عراقيل قانونية وإدارية وسياسية وحتى الاقتصادية منها راجعة إلى المؤسسات العمومية، ويمكن تلخيص هذه العراقيل في النقاط التالية:

أ. العراقيل الاقتصادية:

- إن الشركات المتدخلة في البورصة في أغلبها شركات عمومية تعاني في حد ذاتها من اضطرابات مالية كصيدال والجزائرية للطيران هذه الاضطرابات الناجمة عن سوء التسيير وغياب الكفاءات المهنية اللازمة وإهمال وتضييع الطاقات الإنتاجية، فعدا شركة سوناطراك التي تحقق معدلات نمو مرتفعة أغلب الشركات تحقق معدلات ضعيفة.
- رغبة أغلب الشركات التوجه إلى السوق الموازية الغير مالية كالبناى والأشغال العمومية والفلاحة لعدة أسباب، ومنها أنها بديل أفضل من ناحية الربحية بأقل مخاطر، ورغبة من المؤسسات لتجنب تحمل عبء ضريبي أكبر بالتوجه إلى البورصة.
- انعدام الثقة لدى المستثمرين في السوق المالي الجزائري لعدم تحرير القطاع من طرف الدولة بالشكل اللازم، وهذا ما نجم عنه قلة تدفقات رأسمال الأجنبي.
- ضعف المنافسة في البورصة لقلة الشركات المصدرة وهذا راجع إلى تعثر مسار الخوصصة.

- ضعف العائد السهم المتداول وظهور اختلالات في قيمة أسهمها نتيجة غياب التداولات والحركة في عمليات بيع وشراء الأسهم.
 - عدم تحفيز عمل الوسطاء وعلى رأسهم البنوك وضمان الاحترافية في عملهم، وهذا لخبرة البنوك في العمليات المالية وعمليات الترويج للمنتجات المالية وكيفية اقناع الزبائن) منتدى وادي العرب الجزائري، 2015، ص: 01).
 - التضخم: التضخم يؤثر على الادخار بشكل سلبي خاصة لذوي الدخل الثابتة والمنخفضة الذي يلجؤون إلى استهلاكها.
- بالإضافة إلى أن المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية ودراسة جدوى المشاريع فهي تكون على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، فانخفاض القدرة الشرائية خلال فترة الاستثمار أكد سوف يؤثر على العائد.
- بالإضافة إلى أن التضخم يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال على الخارج في وجود أسواق أجنبية تتمتع بالاستقرار، أو على الجهاز البنكي نتيجة قرارات الحكومة لرفع أسعار الفائدة نتيجة للحالة التضخمية، وبالتالي إيداع تلك الأموال في البنوك سوف يعتبر البديل الأمثل والمريح للمستثمر) زيدان محمد، 2006، ص: 13).

ب.العراقيل القانونية:

إن القوانين المسيرة لسوق الأوراق المالية في الجزائر غير مواكبة للتطورات التي يشهدها عالم المنتجات المالية خلال السنوات العشر الأخيرة، خلال هذه الفترة قام معهد التدريب والبحوث التابع للبنك الإسلامي للتنمية بابتكار أكثر من 1500 تقنية تمويل إسلامية، القانون الجزائري لا يعترف لا ببعض التقنيات ففي حين نجد أن بلدا مثل المغرب خلال الموسم الماضي، أقر قوانين وتشريعات تسمح بالتمويل والاستثمار بمختلف التقنيات والمنتجات الإسلامية، واستحدثت قانون يسمح لمختلف المؤسسات استعمال الأوراق المالية الإسلامية.

بالإضافة إلى تقييد القانون بورصة الجزائر بإصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، وهذا رغم أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر هي شركات ذات مسؤولية محدودة.

بالإضافة إلى بطئ التشريعات الجزائرية في مواكبة أسواق الأوراق المالية العالمية، فعند صدور قانون إنشاء لجنة ال COSOB لم يتم تعيين أعضائها إلا في فيفري 1996، أما إنشاء ال SGBV كان في ماي 1993، لم تتعد جمعيتها التأسيسية حتى ماي 1997.

ت.العراقيل الإعلامية:

إن بورصة الجزائر بورصة فقيرة إعلامياً فأغلب الجزائريين ينكرون وجود بورصة في الجزائر، وأغلب الاقتصاديين لا يعرفون اسم الشركات المدرجة في البورصة، وماهي المنتجات المقدمة في البورصة، وما مؤشرها، وما أسعار الأسهم المتداولة سواء السوقية أو الاسمية (زيدان محمد، 2006، ص: 13).

2.3 الإصلاحات الواجب تطبيقها على بورصة الجزائر استفادة من التجربة الإماراتية:

من خلال دراسة التجربة الإماراتية في تطوير سوقها للأوراق المالية نلاحظ أنها لم تتجح في جذب المستثمرين خاصة الأفراد منهم (73.7 % من مستثمري بورصة دبي) إلا بعد تحولها إلى مؤسسة لقواعد الشريعة الإسلامية وهذا راجع كما سبق وأن ذكرنا أن الوازع الديني يعتبر المؤثر الرئيسي في قرار الاستثمار في العالم الإسلامي.

ولذلك فعلى بورصة الجزائر العمل على إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية وهذا ما يساهم في جذب أكبر قدر من المستثمرين، ابتداءً من عملاء هذه المؤسسات المالية كمتعاملين في البورصة، وإدراج الأدوات المالية الإسلامية كونه العنصر الأساسي لتأسيس سوق أوراق مالية إسلامية: ولا يمكن أن تكون هناك أوراق مالية إسلامية ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية، تصدرها وبنك مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها، ولذلك فإن إقامة سوق مالي إسلامي يتطلب تهيئة مجموعة من الظروف، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- تنويع الأوراق المالي المتداولة، وابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة وتطور وتبتكر أوراق مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى.
- ابداع وابتكار عمليات تمويلية التي تضمن لشركات المدرجة في البورصة القدرة التنافسية من جهة وتدخل فعال لها في السوق، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.
- تدعيم الاستثمار الطويل الأجل في المصارف الإسلامية عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال.
- يجب تنويع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي بما يتناسب مع حاجاتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.
- تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل للمصارف الإسلامية بما يمكنها من استثمار أموالها استثماراً طويلاً الأجل، وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية، ورغبتها في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان.
- ضمان سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية وخلوها من الشبهات والمخالفات الشرعية.

■ ضرورة تطوير مشتقات مالية وإسلامية: إن المشتقات المالية هي أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة، وتوفير تكاليف المعاملات والتكامل مع المنظومة المالية الدولية والتي من سماتها التقلبات في الأسعار (أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات والسلع والخدمات)، بما يستدعي العمل اتجاه هذه التقلبات بدلا تكبد المؤسسات المالية الإسلامية لخسائر نتيجة المخاطر التي لم تكن سببا فيها (عبد الكريم أحمد قندوز، 2013، ص. ص: 20-21) .

بالإضافة إلى الاستفادة من فرص الاستثمار وفرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والتي تحتاجه المؤسسات المالية الإسلامية وكذا الاقتصاد الوطني، ومن أمثلة هذه التقنيات عقود الخيارات كخيار الشراء وبيع العربون، عقد خيار البيع، العقود الآجلة في إطار بيع السلم.

■ تكوين مؤشر إسلامي: إن الاعتماد على المؤشرات التقليدية يعتبر نوع من القمار، ولذلك تم إنشاء مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي للجماهير الراغب في الاستثمار وفقا لوجهات الاقتصاد الإسلامي، وهذه المؤشرات، وهذا المؤشر تستخدمه حوالي 27.000 شركة على مستوى العالم للتعرف به على أداء الأسواق المالية الإسلامية والعالمية، ويستخدم في 48 دولة، في وجود مثل هذه المؤشرات سوف يتم جذب الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج إلى المنطقة الإسلامي بشكل صناديق استثمارية (مؤشر داو جونز الإسلامي يتبعه 100 صندوق استثماري ب 40 مليار دولار)، والمؤشر الإسلامي يمكن من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة للركود و محمية من التضخم، وموفرة لعائدات معتبرة في السوق.

إن التحول إلى البورصة الإسلامية من شأنه تحقيق العديد من المزايا نذكر منها:

الاستفادة من مزايا التوريق الإسلامي للخروج من أزمات السيولة والمديونية:

■ تحويل الديون إلى أسهم، خصوصا بعدما تقوم بإصدار جديد، فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون.

■ في حالة وجود سلع أو أصول مكلفة تريد المؤسسة التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها، يمكن عرضها على الدائنين لمبادلتهم لديونهم.

■ إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات. عن طريق سوق الإصدار يسعى السوق المالي إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في شهادات الاستثمار القابلة للتداول، ووثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، اسهم شركات رأس المال المخاطر.

- وعن طريق سوق التداول تسعى السوق إلى الاستثمار المالي من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.
- بالإضافة إلى ذلك يجب على الحكومة القيام بحزمة من الإصلاحات حتى تسمح لبورصة الجزائر بالنمو والتطور وقيامها بواجبها الأساسي المتمثل في رفع الاقتصاد الوطني:
- التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي أي القضاء أو التقليل من التأثيرات السابقة الذكر لمختلف المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التنظيمية التي تحكم نشاط البورصة و كذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.
 - إصلاح النظام الجبائي و هذا للأثر كبير للسياسة الجبائية في تطوير الاستثمار في البورصة و الأثر على القرارات التمويلية للشركات.
 - تخفيض سعر الفائدة لتوجيه المدخرات نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية .
 - التسريع من عملية الخصخصة بفتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. وهذا من يزيد من عرض الأوراق المالية في البورصة ، وينوع من فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين و بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق.
 - عصرنة الجهاز المصرفي و تفعيل دور البنك المركزي و البنوك المصرفية من خلال تنمية سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي و تخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية.
 - تجزئة سوق البورصة وإعادة هيكلتها إلى سوق أولية وسوق ثانية بهدف التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق بسبب وضعيتها المالية وإبعاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها.
 - تحديث أنظمة التداول، إذ لا بد 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 الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.
 - اعتماد سوق الصفقات الكبرى من أجل تأمين المزيد من الشفافية من خلال عرض الصفقات المنجزة على شاشة عرض الأسعار خاصة بها.
 - تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر.

▪ العمل على ضمان الاستقرار السياسي و مراجعة الإطار التشريعي و يعتبر ذلك بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية تمويلية .مع ضرورة إرساء الثقافة البورصية بهدف تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية(زيدان محمد،2006، ص: 19).

خاتمة:

إن تحول بورصة الجزائر يتطلب من السلطات المحلية توفير مجموعة من الشروط، تعتبر أغلبها منعدمة في السوق الجزائري بداية من تنفيذ إصلاحات كبيرة في القوانين والتشريعات المنظمة له، فالبورصة الإسلامية المطالبة بتنوع منتجاتها لأكثر قدر من الأفراد (حوالي 1500 منتج)، التشريع الجزائري لا يعترف إلا بحجم من المنتجات يعد على الأصابع، و لم يطور قانون خاص بالأوراق المالية الإسلامية، رغم تواجد المصارف الإسلامية في الجزائر منذ أكثر من عقدين من الزمن، رغم أن الدول العربية في أغلبها وضعت إطار قانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

فبورصة الجزائر بوضعها الحالي لا تملك ان تجذب أصحاب الاستثمارات الضخمة خاصة الأجانب، ولذلك فعليها جذب الأفراد والمؤسسات المحلية، (فلقد رأينا أن استثمارات الأفراد في سوق الامارات تسيطر على 73.7% من حجم التداول)، وهذا يتم أولاً بفك القيد على الشركات ذات المسؤولية المحدودة ومنحها التراخيص للاستثمار في بورصة الجزائر، لأنها تمثل أغلبية القطاع الخاص في الجزائر، أما الأفراد فنحن نعلم أن الوازع الديني يعتبر المحرك الرئيسي لقرارات الاستثمار ومع العلم المسبق بحجم الأموال المدخرة لدى العائلات الجزائرية والتي من شأنها أن تمثل استثمار ضخماً في البورصة.

إن التحول إلى بورصة إسلامية يكون عبر مراحل وعبر سنوات، فتوفير أوراق مالية إسلامية بالتنوع المطلوب يتطلب وجود هيئات شرعية لها كمرقب لمدى التزام البورصة بالضوابط الشرعية في معاملاتها بالإضافة إلى دورها المساعد عن طريق ابتكار وتطوير المنتجات المالية لصالح المؤسسة، وتعمل بالتعاون مع الخبراء على تأسيس مؤشر إسلامي خاص بها والعمل على تطوير مشتقات مالية إسلامية كونها تعتبر ركيزة السوق المالي الإسلامي لأنها أداة فعالة في إدارة المخاطر العامة والتعامل مع تقلبات أسعار الأسهم والسندات والسلع والخدمات.

بالإضافة إلى ضرورة تدعيم الحكومة للاستثمار الطويل الأجل في المصارف الإسلامية عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال.

كل هذا من شأنه أن يزيد من جاذبية السوق ورفع الشركات المدرجة التي سوف تكون في أغلبها مؤسسات مالية إسلامية.

نتائج الدراسة:

✓ الأسواق الناشئة هي تلك الأسواق في الدخول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، وتعتبر الأسواق المالية الناشئة كل سوق يتواجد في اقتصاد نام، ويحقق نمو وتطور.

✓ أن مصطلح ناشئة هو مصطلح مؤقت فكل الأسواق العالمية الكبرى الحالية كانت أسواق ناشئة.
✓ السوق الناشئة هي سوق ليست على درجة عالية من الكفاءة غير أنها تتمتع بقوة أداء داخلي يؤدي إلى انتاج بمرادوية مرتفعة، وهي تتيح فرص متنوعة للربح للمستثمرين الأجانب.
✓ بورصة الجزائر تعتبر من أضعف البورصات في العالم حيث احتلت المرتبة 143 من أصل 148 دولة، وهذا نظرا لغياب نشاطها في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني فرأسمالها لا يتعدى 13 مليار دينار وهو ما يمثل 0.01 % من الناتج الداخلي الخام ب 4 شركات مدرجة فقط وهي صيدال والأوراسي وأليانس و شركة مصبرات رويبة.

✓ تتلخص العراقيل الاقتصادية التي تعاني منها بورصة الجزائر في إدراج شركات عمومية تعاني في حد ذاتها من اضطرابات مالية كصيدال والجزائرية للطيران هذه الاضطرابات الناجمة عن سوء التسيير وغياب الكفاءات المهنية، بالإضافة إلى معاناة السوق المالي الجزائري من مشكلة التضخم والذي يعتبر الكابح الأساسي لنشاط الأوراق المالية الجزائرية، بالإضافة إلى رغبة أغلب الشركات التوجه إلى السوق الموازية الغير مالية كالبناء والأشغال العمومية والفلاحة لأنها بديل أفضل من ناحية الربحية بأقل مخاطر، ورغبة من المؤسسات لتجنب تحمل عبء ضريبي أكبر بالتوجه إلى البورصة.
✓ يجب على بورصة الجزائر العمل على مجموعة من الاصلاحات لكي تهيأ الأرضية الخصبة للاستثمار المالي الإسلامي، ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:

➤ تقسيم بورصة الجزائر إلى سوق إصدار وسوق تداول: فعن طريق سوق الإصدار يسعى السوق المالي إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في شهادات الاستثمار القابلة للتداول، وثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، أسهم شركات رأسمال المخاطر، وعن طريق سوق التداول تسعى السوق إلى الاستثمار المالي من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.

➤ ضرورة تطوير مشتقات مالية وإسلامية: إن المشتقات المالية هي أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة، وتوفير تكاليف المعاملات والتكامل مع المنظومة المالية الدولية والتي من سماتها التقلبات في الأسعار (أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات والسلع والخدمات)، بما يستدعي

العمل اتجاه هذه التقلبات بدلا تكبد المؤسسات المالية الإسلامية لخسائر نتيجة المخاطر التي لم تكن سببا فيها.

➤ **التأسيس لقانون منظم للأوراق المالية والمنتجات المالية الإسلامية** حتى يمكن الاستفادة من فرص الاستثمار وفرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والتي تحتاجه المؤسسات المالية الإسلامية وكذا الاقتصاد الوطني، ومن أمثلة هذه التقنيات عقود الخيارات كخيار الشراء وبيع العربون، عقد خيار البيع، العقود الأجلة في إطار بيع السلم.

➤ **تعديل التسوية مقابل الدفع** حتى يتم رفض الصفقات المنفذة دون الحصول على تأكيد لأوامر البيع والشراء من قبل المستثمرين.

➤ **اعتماد سوق الصفقات الكبرى** من أجل تأمين المزيد من الشفافية من خلال عرض الصفقات المنجزة على شاشة عرض الأسعار خاصة بها، إلا أن أسعارها لا يؤثر على سعر إغلاق الورقة المالية المعنية أو مؤشر الأسعار.

➤ **تطوير أنظمة التداول:** لا يمكن مواصلة التداول بالطريقة الكلاسيكية (تواجد مندوبين معينين من طرف المستثمرين لإتمام الصفقات)، فلا بد من استعمال التقنية الحديثة لأنها ترفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية كخدمة التداول بعد طريق الانترنت، أين يمكن للمستثمر إتمام الصفقة من مكان تواجد.

الاقتراحات:

إن التحدث عن المنتجات الإسلامية في الجزائر دائما يقودنا إلى الحديث عن الدور الذي يلعبه البنك المركزي، فمن أجل تأسيس لبورصة إسلامية لابد من وجود أوراق مالية إسلامية متنوعة ولذلك بجل توافر حجم كبير من المؤسسات المالية الإسلامية تقوم بإصدارها وبنك مركزي إسلامي يمنح ترخيصا بإصدارها، ولذلك فإن إقامة سوق مالي إسلامي يتطلب وجود بنك مركزي إسلامي أو فرع إسلامي له يعمل على تنظيم السوق، أو على الأقل اعطاءه تراخيص بإنشاء بنوك استثمارية خاصة بالاكنتاب في المنتجات الجديدة من الأسهم والسندات خاصة الإسلامية منها وضمان الاكنتاب بها.

لكي تخرج بورصة الجزائر من الكبح التي تعيشه منذ 2004، يجب القيام ببعض الاجراءات الإصلاحية نقترح منها:

استعمال مزايا التوريق الإسلامي، فهو مفيد جدا خاصة بتطبيقه على المؤسسات العمومية (قمنا بشرح الآلية)، من شأنه إعادة التوازن المالي والتنظيمي لتلك المؤسسات وهذا ما سيؤثر ايجابا على البورصة.

يجب الاسراع في إصلاح النظام الجبائي و هذا للأثر كبير للسياسة الجبائية في تطوير الاستثمار في البورصة و الأثر على القرارات التمويلية للشركات، مع العمل على تخفيض سعر الفائدة لتوجيه

المدخرات نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلاً للودائع المصرفية ، مع قيام البنك المركزي بضمان السندات الصادرة من المؤسسات العمومية، وهذا أمر محفز لهذه الأخيرة لطرح سندات في البورصة، وضامن للمستثمرين.

المراجع:

1. منتديات فيض العلم،[2015/01/25]، « الإطار العام للأسواق المالية الناشئة»،[online]، العنوان: www.9alam.com ،
2. بو عبد الله علي، أثر الأسواق الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2014..
3. ساعد مرابط، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة في إطار المشاركة في فعاليات الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة بسكرة، 2006.
4. القانون الاتحادي رقم 4 - 2000، بشأن تأسيس هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.
5. تقرير الأداء السنوي لسوق أبو ظبي للأوراق المالي لعام 2014، هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2014.
6. تقرير أداء الربع الأول من سوق دبي المالي لعام 2011، هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2011.
7. ولاء حنفي،[2015/01/27]، « بورصة إسلامية كلاكيت أول مرة »،[online]، العنوان: www.kantakji.com
8. عيسى الكاظم،[2015/01/27]، « سوق دبي المالي منصة انطلاق السوق المالية الإسلامية الدولية »،[online]، العنوان: http://www.albayan_economy.ae .
9. بورصة دبي للسلع والذهب،[2015/01/28]، « منتجات سوق دبي للسلع والذهب »،[online]، العنوان: www.dgcx.ae/ar .
10. دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، مداخلة في إطار المشاركة في فعاليات الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة بسكرة، 2006.
11. منتدى وادي العرب الجزائري،[2015/01/28]، « البورصة في الجزائر »،[online]، العنوان: www.wadilarab.com .

12. زيدان محمد، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر - المعوقات والآفاق، مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، جامعة بسكرة، 2006 .
13. عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية، مداخلة في إطار فعاليات المؤتمر الدولي " أسواق الأوراق المالية والبورصات "، كلية الشريعة والقانون - جامعة الامارات العربية المتحدة، 2013.