جامعة يحـي فـــارس بالمديـــــة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية

و علوم التسيير

قسم العلوم التجارية

تقييم أداء البورصة

دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة

2017-2013

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية

تخصص: مالية مؤسسة

إعداد الطالبين:

- خلفي محمد
- صفار عبد القادر

تحت إشراف:

- د/ بن عيشوش محمد

الإسم واللقب	الرتبة	المؤسسة الأصلية	ملاحظات
1.بوعرار أحمد شمس الدين	أ.محاضر(أ)	جامعة المدية	رئيسا.
2.بن عيشوش محمد	أ.محاضر(أ)	جامعة المدية	مقررا.
3.عراب هريش خديجة	أ.مساعدة(أ)	جامعة المدية	عضوا ممتحنا.

السنة الجامعية 2017/2018

كلمة شكر و تقدير

قال رسول الله صل الله عليه وسلم " من لم يشكر القليل لم يشكر الكثير ومن لم يشكر الناس لا يشكر الله عز وجل والتحدث بنعمة الله شكر وتركها كفر والجماعة رحمة والفرقة عذاب "

أولا نشكر الله عز وجل،على ما أعاننا عليه من قصد ويسر من عسير، ورزقنا من العلم ما لم نعلم وأعطانا من القوة والمقدرة ما نحتاجه للوصول إلى هذا المستوى وإتمام هذا العمل.

للنجاح أناس يقدرون معناه وللإبداع أناس يحصدونه، لذا نقدر جهودك المضنية، فأنت أهل للشكر والتقدير، فوجب علينا تقديرك، فلك كل الثناء والتقدير أستاذنا المشرف "د. بن عيشوش محمد ".

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير والعرفان للأستاذة" عرايب مريش خديجة" على المساعدة الكبيرة التي قدمتها لنا لإتمام هذا البحث.

ان قلنا شكرا فالشكر لن يوفيكم حقكم، حقا سعيتم فكان السعي مشكورا، أساتذتي الكرام. كل التبجيل والتوقير لكم، يا من استقينا منكم العلوم، والمعارف والتجارب فشكرا لكل من علمنا حرفا، وفتح لنا بابا من أبواب العلم، والمعرفة وأرشدنا الى الطريق الصواب.

والشكر موصول إلى كل من رافقونا في السراء والضراء الى أوفى وأصدق الأصحاب .....موسى، عمر، أنيس، سيف الدين، أماني، هند، زينب.

إهداء

إلى الذي أحب الشقاء لأجل سعادتي، إلى الذي علمني حلو الحياة و مرها، إلى الذي رسخ فيا مبدأ الاعتماد على النفس والتحمل والصبر، أبي الغالي حفظه الله وأطال في عمره.

إلى الشمعة التي ذابت من أجل أن تضيء لي درب الحياة، إلى العين التي سهرت لأجل أن تشرق عليا شمس الأمنيات، إلى التي تعبت حتى يكون نصيبي النجاح أمي الحبيبة حفظها الله وأطال في عمرها.

إلى من كان دعاؤها سر نجاحي، وحنانها بلسم جراحي جدتي الغالية أطال الله في عمرها، وجعلها تاجا فوق رؤوسنا .

إلى أخي الحنون سيف الدين، الذي لم يبخل علينا بالنصائح، وزوجته غالية حورية الأخت الثانية.

إلى أختي العزيزة على القلب سمية، و زوجها الأستاذ المحترم.

إلى ابن خالتي العزيز على القلب و الأخ الصغير، إلياس.

إلى الأخ و صديق ورفيق الدرب وابن العمة الغالية على قلوبنا، إبراهيم.

إلى جميع أفراد أسرتي العزيزة و الكبيرة كل باسمه أينما وجدوا.

إلى جميع أصدقائي رفقاء دربي: حمزة، سيف الدين، ياسر، يوسف، إسماعيل...

إلى من عملت معه بكدّ بغية إتمام هذا العمل صديقي العزيز: ماهد

و إلى كل من سعتهم ذاكرتي و لم تسعهم مذكرتي.

إليكم أهدي ثمرة هذا البحث المتواضع .

عبدالقادر .

إهداء

الحمد لله رب العالمين خالق اللوح والقلم، وخلق الخلق من عدم، والذي بعزته وجلاله تتم الصالحات، يا رب لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك، ولعظيم سلطانك على عونك لتمام هذا العمل.

اللهم صل على من كان القرآن العظيم حجته ،والصلاة راحته والصوم بهجته، سيدنا الذي سلم عليه الحجر، وحن اليه الشجر، وانشق له القمر نبينا وحبيبنا محمد سيد الخلق والأنام.

اما بعد

إلى من بها أكبر وعليها أعتمد ، إلى شمعة تنير ظلمة حياتي، إلى من وضع الله الجنة تحت أقدامها إجلالا وتقديرا، إلى من تطيب أيامي بقربها .....والدتي الكريمة أطال الله في عمرها

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار إلى من أحمل اسمه بكل افتخار

والدي الكريم جازاه الله خيرا.

إلى من تحلو بالإخاء ، وتميزو بالوفاء والعطاء الى ينابيع الصدق الصافي الى من معهم سعدت، وبرفقتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة أخواتي ... سعاد، رندة وإلى من عملت معي بكدّ بغية إتمام هذا العمل أختي الغلية..... إلهام.

إلى خالتي العزيزة فاطمة.

إلى من كانت لي دعما وسندا .....أسماء.

إلى ورود المحبة وكتاكيت العائلة .... نور الهدى، إياس، دانيا، إياد.

إلى جميع أصدقائي رفقاء دربي:..... خالد، صديق، موسى، مجيد.

و أخص بالذكر زميلي في هذا العمل" صغار عبد القادر"

محمد.

الملخص بالعربية

باعتبار أن أسواق المال تلعب دورا استراتيجياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية وبشكلٍ خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2017 باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر السوق و مؤشر عدد الشركات المدرجة و مؤشر حجم التداول، حيث تخلص الدراسة إلى أن بورصة الجزائر يرافقها ركود ناجم عن جملة من المعوقات تجعلها ضعيفة الأداء، لذا قمنا باقتراح مجموعة من التوصيات لتفعيل بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، السوق الكفء، أداء الأسواق المالية، بورصة الجزائر.

Résumé

Considérant que les marchés financiers jouent un rôle stratégique et important dans le processus de développement économique et en particulier le financement qu'ils mobilisent l'épargne nationale et le transforment en canaux d'investissement les plus appropriés en fournissant une base de données nécessaire pour démontrer les possibilités d'investissement pour les investisseurs locaux et étrangers.

Cette étude vise à évaluer la performance de Bursa Algérie à la période (2013-2017) en utilisant certains d'indicateurs; de l'indice du marché, le nombre des sociétés cotées et l'indice du transactions.

des l'étude a été de résumer l'Algérie Bourse accompagnée d'une récession causée par un certain nombre d'obstacles rendre faible performance, de sorte que nous proposer une série de recommandations pour activer la Bourse d'Algérie.

Mots clés: les marchés financiers, le marché efficace, la performance des marchés financiers, Banque de l'Algérie.

العنوان	الصفحة
كلمة شكر	–
الاهداء	–
الملخص	–
فهرس المحتويات	II-I
فهرس الجداول	I
فهرس الاشكال البيانية	I
مقدمة عامة	أ– و
الفصل الاول: الاطار النظري للسوق المالي	
تمهيد	2
المبحث الأول :ماهية الأسواق المالية	3
المطلب الأول :مفهوم الأسواق المالية	3
المطلب الثاني :وظائف السوق المالي وأقسامه	9
المطلب الثالث : المتعاملون في السوق المالي	20
المبحث الثاني :الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	24
المطلب الأول :ماهية الأسهم	24
المطلب الثاني :ماهية السندات	32
المطلب الثالث :الأوراق المهجنة و المشتقات المالية	38
خلاصة الفصل	43
الفصل الثاني: سير البورصة	
تمهيد	45
المبحث الاول:مؤشرات البورصة وكفاءتها	46
المطلب الاول:مؤشرات البورصة	46
المطلب الثاني:كفاءة البورصة	56
المبحث الثاني:مؤشرات تقييم اداء البورصة مع نماذج لبورصات عربية	68
المطلب الاول :مؤشرات تقييم الاداء	68
المطلب الثاني:نماذج لبورصات عربية	79

خلاصة الفصل	93
الفصل الثالث: بورصة الجزائر	
تمهيد	95
المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر	96
المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر و تنظيمها	96
المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر و شروط الدخول إليها	101
المطلب الثالث: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر	111
المبحث الثاني:أداء بورصة الجزائر ومعوقاتها	118
المطلب الاول: أداء بورصة الجزائر	118
المطلب الثاني :معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها	124
خاتمة الفصل	133
خاتمة عامة	135
قائمة المراجع	137
قائمة الملاحق	146

فهرس الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل (1-1)	**مكونات الأسواق النقدية**	11
الشكل (1-2)	**مكونات أسواق رأس المال**	15
الشكل (1-3)	**مكونات الأسواق المالية**	17
الشكل (3-1)	**الهيكل التنظيمي لـCOSOB.**	91
الشكل (3-2)	الحجم المتداول في بورصة الجزائر من 2013-2017	105
الشكل (3-3)	**القيمة المتداولة في بورصة الجزائر من 2013-2017**	105
الشكل (3-4)	تطور مؤشر بورصة الجزائر	107
الشكل (3-5)	**تطور الأسعار 2013-2017**	108

فهرس الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول (1-1)	ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولية والسوق الثانوية	16
الجدول (2-1)	المعروفة الأمريكية المالية الأوراق سوق المؤشرات بعض مقارنة	49
الجدول (3-1)	نشاط بورصة الجزائر من 2013 إلى 2017	104
الجدول (3-2)	تطور المؤشرévolution indice	106
الجدول (3-3)	الأسعار من تطور 2013-2017	108

مقدمة عامة:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظام الاقتصادي المعاصر، خاصة تلك التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط.

تتركز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات كبيرة، وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية، ومشروعاتها الاستثمارية، ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركاء عن المعروض منه في السوق المالي ظهرت الأسواق المتقدمة.

تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية كبرى للاقتصاد الوطني والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية، ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

فالجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، ورغم أن بورصة الجزائر في مرحلتها الابتدائية فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

الإشكالية:

بناء على المعطيات السابقة، يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي:

ما هي الآليات المتبعة في تقييم أداء بورصة الجزائر ؟

ويؤدي هذا التساؤل إلى طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية:

1. ما هو الدور الذي تؤديه الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني؟
2. ما هي أهم المؤشرات لقياس أداء السوق المالي؟
3. هل أداء بورصة الجزائر جيد وما هي المعوقات التي تواجه تطورها؟

فرضيات الدراسة:

الفرضية الأولى: للسوق المالي دور أساسي في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية؛

الفرضية الثانية: لقياس أداء السوق المالي يجب الاعتماد على مؤشر حجم سوق الأوراق المالية (البورصة) ومؤشر سيولة سوق الأوراق المالية؛

الفرضية الثالثة: أداء بورصة الجزائر غير جيد و يواجه معوقات كثيرة منها معوقات إقتصادية إجتماعية وأخرى سياسية.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الأسواق المالية من خلال الدور الذي تقوم به وهو تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار فيها، كذلك تعتبر أداة فعالة في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد مما يخلق أثار جديدة. بالإضافة إلى أنها تقوم بتوفير الموارد المالية الكافية لتمويل المشروعات عن طريق إعادة بيع الأسهم والسندات التي تم طرحها. كما تمثل أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع، فهي تشكل أهمية بالغة سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أوالدول النامية.

أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيار موضع البحث فيما يلي:

- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي؛
- بحكم التخصص فإن هذا الموضوع له صلة بتخصص مالية المؤسسة؛
- نظرا للأهمية التي يكتسها موضوع الأسواق المالية؛
- رغبتنا الكبيرة في التعرف على ما يدور في الأسواق المالية؛

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف و التي تتمثل في:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية؛
- التعرف على السوق المالي الجزائري وتحديد الإطار النظري لهذا السوق؛
- تقييم أداء السوق المالي الجزائري؛
- تحديد أهم المعوقات التي تواجه السوق المالي الجزائري.

منهج الدراسة:

من خلال دراستنا هذه ونظرا لطبيعة الموضوع، فإنه سيتم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي وذلك في الفصلين الأول والثاني، كما سيتم استخدام الأسلوب القياسي في الفصل الثالث الخاص بالدراسة التطبيقية (استخدام النماذج الإحصائية والرياضية) حيث تتمثل متغيرات الدراسة في أسعار الأسهم اليومية وهذا لتقييم أداء بورصة الجزائر.

أدوات الدراسة:

محاولة منا الإجابة على إشكالية الدراسة اعتمدنا على المسح المكتبي، حيث اطلعنا على مختلف الكتب المرتبطة بموضوع الدراسة، بالإضافة إلى أطروحات دكتوراه ومذكرات ماجستير، كما استعنا بالملتقيات العلمية والمجلات العلمية المحكمة، إصافة إلى بعض القوانين والتشريعات، دون إغفال الاطلاع على المواقع الإلكترونية على شبكة الإنترنت، خاصة الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والحدود الزمنية، أما الحدود المكانية تتمثل في بورصة الجزائر، وعن الحدود الزمنية فقد كان تقييمنا لأداء بورصة الجزائر في الفترة الممتدة خلال (2013-2017).

الدراسات السابقة :

لقد حظي موضوع الأسواق المالية بأهمية بالغة وذلك على مستوى العالم، حيث توجد الكثير من الأطروحات والمذكرات والمراجع التي تناولت هذا الموضوع.

وفي حدود علم الطالبين تم تناول موضوع تقييم أداء الأسواق المالية من خلال الدراسات التالية:

1. **دراسة (وليد أحمد الصافي)**: الأسواق المالية العربية :الواقع والأفاق، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2003، حيث تكمن إشكالية هذه الدراسة حول كيفية الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية، حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرون العرب توظيف مدخراتهم المالية الموظفة في الخارج وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطورات، وذلك ليس فقط من أجل استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج وإنما استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، كذلك الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال أن تلعبه من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية.

حيث توصل الباحث إلى أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحققه، وأن تطور هذه الأسواق مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات، حيث يرى ضرورة وجود ارتباط وثيق بين هذه الأسواق وإصلاح أوجه القصور، إذ يعمل هذا على إقامة سوق مالية عربية تعمل على تجميع المدخرات وإعادة استثمارها في المنطقة العربية بما يضمن تمويل خطط التنمية المطروحة في الوطن العربي.

2. **دراسة (بلال شيخي)**: تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية:الواقع والأفاق، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2010، حيث تكمن إشكالية هذه الدراسة في :ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية مغاربية متطورة وتحقيق الترابط فيما بينها؟

حيث تهدف هذه الدراسة إلى توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة سوق الأوراق المالية لأداء دورها والمتمثل في تنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي عن طريق الأدوات المالية التقليدية والمشتقات، كذلك الإحاطة بواقع أسواق الأوراق المالية المغاربية من خلال أدائها وتطوراتها خلال السنوات 2005-2009، *وذلك بغية إكتشاف العوامل* التي كانت سببا في ظهور أزمة أسواق الأوراق المالية، وذلك من

أجل التصدي لها. كما تهدف هذه الدراسة إلى توضيح الأسس الواجب توفرها لإنجاح تكامل البورصات المغاربية وذلك عن طريق تنسيق التشريعات المالية وتكاثف البنى التحتية لربط أسواق الأوراق المالية المغاربية، والعمل على توفير الشروط الأساسية على مستوى الشركات والقطاعات لربط الأسواق المالية المغاربية، تنمية المؤسسات المالية في المغرب العربي مع تطوير البنية الأساسية للأسواق المالية وتجربة الربط بين أسواق الأوراق المالية المغاربية.

3. **دراسة (رفيق مزاهدية)**: كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات – دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،جامعة باتنة، سنة 2006، حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول مراجعة أداء وكفاءة سوق الأسهم السعودية ومدى قدرتها على تحقيق المهام المنوطة بها على النمو الذي يسهم في زيادة الرفاه الاقتصادي للأطراف المشاركة في السوق.

النتيجة التي توصل إليها الباحث أن سوق الأسهم السعودية يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف، أما بالنسبة لعملية تخصيص الاستثمارات في سوق الأسهم السعودية لا تزال تشوبها العديد من التشوهات، وبالتالي فإن ضعف قدرة السوق على التخصيص الكفء للموارد المالية يمكن أن يؤدي إلى تباطؤ معدل النمو، كذلك أن سوق الأسهم السعودية لم تؤدي خلال فترة الدراسة الدور المطلوب منها في دعم الاقتصاد الوطني.

4-**دراسة (جودي صاطوري)**: اثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر لسنة 2005-2006، حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى توضيح أهمية كفاءة الأسواق المالية ومدى قدرتها على التخصيص الكفء للموارد المالية، وذلك من أجل الاستثمار في الأوراق المالية.من خلال توفير مقومات الكفاءة.

وما يميز دراستنا هاته انها اهتمت ببورصة الجزائر ومعرفت معوقات قيامها.

صعوبات البحث

صعوبة الحصول على المعلومات والبيانات وذلك بأخذ وقت طويل من اجل الحصول على البيانات والمعلومات الصحيحة.

هيكل الدراسة

من خلال هذه الدراسة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول خصص منها فصلين لعرض الجانب النظري للموضوع، أما الفصل الثالث فقد خصص للجانب التطبيقي أين تم اختبار فرضيات الدراسة، وقبل ذلك استهلينا دراستنا بمقدمة عامة تضمنت إشكالية الدراسة، فرضياتها، اهمية الدراسة، أسباب اختيار الموضوع، منهج الدراسة، ادوات الدراسة، حدود الدراسة والدرسات السابقة.

حيث كان الفصل الأول يحمل عنوان" **الإطار النظري للسوق المالي**"، وتم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم التعرض فيه إلى ماهية الأسواق المالية وذلك من مفهوم وظائف وأقسام ومتعاملين، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة الأدوات المالية التي تتداول في السوق المالي وذلك من خلال عرض مفصل لكل أداة من هذه الأدوات.

أما الفصل الثاني فكان بعنوان "**سير البورصة**"، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لمؤشرات البورصة وكفاءتها وذلك من خلال الإلمام بمؤشرات البورصة وكفاءتها، أما المبحث الثاني فقد شمل على مؤشرات تقييم أداء البورصة مع نماذج لبورصات عربية، تم التعرض فيه إلى مؤشرات تقييم الأداء ونماذج لبورصات عربية.

أما الفصل الثالث فقد خصص للدراسة التطبيقية تحت عنوان "بورصة الجزائر"، وذلك من خلال تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تضمن تقديما لبورصة الجزائر، أما المبحث الثاني فتم فيه تقييم أداء بورصة الجزائر، مع عرض أهم معوقاتها.

وفي الأخير اختتمنا دراستنا هذه بخاتمة عامة تضمنت تقييما للفرضيات المطروحة، مستخلصين نتائج قدمنا على أساسها جملة من الاقتراحات في سبيل تحسين أداء بورصة الجزائر، لندرج مجموعة من المواضيع ارتأينا أن تكون أفاقا لدراسات لاحقة.

تمهيد:

إن المتأمل للحياة الاقتصادية اليوم يرى بأن معظم الاقتصاديات تعتمد في تمويلها على ما يعرف بالسوق المالية ودون شك أن هذه السوق تعتبر بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، وعليه أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة، والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء،إن زيادة هذا الاهتمام بالأسواق المالية بكل تأكيد لم يكن بعرض الصدفة، فهناك مجموعة من العوامل التي تقف وراء زيادة هذا الاهتمام، فالإضافة إلى إن الأسواق المالية تعتبر أداة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني فان انحصار الملكية العامة وزيادة توسع القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي والتقدم التكنولوجي في مجال المعلومات والاتصالات، وتحرير النظم الاقتصادية بالعديد من الدول شكلت في مجموعها عاملا مؤثرا على ظهور ونمو الأسواق المالية بالعديد من دول العالم.

وبالتالي نهدف من خلال هذا الفصل تعميق المعرفة بالجوانب النظرية حول الأسواق المالية الذي قسم الى المباحث التالية :

المبحث الاول : ماهية الأسواق المالية.

المبحث الثاني : الادوات المتداولة في البورصة.

المبحث الأول :ماهية الأسواق المالية

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار مما شكلت عاملا لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)،فضلا عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة، من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

المطلب الأول :مفهوم الأسواق المالية

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات.

للأسواق المالية تعاريف متعددة ولكنها تصب في معنى واحد ومنها نجد:

أولا: تعريف الأسواق المالية

يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال القرض والاستثمار وذلك عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة[1]، نلاحظ من خلال هذا التعريف هو توفر وسائل الاتصال والتكنولوجيا في المعاملات المالية على غرار السابق حيث كان يقتصر على المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

وتعرف الأسواق المالية على أنها الوسيلة التي يتلقى من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون من ذوي الاهتمامات المالية والنقدية ذلك بغرض تداول الأصول المختلفة المالية، الحقيقية، النقدية لفترات معينة طويلة وقصيرة وذلك اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وكذلك عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا[2].

كما تعرف الأسواق المالية على أنها تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق المالي[3] .

---

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة**، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004،ص 110.

[2] هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، ط1،دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 58.

[3] محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، ط 1، الدار الجامعية، الإسكندرية،2005، مصر، ص 23 .

تعرف كذلك الأسواق المالية على أنها الآلية التي بموجبها يتم تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية المدخرة إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية[1] .

كما يعرف أيضا على أنه ذلك الإطار الذي يجمع باقي الأوراق المالية لمشتريها وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع و لكن يجب توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بالشكل الذي تجعل فيه الأسعار السائدة في لحظة معينة تكون واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة في ذلك السوق [2].

من خلال هذه التعاريف السابقة يتضح لنا:

أن الأسواق المالية تمثل وسيلة من الوسائل التي يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية، حيث تمثل أداة مهمة في الاقتصاد بين المشترين والبائعين وذلك لتبادل الأصول المالية المختلفة حيث يتم الجمع بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال يوجد داخلها هيئات ووسطاء يعملون على تنظيم و سير العمليات حيث تحكمها قوانين وتعليمات.

كما يمكن استخلاص عدة حقائق حول مفهوم الأسواق المالية:

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.
- بورصة الأوراق المالية أحد أهم أجهزة السوق المالية،فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بالأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، ووفقاً لقواعد ونظم معينة.
- من الأركان الرئيسة في السوق المالي الوسطاء وصناع السوق وقنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات اتصال البائعين بالمشترين.

ثانيا : خصائص السوق المالي

من خلال استعراض التعاريف السابقة لأسواق رأس المال نجد معظمها تتفق في بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

[1] عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، ط 1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 03.

[2] محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع،، عمان، الأردن، 2005، ص 20.

-تتسم أسواق المالية بتداول الأدوات المالية، الأمر مما أكسبها أهمية بالغة خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية قيد التأسيس أو القائمة التي تحتاج إلى سيولة الكافية المرتبطة بفترات السداد المناسبة.

-تتسم الأسواق المالية بعوائد مرتفعة نسبيا، وبذلك استقطبت على اهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار.

-على الرغم من أن الأدوات التمويلية للأسواق المالية ذات بعوائدها كبيرة نسبيا خاصة اسواق راس المال إلا أنها تتسم بدرجات مخاطرة عالية جدا مقارنة بالأسواق النقدية، وذلك لكون أدوات الاستثمار طويلة الأجل مما يولد مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية[1] .

ثالثا: أهمية السوق المالي

تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة،وخصوصا تلك التي ترتكز على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال المطلوبة لأغراض التنموية .وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط، وهي تعد انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد، وتظهر أهميتها من خلال الأنشطة والفعاليات التي تقوم بها، وترجع أهمية الأسواق المالية إلى مجموعة من العوامل يمكن إيجازها بالأتي:

I. بالنسبة للفرد:

الرغبة في الادخار لدى الإنسان طبيعية، فالإنسان يكَون ثروة لكي يستفيد منها في المستقبل، وذلك تحسبا لحدوث أشياء لا يعملها في المستقبل، حيث أن دخله من عمله أو استثماره قد ينخفض أو ينتهي بسبب المرض أو العجز أو الكوارث أو أي سبب آخر فإنه يسعى إلى الادخار.

وعندما يدخر الفرد بعضا من أمواله فإنه إما أن يحتفظ بها في صورتها النقدية السائلة، لكن الحياة أثبتت أن النقود لا تحتفظ دائما بقوتها الشرائية، فهي تتآكل شيئا فشيئا وبافتراض أنها تحتفظ دائما بقوتها الشرائية لكنها لا تنمو، وإما أن يقرضها لأحد أو يودعها في بنك مقابل الحصول على فائدة ثابتة، ورغم أن الفوائد من القرض ثابتة والمخاطر محدودة، إلا أن التضخم يكون في بعض الأحيان أكبر من الفائدة، وبالتالي فإن صاحب المال يخسر رغم الفائدة.

ولتفادي ما سبق، فإن المدخر يقبل بتحمل بعض المخاطر نظير اشتراكات في اقتسام الأرباح التي تستغل أمواله في تحقيقها، ويتحقق ذلك عن طريق شراء أسهم شركات تمثل جزء من رأس مالها، بحيث يتحول المدخر إلى

[1] جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 5.

شريك له حق المشاركة في اقتسام أرباح المشروع[1] .ولذا فقد وجد سوق الأوراق المالية لتشجيع حاجات ورغبات المتعاملين، وهو بالتالي ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، وقد أتى هذا السوق ليلبي رغبات الناس لما له من أهمية خاصة تتمثل في حماية المستثمرين.

ويمكن القول أن سوق الأوراق المالية يوفر قنوات ومداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد، بالإضافة إلى إمكانية تحويل الاستثمار وذلك عن طريق إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها[2].

II. بالنسبة للاقتصاد المحلي:

سوق الأوراق المالية يحقق توازن فعال ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير الشفافية الواضحة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وكذلك ضمان حقوق المتعاملين جميعا، من خلال حمايتهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم.

وسوف نضيف هنا الأهمية على الاقتصاد المحلي:

- أداة دفع غير محدودة في الاقتصاد، فهي تؤثر في كل جوانب ونشاطات الاقتصاد، وهي في نفس الوقت تتأثر هذا كله، ومن خلال هذا التأثر والتأثير المتبادل تحدث نتائج جديدة.
- جذب الفائض غير المعبأ، وذلك من خلال جذب المال الغير موظف وتحول من مال عاطل لا أثر له إلى رأسمال مشغل وله أثر ايجابي.
- توظيف الأموال بفعالية، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائدا مناسبا لهم.
- تحسين كفاءة الإدارة، حيث تتابع الإدارة أسعار أسهم شركتها في البورصة، وبالتالي تعمل هذه الإدارات على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لاتهبط أسعار أسهمها.
- توجيه مجالات الاستثمار، فهي توجه المستثمرين إلى المشروعات الناجحة والتي من شأنها رفع قيمة أسهمها.

[1] حسن حمدي، **دليلك إلى البورصة والاستثمار**، ط1، دار الكتاب العربي، دمشق، سوريا، ص 19

[2] صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية علميا** ، ط1، مكتبة ومطبعة الشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2000 ،ص 13.

- ترشيد الإنفاق الاستثماري، وذلك من خلال توجيه المستثمرين إلى الاستثمارات المناسبة وتحذيرهم من الاستثمارات الغير مناسبة[1].
- توفير الموارد والأموال للمشروعات، فسوق الأوراق المالية يقوم بتوفير السيولة للمشروعات المختلة ماليا وإنماء الصناعة والتجارة[2].
- تحدد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها[3].
- الحد من معدلات التضخم، وذلك من خلال امتصاص فائض السيولة وتوجيهها نحو الاستثمار[4].

وتطلب هذا الأمر توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:

- كفاءة التسعير :بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعلومات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
- عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات الأخلاقية التي يقوم بها بعض الأطراف مثل تعاملات المدراء ومحاولة تأثيرهم على الأسعار[5].

وكذلك هي تخفيف البطالة من خلال توفير الأموال اللازمة لفتح مشاريع كبيرة وأساسية لعملية التنمية، وبالتالي تشغيل عدد من الأيدي العاملة في هذه المشاريع.

III. بالنسبة للاقتصاد الوطني:

المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهر من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما زادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في

---

[1] محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**،ط 1، أيتراك للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 1996، ص 18.

[2] السيد إبراهيم الدسوقي، **المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية**، مجلة مركز البحوث، الرياض، السعودية، 1989،ص 135.

[3] رسمية قرياقص، **أسواق المال" أسواق–رأس المال –المؤسسات**"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 1999،ص 47.

[4] عارف صالح موسى، **ندوة سوق الأوراق المالية– البورصة –**، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، صنعاء، اليمن،2001، ص 3 .

[5] أحمد سالم بادويلان،**كيف تكون ناجحا في الأسهم والعقارات**،ط 1،دار الحضارة للنشر والتوزيع،الرياض، 2005،ص 70 .

البورصات العالمية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية. وكذلك نشر الوعي الادخاري لتعبئة الموارد التمويلية في المجتمع للمساهمة في دعم المشروعات الاقتصادية[1].

IV. بالنسبة للشركات:

تحويل الخطر وذلك عن طريق تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، وكذلك تعتبر الأسواق المالية بمثابة أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات.

أيضا تساعد الشركات على توسيع نشاطاتها وذلك من خلال الحصول على الموارد التي تحتاجها من خلال طرح أسهمها للاكتتاب[2].

V. بالنسبة للتنمية:

أ.تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر، وذلك من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات[3].

ب. المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة زيادة لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزينة العمومية ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى[4].

أهمية أخرى:

المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض" المقترضين "إلى الفئات التي لديها عجز المقترضي.

---

[1] فاضل ناصر القلاف،**بورصة الأوراق المالية الكويتية تنميتها وتطويرها**،مؤسسة دار الكتب،الكويت، 1978،ص 13.

[2] رسمية قرياقص،**أسواق المال" أسواق–رأس المال –المؤسسات**"،الدار الجامعية للطباعة والنشر،الإسكندرية ،1999،ص47.

[3] صلاح السيد جودة، **مرجع سابق** ،ص 37.

[4] أحمد سالم بادويلان، **مرجع سابق**، ص 70.

المطلب الثاني :وظائف السوق المالي واقسامه

تؤدي اسواق المال دورا هاما وحيويا في الحياة الاقتصادية، تفسر وجودها و اهميتها المالية والاقتصادية ومن خلال هذه الوظائف التي تمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الافضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها.

اولا: وظائف السوق المالي

تنبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الإقتصادية في الاستثمار و الادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص .فهي تساعد على نقل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات الفائض)إلى من يحتاجونها من المستثمرين، أفراد ومؤسسات وحكومات (وحدات العجز) وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهري لصحة الإقتصاد ونموه وحيويته، أما تفصيلات الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في هذا المجال الإقتصادي المهم فهي كما يلي[1].

I. تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية، للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

II. المحافظة على الثروة وتنميتها:

إنّ الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو القوة الشرائية حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل،فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل أنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها ستساعد على نمو ثروة من يقتنيها.

III. تسهيل الحصول على السيولة:

إنّ الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

[1] زياد رمضان ومروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر،2007، ص 9 و10.

IV. تسهيل الحصول على الائتمان:

والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد الوفاء في المستقبل، حيث تنتج الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

V. تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

VI. المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

أ. **التأمين** :توضع ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل السرقات وتأمين السيارات...إلخ.

ب. **التنويع** :أي تنويع مجالات و أوجه ألاستثمار وهو أمر واضح ومعناه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنويع.

ت. **التحوط** :أي الدخول في العقود المستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن، وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

VII. المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة، والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية(سندات وأذونات الخزينة) وبيعها بأسعار تعود على المشترين بعوائد مغرية، وإذا أراد مكافحة الركود فيقوم شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى[1].

ثانيا: أقسام السواق المالي

[1] زياد رمضان ومروان شموط، **مرجع سابق**، ص 11.

تتنوع الأسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها أو تقسيمها يقسم السوق المالي إلى سوق نقد للأموال قصيرة الأجل، وسوق رأس المال للأموال طويلة الأجل، وهذا الأخير يقسم حسب طبيعة الإصدارات إلى سوق أولية عندما يكون الإصدار لأول مرة، وكل ما يطرأ على هذه الإصدارات من تداول فإن السوق الثانوية تتولى مهمة مرونة تسيير تلك الإصدارات.

I. الأسواق النقدية

تمثل الأسواق النقدية مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل.

أ – تعريف الأسواق النقدية

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين مكن المال سبق أن اقرضه لطرف أخر، هذه الأدوات تكون قابلة للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة[1].

يعتبر السوق النقدي بمثابة آلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال القصيرة الأجل لفترة تقل عن سنة،ففي هذا السوق يتقابل عرض الأموال القابلة للإقراض قصيرة الأجل مع الطلب عليها.

ب – مكونات الأسواق النقدية

يمكن أن تقسم الأسواق النقدية بدورها إلى:

1. **السوق الأولية** :وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتعدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية[2].

2. **السوق الثانوية**[3] : وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تنحدر حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض القصيرة الأجل .

[1] عبد النافع الزرري وغازي فرج، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 36.

[2] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان ، 2010، ص 93.

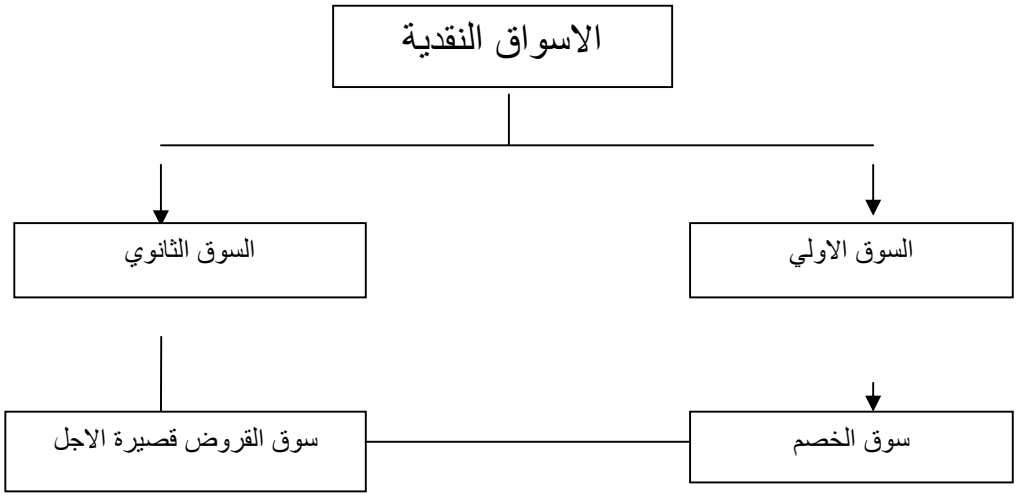
[3] **نفس المرجع**، ص 94.

❖ **سوق الخصم** :هو السوق التي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية العادية(الكمبيالات والسندات الأذنية،القبولات المصرفية وأذونات الخزينة.

❖ **سوق القروض قصيرة الأجل** :وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحدة وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الاقتراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من الناحية الأخرى.

وفيما يلي مخطط يوضح مختلف مكونات الأسواق النقدية.

الشكل رقم(1–1) : مكونات الأسواق النقدية



المصدر :السيد متولي عبد القادر،الأسواق المالية والنقدية والتوريدات، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، مصر، 2007 ،ص94.

II. سواق رأس المال:

إن أسواق رأس المال يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

أ – تعريف أسواق رأس المال

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، بصورة مباشرة بالاكتتاب بالأسهم والسندات[1].

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بأدوات طويلة الأجل من أسهم وسندات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة،مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية[2] .

ب – مكونات أسواق رأس المال:

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق مستقبلية وأسواق فورية وهي كالتالي:

1. **الأسواق المستقبلية** :وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، كأن تشتري أوراق مالية وتتعاقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور، والهدف من مثل هذه الصفقات هو الحد من المخاطرة التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلا، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شراءها خلال ذلك، فيتعاقد على شراءها الآن وبسعر يتفق عليه الآن ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضا سيتم عند التسليم[3].

2. **الأسواق الفورية** : يقصد بها الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) والتي تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية[4].

كما تعرف على أنها سوق مستمرة ثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة يجب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية لنظم ثابتة ولوائح محددة،

---

[1] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **مرجع سابق**، ص120.

[2] هوشيار معروف، **مرجع سابق**،ص 68.

[3] زياد رمضان ومروان شموط، **مرجع سابق**، ص 14.

[4] حسين بن هاني، **الأسواق المالية**، دار كندي، مصر، 2002، ص 24.

وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد والرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية فيها بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى[1].

تنقسم أسواق الأوراق المالية أسواق أولية وأخرى ثانوية وهي كالتالي:

❖ **الأسواق الأولية:**

سوق الإصدار أو السوق الأولية وهي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو سوق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، حيث يتم بيع الأسهم والسندات في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية[2].

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة .إن التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسييلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدار الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية[3].

إن الحدود الجغرافية للسوق الأولية تتمثل بمجموعة المؤسسات المالية المنتشرة في البلد المعني، وفي الدول التي تتسم أسواقها بالصغر والنمو، تمثل المصاريف التجارية الخاصة والحكومية مهام السوق الأولية، حيث تقوم بمهمة تسويق الإصدارات الجديدة إلى الجمهور.

❖ **الأسواق الثانوية:**

وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم أو السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلا التعامل بها من قبل في السوق الأولية، فعندما يشتري أحدنا أسهم شركة من شخص أخر تكون هذه العملية من عماليات السوق الثانوية، لأن الشخص الأخر كان قد اشترى تلك الأسهم من السوق الأولية عندما أصدرت الشركة أسهمها للمرة الأولى أو من شخص كان قد اشتراها عن طريق السوق الأولية[4].

فعندما يبيع أحد البنوك أو شركات التأمين أو أحد الأشخاص ما يملكه من سندات تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية،إذن فإن الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية هي تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة،وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية بالنسبة للبائع،

[1] صلاح الدين حسن السيسي، **بورصة الأوراق المالية**، عالم الكتب للنشر والتوزيع و الطباعة، مصر، 2003، ص 15.

[2] السيد متولي عبد القادر، **مرجع سابق**، ص 130.

[3] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية**، تحليل وإدارة دار المبسترة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004. ص 121.

[4] حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 22.

أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، وهي أيضا من الوظائف الرئيسة التي تقوم بها الأسواق المالية بشكل عام.

ويتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة لذلك هي قاعة التداول في بورصة الأوراق المالية مثل بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة نيويورك أو بورصة طوكيو.

يلاحظ أن العلاقة قوية جدا بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية حيث يكمل بعضها عمل بعض، ويجب التذكر بأن الأسواق الثانوية لا يتم فيها أية إصدارات جديدة بل يتم فيها تداول الإصدارات القديمة من حين لأخر، ومن مظاهر العلاقة القوية بين السوقين الأولية والثانوية أنه إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم من السوق الثانوية فإن هذا يؤثر بنفس الاتجاه وإيجابيا على أسعار الأسهم أو أسعار الفائدة في السوق الأولية والعكس صحيح، ويحدث هذا الأمر لأن المستثمرين النشطين ينقلون استثماراهم بين السوق الأولية والثانوية باستمرار وحسب ما يرون أنه يحقق مصالحهم في الاستثمار فيوجد العديد من مؤسسات الاستثمار ذات النشاط الكبير في كلا السوقين، فإن ما وجدت إحدى المؤسسات أن هناك صفقة جيدة في السوق الأولية فإن ذلك قد يدفعها إلى بيع جزء من استثماراتها في السوق الثانوية لتمويل الصفقة من السوق الأولية[1].

تصنف السوق الثانوية طبقا لصيغة تنظيمها إلى أسواق منتظمة، أسواق غير منتظمة، السوق الثالثة والسوق الرابعة وهي كالتالي:

- **الأسواق المنظمة:**

يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق المسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة يتم التعامل في الأسواق المنتظمة في قاعة مخصصة تسمى أيضا قاعة التداول، وهي مجهزة بالأجهزة اللازمة وموظفين نشطين متخصصين وألواح لإجراء مزايدات عليها أو يكون التعامل الكترونيا، وهو تطور حديث بعد انتشار تكنولوجيا المعلومات[2].

- **الأسواق غير المنظمة:**

أسواق مختصة بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أم غير المسجلة،فيما يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل

[1] حسين عصام، **مرجع سابق**، ص 22.

[2] **نفس المرجع**، ص 17.

في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة،و يتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجارة و المستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمرين أن يختار أفضل الأسعار [1]، وهذه الأسواق بدورها تنقسم إلى:

- **السوق الثالثة:**

تتكون من بيوت السماسرة ومن غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة، مهما كبر حجم الصفقة أو صغرها، والمستثمرين في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية، الأسهم التي تركز عليها هذه السوق للتعامل لا تتجاوز 200 سهم، تصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة لتمنعها بخصم العمولة، التي لا يمكن الحصول عليها في السوق المنتظمة، التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة. إن السبب الرئيسي في إن انخفاض العمولة هذه السوق لكون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق كما هو الحال في السوق المنتظمة، هذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين[2].

- **السوق الرابعة:**

يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيها بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، تصنع هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، سمة السوق هي السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق مناسبا قويا للأسواق المنتظمة، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق[3].

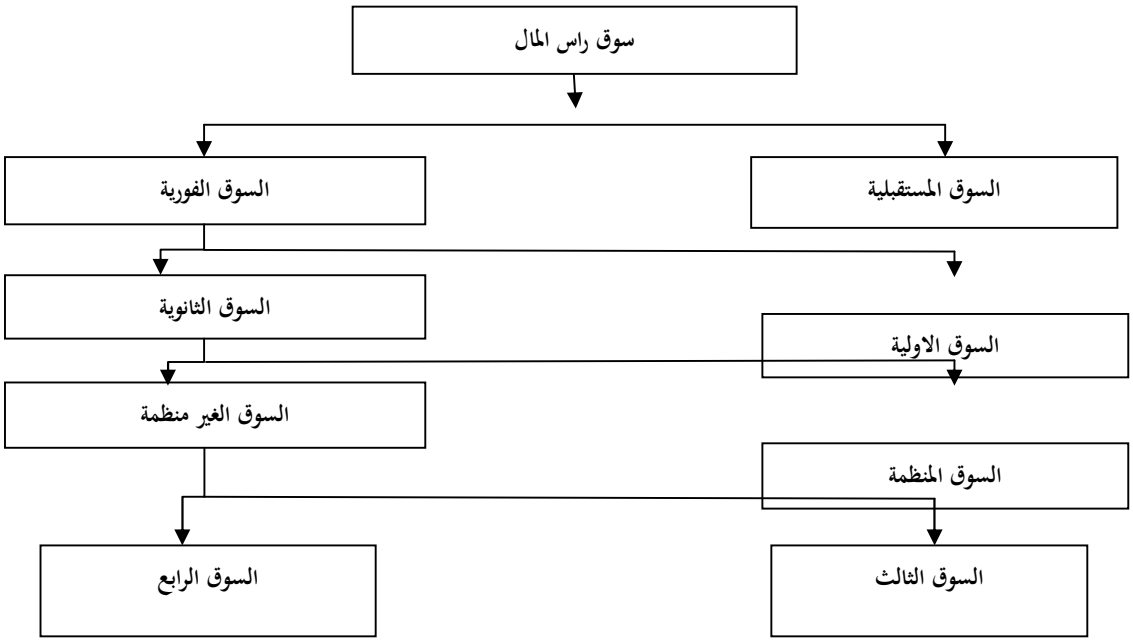
وفيما يلي مخطط توضيحي لمختلف مكونات أسواق رأس المال.

[1] حسين عصام، **مرجع سابق**، ص 22.

[2] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **مرجع سابق**، ص 125.

[3] **نفس المرجع**، ص 125.

الشكل رقم(1-2) : مكونات أسواق رأس المال



المصدر :من إعداد الطالبين اعتمادا على السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية والتوريدات، دار الفكر ناشرون و موزعون، الأردن، 2010، مصر، 2007، ص95.

وفيما يلي جدول يبين أهم الفروق التي استخلصت من دراسة تقسيمات سوق رأس المال.

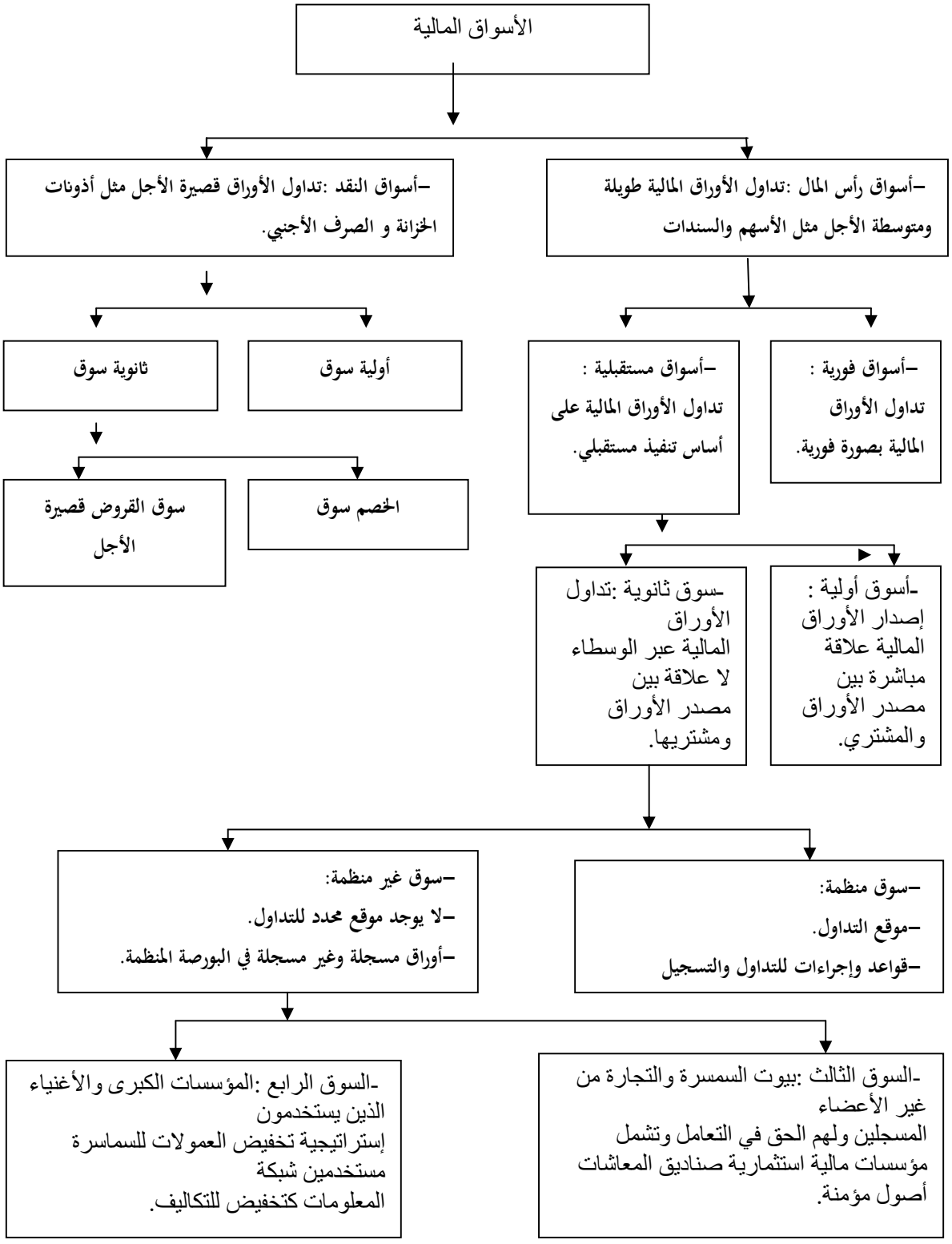
الجدول رقم (1-1): ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولية والسوق الثانوية.

معايير التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
-الوظيفة الأساسية.	-إصدار القيم المتداولة.	-تبادل القيم المتداولة.
-المتعاملون.	-المؤسسات، الدولة،الجمهور والمؤسسات المالية المختصة.	- المؤسسات المالية المختصة والجمهور.
-الأهمية بالنسبة للمستثمر.	-توظيف الادخار.	-توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية.
-المؤسسات المختصة في جمع الأموال.	-بالخزينة العمومية،البنوك، صناديق الادخار، والبريد...إلخ.	-البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء.

المصدر:محفوظ جبار، **البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 63.

وفيما يلي مخطط توضيحي لمختلف مكونات الأسواق المالية.

الشكل رقم(1–3): مكونات الأسواق المالية



المصدر: محمود مُحَمَّد الداغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن،2007 ، ص45.

المطلب الثالث : المتعاملون في السوق المالي

بعد التعرف الى الأركان الرئيسية للأسواق المالية من أصحاب الفائض والعجز المالي،فقد كان هذا هو الجزء الأول من أسباب وجود الأسواق المالية، أما الجزء الثاني فيتمثل في الركائز الرئيسية والتي من خلالها تتشكل الأسواق المالية، وفيما يلي عرض بإيجاز أهم هذه الركائز .

اولا : بنوك الاستثمار

بنك الاستثمار عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة من شانها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على الاموال فعندما تريد شركة مساهمة الحصول على اموال عن طريق اصدار اسهم وسندات، فاها عادة ما تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل اصدار وبيع اوراقها المالية .

تجدر الاشارة الى ان بنك الاستثمار ليس ببنك عاديا وسيطا يقبل الودائع ويمنح القروض وإنما ينشأ دوره المهم في سوق الاوراق المالية من خلال تقديم المساعدات للوحدات الاقتصادية لأجل تسويقها او بيع اوراقها المالية،مستعينة بخبرتها في البورصة وتأخذ المساعدة الاشكال الموالية [1]:

- **تقديم النصائح للوحدات الاقتصادية** باعتبار ان بنوك الاستثمار تتعامل بشكل دائم مع الاوراق المالية واكتسابها بذلك لخبرة كبيرة في هذا المجال، مما يمكنها من تقديم النصائح للشركات التي تنوي اصدار اوراق مالية ومساعدتها في اختبار القرار الافضل خصوص اصدار اسهم او سندات التمويل، وتقديم دراسة لحالة السوق وتحليل المركز المالي للوحدة اقتصادية،اضافة الى توقيت الاصدار وسعره المناسب فضلا عن التوزيعات المناسبة للأرباح.

- **وظيفة تنفيذ التعهد** اي ضمان اصدار الاوراق المالية، حيث يقوم بنك الاستثمار بتغطية الاصدار في وقت وتاريخ محدد وعن سعر معين،وبعد ذلك يقوم بإجراءات بيع الاصدار الى الجمهور عند سعر اعلى من السعر الذي اشترى به الاصدار.

وتجدر الاشارة الى ان بنك الاستثمار قد يتعرض الى مخاطر كبيرة عند قيامه بتغطية الاصدار، لذلك قد يتولى وحده تغطية الاصدار او تشاركه عدة بنوك استثمار .

- **تسويق الاوراق المالية المصدرة** وهذا بالقيام بجملة من الاعلانات والاتصالات بالمستثمرين المحتملين.

[1] محمود محمّد الداغر، **مرجع سابق**، ص 50 و51.

ثانيا : صناديق الاستثمار

تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية وليس في السوق الاولية كما هو الحال في بنوك الاستثمار وبالتالي فان وجودها ينشط السوق الاوراق المالية حيث يوفر بديلا اخر للمدخرين بدلا من اللجوء المباشر للسوق، وتهدف صناديق الاستثمار الى تجميع الاموال من الافراد والمؤسسات مقابر اصدار وثائق الاستثمار، واستخدام حصيلة تلك الاموال في الاستثمار في الاوراق المالية،بما يحقق التنويع الكفء والعائد المناسب لحملة الوثائق [1].

اذ تحقق صناديق لاستثمار عدة مزايا بالنسبة للمستثمرين، فهي توفر سيولة للمستثمر في الوقت الذي يرغب فيه،اضافة الى تخفيض مستوى المخاطر والاستفادة، من مهارة الادارة المحترفة القائمة عى شؤون الصندوق، وإتاحة الفرصة للمفاضلة بين انواع متباينة من الصناديق ليختار منها المستثمر ما يناسب ظروفه، هذا الى جانب تحقيق عائد متميز قد يصعب على المستثمر تحقيقه لو انه استثمر مدخراته مباشرة في الاوراق المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية[2].

ثالثا:المستثمرون التأسيسيون

يعتبر المستثمرون التأسيسيون من بين اهم المتعاملين في سوق الاوراق المالية،نضرا لقدرتهم الكبيرة على تعبئة المدخرات طويلة الاجل وتوجيهها نحو سوق الاوراق المالية وتميزهم بنوع من الثبات والاستقرار في قدرتهم الادخارية والاستثمارية،حيث يلعبون دورا اساسيا في تنشيط هذه السوق ومن اهم المستثمرين التأسيسين ما يلي:

I. **الصناديق ذات الطابع الاجتماعي:** وهي عبارة عن هيئات تقدم لمنخرطيها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من المداخيل، حيث يتم تجميع هذه الاموال وتوجيهها لسوق الاوراق المالية والتعامل بها في شكل اسهم وسندات قصد تحقيق عوائد، والتي تمكنها من مواجهة وتغطية مصاريفها المتزايدة. [3]

II. **البنوك التجارية:** تعتبر هذه البنوك من اهم الفاعلين في سوق الاوراق المالية، كونها تملك خبرة واسعة في الشؤون المالية وفي حقيقة الامر فان تدخل البنوك التجارية في سوق الاوراق المالية انما هو ظاهرة فرضها تقسيم العمل المالي فبعدما كان نشاط البنوك التجارية منحصرا في قبول الودائع و تقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الاجل، طرأ على هذا النشاط تغيرا وضيفيا، فنتيجة لمجموعة من العوامل و الظروف أصبحت تلك البنوك تقدم

[1] طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر الى بورصة الاوراق المالية**، دار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص 29.

[2] منير ابراهيم هندي، **ادوات الاستثمار في اسواق راس المال:الاوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المكتب العربي، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 138.

[3] جودي صاطوري، **اثر كفاءة سوق راس المال على استثمار في الاوراق المالية:حالة الجزائر**، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية،المدرسة العليا للتجارة،الجزائر، 2006/2005، ص 53.

خدمات عديدة و متنوعة كتقديم الاستشمارات الفنية للمستثمرين و تشجيع الافراد والشركات على شراء الاوراق المالية[1] .

III. **شركات التامين:** هي شركات مساهمة عامة تملك اموالا ضخمة حيث تسعى الى توزيع الخطر على اكبر عدد من الافراد مقابل قسط التامين الذي يدفعه المؤمن لشركة التامين مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة جدا، ويتم توجيهها الى سوق الاوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى [2].

IV. **هيئات التوضيف الجماعي للاوراق المالية** :تلعب هذه الهيئات دورا مهما في جلب المدخرات، نظرا لما تملكه من خبرة واسعة في اسواق الاوراق المالية، اذ تقوم بتلبية حاجات المستثمرين الذين لا يملكون الرغبة في الاستثمار المباشر في السوق، او الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم من حين لاخر.[3]

رابعا:المتعاملون حسب الهدف من تعاملاتهم من سوق الأوراق المالية

تحتوي بورصة الاوراق المالية بالإضافة الى ما تم ذكره سابقا على اطراف اخرين يمارسون بيع الاوراق المالية وشرائها بغية تحقيق اقصى الارباح، من أهم هذه الأطراف ما يلي[4]:

I. المراجحون: وهم شريحة استثمارية تتعامل بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين او اكثر، اذ تشتري من سوق منخفضة الاسعار وتبيع في سوق اخرى مرتفعة الاسعار وتحقق ربحا عديم المخاطرة .

II. المحتاطون: تهتم هذه الشريحة المتعاملة فالأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة و الحادة في الاسواق اذ تحتفظ هذه الفئة بالأوراق المالية من اجل الحيطة وتقليل المخاطرة، خصوصا ان المشتقات تسمح لهم بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الاوراق المالية الاصلية، ولاكن ذلك لايعني ضمانا كاملا .

III. **المتآمرون:** تهدف هذه الشريحة الى التحكم بالأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا مستخدمة بذلك بعض الوسائل المصطنعة بهدف ان يصبح السعر السائد للورقة المالية اعلى او ادنى من السعر الحقيقي لها،ويتميز هؤلاء بان لديهم موارد مالية ضخمة تمكنهم من تحقيق اهدافهم .

---

[1] مروان عطون، **الاسواق النقدية والمالية:البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر، 2003،ص 254-256.

[2] احمد زكريا صيام، **مبادئ الاستثمار**، دار المناهج للنشر والتوزيع،عمان، 2003، ص 46.

[3] جودي صاطوري، **مرجع سابق**، ص 53.

[4] للمزيد من الاطلاع انظر :

صلاح السيد جودة، **مرجع سابق**، ص 35 و 36 .

محمود محمد الداغر، **مرجع سابق**،2005، ص 126.

IV. **المستثمرون:** يمثلون الافراد الذين يشترون الاوراق المالية بهدف الحصول دخل مستمر منها والتي تشمل الفوائد والتدفقات والعوائد بمختلف اشكالها .

V. **المضاربون المحترفون:** تسعى هذه الشريحة الى الاستفادة من فروقات الاسعار اذ يهتم المضاربون بمراقبة الاسعار في السوق بصفة دائمة، بالاضافة للتنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته ويستخدم ادوات التحليل الاحصائية والاقتصادية التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية في السوق، كذلك من معرفته بالعمليات الكمية التي تدور داخل السوق اذ تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الاسعار المستقبلية من اجل تحقيق اقصى ربح من خلال شراء الاوراق المالية وبيعها عندما ترتفع اسعارها .

VI. **المضاربون الهواة:** تهدف هذه الشريحة الى الاستفادة من فروقات الاسعار في السوق المالية، ولكن دون الاهتمام بدراسة العوامل المؤثرة فيه اذ انها لاتقوم بدراسة اتجاهات السوق بل تتطلب اتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية وعادة مايختفي هؤلاء من السوق نتيجة وقوعهم في خسائر .

المبحث الثاني :الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدواتها مستحدثة كالأوراق المهجنة والمشتقات المالية،تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية،كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوية فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري.

المطلب الأول :ماهية الأسهم

تعتبر الأسهم أحد أصناف السلع المتداولة في هذه ألسوق ويندرج تحت هذا الصنف عدة أنواع وتتميز هذه الاسهم بعدة خصائص.

أولا :تعريف الأسهم و خصائصها

I. تعريف السهم و مختلف قيمه

أ – تعريف السهم:

يعرف السهم على أنه :"صك يمثل جزءا من رأس مال شركة أموال ويثبت لمالكه حقوق الشريك (أي المساهم) و تستعمل هذه الكلمة أيضا للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار"[1].

وقد عرفه بعضهم بأنه الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة، سواء أكانت نقدية أم عينية و يتكون رأس المال الشركة من هذه الأسهم[2].

و تعرف الأسهم أيضا على أنها صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموما مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها[3].

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، و يمثل جزءا من رأس مال الشركة، و يتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، و هذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة.

---

[1] Joseph Antoine, Marie-Claire Capiau-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010, p: 12.

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2001، ص 88.

[3] سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996،ص 265.

ب – القيم المختلفة للسهم:

للسهم قيمة إسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية حيث سنوجز هذه القيم فيما يلي[1]:

– القيمة الاسمية :تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وهي أيضا القيمة التي ظهر السهم في أول إصداره، فهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس والقانون النظامي للشركة، وقد يحدد القانون مبلغ معين كحد أدنى للقيمة الإسمية.

– القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية): و تمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال المساهم والاحتياطات والأرباح المحتجزة)على عدد الأسهم المصدرة، وبذلك فهي تعتبر مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.

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

II. العوامل المحددة لقيمة السهم:

عند التحدث عن العوامل المحددة لقيمة السهم، فإننا نشير عادة إلى القيمة الجارية(القيمة السوقية) والتي تتعرض لتغيرات مستمرة، و هذا راجع لكثرة العوامل التي تؤثر عليها، و من أهمها نذكرما يلي[2]:

– يؤثر المركز المالي للشركة على سعر السهم تأثيرا سلبيا أو ايجابيا، وذلك حسب الوضعية،فكلما تمتعت الشركة بصحة مالية أحسن كلما ارتفع سعر السهم، وكلما تدهورت الوضعية المالية للشركة كلما انخفض سعر السهم.

– معدلات الأرباح الفعلية سواء كانت محققة أو مستقبلية فهي تلعب دورا كبيرا في تحديد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه مالك السهم.

– معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح والتوقعات المستقبلية لاتجاها .

– توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة.

[1] محمود أمين زويل، **بورصة الأوراق المالية :موقعها من الأسواق أحوالها و مستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر، الإسكندرية، مصر،2000، ص 48.

[2] زرفة زهية، **بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر**، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000، ص33.

– الأوضاع الاقتصادية: يزيد الطلب على الأسهم في فترات الاستقرار و الانتعاش الاقتصادي، نظرا لارتفاع الإيرادات مما ينتج عنه ارتفاع أسعار الأسهم .بينما ينخفض الطلب على هذه الأخيرة في أوقات الأزمات والانكماش الاقتصادي، و يتسبب ذلك في زيادة عرض الأسهم للبيع مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

III. خصائص الأسهم

يتميز السهم عن غيره من الأوراق المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص، و من أهمها نذكر ما يلي[1] :

أ – 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، و خاصية التداول و إن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة.

لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا، أو بعد توزيع نسبة مؤوية محددة من أرباحها على المساهمين.

ب – خاصية متساوية القيمة:

تعني هذه الخاصية أنه حين تقوم شركة المساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة، و لا يجوز لإصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

ت – خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم:

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، و هذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

ثانيا: أنواع الأسهم

للأسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة نعرضها كما يلي:

I. تقسيم الأسهم على أساس الشكل الذي تظهر به

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها أو حسب الشكل الذي تظهر به إلى ثلاثة أنواع كالآتي[2]:

[1] سمير عبد الحميد رضوان، **مرجع سابق**، ص 267 -268.

[2] جون وايت، ترجمة :خالد العامري، **الإستثمار في السندات والأسهم**، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة ،مصر، 2003، ص 72.

أ –**الأسهم الإسمية** :أين يقيد 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 عند تداول هذه الأسهم في البورصة.

ب – **الأسهم لحاملها** :وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد وبذلك هي تشبه وإلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوزها هو مالكها، هذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين كعدم الإعلان عن إسم المستثمر، سهولة التداول، إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي، كما أن لها بعض العيوب كعرضتها للسرقة أو الضياع، وحملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

ت – **الأسهم الأذنية (السهم الأذني)**: ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير و بدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

II. تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى أنواع عدة نذكر منها[1] :

أ –الأسهم النقدية :هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا، و يمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.

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

ت – الأسهم المجانية: قوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمالها الأصلي، و بالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، ويتم توزيعها مجانا على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

[1] السيد عليوة، **تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية**، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006، ص 58.

III. تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى نوعين نوجزهما كما يلي:

أ – الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه :عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، و يأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في سوق الأوراق المالية[1].

وقد عرف أيضا كما يلي :"يمثل السهم العادي وثيقة ملكية أو صك ملكية، وتعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم،إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، نوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم"[2] .

حاملوا هذه الأسهم يمتلكون الشركة مثلهم مثل الشركاء في شركات الأشخاص، فهم لا يحصلون على عائد محدد مقابل شرائهم لهذه الأسهم، بل تستخدم بعض الإيرادات لمصلحتهم، و المتمثلة في شكل توزيعات أرباح أو أموال يتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها من أجل توليد توزيعات أرباح أكبر في المستقبل .وترتب على ذلك ضرورة أن يمارس المساهمون العاديون نوعا من الرقابة على الشركة لحماية حقوقهم، و الطريقة المعروفة في ذلك هي انتخاب مجلس الإدارة الذي يتولى بدوره إختيار الإدارة العليا المسؤولة عن تسيير الشركة، وبالإضافة إلى حق الإنتخاب السابق، فإن للمساهم العادي الحقوق التالية:

– يحق للمساهمين العاديين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غيرانهم لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك .

– يحق للمستثمر(حامل السهم) أن يكون مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

– الاطلاع على دفاتر و سجلات الشركة.

[1] ضياء مجيد موسوي، **البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 38.

[2] محمود محمّد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات – أوراق –بورصات)** ، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان،2005 ، ص 88.

– لحملة الأسهم العادية الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكونه حاليا فيها، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم[1].

ب – الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز كما يلي :"أنه يمثل سند ملكية و له قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة .والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في وقت لاحق .وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أما إذا لم تحقق الشركة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات"[2] .

كما يعرف أيضا على أنه :"السهم الذي يقع في مكان وسط بين الأسهم العادية والديون، حيث يتحدد له نسبة توزيعات أرباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم، ولكن لا يوجد إلتزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها" [3] .

يطلق على السهم الممتاز أيضا اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، ويتمتع حملة هذه الأسهم بالحقوق التالية[4]:

– حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، وهذا من شأنه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحاب هذه الاسهم للحصول على الأرباح.

– حق الأولوية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة)قبل سداد قيمة الأسهم العادية.

[1] نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، **الأسواق و المؤسسات المالي**، كلية التجارة،جامعة عين شمس، مصر، 2005، ص 25.

[2] عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، **الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية –أسواق الأوراق المالية –شركات التأمين –شركات الاستثمار)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 270 -271.

[3] نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، **مرجع سابق**، ص 33.

[4] ضياء مجيد موسوي، **البورصات (أسواق المال و أدواتها)**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 40 .

ويكمن الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في العناصر التالية[1]:

– يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية، ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

– حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة.

– يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، هذا معناه أن حملة الاسم العادية لا يحصلون على توزيعات حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة.

– في حالة التصفية فإن الأولوية في هذه الأموال تكون لحملة الأسهم الممتازة مقارنة بحملة الأسهم العادية، ولكن الأسبقية تكون لحملة السندات في أموال التصفية.

– يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء الأسهم الممتازة، بحيث تقوم بشرائها من أصحابها، ولا يقع هذا الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية.

ثالثا : الاتجاهات الحديثة للأسهم

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم، وسوف ينصب اهتمامنا على الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية والممتازة كما يلي:

I. الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية

فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم العادية المستحدثة نستعرض أهمها فيما يلي[2] :

أ – الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

[1] محمود مُحَّد الداغر، **مرجع سابق**، ص 101.

[2] عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، **مرجع السابق**، ص 265-267.

ب – الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة يخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل الاحتساب الضريبي، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على % 50 من الفوائد التي تحصل عليها.

ت – **الأسهم العادية المضمونة:**

ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرت هذا السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

II. الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم الممتازة

نذكر منها مايلي[1]:

أ – الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

ظهرفي الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك

السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن % 7,5 من القيمة الاسمية للسهم.

ب – الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي الأسهم الممتازة التي تعطي لحاملها حق التصويت –الأسهم الممتازة عموما لا تعطي لحاملها حق التصويت– كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي وقد سبق الإشارة إليها عند الأسهم العادية المضمونة.

[1] عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، **الأسواق و المؤسسات المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 20.

المطلب الثاني :ماهية السندات

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

أولا :تعريف السندات و خصائصها

I. تعريف السند

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو وزارات المالية في الحكومات، وفيما يلي بعض التعريفات للسند:

يعرف السند على أنه" :شهادة يلتزم المصدِر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند"[1].

و يعرف أيضا على أنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات،أو الحكومة و فروعها،و يعتبر حامل سند الشركة دائنا لها،و يعطى لحملة السندات فائدة ثابتة سنويا، ولهم استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين[2].

بعد عرض هذه التعريفات يتبين أن السند عبارة عن وثيقة لقرض، يتعهد المصدِر لها يدفع قيمة القرض كاملة لصاحب هذه الوثيقة، في تاريخ محدد، بفائدة محددة.

وهذه أهم المعلومات التي تصاحب إصدار السند نوجزها كما يلي[3] :

– القيمة الاسمية، وهي التي يتم بها إصدار السند لأول مرة في السوق الأولي.

– معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

– أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا.

---

[1] أحمد بن عبد العزيز الحداد، **الأسهم و السندات تصور و أحكام، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق وتحديات**، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007، ص5.

[2] عبد الله بن محمد العمراني، **السندات من منظور شرعي، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق و تحديات**، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى،2007،ص3.

[3] سعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998 ، ص 51.

– الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.

– السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.

– الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ الاهتلاك تتمثل في الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.

وعادة ما تتم التفرقة بين القيمة الاسمية والقيمة الجارية للسند، فالقيمة الاسمية يقصد بها القيمة التي يصدر بها هذا الأخير،و التي تبقى ثابتة طيلة مدة الاستحقاق، أما القيمة الجارية فهي تمثل القيمة السوقية التي يتداول بها السند في السوق الثانوية، والتي تتعرض للتقلبات باستمرا[1].

II. خصائص السند

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي:

– صك مديونية على الجهة التي أصدرته.

يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت (عائد)سواء ربحت الشركة أم لم تربح، 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 اعتمادا 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 يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.

– تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

[1] زرفة زهية، **مرجع سابق**، ص39.

– تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى[1].

ثانيا: أنواع السندات

I. التقسيمات المختلفة لأنواع السندات

بالإعتماد على مجموعة من الإعتبارات يمكن تقسيم السندات إلى الكثير من الأنواع:

أ – حسب نوع و طريقة الضمان:

– **السندات المرهونة بأصول معينة** :حيث تقدم الشركة المصدرة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات، فإذا فشلت الشركة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة هذه السندات يمكن لحملة السندات بيع هذه الأصول في المزاد وتقسيم ما يتحصلون عليه مع إرجاع الفائض عن قيمة القرض إلى الشركة.

– **السندات غير المضمونة بأصول معينة** :وتسمى أيضا السندات البسيطة " و ليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرة، بل هناك ضمان يقف خلفها وهو المركز الإئتماني والقوة الإيرادية للشركة المصدرة".[2]

ب – حسب طريقة السداد:

– سندات تسدد عند ميعاد إستحقاقها.

– سندات تسدد قبل حلول موعد إستحقاقها :فقد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سنداتها المصدرة قبل حلول ميعاد إستحقاقها و ذلك بطريقتين رئيسيتين :

– السداد حسب اختيار الشركة :فإما أن تقوم الشركة بشراء سنداتها من السوق ثم إلغائها بعد ذلك؛ أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الإستدعاء، لكن هذه الأخيرة تلتزم وجود شرط في عقد الإصدار.

– السداد الإجباري :وذلك عندما يحتوي عقد إصدار السندات على شرط تكوين احتياطي الاستهلاك.

– سندات تسدد تدريجيا :أو ما يطلق عليها السندات ذات مواعيد الإستحقاق المتسلسلة،وفي هذه الحالة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة تسدد في تواريخ إستحقاق متتالية[3].

ت – حسب أجال الإستحقاق:

---

[1] ضياء مجيد موسوي، **مرجع سابق**، ص37-38.

[2] محمد صالح الحناوي و آخرون، **مقدمة في المال و الأعمال**، الدار الجامعية،الإسكندرية، 2000، ص 393 .

[3] عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، **مرجع سابق، ص270**.

تكون هذه الآجال إما قصيرة، متوسطة أو طويلة، وهناك السندات الدائمة أي السندات التي ليس لها تاريخ إستحقاق محدد، والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا النوع من السندات هو بيعها، كما يمكن للمنشأة التي أصدرتها شراءها من السوق مباشرة .

ث – 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.

ج – حسب العملة التي تحرر بها السندات:

– سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.

– سندات محررة بعملات أجنبية،" وتعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار هذه السندات،وكان ذلك في بداية العام 1963، حين قامت بعض الشركات الأمريكية بالسماح لفروعها في الدول الأوروبية لإصدار مثل هذه السندات، ولكن معظمها من النوع القابل للإستدعاء، كما أن منها ما يصدر مقترنا بشرط خيار العملة الذي يوفر لحامل السند الحق في اختيار نوع العملة التي يحصل بها على فوائد السند وقيمته الاسمية".[1]

ح – حسب القيمة التي تصدر بها السندات:

– السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الإسمية :وهي تلك الصادرة بالقيمة المبينة عليها، القيمة التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل عند الإكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.

– السندات ذات مكافأة الوفاء :و التي تصدر بأقل من القيمة الإسمية المبينة فيها، وعند الإكتتاب لا يلتزم المكتتب إلا بدفع القيمة الأولى وعند حلول أجل الإستحقاق يسترد القيمة الإسمية المذكورة فيه أما الفرق بين القيمتين فهو علاوة الوفاء.

– السندات ذات النصيب :"وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الإسمية المبينة فيها، وتعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريق القرعة"[2].

[1] محمد صالح الحناوي و آخرون، **مرجع السابق**، ص394.

[2] محمد يوسف ياسين، **البورصة**، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004، ص 46.

II. اتجاهات جديدة في السندات

استحدثت في الثلث الأخير من القرن العشرين أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية نذكر من بينها[1]:

أ –**سندات لا تحمل معدل كوبون** :تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يقوم المستثمر بإسترداد القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق وإذا أراد المستثمر التخلص من هذه السندات قبل تاريخ إستحقاقها فإنه يمكن له بيعها بالسعر السائد في السوق.

ب – **سندات ذات معدل فائدة متحرك** :حيث يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وقد استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.

ت – **السندات ذات الدخل** :حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباحا، إلا أنه قد ينص العقد على أن تسدد فوائد السنة التي لم تحقق فيها أرباحا من السنة اللاحقة.

ث – **السندات الرديئة (متواضعة الجودة)** :استحدثت هذه السندات في الثمانينات من القرن الماضي لتمويل وإمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

ج –سندات المشاركة: و هي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح المنشأة إضافة إلى الفوائد الدورية.

ثالثا: إهتلاك و مخاطر السندات

I. اهتلاك السندات

يمثل السند أصل قرض طويل الأجل عادة، وبذلك فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله أو قبل ذلك باهتلاكات السندات، ولهذه الأخيرة عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق[2]:

---

[1] عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، **مرجع سابق**، ص 273-274.

[2] مروان عطوان، **الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال)أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الجزائر، 1993، ص 76-77.

أ –**السداد الجزئي للسندات** :تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل آجال استحقاق القرض المجزأ،أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار .

ب – **تكوين احتياطي استهلاك السندات:** قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهتلاك السندات، و في هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، و يشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.
- تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.
- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ت – السداد التدريجي :تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

II. مخاطر السندات

يحصل حامل السند على تدفقات نقدية تتأثر هذه الأخيرة بمجموعة من العوامل نذكر منها:

أ –**مخاطر أسعار الفائدة** :إن عائد السند يتأثر بالتقلب في أسعار الفائدة السائدة في السوق وإذا حدث وارتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند وكانت لحامل السند رغبة في بيعه فإنه في هذه الحالة يكون سعر البيع أقل من القيمة الإسمية للسند الأمر الذي ينجر عنه خسائر مالية يتحملها حامل السند .وأيضا إذا أصبحت أسعار السندات نفسها أكثر تقلبا، فإن المخاطر المقترنة بحيازة السندات تزداد، ومن ثمة تصبح أصولا أقل جاذبية.

ب – **مخاطر إعادة الاستثمار**: تشير مخاطر إعادة الاستثمار إلى تلك المخاطر الناجمة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الإسمية التي يستردها عند الإستحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر شراء السند .وكلما كان السند قابلا للإستدعاء كلما زادت مخاطر إعادة الاستثمار فغالبا ما تلجأ المنشأة المصدرة إلى

هذا الإجراء عند إنخفاض أسعار الفائدة في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول حامل السند على العوائد التي أتخذ قرار شراء السند على أساسها، ليس هذا فقط بل يقوم بإعادة إستثمار المبلغ الذي يتحصل عليه من الإستدعاء عند سعر فائدة منخفض[1].

ت – مخاطر التوقف عن السداد: تظهر هذه المخاطر عند فشل المنشأة المصدرة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة السندات(دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الإستحقاق)، وهذه المخاطر يمكن التنبؤ بها من خلال الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد و قياس الجدارة الإئتمانية للمنشأة المصدرة للسندات.

ث – **مخاطر السيولة** :تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه وذلك بالبيع في أي وقت و بسعر مناسب، وعليه كلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه بسعر سوقي مناسب كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر سيولة السند[2].

المطلب الثالث :الأوراق المهجنة و المشتقات المالية

كان الغرض الأساسي من انتشار هذه الأدوات – خاصة في العقود الأخيرة – هو جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع و حماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر، ولقد أخذت هذه الأدوات أشكالا متعددة.

اولا :الأوراق المهجنة

و هي تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية و بين خصائص السندات التي تمثل حق المديونية، وأهم أنواعها هي[3] :

I. سندات المساهمة

و هي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة أو عامة، و تعتبر ديون أبدية و بمثابة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب النشاط أوالنتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.

II. شهادات الاستثمار

وهي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها كغيره من الحقوق كحقه في التوزيعات، حقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية للمؤسسة المصدرة .وهنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى

[1] محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، **تحليل و تقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001-2002، ص258.

[2] محمود يونس و عبد المنعم مبارك، **النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 ، ص186.

[3] محمد براق، تسيير المحافظ، **مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير**، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003، ص34-35.

شهادة استثمار و التي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، وكذا شهادة حق التصويت والتي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة.

ويقوم بإصدار شهادات الاستثمار كل من مؤسسات القطاع العام والخاص، وذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومن مراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار .

ثانيا : المشتقات المالية

يقصد بالمشتقات المالية أن هناك ما يتم اشتقاقه من الأصل، والمقصود هنا بالمشتقات أنها اشتقت من الأوراق المالية الأساسية، ولذلك فهي ليست أوراق مالية إنما عقود نابعة من الأوراق المالية.

هناك العديد من المشتقات ولكن معظم المستثمرين يركزون على نوعين من المشتقات المالية هما عقود الخيار (الخيارات المالية) والعقود المستقبلية، وبالإضافة إلى هذين النوعين فهناك أيضا مشتقات أخرى مثل عقود المبادلة[1] .

I. عقود الخيار

تمثل عقود الخيار أحد الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل.

أ – تعريف عقود الخيار

يتمثل عقد الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلا معينا وفي تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني[2].

و عقد الخيار قد يكون عقد شراء أو بيع، ويعطي العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة(الخيار الأمريكي)،و تاريخ محدد (الخيار الأوروبي)بسعر متفق عليه مقدما،و نظرا لأن لمشتري الخيار الحق في تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الخيار)

[1] نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، **مرجع سابق**، ص 261.

[2] محمد مطر و فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، ط:1 ،عمان، 2005، ص 256.

مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد، إذا تمثل قيمة شراء حق الخيار [1].

إن عقد الخيار ينظر إليه في حد ذاته باعتباره أداة أو ورقة مالية يتم تداولها في السوق المالية ويتذبذب سعرها صعودا وهبوطا مع أي تقلب في القيمة السوقية للأصل أو الالتزام المشتقة منه، ومن هنا يتم استخدامه بكثافة في عمليات التحوط أو المضاربة[2].

بناء على ذلك، يمكن استنتاج ما يلي:

– الاختلاف في توقعات الأطراف المتعاملة في عقود الخيار هي السبب وراء إبرام هذه العقود بيعا وشراء، أو أن التوقعات المتضاربة تعد أساس في إنشاء خيار البيع أو الشراء.

– تسمى هذه العقود حقوق الخيار نظرا لأنها تعطي لمشتري العقد الحق وليس إلزامه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

– التنفيذ لا يعني حتما تسليم واستلام الأصل موضوع التعاقد بل قد يتحقق ذلك من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم و الاستلام

ب – أركان عقود الخيار

يوجد سبعة أركان لعقود الخيار وهي[3] :

– مشتري الحق وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أو خيار شراء، ويكون لهذا المشتري الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار.

– محرر الحق وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

– سعر التنفيذ وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.

– السعر السوقي وهو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

– تاريخ التنفيذ وهو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.

---

[1] منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 605.

[2] أحمد صلاح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002-2003، ص 242 .

[3] محمد صالح الحناوي،فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها مدخل التحليل الأساسي و الفني**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005، ص 311-312.

– تاريخ الانتهاء وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، وهذا التاريخ آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الأمريكي.

– المكافأة وهو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

II. العقود المستقبلية

يعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحريرتمثل هذه العقود.

أ – مفهوم العقود المستقبلية :

تعرف العقود المستقبلية على أنها[1]:

العقد المستقبلي هو التزام نمطي لبيع وإما لشراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل و الكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد .

ويشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع ثمنه في هذا التاريخ اللاحق.

ب – أركان العقود المستقبلية

أركان العقود المستقبلية هي[2]:

– السعر في المستقبل وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام محل العقد في المستقبل.

– تاريخ التسليم أو التسوية وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

– محل العقد ويقصد به الشيء المتفق على بيعه و شراءه بين طرفي العقد و الذي يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات..إلخ.

---

[1] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي**، دار وائل للنشر،الطبعة الثانية،عمان، 2002، ص 124.

[2] **نفس المرجع**، ص128.

– مشتري العقد وهو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفعه السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع)في التاريخ المحدد في المستقبل.

– بائع العقد وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

من خلال ما سبق يمكن توضيح ما يلي:

تنفيذ عقود الخيار يكون اختياري من قبل المشتري، في حين تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لطرفيه، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة المكافئة المدفوعة في حالة الخيارات بينما يتعين على طرفي عقود المستقبليات استرداد الهامش المبدئي الذي تم إيداعه في حالة تنفيذ العقد.

III. عقود المبادلة

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما، نها 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 يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ[1].

كما يمكن تعريفه بأنه" اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة(مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية"[2] .

[1] مُحَمَّد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، **مرجع سابق**،ص401.

[2] محمود مُحَمَّد الداغر، **الأسواق مرجع سابق، ص137**.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل، تعرفنا على الأسواق المالية التي تلعب دورا هاما في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي لها عجز مالي مع إيجاد قروض متاحة لتوظيف الأموال الفائضة وبالتالي فإن الأسواق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، كما تم التعرض إلى تقسيمات هذه السوق والتي نجدها تنقسم إلى قسمين سوق رأس المال وسوق النقد، حيث يمكن التفرقة بين هذين السوقين من خلال الآجال مع التعرض إلى الأدوات المالية المتداولة فيكل سوق من هذه الأسواق.

ولكي تؤدي هذه السوق وظائفها عليها أن تتنوع في الأدوات المالية حيث نجد أن أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق تنقسم بين أدوات ملكية كالأسهم وأدوات مديونية كالسندات كذلك المشتقات المالية، وهذا التنوع يجعل من هذه السوق قادرة على تأدية وظائفها وذلك من تعبئة المدخرات وتوجيهيها نحو الاستثمار.

تمهيد:

لقد أصبحت البورصة تستقطب الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات والمعلومات حول السوق، حيث يعتمد المستثمرون على مؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقديم على السواء، فهي بمثابة مقياس لدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة، فهو يلخص بشكل عام أداء السوق، والمؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع، كما أن لكل دولة مؤشراتها فنجد مؤشرات في الو.م.أ وأخرى في اليابان وأخرى في الدول الأوروبية، كما أن داخل البلد الواحد تختلف المؤشرات من سوق لأخرى.

وبعد تحرير الخدمات المالية في إطار اتفاقيات الجات 1994 عرفت حركة رؤوس الأموال تطورا كبيرا مما انعكس على أداء وتطورات أسواق الأوراق المالية، فاتجهت بعض الأسواق نحو عمليات الاندماج خاصة بين أسواق الأوراق المالية الناشئة وأسواق الأوراق المالية المتقدمة، ولتوضيح أكثر قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: مؤشرات البورصة وكفاءتها؛

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم أداء البورصة مع نماذج من بورصات عربية.

المبحث الأول:مؤشرات البورصة وكفاءتها

أثارت فكرة كفاءة الأسواق أوراق المالية ومازالت تثير اهتماما الباحثين والمتعاملين في هذا الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم،حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

المطلب الأول :مؤشرات البورصة

مع تطور البيئة الاستثمارية في الدول الصناعية وذلك من حيث الأدوات المالية وحجم التداول وظهور شركات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار والمساهمات العلمية في هذا المجال:

- نظرية محفظة الاستثمار؛
- نظرية هيكل رأس المال؛
- نظرية المراجحة؛
- نظرية ونموذج تسعير الأصل المالي.

وقد صاحب ذلك التطور السريع في التكنولوجيا المعلومات والاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتها لتتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها[1].

وتختلف مؤشرات أسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطا.

[1] أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعية، مصر، 1998، ص 222.

أولاً: تعريف المؤشرات في البورصة

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19 م مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م،حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها،إلاّ أنّ المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20 م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990م.

كما عرفت المؤشرات الاقتصادية على أنها الأدوات التي يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة،تفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات،وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمية، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعا أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم، والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

إذن الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية[1].

ويعرف مؤشر السوق بالقيمة الرقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية،وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم،لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية،أو مجموعة معينة من الأسهم[2].

يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي،لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق واتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

[1] عبد الغفار حنفي، (الاستثمار في الأوراق المالية) أسهم وسندات وثائق الاستثمارات و الخيارات، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000، ص77 .

[2] محمّد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية،القاهرة، مصر، 2002 ، ص251 .

تعريف مؤشرات البورصة على أنها تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية،مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى[1].

من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية، على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعات السوق بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة

I. مبررات استخدام المؤشرات :

يتم استخدام مؤشرات الأسعار في أسواق المال بصفة عامة بغرض قياس أداء السوق من ارتفاع أو انخفاض،حيث أن ارتفاع أو انخفاض مؤشرات الأسعار يرتبط بصورة رئيسية بارتفاع أسعار الأوراق المالية وانخفاضها، ومن الواضح أن المؤشرات تشير إلى شيء ما، وبالتالي فإن استخداماها تنحصر في ثلاثة مجالات:
-الإنذار – التأكد – التوقع.

وتتمثل الاستخدامات الأساسية لمؤشرات البورصة في العناصر التالية :

أ. متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية :

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية أو مجموعة كبيرة منها، وبالتالي يعكس أداء مؤشر الأسهم أداء محافظ الاستثمارات المالية المنوعة تنويعا جيدا،وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي.

ب.التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصة :

يمكن التنبؤ من خلال استخدام المؤشر بأسعار الأسهم في البورصة مع استخدام أدوات التحليل الفني، والذي يبنى على اعتقاد أساسي مفاده أن التغيرات السعرية التاريخية يمكن عن طريقها التنبؤ بالاتجاهات السعرية المستقبلية للأسعار الأسهم.

[1] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة دكتورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص76 .

ت. تقدير مخاطر محافظ الاستثمار ومعامل المخاطرة المنتظمة :

ويشترط في هذه (β) تمكن بعض المؤشرات من حساب معالم المخاطرة المنتظمة والمعروف باسم بيتا المؤشرات أن تكون منوعة تنويعا جيدا.

ثانياً:أهمية إعداد وتصميم مؤشرات في البورصة:

قد يتم تصميم المؤشر ليشتمل على كافة الأوراق المالية في السوق مثل مؤشر البورصة الأمريكية أو مؤشر بورصة نيويورك،حيث يغطي مؤشر بورصة نيويورك كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق، وقد يتم تصميم المؤشر بناءا على عينة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، وعند الاعتماد على عينة من الأوراق المالية يجب اختيارها بما يسمح بتمثيل حركة التداول والأسعار للأوراق المالية المتداولة في السوق، هذا وكلما كانت العينة التي يقوم عليها المؤشر كبيرة ومتضمنة كافة القطاعات الاقتصادية للسوق كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا للسوق، كما أن هناك اعتبارات لإعداد أي مؤشر يجب الأخذ بها[1].

I.اعتبارات إعداد المؤشر:

أ. النطاق الذي يغطيه المؤشر، هل المؤشر يشمل على حركة التداول ومستويات الأسعار في السوق بصفة عامة،ومن ثم قياس حالة السوق ككل،مثل مؤشر داو جونز Dow Jones Industrial "DJIA" Average، ومؤشر ستاندر اندر بورز P&p 500 أم أن المؤشر ينحصر في قياس السوق لصناعة معينة، مؤشر داو جونز لصناعة النقل؟

ب. تحديد الأهمية النسبية" الوزن النسبي "للأسهم التي يتكون منها المؤشر، أم يتم تخصيص أوراق متساوية لجميع الأسهم؟ أم يتم تحديد الوزن حسب السعر أو حسب القيمة ...؟

ت. أن يعكس المؤشر التغيرات التي تحدث في أسعار أسهم بعض الشركات التي يتكون منها، وفي نفس الوقت ألا يتأثر المؤشر نتيجة للتغير الذي يحدث في عدد الأسهم للشركات التي يتكون منها المؤشر مثل توزيع أسهم مجانية" اشتقاق الأسهم."

ث. توضيح الأسس التي يتم بناءا عليها حساب وتقدير المؤشر،حتى يستطيع المستثمرين والمهتمين متابعة أداء محافظ الاستثمار مع أداء السوق،والتعرف على مستويات المخاطر المتوقعة والعوائد المطلوبة،فكل مؤشر يعطي نتائج تختلف عن المؤشرات الأخرى وفقا للأسس التي يقوم عليها المؤشر عند اختيار العينة أو الأسلوب المستخدم في حساب وتقدير المؤشر،ويجب اختيار طريقة واضحة وسهلة عند حساب وتقدير المؤشر.

[1] محمد عنتر أحمد، **الإدارة المالية والاستثمار**، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، ط 1، 2009، ص 142.

II. الوظائف واستخدامات المؤشر:

كما ترجع أهمية الإعداد والتصميم الجيد لمؤشرات أسواق المال إلى العديد من الوظائف والاستخدامات لتلك المؤشرات من أهمها:

أ. التنبؤ بحجم النشاط في السوق:

عند تتبع حركة المؤشر عبر عدة سنوات ماضية،وباستخدام نماذج التنبؤ مثل المتوسطات المتحركة ومعادلة الاتجاه العام بعد تخليصها من أثر التقلبات والتغيرات الموسمية التي تحدث في السوق،فإنه يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تحدث على حركة التداول والأسعار في السوق، والتنبؤ بالتطورات المستقبلية من حيث:

- قيد وتداول الأوراق المالية في السوق؛
- متوسط قيمة التداول الشهري؛
- عدد الأوراق المالية المتداولة؛
- عدد العمليات المتوقع تنفيذها؛
- رأس المال الاسمي والسوقي للشركات المقيدة في السوق؛
- تطور تعاملات المستثمرين الأجانب في السوق سواء بائعين أو مشترين؛
- عدد الشركات المقيدة والمتداولة أوراقها في السوق.

ب. تقدير مخاطر السوق:

يمكن استخدام مؤشر السوق في قياس مخاطر السوق،والتي تسمى بالمخاطر المنتظمة،وهي المخاطر التي تصيب السوق ككل ولا يمكن تجنبها، تلك المخاطر تؤدي إلى زيادة أو انخفاض النشاط وحركة التداول في السوق، ومن أهم العوامل المؤثرة في المخاطر المنتظمة:

-مخاطر تغير القوة الشرائية للنقود -انخفاض قيمة العملة؛

-مخاطر تغير أسعار الفائدة بالبنوك؛

-المخاطر الدورية التجارية والحالة الاقتصادية.

ت.المساعدة في تكوين المحافظ الاستثمارية:

تساعد المؤشرات في تحقيق التنويع الجيد لمحافظ الاستثمار،فمن خلال متابعة تطور حركة المؤشر يستطيع المحلل المالي الوقوف على عائد ومخاطر السوق،ولذلك قد تلجأ العديد من الشركات[1] المتخصصة في تقييم الأوراق

[1] محمد عنتر أحمد، **مرجع سابق**، ص142.

المالية إلى تقديم النصيحة للمستثمرين بتشكيل محفظة تتماثل مع عينة[1] الأسهم التي يتكون منها مؤشر السوق،أو استخدام أسلوب التنويع عند تكوين أسهم المحفظة واختيار الأسهم ذات معامل الارتباط العكسي بين عوائدها المتوقعة.

ث.التنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة:

من خلال متابعة مؤشر سوق المال يمكن الحكم على مدى استقرار الحالة الاقتصادية بالدولة،فقد أثبتت الدراسات والأبحاث العلمية قدرة المؤشرات المصممة بطريقة دقيقة على التنبؤ بالحالة الاقتصادية من كساد أو رواج قبل وقوعها، ولذلك قامت المؤسسات العالمية والمؤسسات الصحفية بتصميم مؤشرات واستخدامها كأدوات للتنبؤ بالدورات الاقتصادية في الدولة.

ج.متابعة أداء إنتاجية الصناعات:

يمكن استخدام مؤشر السوق في قياس أداء الصناعات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، وكذلك التنبؤ بربحية تلك الصناعات مع تقدير المخاطر التي تواجهها، ومن أمثلة المؤشرات التي تقيس أداء الصناعات:

- Dow Jones Transportation Indexمؤشر داو جونز لصناعة النقل.
- S&P. Public Utilities Indexمؤشر ستاندر أند بور لنصاعة الخدمات العامة.

III.معايير بناء المؤشر:

كما أن هناك معايير يجب أن تتبع لبناء مؤشرات الأسعار تتمثل في العناصر التالية:

أ.حجم العينة:

ويقصد به عدد الشركات التي سوف يتم قياس أداء السوق استنادا إلى أدائها السعري، وعليه كلما زادت العينة كلما زادت دقة المؤشر كلما كان أكثر تعبيرا عن أداء السوق،حيث تكون العينة ممثلة للمجتمع،فإذا استطعنا أن تكون العينة من جميع شركات البورصة فإن هذا المؤشر يعبر عن السوق تعبيرا صحيحا وكاملا،وعلى ضوء عينة الشركات الداخلة في المؤشر يسمى المؤشر،فمثلا هناك مؤشر فاياناشال تايمز 100،وهناك استاندر اند بورز 500 ، وهناك اجى اكس 30 وهناك اجى اكس 70 ، لاحظ أن العدد يشير إلى عدد الشركات الداخلة في المؤشر وهذا يعنى أن كل شركات السوق ليست مدرجة بالمؤشر .ويلاحظ انه يتم اختيار الشركات للدخول في المؤشر وفقا لعدة معايير أشهرها رأس المال السوقي الإجمالي لكل شركة، ويتم عمل إحلال وتجديد كل فترة لشركات المؤشر بخروج ودخول شركات جديدة.

[1] **نفس المرجع**، ص 143.

ب. طريقة احتساب المؤشر

وتتبع طريقتان كما يلي:

- طريقة المتوسطات :حيث يتم إعداد المؤشر استنادا إلى أسلوب المتوسط الحسابي وهو عبارة عن مثلا مجموع أسعار أسهم الشركات الدخلة في المؤشر على عددها والنتيجة تكون عدد نقاط المؤشر،وممكن إدخال الناتج في معامل وليكن 100 أو 1000 مثل مؤشر داو جونز،والمتوسط الآخر هو المتوسط الهندسي ويتم فيه اخذ الجذر النوني لحاصل ضرب أسعار الأسهم الداخلة في المؤشر،مثل مؤشر بورصة الكويت،ويعاب على هذا النوع من المؤشرات بطء رد الفعل في حالة الصعود أو الانخفاض؛
- طريقة الرقم القياسي: وفيها يتم إيجاد رقم قياس للأسعار عن طريقة قسمة إجمالي رأس المال السوقي لجميع شركات المؤشر على رأس المال السوقي لها في أول يوم لحساب المؤشر، وتغير هذه القيمة بتغير أسعار البسط مع ثبات المقام.

ت.أسلوب الترجيح:

وقد يكون أسلوب الترجيح هو على أساس أسعار الأسهم فقط بحيث يبنى المؤشر على أساس السعر فقط،وقد يكون على أساس رأس المال السوقي لكل شركة،و هو حاصل ضرب عدد الأسهم القائمة في القيمة السوقية للسهم،أو قد يكون من خلال جمع رأس المال السوقي المرجح بنسبة أسهم حرة التداول لكل الشركات في مؤشر البورصة وذلك من خلال عدد الأسهم القائمة مضروبا في نسبة الأسهم حرة التداول في سعر السهم السوقي لكل شركة.

ثالثاً: أهم مؤشرات أسواق المال العالمية:

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أنّ الذي اشتهر منها قليل نسبيا،نذكر منها الأهم فقط فيما يلي:

I.مؤشر داو جونز: Jones Dow

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستربت سنة 1884 م،وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها،وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية،ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896،ثمّ إلى 20 سهم في 1916 م،وفي عام 1928 م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم،ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل

شركة،تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين .وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلاّ أنه يحسب كأي وسيط حسابي[1].

II. مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم:

لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز،بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة،لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة،النقل،الخدمات العامة والقطاع المالي.

III.مؤشر ستاندر اندبور500

بدأ تكوين مؤشر ستاندر آندبور في 1957/03/04 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم 500 s&p لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:

- (425) سهم من الشركات الصناعية؛
- (25) سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء...إلخ؛
- (50) سهم من شركة الخدمات العامة؛
- وتمثل % 90 من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك[2].

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة" ا.ب.م I.B.M وشركة جينيرال موتورز GENERAL MOTORS حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر،وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

قيمة المؤشر=	القيمة السوقية للأسهم في الفترة
	القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس

[1] محمد عنتر أحمد، **مرجع سابق**، ص 143.

[2] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سابق**، ص253.

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500 تأثر الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم المنخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5% من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي [1].

IV. مؤشر فاليولاين 1400: Value Line

أنشئ هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963 م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي 1217: شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و29 شركة لقطاع النقل،أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر،وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.

[1] بوكساني رشيد، **مرجع سابق**، ص8.

والجدول التالي يعطي مقارنة بعض المؤشرات وسوق الأوراق المالية الأمريكية

الجدول (2-1):**مقارنة بعض المؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية المعروفة.**

المؤشرات الأمريكية	دوجونز لمتوسط الصناعة	S p500	S P 100
عدد وتصنيف القيم	30سهما في القطاع NYSE الصناعي	بين ل 400 و 500سهما	100 سهم
معيار الاختيار	الأسعار	الرسملة البورصية	الرسملة البورصية
الأساس	100 في 1929	10بين 1941 و 1943	100 في1976/01/02
طريقة الحساب	المتوسط الحساب مرجح بالأسعار	المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي
زمن الحساب	كل 30 ثانية	كل 15 ثانية	15ثانية

Source: S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance, Office des Publication Universitaire, Alger Algérie, 1992, p:76.

المطلب الثاني :كفاءة البورصة

تعتبر كفاءة السوق المالي من المفاهيم التي تم اكتشافها بالصدفة حيث عندما قام موريس كاندال بدراسة سلوك أسعار الأسهم وذلك من أجل ضبط نماذج متكررة لتلك الأسهم وفي فترات مختلفة من الرواج والكساد، حيث كانت النتائج المتوصل إليها أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي، حيث لا يمكن التنبؤ بسعر سهم معين، وحسب رأي كاندال فإن هذه الأسعار لا تستجيب إلا إلى المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى عدم تحقيق أي أرباح غير عادية، لذلك نجد كفاءة السوق المالي ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات.

أولاً: مفهوم وخصائص كفاءة البورصة

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم نظرية السوق الكفء على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

I. مفهوم كفاءة البورصة

لقد تعددت التعاريف في هذا المجال ومن أهمها:

تعرف كفاءة السوق المالي بأنها السوق التي تتداول فيها عدد كبير من المشاركين ذوي الدراية على الحكم العقلانيRational، الهادفين لتعظيم الأرباح المنافسين منافسة حرة نشطة، الذين يسعون للخروج، بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية،بحيث تكون المعلومات موجودة كافة ومتاحة للجميع بشكل متساوي ودون أي تكاليف..

وتعرف كفاءة السوق المالي على أنها ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في بداية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقة للورقة المالية[1].

[1] دريد آلشبيب، عبد الرحمن الجبوري، **أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي**، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2005، ص07.

كما يعرف السوق الكفء على أنه ذلك السوق الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية،أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقة لهذه الأوراق، والقيمة الحقيقة للورقة هي المبلغ الذي يحصل عليه أو بدفعه مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتحقق منها[1].

تعرف أيضا كفاءة السوق المالي أيضا على أنها تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة، حيث يشير هذا المفهوم إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي[2]:

- **التأثير الكامل** :يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات وذلك من أجل اتخاذ قرار البيع والشراء وبالتالي فإن أسعار الأسهم أي شركة سوف تعكس كافة المعلومات التي يمكن أن تؤثر عليها؛
- **جمع المعلومات المتاحة** :يفترض مفهوم كفاءة سوق رأس المال أن كل المعلومات الموجودة هي متاحة وبالتالي سوف تنعكس على الأسعار متضمنة في ذلك كل المعلومات سواء في الماضي أو في الحاضر و كذلك المستقبل .مثل توقع المستثمرين لانخفاض معدل الفائدة مما ينعكس على الأسعار في الحاضر؛
- **السرعة و الدقة** :يفترض هذا المفهوم إجراء تعديل في الأسعار بسرعة وذلك بمعرفة معلومات جديدة وتوافر معلومات غير متحيزة ، وهذا لا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن وبينما يكون سعرا عادلا للتوازن النهائي وذلك يعد أن يقوم المستثمر بتقييم كل المعلومات،كما أنه لا يوجد في السوق الكفء فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج بخصوص أسعار الأوراق المالية.

وتعرف كفاءة السوق المالي أيضا حسب بيقر (Beavar 1981)أن سوق الأوراق المالية يكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة[3].

وعموما مما سبق يتضح لنا أن كفاءة السوق المالي هي عبارة عن السوق التي تتم فيها استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة للسوق .الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقة للورقة المالية،حيث في ظل السوق الكفء فإن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة وذلك في ظل توفر مجموعة من الشروط.

---

[1] أمين عبد العزيز حسين، **الأسواق المالية**، دار قباء الحديثة للطباعة والتوزيع، القاهرة، 2007، ص239 .

[2] إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص32.

[3] محمد صالح الحناوي، **مرجع سابق**، ص125.

II. خصائص البورصة الكفؤة:

وفقا للمفاهيم السابقة فإننا سوف نستخلص مجموعة من الخصائص تتمثل في مايلي:

- يتمتع السوق بوجود عدد كبير من المستثمرين؛
- يتصف المتعاملون في السوق بالرشادة؛
- أن تكون المعلومات متاحة لدى الجميع ودون أية تكاليف؛
- عدم وجود أي قيود على المتعاملين أي وجود حرية تامة في التعامل؛
- عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر.

ثانياً: متطلبات كفاءة البورصة

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

I. كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير Price Efficiency بالكفاءة الخارجية External Efficiency ويقصد هذا النوع لأن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة،دون وجود فاصل زمني،مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات،وذلك دون تكبد تكاليف باهظة،وبالتالي تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين لتحقيق أرباح ، وعليه فإنه يصعب على أي واحد منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين[1].

II. كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل Oprational Efficiency بالكفاءة الداخلية Internal Efficiency،

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب وذلك دون أن يتحمل المتعاملين في السوق تكلفة عالية للسمسرة،حيث نجد أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير كفاءة التشغيل، إذ انه لكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى،لأمر

[1] منير ابراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص23.

الذي يشجعهم لبذل جهد للحصول على المعلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية[1] .

و هناك مجموعة من الأساليب التي تحسن من كفاءة التشغيل ومن ثم خفض التكاليف، حيث تتمثل هذه الأساليب في:

- السماح للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه، وقد تم استخدام هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية،حيث صدر أول تشريع في مايو 1975 والذي تم بموجبه أن تقوم الشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة ،الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية؛
- جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق؛
- القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض.

ثالثاً: أنواع الكفاءة في البورصة

نجد في هذا الصدد نوعين لكفاءة سوق رأس المال هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

I. الكفاءة الكاملة:

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف[2] .

حيث تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، كذلك حرية الدخول والخروج لأي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم التي يرغب فيها؛

[1] عاطف وليم أندراوس، **مرجع سابق**، ص60.

[2] مفتاح صالح، معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، العدد السابع، بسكرة، 2010، ص183.

- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

II. الكفاءة الاقتصادية:

أن في ظل هذا النوع من الكفاءة فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقة لفترة من الوقت على الأقل.

لكن هذا الفارق بين القيمتين لا يتوقع أن يكون كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية وذلك بسبب تكلفة المعلومات والضرائب[1].

إذ نجد أن الكفاءة الكاملة تختلف عن الكفاءة الاقتصادية في أن هذه الأخيرة تتميز بوجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج.

رابعاً: الصيغ المختلفة لكفاءة البورصة

تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد القيمة الحقيقة للورقة المالية،ومن ثم ينبغي تحديد مستوى كفاءة السوق، حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، فقد تكون السوق كفئة أو غير كفئة، حيث نجد في هذا الصدد ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق تتمثل في فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة المتوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.

I. فرضية الصيغة الضعيفة:

تقضي هذه الفرضية بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة[2]، حيث أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار المتاحة في الماضي لان التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم(1989 french).

[1] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية(البورصة)**، ط1، دار شامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص32.

[2] عاطف وليم أندراوس، **مرجع سابق**، ص128 :

إن مختلف الدراسات التي تم استخدامها لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية كان الهدف منها هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار[1].

لقد اعتمدت الدراسات الميدانية على العديد من المداخل وذلك لاختبار فرضية الصيغة الضعيفة،أهمها اختبار سلاسل الارتباط واختبار الأنماط الطارئة، وقد كان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو اختبار فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تسلك حركة عشوائية من عدمه، وفيما يلي عرض مختصر لهذين النموذجين[2] .

أ – اختبار سلاسل الارتباط :

يركز هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير للتحقق من وجود قيمة إحصائية معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات الدورية المتتالية في العينة المدروسة.

ويعد الاقتصادي فاما من الباحثين الذين اختبروا سلسلة الارتباط لوصف التغيرات السعرية لثلاثين سهما مكونة لمؤشر داو جونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية من يوم إلى عشرة أيام،وقد توصل هذا الباحث إلى نتيجة مذهلة مفادها أن نسبة ضئيلة جدا من الأسهم تغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة،وتعد هذه النتيجة بمثابة تأييد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار، والتي تقضي بمبدأ استقلالية الحوادث عبر الزمن.

وعمليا تكون الصيغة الضعيفة محققة باستخدام الاختبار المشار إليه آنفا إذا كان وفقط معامل الارتباط الخطي بين التغيرات في سلسلة من الأسعار معدوما، مما يعني أن الأسعار تسلك حركة عشوائية في مسارها.

حيث يمكن صيغة هذه الفكرة رياضيا على النحو التالي:

$$Rit=Ui+ \mathcal{L}it$$

حيث:

Rit :معدل العائد للورقة الماليةi للفترةt ؛

Ui : ثابت؛

[1] محمد صالح الحناوي، **مرجع سابق**، ص128 :

[2] رفيق مزاهدية، **كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودية**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2007، ص108 ص105 :

$\mathcal{L}$it: متغير عشوائي بمتوسط معدوم وتباين ثابت وبمعامل ارتباط معدوم من أجل k فترة متأخرة:

(Log)kأكبر أو تساوي الواحد، أي:

E (Rit/Ui)=Ui

للفترة المستقبلية هو متوسط معدلات العوائد i وتشير هذه الصيغة إلى أن التنبؤ الأمثل بمعدل العائد للورقة المالية الماضية لنفس الفترة.

حيث أن هناك طريقتين لاستخدامات اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة السوقية تتمثلان في مايلي:

1. الطريقة الأولى: وتتمثل في اختبار مدى استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأوراق المالية؛

2. الطريقة الثانية: أما هذه الطريقة فإن ا تم باختبار مدى قدرة مستخدمي أدوات التحليل الفني على تحقيق عوائد مميزة تفوق تلك التي يحققها المستثمر الذي يتبع إستراتيجية التنويع الساذج للمحفظة المالية ،Naine Strategy أو إستراتيجية الشراء والاحتفاظ Buyand Hold Strategy التي لا تقتضي متابعة التغيرات السعرية من حين إلى آخر.

ب. اختبار الأنماط الطارئة :

يرى أنصار هذا المدخل أنه يمكن التغيرات السعرية للأوراق المالية قد تسلك حركة عشوائية وذلك معظم الوقت،إلا أنه قد تأخذ نمطا معينا من حين لآخر ويمكن التحقق من مدى إمكانية حدوث ذلك باستخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبار التغير في اتجاه الأسعار،إذ يهدف هذا الأسلوب إلى معرفة عدد المرات التي يتغير فيها اتجاه الأسعار ومدى الفترة فيكل مرة.

حيث تظهر العينة التالية من الأسعار أربعة تغيرات سعرية يومية على التوالي:

موجب، صفر، سالب، موجب.

$\Delta p+, 0, \Delta p-, 2\ \Delta\ p+$

حيث يشير الرمز $2\Delta p+$ إلى حركة عشوائية سعرية بالارتفاع ليومين متتاليين بينما يشير الرمز إلى حركة عشوائية سعرية بالانخفاض ليوم واحد فقط،أما الرمزo يعني انعدام التغير في السعر،حيث الهدف من وراء وضع هذه الإشارات متابعة التغيرات والحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية لورقة مالية متداولة[1].

وإذا تبين من نتائج تحليل هذا الاختبار أن هناك تغيرات سعرية تحدث بتكرار أكثر أو أقل مما هو متوقع من سلسلة من الأرقام العشوائية، فإن ذلك يعد دليلا على أن هناك نمطا من الحركة غير العشوائية.

[1] جودي صاطوري، **مرجع سابق**، ص 274 .

وإن تحقق هذا الافتراض في سوق ما فإنه يبعث على الادعاء بانعدام فرضية الكفاءة السوقية صيغتها الضعيفة.

ت – قواعد التصفية :

لقد اعتبر العديد من الفنيون بان مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المتعددة لحركة الأسعار واقترحوا بديلا واقعيا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضيفة لفرض كفاءة السوق، وهو ما يعرف بقواعد التصفية[1] .

ومعنى قواعد التصفية بأنها تصلح في المضاربات،حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون:

1. المجموعة الأولى:

والتي تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة مؤشرا يعتمد عليه في قرارات الشراء، وإن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع؛

2. المجموعة الثانية:

فهي مجموعة الدورات والموسمية والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار؛

3. أما المجموعة الثالثة والرابعة:

هي المتوسط الحسابي للأسعار، وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

II.فرضية الصيغة القوية

تقوم هذه الفرضية على أنه كل المعلومات تكون متوفرة للمتعاملين في السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، و يعني ذلك أن تتوفر كل في السوق بشكل عام، و لا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة (احتكار المعلومات) (القيمة المتوقعة للأرباح غير العدية = صفر) .

[1] جودي صاطوري، **مرجع سابق**، ص 274.

ولكن هذا المستوى لا يعني عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام و المعلومات غير المعلنة وبالتالي تحقيقه أرباح غير عادية، و لكن يلاحظ على هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي لما سيتعرض له هؤلاء المحللين إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظاهرة المضاربة[1].

ويمكن اختبار فرضية الصيغة القوية من خلال وسيلتين هما:

أ – المتعاملون بالشركة :

إن كبار العاملين بالشركة لهم القدرة على معرفة المعلومات وذلك بسرعة مقارنة بباقي المستثمرين، كذلك فإنه يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية، وذلك بمعرفة قدر ما على تحقيق أرباح غير عادية.

غير أن العديد من الدراسات لأثبتت أنهم يمكن أن يحققوا أرباح غير عادية قد تفوق العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي، ذلك لأنهم يعرفون المعلومات قبل أن تتداول لدى الجميع[2] .

ب – المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية :

تعتبر المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي من المؤسسات التي لها القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي ومن ثم القدرة على توقع اتجاهات السوق.

ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل المؤسسات بما يحققه المستثمر العادي.

III. فرضية الصيغة شبه القوية:

تقوم هذه الفرضية على أسعار الأسهم السائدة في السوق تعكس المعلومات التاريخية الأخرى المتوفرة لعامة الناس أي المعلومات المنشورة، و نجد أن هذا المستوى لا يتوفر على معلومات غير منشورة مثلما هو الحال في المستوى القوي، و هنا يكمن الفرق بين هذين المستويين، و كذلك نجد أن هذا المستوى الشبه قوي هو المستوى السائد في الأسواق المالية المتقدمة، حيث يتصف معظمها بأنها سوق ذات كفاءة من المستوى شبه قوي

و يفترض هذا المستوى أن يعكس الأسعار الجارية في السوق المالية جميع المعلومات المتوفرة للجمهور سواء كانت هذه المعلومات جيدة أم سيئة،و سواء أكانت تاريخية أو منشورة حديثا، و بما أن هذه المعلومات قد قررت

[1] وليد الصافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، ط1 ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان، 2009،ص20.

[2] إيهاب الدسوقي، **مرجع سابق**، ص60.

مستويات الأسعار السائدة لذلك لا يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ،بما ستكون عليه الأسعار مستقبلا لأنها قد استنفذت دورها في صياغتها للأسعار الجارية، و لأن الأسعار الجارية لن تتغير إلا إذا وصلت معلومات جديدة غير متوفرة حاليا و بالتالي لن يستطيع المحلل المالي أو المستثمر من خلال المعلومات العامة المتوفرة للجميع أن يحقق أرباحا إضافية غير عادية.

و لهذا فإن جميع الأبحاث التي أجريت على اختبار كفاءة السوق عند المستوى الشبه قوي ركزت على سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة وسرعة تحركها نحو نقطة توازن جديدة بين العرض والطلب على الأسهم ذات العلاقة بعد نشر المعلومات حيث كلما كانت سرعة الاستجابة والحركة كانت كفاءة السوق على المستوى الشبه قوي أكبر[1] .

ولقد تم اختبار هذه الصيغة بوسائل وطرق غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة، وسيتم توضيح هذا كما يلي[2]:

أ – الإعلان عن الأرباح والتوزيعات :

لقد قام كل من بال وبراون Ball & Brawn بدراسة تحليلية لمدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لـ 261 شركة أمريكية وذلك في سنة 1969، لفترة زمنية غطت 20 سنة، حيث كانت نتائج الدراسة هو أن آليات السوق قد توقعت التغير في النتائج قبل أن تنشر إلى عامة الجمهور، ذلك لأن الشركات التي لم تتحصل على نتائج مرضية رأت أن أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور والعكس صحيح.

كذلك قام كل من بيدوال وكول Bidwel & Col وذلك سنة 1980 وكذلك سميرلوك وياويتز Smirlock&Yawitz في عام 1985 بدراسة تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح، واتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، مما يؤدي إلى عدم إتاحة الفرصة لأي مستثمر من تحقيق أرباح متميزة على حساب الآخرين وهو ما يعد تأييدا لفرض كفاءة الصيغة متوسطة القوة.

[1] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2005، ص 204-205

[2] جودي صاطوري، **مرجع سابق**، ص278.

ب – عمليات اشتقاق الأسهم :

يقصد بعملية اشتقاق السهم هو القيام بتجزئته وتقسيمه،وتتم هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة نسبيا، وذلك لأن ارتفاع قيمتها يمثل عائقا لتداولها من قبل صغار المستثمرين، وبالتالي فإن عملية اشتقاق الأسهم تؤدي إلى توسيع قاعدة الجمهور المتعامل في الأوراق المالية وبالتالي رفع درجة السيولة الخاصة بها.

ومن بين الدراسات التي تمت في هذا المجال نجد الدراسة التي قام بها جنسن ورولJensen & Roll وذلك سنة 1969، حيث قامت هذه الدراسة بتتبع اتجاه أسعار الأسهم عند القيام بعملية الاشتقاق، ولقد غطت هذه الدراسة عملية اشتقاق لـ 622 سهم مدرج ببورصة نيويورك وذلك لفترة زمنية امتدت ما بين 1927 و1959، حيث خلصت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تعكس تماما وبسرعة المعلومات المتعلقة بالإعلان عن الاشتقاق، وأن هذه العملية لا تمنح لأي مستثمر من أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، حتى ولو قام ببذل الجهد وإنفاق الأموال من أجل تحليل المعلومات الخاصة بالاشتقاق، ذلك لان السوق يتسم بكفاءة متوسطة القوة.

ت – الإصدارات الجديدة :

لقد قام كل من ميلر وريليMieller& Reilly بدراسة سنة 1987 وذلك بشأن الأسهم التي تطرح لأول مرة، فخلصت الدراسة إلى أن سعر السهم الذي يطرح لأول مرة لدى الجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية، إلا أنه سرعان ما ترتفع القيمة السوقية لتصل إلى قيمته الحقيقية والتي تعكس المعلومات المتاحة، و هذا بعد نفاذ الإصدار بيوم واحد، وذلك حينما تتداول الأسهم بين المستثمرين.

كما أوضحت الدراسة التي قام بها بيرس ورولي Pearce& Rolly سنة 1985، أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات المتعلقة بالأحوال الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق،الأمر الذي يؤيد الفرض المتوسط القوة.

ومن خلال الدراسات التي تناولت كفاءة السوق في شكلها متوسط القوة فإننا نجد أن أسعار الأسهم تعكس بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بتعاملات وأسعار الأسهم في الماضي كافة المعلومات العامة المتاحة،المتمثلة في الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية المحلية والعالمية وكذا ظروف الشركة الداخلية، بالإضافة إلى مختلف التقارير والتحليلات والتفسيرات الخاصة بالوضعية المالية للمؤسسة و الاقتصاد،والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة.

وبناءا على ما سبق نجد أنه في ظل كفاءة السوق في شكلها متوسط القوة فإنها يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من معلومات، إلا أن هذه الاستجابة تكون غير صحيحة في بداية الأمر لأنها تكون مبنية على رؤية أولية ولكن بمرور وقت قصير فإنه سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم،بذلك فإن أي مستثمر لا يستطيع تحقيق أرباح غير عادية للوصول للقيمة الحقيقية لأنه يكون الوقت غير كافيا،إذ أنه قد تتدفق معلومات جديدة تحث تغييرا على أسعار السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليلية للمعلومات التي وصلت من قبل[1].

[1] جودي صاطوري، **مرجع سابق**، ص278.

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم أداء البورصة مع نماذج من بورصات عربية

المطلب الأول: مؤشرات تقييم أداء البورصة

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية.

أولاً: ماهية مؤشرات تقييم أداء البورصة

I.تعريف مؤشرات تقييم الأداء واستخداماتها

للمؤشرات عدة تعاريف وعدة استخدامات يمكن التفصيل فيها من خلال الأتي:

أ – تعريف مؤشرات تقييم أداء في البورصة

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية المنظمة، يمكن ذكر:

يعرف "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية المنظمة ويتم تكوين المؤثر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية المنظمة، أو مجموعة معينة من الأسهم"[1].

يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية المنظمة في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي في لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق واتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

[1] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سابق**، ص 251.

يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المنظمة المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنتظمة[1].

وعرفت "يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية المنظمة مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه"[2].

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

- قيمة الأسهم الشركات؛
- أسهم الشركات المنظمة وغير المنظمة؛
- كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في سعرها.

ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعين من المؤشرات:

- مؤشرات عام وهو يقيس حالة السوق بصفة عامة وهو المؤشر الذي يقيس حالة الاقتصاد الكلي؛
- مؤشر جزئي (قطاعي) وهو يقيس حالة السوق في قطاع معين (قطاع الصناعة، قطاع الخدمات...إلخ).

كما تعرف المؤشرات البورصة على أنها تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى[3].

من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية المنظمة.

على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة .

---

[1] **Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse**, (COSOB), guide de l'investisseur, novembre 1997, p 21.

[2] حسان خضر، تحليل الاسواق المالية، سلسلة دورية، تعنى بقضايا التنمية في الأطر العربية، العدد 27، مارس 2004، ص 07.

[3] P. TOPSCALIAN, **Les indices boursières sur action**, Economica, Paris, 1996, p : 09.

ب – استخدامات المؤشر في البورصة:

تعتبر مؤشرات البورصة بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص.

ويلخص المؤشر أداء البورصة الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية.

ونظرا لاختلاق المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر[1]:

1. متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية :

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المنوعة تنويعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر ستاندر آند بور لشركات المنافع العامة ومؤشر داو جونز لشركات النقل وفي هذه الحالة لايجب الاعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الاستثمارات التي تشتمل أسهم الشركات المنافع العامة وشركات النقل.

[1] أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية، دار الجامعة، مصر، 1998، ص 233و234.

2. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.

بالإضافة إلى الاستخدامات يمكن إضافة الاستخدامات الآتية[1]:

3. الحكم على أداء المديرين:

وفقا لفكرة التنويع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

4. التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق قي المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

5. يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة[2].

[1] منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص 247.

[2] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سابق**، ص 252.

ثانياً: المؤشرات المستخدمة في تقييم أداء البورصة:

نظرا لمفهوم كفاءة السوق فإن الأسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وبالتالي توجيه المدخرات إلى القطاعات الأكثر ربحية مما يتضمن التخصيص الكفء للموارد.

من بين المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية مايلي[1]:

I.مؤشر حجم سوق الأوراق المالية (البورصة):

إن اتساع حجم السوق يعتبر مؤشر إيجابي على النشاط الاستثمار في الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تطور السوق، حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

أ –مؤشر معدل الرسملة السوقية:

تقاس هذا المؤشر بنسبة رسملة البورصة و التي تعني القيمة السوقة لسوق رأس المال نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة أي:

$$\text{معدل رسملة البورصة} = \frac{\text{قيمة السوقية الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

حيث يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد و توجيهها نحو الاستثمار، أي توجيه المدخرات إلى المؤسسات المعتمدة في السوق والتي تستثمر مواردها.

حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى أثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما أن تطور الرسملة البورصة يؤدي إلى سرعة و إيجابية تطور البورصة.

[1] إيهاب الدسوقي، **مرجع سابق**، ص 39-41.

ب – عدد الشركات المدرجة في البورصة:

إن زيادة حجم الشركات المدرجة في البورصة يؤدي إلى اتساع حجم السوق، وهذا بدوره يؤدي إلى أثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، مما يمكن من ارتفاع رأس مال المؤسسات و حجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة، حيث نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية تحتل المرتبة الأولى في العالم وذلك من حيث عدد الشركات المسجلة في البورصة، وبالتالي زيادة حجم استثماراتها، مما يؤدي إلى قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

ومنه تدل عدد الشركات المدرجة في البورصة على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

II.مؤشر سيولة سوق الأوراق المالية:

إن مؤشر سيولة السوق يعكس سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير في قيمتها السوقية، حيث تزداد أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض و الطلب.

ويقاس هذا المؤشر من خلال مؤشرين هما:

- مؤشر قيمة التداول إلى إجمالي الناتج المحلي؛
- الدوران مؤشر قيمة التداول إلى قيمة رسملة السوق.

أ. مؤشر قيمة التداول إلى إجمالي الناتج المحلي:

يشير ارتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وذلك انخفاض تكلفة المعاملات، حيث يعكس هذا المؤشر نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل[1].

ب. الدوران مؤشر قيمة التداول إلى قيمة رسملة السوق:

يعبر عن ارتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة في السوق.

ويؤدي ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، ما يدل هذا على زيادة النشاط السوق.

[1] الداوي خيرة، **تقييم كفاءة واداء الأسواق المالية**، رسالة ماجستار،تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،الجزائر، 2012، ص 100.

III.مؤشر درجة التذبذب في العوائد:

تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع و تحسين كفاءة السوق رأس المال.

وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة التالية:

$$TV = \frac{(Rm - \bar{R})^2}{N}$$

TV: درجة التذبذب في العوائد؛

Rm: العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق؛

* R: متوسط العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق؛

N: عدد السنوات.

يؤدي انخفاض درجة التقلب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، و منه فإن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطوير كفاءة رأس المال.

IV. مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية:

يقصد بكفاءة التسعير أن تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة و التي يمكن أن تؤثر على مستقبل المؤسسة، حيث ينبغي أن تسهم المعلومات المتوفرة بالسرعة والدقة والتكاليف منخفضة، مما يؤدي إلى سوق كفء، كما يزداد الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات التي لها مستقبل متميز.

كما قد نجد أن كفاءة التسعير ترتبط بكفاءة التشغيل، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير من خلال مؤشرين هما[1]:

أ.مدى توافر مصادر المعلومات:

تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة وذلك من بين الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداولة للأوراق المالية في سوق، وهي سمة من السمات التي تتسم بها الدول التي بها أسواق متقدمة.

[1] [1] الداوي خيرة، **مرجع سابق**،ص 101.

والهدف المطلوب من هذه الهيئات هو كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر، حيث تكون هذه المعلومات متمثلة على وجه الخصوص في المعلومات والتحاليل عن الاقتصاد المالي والاقتصاد الوطني وعن المؤسسات ومختلف القطاعات الاقتصادية، وذلك حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في ظل توفير جميع المعلومات وبالتالي تزيد ثقته بالمؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

ب.مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية:

تعتبر أسعار الفائدة وأسعار التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم و القيمة السوقية للأوراق المالية، وذلك من اجل تعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة.

وبالتالي فالمستثمر يطلب معدلا مرتفعا، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية، وهو ذلك في كل أسواق المال المتقدمة التي يوجد بها علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأوراق المالية وهي مؤشرات عن مدى كفاءة سوق رأس المال.

وليقاس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم فإنه يتم الاعتماد على تحليل علاقة الارتباط وتحليل الانحدار وذلك يأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، حيث كلما كانت استجابة الأسعار في سوق رأس المال للمتغير في التضخم قليلة كلما انعكس على ضِئالة كفاءة التسعير في البورصة.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار، فإن الدراسات أثبتت وجود علاقة عكسية وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي بالمستثمر إلى التخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية، ويتجه إلى الاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية.

ولقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية، يتم استخدام علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك يأخذ سعر الفائدة كمتغير مستقل ومؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، وكلما ارتبط معامل الارتباط من الواحد الصحيح، كلما أدى ذلك إلى أن استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون بالنسبة للمتغير في معدلات الفائدة.

V. مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي:

يعتبر تطوير الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق رأس المال حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطوير الهيكل المؤسسي مايلي:

- مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة؛
- توافر قوانين حماية للاستثمار والمستثمر؛
- عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحليل رؤوس الأموال؛
- انخفاض درجة المخاطر.

وعليه، توفر هذه المؤشرات في سوق رأس المال، التي تعتبر من محددات الهيكل المؤسسي والتنظيمي، دلالة على كفاءة سوق رأس المال.

VI.درجة تركز السوق:

وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

ثالثاً: المتغيرات الأساسية لمؤشرات تقييم الأداء في البورصة:

I.حجم العينة وملاءمتها :

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب تلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:

أ – في الحجم: فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

ب – الاتساع: فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق

ت – المصدر: فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية[1].

وما تجدر إليه الإشارة إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية[2].

[1] حسان خضر، **مرجع سابق**، ص 8.

[2] أحمد سعد عبد اللطيف، **مرجع سابق** ص 235.

II. الأوزان النسبية لمفردات العينية :

يوجد ثلاثة طرق للترجيح وهي[1]:

أ – الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية :

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة (03) أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 ون، 70ون، 50 ون فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر سهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي على سبيل المثال :

السهم	السعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	0.40 = 200 ÷ 80
ب	70	0.35 = 200 ÷ 70
ج	50	0.25 = 200 ÷ 50
المجموع	200	1

هناك مجموعة من الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة نذكر منها:

1. إن سعر السهم لا يغير من قيمة المنشأة، فقد تتساوي القيمة الإجمالية السوقية لأسهم شركتين على سبيل المثال ولتكن 1000000 ون. وأن عدد الأسهم للشركة الأولى والثانية على الترتيب 10.000، 40.000 سهم، وفي هذه الحالة يكون سعر السهم للشركتين على الترتيب 100ون 25 ون، ويترتب الترجيح على أساس السعر أن يكون وزن النسبي لأسهم الشركة الأولى معادلا لأربعة أضعاف الوزن الشركة الثانية ويكون الوزن النسبي الأعلى ناتجا عن انخفاض عدد الأسهم المصدرة رغم تساوي القيمة الاقتصادية للشركتين .

2. بالإضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.

[1] P. TOPSCALIANE, Op.cit , 1996, p 25-29.

ب – الترجيح على أساس تساوي الأوزان :

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا العامل على أساس السعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم.

ومن ثمة فإن الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح.

ومن الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير الوزن النسبي في البورصة.

ت – الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر:

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس السعر الأسهم الفردية للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه :

1. اختلاف قيمة وعائد المؤشر باختلاف طريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر؛
2. يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر؛
3. يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على الأسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

المطلب الثاني: نماذج من البورصات العربية

إن البورصات العربية لا زالت تعاني من عدة مشاكل وذلك لعدة أسباب منها صغر حجم هذه البورصات.

لكن نجد أن الأسواق المالية العربية تسعى إلى تطوير بورصاتها ورفع معدلات نموها وذلك في إطار الإصلاحات وتطويرها.

أولاً: نشأة البورصات العربية

تختلف الأسواق المالية العربية من حيث نشأتها وتطورها من دولة إلى أخرى نظرا لاختلاف تجاربها إلى حد كبير، وتفتقر بعض الدول العربية إلى النوعية والحجم الكافي من النشاط الاقتصادي والتجاري لتيسير إنشاء أسواق مالية محلية متطورة، مثل جيبوتي الصومال وموريتانيا، وهناك بعض الدول مثل اليمن تبذل جهودها لإنشاء أسواق مالية متكاملة تتزامن مع الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي تطبقها هذه الدول أما الدول العربية التي يوجد بها أسواق مالية تعد الأكثر نشاطا فهي مصر والكويت والأردن والسعودية والمغرب وتونس ولبنان والبحرين وعمان وقطر والإمارات، وفي دول عربية أخرى يوجد بها أسواق منظمة ولكن نشاطها ضعيف جدا لقلة عدد الشركات والمتعاملين وعدد الجلسات أو أنها تحتاج إلى مزيد من الجهود لتطوير البنية الأساسية والأطر القانونية و التنظيمية، وهي سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصة الجزائر، هذا وتختلف ظروف نشأة وتطور هذه الأسواق من دولة إلى أخرى [1].

ثانياً: تقسيم البورصات العربية

تنقسم الأسواق المالية العربية إلى ثلاث مجموعات، المجموعة الأولى وهي أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تتسم بأنظمة مالية منفتحة وذات انكشاف عال على الأسواق المالية العالمية والمجموعة الثانية والتي تعتبر أسواق المال فيها غير مرتبطة ارتباطا مباشرا وتعتمد اقتصادياتها بنسبة كبيرة على الإيرادات النفطية وهي تضم الجزائر والسودان والمجموعة الثالثة والتي تضم أسواق الأردن، تونس، مصر، المغرب والتي تعتمد على الموارد المحلية ولا تتأثر اقتصاديات هذه البلدان بالتقلبات في أسواق المال العالمية، ونتطرق إلى بعض من الأسواق العربية كالتالي:

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، **أثر العولمة على الأسواق المالية العربية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2013، ص:55.

I. الأسواق المالية العربية ذات الانكشاف العالي على الأسواق المالية العالمية

والتي تشمل دول مجلس التعاون الخليجي والتي تتميز بأنظمة مالية منفتحة مقارنة بالأسواق المالية العربية الأخرى، وكذا تطور الأسواق المالية الموجودة بها وارتفاع قيمتها السوقية.

أ.سوق فلسطين للأوراق المالية:

بدأ إنشاء الشركات العامة في فلسطين في أوائل عقد العشرينيات من القرن العشرين وكان من بين هذه الشركات إنشاء البنك العربي المحدود عام 1920 كشركة مساهمة وبنك فلسطين سنة 1960 وبعد ذلك تم تأسيس شركة سجائر القدس 1966 ومن ثم تأسيس شركة القدس للمستحضرات الطبية عام 1969 وشركة المؤسسة العربية للتأمين المساهمة العامة في عام 1975، ونظرا لغياب سوق منظم في ظل الاحتلال الصهيوني فإن التداول كان يتم باسم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة.

ومع بداية مؤتمر مدريد للسلام في عام 1991 بدأت ظاهرة إنشاء الشركات العامة تزداد بشكل مطرد حيث تم تسجيل أكثر من 80 شركة مساهمة عامة.

ولقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات إلى التفكير جديا من قبل المؤسسات التابعة للسلطة الوطنية الفلسطينية لإنشاء سوق للأوراق المالية تعمل على جذب المدخرات الفلسطينية، وتوفر التمويل الطويل الأجل للمشروعات الإنتاجية والبنية التحتية وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية إنشاء مثل هذه السوق حيث بادرت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار باديكو بتاريخ 1995/03/27 بتقديم دراسة جدوى اقتصادية شاملة حول إمكانية قيام سوق للأوراق المالية للسلطة الوطنية الفلسطينية وتوضيح مدى الحاجة لقيام مثل هذا السوق[1] وهكذا حصلت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار باديكو على الموافقة المبدئية لإنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية بتاريخ 1995/07/19 من قبل السلطة الوطنية الفلسطينية وباشرت بإنشاء السوق في مدينة نابلس وتم توقيع اتفاقية تشغيل السوق مع وزارة المالية بتاريخ 1996/11/17، كما قامت سوق فلسطين للأوراق المالية بتاريخ 1997/02/18 بعقد أو جلسة تداول رسمية وحظي الافتتاح باهتمام كبير وبدأت سوق فلسطين بعقد جلسة تداول واحدة أسبوعيا خلال الفترة الأولى من بداية عملها كمرحلة تمهيدية بهدف تجريب عمليات البيع والشراء وفحص سلامة التداول والأنظمة، ليتم رفع جلسات التداول في 1997/07/06 إلى جلستين في الأسبوع وإصدار أول نشرة تداول بتاريخ 1997/06/03 وفي 1998 ارتفعت جلسات التداول

[1] عماد الدين مُحَمَّد المزيني، **سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها و آفاقها**، رسالة ماجستير، معهد البحوث و الدراسات العربية، مصر، دفعة 2002، ص 86.

إلى خمس جلسات أسبوعيا كما وفرت سوق فلسطين أنظمة إلكترونية للتداول والرقابة والتسوية وتحويل الأوراق المالية تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل بالأوراق المالية، كما قامت السوق بوضع أسس للتداول وإيصال المعلومة مما يضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية.

استعانت سوق فلسطين بالخبرة المالية الأجنبية في إنشائها، حيث ساهم في إنشائها شركات كندية وأوروبية ومن جنوب شرق آسيا، بالإضافة إلى اتخاذ خطوات تنسيقية كبيرة مع سوق عمان المالي الذي قدم مساعدات فنية وتنظيمية وتشريعية لضمان حسن أداء السوق و الرقابة عليها[1].

كما انضمت سوق فلسطين للأوراق المالية إلى إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية وأصبحت عضوا عاملا فيه عام 1998 وتم قبولها عضوا في إتحاد البورصات العالمية وهيئات أسواق المال العربية سنة 1998 وكذا قبولها كعضو في إتحاد البورصات العالمية والأوروآسيوية.

وفي خطوة جديدة لجذب الاستثمارات الأجنبية وقعت بورصة فلسطين في عام 1999 اتفاقية مع البنك البريطاني للشرق الأوسط لتقديم خدمات الحفظ الأمين ومقاصة الأوراق المالية للمستثمرين الأجانب، كما وقعت بتاريخ 2000/06/20 اتفاقية تبادل الخبرات مع بوصة أستوكهولم.

أما من حيث توسيع العضوية فقد قامت سوق فلسطين للأوراق المالية إلى زيادة عدد الشركات المدرجة بعد توافر الشروط اللازمة وخاصة فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية وكذا نشر الوعي الاستثماري، وجذب مستثمرين إقليميين وأجانب إلى السوق حيث بلغ عدد الشركات المساهمة العامة والمدرجة فعليا في سوق فلسطين عام 2000، 25 شركة كما تخضع السوق لإشراف ورقابة هيئات رقابية[2].

ب.السوق المالية السعودية:

كانت سوق الأوراق المالية في المملكة حتى عام 1985 سوق غير رسمية يصنعها 32 مكتب وساطة أسهم ولم تكن خاضعة لقوانين ونظم وكان عدد شركات المساهمة التي يجري تداول أسهمها في السوق 40 شركة بحجم رؤوس أموال مستثمرة والتي قدرت ب 35 مليار ريال وعدد أسهم قدرت ب 331 مليون سهم[3].

[1] عماد الدين محمد المزيني، **مرجع سابق**، ص 87و88.

[2] عماد الدين محمد المزيني، **مرجع سابق**، ص 88.

[3] المؤسسة العامة لضمان الاستثمار، سوق عمان المالي، **أسواق الأوراق المالية العربية، تنظيماتها أدواتها و أوضاع التعامل**، طبعة 1985، ص 194.

ولقد وضعت بعض الأنظمة والقواعد التي تحكم و تراقب سير عمليات التداول أقرتها اللجنة الوزارية المكلفة بشأن تنظيم وتداول الأسهم في ديسمبر 1981 وكانت مهمة هذه اللجنة هي الإشراف والرقابة على عملية تداول الأسهم ودراسة القوانين والعمل على تجميع كافة المعلومات المطلوبة من البنوك، ولها الحق في إيقاف تداول أسهم أية شركة وتحت إشراف مؤسسة النقد السعودي التي تتولى الإشراف اليومي على نشاط السوق[1].

وعلى ضوء ذلك تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم برأس مال قدره 11 مليون ريال اكتتبت به المصارف بحصص تجارية متساوية، وعملت الشركة كمركز تسجيل لكافة الأسهم المتداولة في السوق.

وفي عام 1990 تم تطبيق نظام آلي(النظام الإلكتروني لمعلومات الأوراق المالية) وهو نظام إلكتروني متكامل للتداول وعمليات التسوية والمقاصة استمر العمل به حتى عام 2001، عندما تم استبداله بنظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والمقاصة سمي بنظام تداول ويقوم على استمرارية إعطاء[2] أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين سعر الشراء والبيع مع إعطاء معلومات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة.

ويتيح هذا النظام فتح الحسابات في كل من البنوك ومركز الإيداع (الشركة السعودية لتسجيل الأسهم) ويتوجب على المستثمر فتح حساب إما في البنك(وهو ما يشار إليه بحساب السوق) كما يمكن للمستثمرين فتح عدة حسابات أعضاء مع بنك واحد أو عدة بنوك، إلا أنه يكون لكل مستثمر الحق في فتح حساب واحد في مركز الإيداع وله الحق في الحصول وبشكل دوري على جميع العمليات والإيداعات في حساباته كما يمكن للشركات توزيع الأسهم وتجزئتها وتوزيع الأرباح عن طريق هذا الحساب.

إن استخدام نظام التسوية الجديد أتاح للسوق السعودية التسوية السريعة (T+0 *) والدقيقة والتقاص للصفقات وسهولة نشر المعلومات حول السوق، مما مكن المستثمرين من الاستثمار من منازلهم باستخدام شبكة الإنترنت[3].

---

[1] ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، **الأفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص32.

[2] محمد رائد زياد مختار اللولو، **دور سوق الأسهم في الاقتصاد السعودي، دراسة تحليلية**، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد، معهد البحوث والدراسات العربية، دفعة 2007، ص45.

* تعبر هذه العبارة على أن يوم التسوية يتم في يوم جلسة التداول و هي أقل من الفترة السائدة في معظم البورصات العالمية.

[3] محمد رائد زياد مختار اللولو، **مرجع سابق**، ص46.

كما صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم 30 بتاريخ 2003/07/31 والذي يهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة ومتطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين وبما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين في السوق، وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة للسوق ووضح للهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق تحديد صلاحيتها ومهامها بكل وضوح، من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والتشغيلي للسوق من خلال استحداث[1] مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات وتتمثل أهم ملامح السوق فيما يلي:

1. هيئة السوق المالية وهي الجهة الرقابية والإشرافية المسئولة عن تنظيم سوق الأوراق المالية تتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالية وفق أحدث الأسس والمعايير الدولية، كما لها صلاحية وضع اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من أجل حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية؛

2. السوق المالية (سوق الأوراق المالية) وهي عبارة عن شركة مساهمة سعودية وتعتبر الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية، يديرها مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء تتكون عضويته من ممثل عن وزارة المالية ممثل عن وزارة التجارة والصناعة ممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخص لها وممثلين عن شركات المساهمة المدرجة في السوق، وتتمثل أهدافها في التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وشفافيتها وتوفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز الإيداع مع وضع معايير مهنية للوسطاء[2]؛

3. مركز إيداع الأوراق المالية؛

4. لجنة الفصل في المنازعات في الأوراق المالية، التي تقع في نطاق نظام السوق المالية؛

5. لجنة الاستئناف للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في المنازعات؛

6. الإطار التشريعي ودور الجهة الرقابية على السوق في الإشراف والرقابة؛

7. تنظيم عمل شركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار؛

8. وضع قواعد خاصة بالإفصاح وقواعد خاصة بالاحتيال والتداول بناءا على معلومات داخلية[3].

---

[1] ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، **مرجع سابق**، ص 32.

[2] محمد رائد زياد مختار اللولو، **مرجع سابق**، ص 48و47.

[3] ياسر محمد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، **مرجع سابق**، ص 26.

وفي مجال الوساطة المالية فقد أكد نظام مراقبة البنوك الصادر عام 1966 على مفهوم النموذج المصرفي الشامل، والذي يتيح للمصارف تقديم مجموعة واسعة من الخدمات المالية بما فيها الأعمال المصرفية والاستثمارات والأوراق المالية وغيرها، وعلى هذا فقد لعبت البنوك التجارية دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول وبين سوق الأوراق المالية ولقد كان محظور رسميا على الوسطاء العمل كمشاركين فاعلين في صناعة السوق عن طريق المتاجرة بالأسهم لحسابها، ولكن تغير الوضع بعد إصدار نظام السوق المالية والذي أشار في مادته 32 من نظام السوق المالية إلى أن الوسيط هو كل شركة مساهمة تعمل بالوساطة في تداول الأوراق المالية بصفة تجارية وتقدم عرضا للآخرين للحصول على أصول مالية في شكل أوراق مالية، ويقوم بتنفيذ صفقات الأوراق المالية لحسابه الخاص وبما أن المتاجرة في الأوراق المالية ليست من مهام المصارف التجارية فقد قامت هيئة السوق المالية السعودية في نوفمبر 2005 بمنح ترخيص لثلاث شركات سعودية لممارسة نشاط الوساطة المالية.

يمثل المستثمرين أحد العناصر الهامة في إطار المتعاملين في سوق الأسهم، وبالنسبة للمستثمر السعودي فإنه لا توجد أي قيود أو حدود على نسبة التملك في أسهم الشركات المساهمة باستثناء صناديق الاستثمار فلا يسمح بتملك أكبر من 5% من الأسهم المصدرة لكل شركة مساهمة محلية[1].

وفي 2006/03/25 أعلنت هيئة السوق المالية بأنه يتم السماح للمقيمين غير السعوديين بالاستثمار بشكل مباشر في سوق الأسهم وعدم اقتصاره على صناديق الاستثمار.

هذا ويمكن الإشارة أن سوق المال السعودي يعد من بين أكبر الأسواق المالية العربية من ناحية القيمة السوقية لرأسمال الشركات المسجلة فيه و التي سوف تتضح لنا عند دراسة أداء الأسواق المالية العربية.

II. الأسواق المالية العربية ذات الانكشاف المحدود على الأسواق المالية العالمية:

وهي تلك الأسواق التي تتميز دولها بالاعتماد على الإقراض المحلي كما أن التقلبات العالمية لا تؤثر فيها بنسبة كبيرة والتي تشمل السوق المالي المصري والسوق المالي الأردني والتونسي.

أ.سوق عمان المالي:

أنشئ سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976، بعد دراسات وجهود مكثفة قام بها البنك المركزي الأردني خلال عامي 1976/1975 وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (**IFC**)

[1] محمد رائد زياد مختار اللولو، **مرجع سابق**، ص 56-58.

المنبثقة عن البنك الدولي، وبالنظر لضرورة الإسراع في تحقيقه لغاياته فقد شكلت لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16 وباشرت اللجنة مهامها خلال 1978/01/01 والتي كانت تتشكل غالبيتها من القطاع الخاص إلى جانب ممثل عن البنك المركزي وممثل عن وزارة الصناعة والتجارة ومندوب عن وزارة المالية وقد حددت المادة 3 من القانون 1976/31 طبيعة عمل هذه المؤسسة ونطاقه من خلال نصها على تأسيس سوق لبيع وشراء الأوراق المالية وفقا للأحكام هذا القانون، والذي يسمى بسوق عمان المالي كما حددت المادة 4 من القانون غايات السوق[1].

وبالنظر للارتباط هذا السوق ارتباطا وثيقا وعضويا بحركة رأس المال الداخلية والوافدة من الخارج، استثمارا في المشاريع المختلفة فإن مدى نجاح عمليات سوق الأوراق المالية تتأثر تأثرا مباشرا بتوفر المناخ الاستثماري الملائم والباعث لحوافز الاستثمار في هذه المشاريع، والتي تؤمن المال للقيام بعملها من خلال الأدوات المالية المختلفة ومن هذا المنطلق يمكن أن ينظر للتشريعات المرتبطة بهذا السوق والتي من أهمها قانون الشركات رقم 12 لسنة 1964 والذي جاء ليلغي جميع الأحكام المتعلقة بالشركات الواردة في قانون التجارة العثماني جرت عليه عدة تعديلات ويعتبر القانون المنظم الأساسي لقيام الشركات الأردنية.

كما أنه و انطلاقا من وظائف السوق الأساسية وتحقيقا لمهامه الرئيسية، والعلاقة الوثيقة ما بين السوق والشركات المصدرة للأوراق المالية، فقد رأت لجنة السوق أن صلاحيات السوق بموجب قانونه لا تمكنه من تحقيق غاياته في مراقبة إصدار الأوراق المالية في مرحلة الاكتتاب، ووجد لتنظيم هذا الجانب ضرورة استحداث نصوص في قانون الشركات يلزم الشركات الطارحة بالتقدم بطلب إلى السوق حول طبيعة المعلومات الإضافية الواجب نشرها عند طرح أوراقها المالية وتعتبر أول خطوة نحو تنظيم سوق الإصدارات الأردني[2].

أول من طبق أسلوب نشرة الإصدار وبشكل مبسط شركتي بنك الأردن وبنك القاهرة /عمان وذلك بعد 6 أشهر من مباشرة السوق لعمله، وأول شركة مساهمة عامة هي شركة مصانع الزخرف الأردنية بتاريخ 1978/07/24 مما يمكن القول بأن قانون الشركات مهد لقيام شركات مساهمة وضبط عمليات السوق الثانوي، مما زاد الثقة بالورقة المالية الأردنية محليا أو خارجيا من خلال الإقبال المتزايد على الاكتتاب بالأوراق

[1] المؤسسة العامة لضمان الاستثمار، سوق عمان المالي، **مرجع سابق**، ص 12-14.

[2] نفس **المرجع**، ص 05.

المالية، وانطلاقا من ذلك فقد طالب السوق بتطوير وتنويع أساليب تمويل الشركات والمؤسسات العامة حيث أدى إلى ضرورة إصدار السندات المتوسطة والطويلة الأجل.

وإذا نظرنا للفترة الممتدة من 1978 إلى نهاية عام 1983 فقد بلغت الشركات التي قامت بطرح أسهم للاكتتاب العام 100 شركة عامة بلغ فيها عدد الأسهم حوالي 275 مليون سهم، أما بالنسبة للسندات فقد بلغ 14 إصدار بقيمة 64 مليون دينار[1]. وبالنسبة لأداء السوق فإن الإحصائيات في ذلك الوقت أكدت على انخفاض مؤشرات السوق، بسبب أن المستثمرين الأردنيين كانوا بأشد الحاجة إلى التنويع في الأدوات المالية، مما أدى بهم إلى اللجوء إلى الاستثمار خارج الأردن في العديد من الشركات عن طريق الاستثمار في الخيارات والعقود المستقبلية[2] لذلك بدأت السلطات الأردنية في تنفيذ برنامج التصحيح الاقتصادي عام 1989 وتسريع عملية الخوصصة وإنشاء صندوق الأجيال من خلال إيداع عائدات خوصصة شركات القطاع العام، مما أدى إلى تنشيط السوق المالي وبموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1998 تم تشكيل هيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق المال من مهامها إنشاء بورصة للأوراق المالية ومركز للإيداع والتحويل يتم إدارتهما من قبل القطاع الخاص وفي 1999/03/11[3] أنشئت بورصة عمان بموجب قانون الأوراق المالية واعتبرت بأنها مؤسسة مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص ولا تهدف إلى الربح، كما أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، كما تم إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية في نفس السنة تهدف البورصة بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول السليم والعادل[4].

يتم التداول بأسهم الشركات في بورصة عمان من خلال سوقين اثنين وهما السوق الأولي والسوق الثانوي يتم تقسيمهما وفقا لمعايير السيولة والربحية للشركات، كما تختلف شروط إدراج الأسهم في كل من السوقين.

شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأولي:

---

[1] المؤسسة العامة لضمان الاستثمار، سوق عمان المالي، **مرجع سابق**، ص 21و22.

[2] Isam k, fares, **A proposal for a study of Fators Related to the share price INDEX of the AMMAN Financial Market**, Thesis, School of Business and Management, united states international university, 1988, page 02.

[3] عماد صالح سلام، **ادارة الازمات في بورصات الاوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة**، ابو ضبي الامرات العربية المتحدة، 2002، ص193.

[4] Nisreen Farouq Al Ghazawi, **the effect of Electronic trading on market volatility and Liquidity Evidence from Amman stock Exchange**(**ASE**),**thesis**, **program Finance and Banking**, department of finance and Banking, yarmouk university, 2006, page 26.

- مضي عام كامل على إدراج أسهم الشركة في السوق الثاني؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 100% من رأسمال المدفوع؛
- تحقيق أرباح خلال سنتين على الأقل؛
- لا تقل الأسهم الحرة في الشركة عن5% إذا كان رأسمال الشركة 5 مليون دينار فأكثر، و 10% إذا كان رأسمال الشركة أقل من 5 مليون دينار؛
- عدد المساهمين 100 ولا يقل عدد أيام تداول الشركة عن 20% من أيام التداول الكلي خلال السنة المالية وأن يتم التداول ب 10% على الأقل على الأسهم الحرة خلال نفس الفترة[1].

و يمكن أن يتم نقل أسهم الشركات من السوق الأولي إلى السوق الثانوي في حالة ما يلي:

- انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى أقل من 75% من رأسمال المدفوع؛
- إذا أظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في آخر ثلاث سنوات متتالية؛
- انخفاض الأسهم الحرة عن الحد المقرر سابقا؛
- انخفاض عدد مساهمي الشركة عن 75 مساهم؛
- انخفاض عدد أيام التداول للشركة ونسبة الأسهم المتداولة عن الحد المقرر.

تتداول في بورصة الأردن مجموعة من الأوراق المالية وهي كما يلي:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل و التداول؛
- السندات الصادرة عن الشركات؛
- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات؛
- الأسهم و الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار؛
- عقود الخيار بنوعين شراء و بيع[2].

كما تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

[1] بورصة الأردن، تاريخ الاطلاع 2018/04/30، **https://www.exchange.jo/ar/node/844** .

[2] **نفس المرجع**، **https://www.exchange.jo/ar/node/844** .

في مجال الإفصاح قام مجلس إدارة بورصة عمان بتعليمات تتعلق بمعايير الإفصاح الخاصة بالبورصة بدأ العمل بها ابتداء من أكتوبر 1999.

كما قامت بورصة عمان في 2009/10/8 بتطبيق نظام التداول عن بعد وإلغاء قاعة التداول التقليدية والتي أصبح يقتصر استخدامها على حالات الأعطال الفنية، وفي حالة عدم تمكن شركات الوساطة من الإتصال بنظام التداول الإلكتروني بحيث أصبح التداول يتم من خلال مكاتب شركات الوساطة.

قامت بورصة عمان وبعد عام من تأسيسها بتحديث و تطوير و مكننة بيئة التداول فيها و إستبدال نظام التداول اليدوي والذي كان معمولا به لسنوات طويلة بحيث أصبح الوسطاء الماليون يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء[1] ومن خلال نظام إلكتروني.

وفي مجال التعاون العربي والإقليمي والدولي فإن بورصة عمان عضو فاعل في المنظمات والإتحادات التالية:

- إتحاد أسواق المال العربية؛
- إتحاد البورصات الأوروبية- الأسيوية FEAS؛
- الإتحاد الدولي للبورصات WFE؛
- المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO.

كما وقعت بورصة عمان اتفاقية إدراج مشترك مع بورصة الكويت في عام 2000 وسوق البحرين للأوراق المالية وتوقيع اتفاقية تعاون مشترك مع بورصة سانوليك في عام 2002.

كما ترأس بورصة عمان لجنة التسويق في إتحاد البورصات الأوروبية الأسيوية ولجنة مستخدمي نظام التداول الفرنسي NSL-UNIX [2].

ب. بورصة الأوراق المالية بتونس:

بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس سنة 1937 من خلال إنشاء غرفة للمقاصة لتيسير بيع السندات التي يروجها الصندوق العقاري، والذي حل محلها الديوان التونسي للقيم المنقولة والذي أنشئ بموجب

[1] بورصة الأردن، **مرجع سابق**.، **https://www.exchange.jo/ar/node/844**.

[2] **نفس المرجع**.

الأمر الصادر في 1945/04/23 وباشر عمله في بداية 1946 وأصبح إلزاما أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية ضيقة وحجم العمليات عليها محدود.

وفي 1969 تم صدور القانون 13 المؤرخ في 1969/02/28 والقاضي بإنشاء بورصة تونس للقيم المنقولة، والذي عرفها بأنها مؤسسة عامة ذات صبغة تجارية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط و الاقتصاد الوطني كما حددت أهدافها كما يلي[1]:

- تنظيم و تسيير سوق القيم المنقولة؛
- إنجاز المعاملات بشأن تلك القيم في أفضل الظروف من حيث حسن التصرف؛
- تيسير البحث عن رؤوس أموال جديدة للشركات؛
- السعي من أجل الادخار[2].

ولكن لم تتمكن البورصة من القيام بالدور الفعال في تمويل الاقتصاد نتيجة ضعف الادخار طويل المدة والاعتماد على التمويل البنكي، مما جعل البورصة آنذاك عبارة عن مكتب لتسجيل العمليات أكثر منه مرآة تعكس أداء الاقتصاد ولم تتعدى رسملة السوق في تلك الفترة1% من الناتج المحلي الإجمالي ولقد بدأت أولى إصلاحات السوق سنة 1988 بهدف وضع إطار تشريعي وتقني حديث يساهم في تمويل أفضل للاقتصاد من خلال فتح السوق للشركات عبر تنظيم عمليات الاكتتاب العام وإصدار سندات الدين من قبل الشركات وتطوير الادخار الجماعي، بإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي وبعث شركات الاستثمار والأدوات المالية الجديدة كشهادات الاستثمار والأسهم ذات الأولوية في الربح بدون حق التصويت وسندات المساهمة وكذا تشجيع الأفراد على الإست ثمار في البورصة بإعفاء الأرباح الموزعة والقيمة الزائدة للأسهم من الضريبة.

وبهدف إعادة تنظيم السوق المالية وفقا للمعايير الدولية تم إصدار القانون رقم 17 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994، والمتعلق بإعادة تنظيم السوق من خلال الفصل ما بين مهام التسيير ورقابة السوق ولقد تم في هذا الغرض إحداث هياكل جديدة و هي:

[1] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، سوق عمان المالي، **مرجع سابق**، ص157.

[2] صندوق النقد العربي، أسواق رأس المال في الدول العربية واقعها و مجالات تطويرها، ص45، تاريخ التحميل 2018/05/02:**www.amf.org.ae** .

- هيئة السوق المالية والتي تعتبر جهاز إداري مستقل مكلف بتنظيم الأوراق المالية القابلة للتداول بالبورصة ورقابتها وحماية الادخار المستثمر، وتتضمن هذه الهيئة رئيس وستة أعضاء منهم قاض و مستشار لدى المحكمة الإدارية ومستشار لدى دائرة المحاسبات؛
- بورصة الأوراق المالية بتونس وهي عبارة عن شركة خفية الاسم يشارك فيها بالتساوي الوسطاء بالبورصة، وتتمثل مهامها الأساسية في التسيير التقني لسوق الأوراق المالية والبحث في إدراج الشركات؛
- الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية وهي عبارة عن شركة خفية الاسم يشارك فيها الوسطاء في البورصة ومهمتها القيام بعمليات إيداع الأوراق المالية وتسوية المعاملات المنجزة بالبورصة؛
- صندوق ضمان عمليات السوق، والذي يهدف إلى تغطية مخاطر الطرف المقابل في عملية التداول ويتم تمويله عن طريق مخططات مختلفة يدفعها الوسطاء عند التأسيس وبصفة منتظمة إثر عمليات التداول اليومية، مع الإشارة أن بورصة تونس تقوم بالتصرف في هذا الصندوق منذ انطلاق العمل بالنظام الإلكتروني للتداول سنة 1996.

قامت بورصة تونس بداية من أكتوبر 1996 بتغيير نظام التداول ووضع نظام جديد إلكتروني لتسعير الأوراق المالية (SUPERCAC) تم تطويره من قبل بورصة أور ونكست وتعتمده عدة بورصات متطورة وناشئة مما مكن من ربط بورصة تونس بمحيطها الداخلي والخارجي بصفة مباشرة وساهم في توفير الشفافية على التعامل في الأوراق المالية[1].

في 14 فيفري 1997 صدر أمر رقم 385 لسنة 1997 والذي سمح للأجانب غير المقيمين في تونس بامتلاك ما لا يزيد على 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة دون الحاجة إلى موافقة مسبقة من البنك المركزي، كما لا توجد أي ضرائب على الأرباح الموزعة أو على الأرباح المتحققة من التداول في البورصة.

يتم نشر البيانات والمعلومات المتعلقة بتغيرات أسعار الأسهم، في نشرة رسمية تصدرها البورصة يوميا وتقوم الشركات المدرجة في السوق بنشر المعلومات الخاصة بها في هذه النشرة مع نشر المذكرة الإعلامية عند الإصدار والتي يصادق عليها من قبل هيئة السوق المالي[2].

كما قامت السلطات التونسية بتنفيذ برامج الخوصصة سنة 1987 مما نتج عنه تطوير لبورصة تونس.

[1] بورصة تونس، تاريخ التحميل 2018/04/30: **www.bvmt.com**.

[2] عماد صالح سلام، **مرجع سابق**، ص 178و179.

يبلغ هامش التغير المسموح به في بورصة تونس بالنسبة لكل حصة 3% في اتجاه الارتفاع أو الانخفاض حول السعر المرجعي الذي يمثل في الغالب سعر الإقفال بحصة التداول السابقة[1].

III. الأسواق المالية العربية غير المرتبطة ارتباطا مباشرا بالأسواق العالمية

وهي الأسواق الموجودة بالجزائر والسودان و التي مازالت منطوية على نفسها ولم تقم بأي مبادرة فيما يخص فتح أسواقها المالية كما أن اقتصادها يعتمد على الإيرادات النفطية كمورد رئيسي، بورصة الجزائر سوف نتطرق لها في الفصل الثالث بالتفصيل.

أ.سوق الخرطوم للأوراق المالية:

تم التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ العام 1962، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات بدأتها وزارة المالية والاقتصاد الوطني وبنك السودان المركزي بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي كما تم إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب في عام 1982 لينظم إنشاء السوق المالية في السودان ولكن لم ينجز أي شيء في هذا المجال، بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في بداية التسعينات إبان تطبيق سياسات التحرير الاقتصادي والتي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993) حيث تم تأسيس هيئة للأسواق المالية لعام 1992، وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلا على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982 ولكن هذا القانون المعدل لم يف بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية إلا أن صدر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في صورته الحالية للعام 1994.

كما بدأت السوق الأولية نشاطها في أكتوبر من العام 1994 كما تم التعامل في السوق الثانوية (البيع والشراء للأوراق المالية المدرجة) في مطلع العام 1995 بعدد 34 شركة مدرجة وفيما يلي عرض مختصر لأهم التطورات العامة التي مرّت بها سوق الخرطوم للأوراق.

- في العام 1996 ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 34 شركة إلى 40 شركة؛

- في 1997 حصلت زيادة مقدرة في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية (القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة) من ما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار أمريكي؛

[1] بورصة تونس، **مرجع سابق**، **www.bvmt.com** .

- في أكتوبر من العام 1997 تم تأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية حيث مارس نشاطه في يوليوا من العام 1998؛

- في العام 1999 تم تقسيم السوق الثانوية إلى سوقين أولهما نظامي والآخر موازي ومن بعد ذلك تم تصنيف الشركات المدرجة وفقا لاستيفائها لشروط الإدراج الخاصة بأي من السوقين ليصبح عدد الشركات المدرجة بالسوق النظامي 21 شركة والموازي 22 شركة زائد صندوق للاستثمار أصدر بواسطة بنك للاستثمار المالي؛

- في العام 1999 تم البدء بالتعامل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقا لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي؛

- شهد العام 2001 بداية إصدار العديد من صناديق الاستثمار بواسطة بنك الاستثمار المالي وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) بواسطة الدولة[1].

[1] يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم، **سوق الأوراق المالية في السودان النشأة و التطور و الرؤى المستقبلية**، بنك السودان المركزي، قطاع المؤسسات المالية و النظم، **الإدارة العامة لتنظيم و تنمية الجهاز المصرفي**، يونيوا 2011، ص31و32.

خلاصة الفصل:

بعد دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية، مكن ذلك من استخلاص أن السوق تكون كفئة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار ولكي نتحقق كفاءة السوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما :

– كفاءة التسعير ويقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير؛

– كفاءة التشغيل ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية.

ولقياس درجة تطور الأسواق الأوراق المالية يتم استخدام مؤشرات التي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة ولهذا فهي تقدم تصور تحليليا للمتعاملين في سوق الأوراق المالية والأطرف المهتمة به.

ومن أمثلة المؤشرات البورصية الدولية هناك مؤشرات "داوجونز" الصناعي ومؤشر "ساندر أندبور " في الولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر "فاليولاين" و مؤشر المتعامل به في بورصة الجزائر "ديزاد انداكس"

وبالنسبة للمبحث الثاني الذي نتناول مؤشر تقييم دور أداء البورصة وتأثيره على البورصة، من خلال درجة تركيز السوق والسيولة وحجم السوق، كفاءة تسعير الأصول المالية وتذبذب في العوائد .

وتطرقنا إلى بعض النماذج من الأسواق المالية العربية التي لها انكشاف العالي على أسواق العالمية و الأسواق المالية العربية التي هي ذات الانكشاف المحدود على الأسواق العالمة، والأسواق العربية غير المرتبطة ارتباطا مباشرا بالأسواق العالمية.

تمهيد:

دخلت الجزائر عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد الانتقال من اقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، وذلك بغرض محاولة السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية، خاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا وأمنيا مما قلل من مخاطر الاستثمار، إذ تغيرت التشريعات في هذا الاتجاه وأقرت قانونا جديدا للمنافسة وآخر للاستثمار تميز بأنه أكثر وضوحا واستقرار من حيث سياسات وأولويات الاستثمار.

أساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة المجالات وضمان الشفافية والمنافسة النزيهة بين المتعاملين، وسهلت إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية، وقامت بفتح بورصة الشيء الذي يزيد من فرص الاستثمار في سوق المال الجزائرية، وذلك للسماح لها باحتلال مكانة جيدة على المستوى العربي أولا والعالمي ثانيا، وأمام هذا المطلب وجب على الجزائر وضع سوق الأوراق المالية.

قمنا بتخصيص هذا الفصل لدراسة حالة بورصة الجزائر، فتناولنا في المبحث الأول تقديم لبورصة في الجزائر وشروط الدخول لبورصة الجزائر، والمبحث الثاني قدمنا فيه مؤسسات بورصة الجزائر وأداءها ؛ معوقاتها وسبل تفعيلها.

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد وثقافة بورصية فيها، وغياب الشفافية والإفصاح، وعدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة، وضعف الكفاءة المعلوماتية، إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر .

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر و تنظيمها

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل والتي نوجزها فيما يلي:

أولاً: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها

I. نشأة بورصة الجزائر

فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990وسجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام، 1988وفي الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية، التي تنبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار وتوجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية.

في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في1975/09/26وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) واختيار نظام اقتصادي مركزي.

في حين نجد أنه في 1988/01/12تم تعديل لجزء من القانون التجاري ونشر العديد من القوانين من بينها: "قانون 88-01 "المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، والقانون88-03 " " و كذا 04-88" المعدلين والمكملين للأمر رقم 75-59المؤرخ في 1975/09/26الخاصة بالقانون التجاري والمتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون" 88-01"جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير، منذ وأن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل "spa " أو شركات ذات أسهم، قانون 88-03 المتضمن

لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة) (les Holding) [1].

والمتمثلة في:

ص1 : صندوق المواد الغذائية الفلاحية .

ص2 :صندوق مناجم الفحم و الري.

ص3: صندوق التجهيز.

ص4 : صندوق البناء.

ص5 : صندوق الكيمياء، البتروكمياء، الصيدلية.

ص6 : صندوق الإتصال، الإلكترونيك و الإعلام الآلي.

ص7 : صندوق الصناعات المختلفة.

ص8 : صندوق الخدمات.

هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ و التسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسير إلى الاستقلالية المالية، هذه القوانين قدمت إمكانية لقبول الأسهم بين صناديق المساهمة والمؤسسات العمومية الاقتصادية.

في 1990/12/09م بعد قرار الحكومة وطريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة وشركة القيم المنقولة (B.V.M) أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها كان يقدر بثلاثة مئة وعشرون ألف دينار جزائري= (DA320.000) للاكتتاب أو الاشتراك وموزعة بين صناديق المساهمة الثمانية، الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في أحسن الشروط، لكن هذه الشركة(S.V.M) بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تنبأ بهذا الفرع من التفاوض، في 1991/05/28م ظهر شكل جديد للبورصة وهذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسيم التشريعية الثلاثة والتي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة[2].

[1] بورصة القيم المنقولة ، /**http**//**www**.**sgbv**.**dz**/**ar**/، SGBVتاريخ الاطلاع: 2018/04/18.

[2] بورصة القيم المنقولة ، /**http**//**www**.**sgbv**.**dz**/**ar**/، SGBV تاريخ الاطلاع: 2018/04/18.

II. مراحل إنجاز بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية :

I. المرحلة الأولى: 1990-1992

– اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها و كذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومنه جملة هذه الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب 320000دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة[1].

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

– مرسوم تنفيذي رقم 169الصادر في21 ماي 1991م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

– مرسوم تنفيذي رقم 177- 91يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس مال.

II. المرحلة الثانية: 1992-1999

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن لعبه، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها إلى 932000دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة*B.V.M.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في25-04-1993المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم -10 93المؤرخ في 23ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

[1] بورصة القيم المنقولة ، /**http**//**www**.**sgbv**.**dz**/**ar**، SGBV تاريخ الاطلاع: 2018/04/18.

* B.V.M: **Bourse des Valeurs Mobilières**

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل نشاط أي بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

ثانياً: تنظيم سوق المالي الجزائري

فيما يلي تقسيمات سوق المالي الجزائري:

I. السوق النقدي

السوق النقدية في الجزائر بدأت في سنة 1990، عن طريق سبعة متعاملين فقط، خمسة بنوك عمومية وصندوق توفير وبنك استثمار.

حاليا عدد المتدخلين في السوق النقدية 38 متدخلا:

- (22)بنك تجاري.
- (05)هيئات مالية.
- (11)مؤسسة مالية غير بنكية.

مؤطرة بالقوانين التالية:

المرسوم رقم 03-11الصادر بتاريخ 26أوت 2003.

القانون رقم 91-08الصادر بتاريخ 14أوت 1991.

الأمر 28-95الصادر بتاريخ 22 أفريل 1995.

الأمر 02-2002الصادر بتاريخ 11 أفريل 2002 .

II.سوق رأس المال

إن الإصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات والتي نتج عنها نشأة صناديق المساهمة والتي تملك أسهم المؤسسات بأقساط متساوية، وكذلك تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بإصدار قانون جانفي 1988.

ومع النظام التأسيسي لشركات المساهمة (مؤسسات عمومية)، استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات، عملت السلطات العمومية سنة 1990بتحضير شروط قيام سوق مالية، حيث قررت الحكومة ومن خلال هيئة مؤهلة "الجمعية العامة لصناديق المساهمة"، إنشاء هيئة يعطى لها اسم شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة [1]، والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة.

واليوم سوق رأس المال في الجزائر يتكون من:

أ. سوق أولية

وتضم مجموعة من البنوك العمومية والتي تعمل على مساعدة المؤسسات على الدخول إلى البورصة وذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق والتوقيت المناسب...إلخ .

ب. سوق الثانوية

السوق المنظمة : وتتمثل في بورصة القيم التي فتحت أبوابها في شهر جويلية من عام1991 .

السوق غير المنظمة : ويتم بها إلى حد الآن تبادل سندات الخزينة.

[1] خالد عيجولي، **مرجع سابق**، ص130.

المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر وشروط الدخول إليها

أولاً:الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تتمثل الهيئات المكونة لبورصة الجزائر هي:

I. لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة COSOB

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

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

أ.السلطة التنظيمية و القانونية:

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

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

ب.سلطة التحقيق:

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

[1] لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، **مجموع القوانين**، نوفمبر1997.

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

وللجنة الصلاحيات والحق بالقيام بهذه التحقيقات.

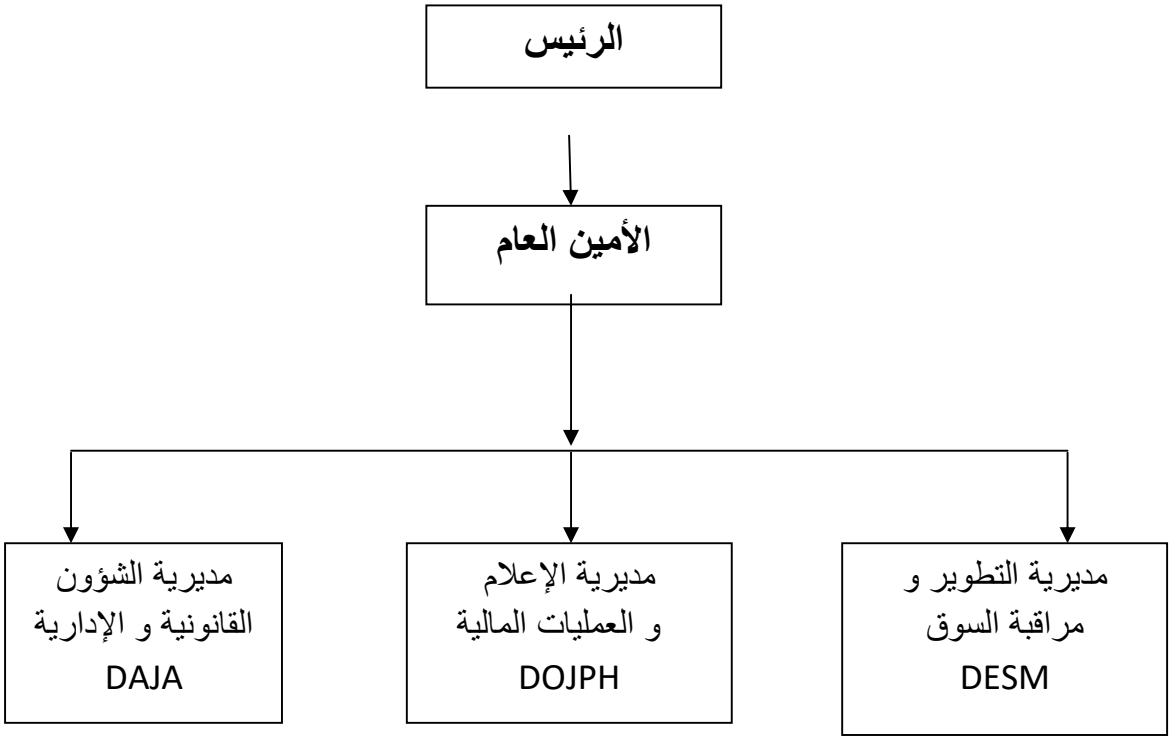
ت. السلطة التأديبية والتحكيمية:

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

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

[1] لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، **مجموع القوانين**، نوفمبر1997.

الشكل (3-1):الهيكل التنظيمي لـ **COSOB**.



Source : la bource d'Alger légale et réglementaire, 1998, P02

II. شركة إدارة بورصة القيم SGBV

عملت شركة إدارة البورصة القيم منذ إنشاءها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية، لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها، وتأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها المكون من 24مليون دج. فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، IOB وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، COSOB وتقوم أساسا بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في[1]:

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

بالإضافة إلى مهام أخرى لـ SGBVتحت إشراف COSOBمتمثلة في ما يلي:

- التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم الناتج لحصص البورصة وتنظيم وتسيير نظام التداول والتسعيرة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

III. الوسطاء في عمليات البورصة IOB

لإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم ومراقبة البورصةCOSOB حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها، حيث ينحصر عمله في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه[2].

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

[2] بمقتضى **المرسوم التشريعي**، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، **مرجع سابق**.

أ. شروط دخول الوسطاء لبورصة الجزائر

ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 23مارس 1993مهامه فيما يلي:

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه.
- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية.
- القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.

1. شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:

و تتمثل في: [1]

- السن 25سنة عند تقديم الطلب.
- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة.
- أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين.
- توفر محلا واضحا وملائم لممارسة النشاط.
- أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة بـ:500000دج.
- أن يقدم طلب اعتماد لدىCOSO.

2. شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوساطة

و تتمثل في:[2]

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

[1] La bourse d'alger : **cadre légale et reglementaire,** IBID, 1998, P03

[2] بمقتضى **المرسوم التشريعي**، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، **مرجع سابق**، ص:03.

ب. أنواع الوسطاء الماليين:

1. تقسيم العام:

يقسم الوسطاء الماليون حسب تقسيم العام إلى[1]:

❖ **الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود:**

وهو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتوجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها:

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

❖ **الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود:**

وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصفقي.

2. التقسيم الخاص:

يقسم الوسطاء حسب تقسيم الخاص إلى[2]:

❖ Broker **وسيط:** هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددهاCOSO .

[1] **المادة 2**، من **نظام لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة**، رقم 96–03المؤرخ في1996/07/03 .

[2] منشورات شركة إدارة بورصة القيم، **SGBV**، 2008.

❖ **Dealer تاجر**: وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء ويشتري ويبيع لحسابه الخاص، ويتلقى كمقابل فرق لأسعار عوض العمولة و لقد حددت COSOBنسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة.

❖ **Jober العميل** :يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط.

ت.الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر:

- البنوك الوطنية[1]: BDL,BEA,BADR,BNA,CPA,CNEP-Banque, BNP Paribas (أنظر للملحق رقم:001).

IV. المؤتمن المركزي للسندات

المؤتمن المركزي للسندات: [2]

أ.تسميته ووضعه القانوني:

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03 4/المؤرخ في 2003/02/17 وهو شركة ذات أسهم تحمل تسميته تجارية الجزائر للتسوية تخضع للقانون الأساسي و تعين مسيرته بموافقة وزير المالية بعد استطلاعCOSOB.

ب.المساهمين فيه:

المساهمين المؤسسين هم 7بنوك عمومية و5شركات مسعرة في البورصة وهي الأوراسي، صيدال، أليانس للتأمين وأن سي أ رويبة وبيوفارم، تمثل الأسهم.

ت.الأوراق المالية المقبولة في عملياته:

- سندات رأس المال (الأسهم)
- سندات الدين القابلة للتداول (السندات)

ث.وظائف المؤتمن المركزي للسندات

[1] تقرير بورصة الجزائر الشهري، /**http**//**www**.**sgbv**.**dz**/**ar**، تاريخ الإطلاع: 2018/04/18

[2] تقرير بورصة الجزائر الشهري، /**http**//**www**.**sgbv**.**dz**/**ar** تاريخ الإطلاع: 2018/04/18

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الوراق المالية.
- يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية.
- يسمح لمصدري الأوراق المالية بأن يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للادخار.
- يضمن تزامن عمليتي التسوية و التسلم.
- تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها.
- يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات.

ج. يتولى ماسك الحساب وحافظ السندات مجموعة من الخدمات يمكن تقديمها

- حفظ وإدارة الأوراق المالية التي يتعهد بها باسم أصحابها.
- تنفيذ التعليمات التي يتسلمها.
- يطبق العمليات على الأوراق المالية: دفع الأرباح، الفوائد، ونقل الحقوق.

ح. يعلم أصحاب الأوراق المالية ما يلي:

- تنفيذ تعليماتهم.
- حركة حساباتهم.

العمليات على السندات التي تتعلق بالسندات التي تمارس عليها أصحابها حقها "إشعار بالعمليات".

يدخل تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في إطار إنشاء السوق المالي بمقتضى القانون 96/08المؤرخ في 10جانفي 1996والتي تهدف إلى تكوين محفظة القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة بمجمع الادخار مهما يكن قريب لاستثماره في السوق المالية سوق النقدي وسوق رأس المال حسب سياسة التوظيف محددة.

يتمثل المدخرون في أولئك الذين لا يرغبون استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، فيتعهدون إلى مسير محترف يقوم بتوظيف إدخاراتهم في السوق المالية و التي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فالنسبة للهيئات توظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات أسهم تتكون المحفظة من 100/60أسهم وهيئات التوظيف الجماعي ذات سندات تتكون من 100/60سندات والنقدية 100/60من أدوات السوق النقدية، أما بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي المتنوعة لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في المحفظة المالية فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشيط للمحفظة ويتم التمييز بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و هما:

- شركة استثمار ذات رأس مال متغير.
- الصندوق المشترك للتوظيف.

خ. تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

يتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في البداية إيداع ملف اعتماد لدى cosob و يتضمن ما يلي[1]:

- مشروع القانون الأساسي فيما يخص شركة استثمار ذات رأس المال متغير و مشروع نظام فيما يخص الصندوق المشترك للتوظيف.
- البيانات المتعلقة بمسيري هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- تنظيم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والوسائل المخولة لها.
- تحديد رأس المال بالنسبة لشركة الاستثمار المتغير ب5 مليون دج ورأس مال الصندوق المشترك للتوظيف ب 1 مليون دج.

د. تسيير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طور النشاط من خلال إصدار أسهما وحصصها وتسويقها لدى الجمهور المستثمر غير أن هذه المرحلة تكون نشرت وثيقة إعلامية تسمى النشرة الإعلامية، وتؤشر عليها قانونا cosob وتتمثل المعلومات فيما يلي:[2]

- تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقين لمنقولة.
- سياسة التوظيف.
- ملومات تخص المؤسستين والمسيرين.
- سير هيئات التوظيف الجماعي للقين المنقولة.
- كيفيات الاكتتاب والشراء.
- نفقات العمولات والتسيير.
- المؤسسات المعنية لاستلام الاكتتاب وإعادة الشراء.

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم، 2008 .

[2] بمقتضى **المرسوم التشريعي**، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03المؤرخ في1997/11/18.

ثانياً: شروط الدخول لبورصة الجزائر

يوجد نوعين من الشروط لطلب الإدراج في بورصة الجزائر، العامة والخاصة وهي كالتالي:

I. شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج

توجد مجموعة من الشروط الخاصة من أجل طلب الإدراج وهي:[1]

- لابد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
- لابد من تحديد قيمة كل سهم.
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.
- الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

II. شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج

توجد شروط خاصة بالمؤسسات محل طلب الإدراج وهي:[2]

- الحد الأدنى لرأس المال 500مليون دينار.
- إصدار 20%من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

[1] بورصة القيم المنقولة، SVGB، **http//www.sgbv.dz/ar/**،تاريخ الإطلاع:2018/04/18.

[2] **نفس المرجع**.

- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

المطلب الثالث: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

أولا :المؤسسات المدرجة سابقا

I. القرض السندي لسونا طراك:

في الجزائر أول سند مفاوض أنشأ مع الإصدار السندي لسونطراك هذا القرض لمدة حياة 5 سنوات حيث انتهى في 04 جانفي 2003 يطرح بفائدة سنوية تقدر ب % 13 وهو مسجل ب % 97.5 من القيمة الاسمية للأوراق ب: (10000 دج،50000دج،100000دج) ويمكن القول أن سند سونطراك وضع أقل من سعره الحقيقي[1].

أ. عملية إصدار القرض السندي:

وفقا لتأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOBالمحررة تحت رقم 97/001بتاريخ نوفمبر 1997أعطيت الموافقة لشركة سونطراك لإصدار قرض سندي بالخصائص والشروط المتمثلة في:

- ألمصدر: سونطراك Sonatrach.
- ألضامن: بنك الجزائر الخارجيBEA.
- المبلغ: 000 000 000 5دج.
- طبيعة الورقة: سندات.
- ألمدة : 5 سنوات ابتداء من 04 جانفي 1998.
- فترة ألاكتتاب : شهرين من 04 جانفي 98 إلى 28 فيفري 1998.
- تاريخ ألحيازة : 01 مارس 1998.
- سعر الفائدة : 13% ثابتة تدفع سنويا.
- سعر الإصدار للجمهور : 97.5%.
- عدد ألأوراق: 115000 ورقة.
- ألتسديد مرة واحدة في نهاية السنة الخامسة.
- صعوبات إصدار القرض السندي.

[1]بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ،تاريخ الاطلاع:2018/04/19.

بعد قرار إنشاء بورصة الجزائر طلبت وزارة المالية من وزارة الطاقة والمناجم الاتصال بشركة سونطراك و هذا من أجل القيام بعملية قرض سندي وهذا بهدف إعلان البورصة والإشهار بها، فكانت شركة سونطراك على القبول رغم المعارضة التي صرح بها مسئولي الشركة و حددت قيمة القرض ب: 000 000 000 5 دج لتمويل المشروعات التي تبلغ قيمة تمويلها الحقيقية ما يقارب 19 مليار دولار لبرنامج استثماري لمد 5 سنوات. وقد تم اختيار شركة سونطراك باعتبارها أكبر شركة عمومية من الناحية المالية، لا تعاني من عجز مالي و لديها السيولة الكافية لتحتمل أعباء هذه العملية وتحمل الخسارة في حالة وقوعها أي إمكانية تسديد كل مستحقاتها في الآجال المتفق عليها دون أي إشكال.

تم تحديد مبلغ وسعر الفائدة حسب احتياجات السوق هذا يعني أن المبلغ المقترح 05 ملايير د.ج، أختير كقيمة ابتدائية ليست أصلية لقيمة الاحتياجات الكلية، أما الفائدة فقد حددت أولا بنسبة % 19 ولكنها لقيت معارضة وهنا خوفا من المنافسة البنكية و بالتالي تم افتراض نسبة % 13 كفائدة نهائية لهذا القرض وبما أن شركة سونطراك أكبر شركة على المستوى الوطني و لديها مكانة جد حساسة على المستوى الدولي .وخوفا منها على هذه المكانة وحفظا منها على سمعتها الداخلية والخارجية فقد عملت جاهدة لنجاح هذه العملية التي تعتبر الأولى من نوعها في حياة الشركة والتي لم تفكر إطلاقا بالقيام هذه الطريقة الخاصة في السوق الجزائرية.

هدف الإصدار:

يهدف هذا القرض السندي الذي يعد كأول عملية من نوعها في الجزائر إلى تغطية الاحتياجات المالية لشركة سونطراك والتي سطرتها في برنامج استثماري يتمحور حول ثلاث نقط:

- تطوير الناتج .نقل و تمييع الغاز بغية الاستجابة للالتزامات التعاقدية لتسليم الغاز.
- استرجاع الغازات المشتركة في حقوق البترول و الغاز.
- التنقيب على حقول جديدة و تطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام.

II. الرياض سطيف

أنشأة شركة الرياض سطيف سنة 1983 بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية للسميد، المطاحن، العجائن الغذائية والمعروفة آنذاك باسمSEMPAC، حولت بعدها هذه المؤسسة سنة 1990 إلى شركة أسهم وكانت ضمن أول دفعة من المؤسسات التي مرت إلى الاستقلالية برأسمال اجتماعي يقدر ب : (100 مليون دينار

جزائري)، قد ارتفع هذا الأخير إلى 850 مليون دينار جزائري .حيث حول هذا المبلغ بأكمله في سنة 1994 لصالح صناديق المساهمة للصناعات الفلاحية الغذائية[1].

أما في سنة 1997 ووفقا للمرسوم التشريعي رقم 25-95 الصادر في سبتمبر 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال المتعلقة بالدولة، حيث حولت أسهم الرياض سطيف إلى الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية Holding agro-alimentaire حيث كانت ما بين 1995-1997 هناك عدة استثمارات من أجل الزيادة في الطاقات والتي هي في طور الإنجاز و قد وصل رقم الأعمال لسنتي 1996-1997 حوالي 21مليار دينار لكل سنة و الذي يجعل منها واحدة من أكبر المؤسسات الجزائرية.

وكان الاهتلاك لرأسمال الجماعي لكافة وحداتها 2.525 مليار دينار كما تملك رياض سطيف نسبة 20 %من أسهم شركة الهندسة وصناعة التجهيزات المحدد رأسمالها ب :63 مليون دينار التي أنشأت بحصص متساوية بين مؤسسات الرياض الجزائر، قسنطينة، سيدي بلعباس، تيارت وسطيف، وتشغل رياض سطيف حاليا 3021 عونا % 84 منهم موجه للنشاط الرئيسي بينما يشرف على التسيير 326 إطار ويتكون الرأسمال الاجتماعي الأساسي لهذه الشركة من 4000000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج، الذي تم دفعه إلى 5000000 سهم بنفس القيمة الاسمية لتحقيق برنامج استثماري يرتكز على:

- تنمية إنتاج السميد والدقيق و العجائن الغذائية
- مكتبة التوظيف والإرسال على مستوى المطاحن.
- إدخال نظام معلوماتي في تسيير الشركات.

أ. دخول الرياض سطيف على البورصة:

تقرر دخول رياض سطيف إلى البورصة في إطار خوصصة المؤسسات العمومية المحدد من طرف مجلس الوطني لمساهمات الدولة وذلك في اختيار يوم 05 فيفري 1998 على إثر هذا القرار ثم اجتماع الجمعية العامة الغير عادية للشركة و ذلك يوم 29 أفريل 1998 حيث قرر رفع رأسمال رياض سطيف باللجوء العلني للادخار.

يخص هذا الارتفاع 1 مليون سهم بقيمة اسمية 1000 دينار للسهم، إن هذه الأسهم الاسمية محررة كليا للاكتساب، وقابلة للتنازل، فهي تخول لحاملها حق الانتخاب في الجمعيات العامة، الحق في الأرباح وكذلك الحق في الربح الإضافي في حالة التصفية، بهدف تشجيع الشراكة الخاصة، فإن الشراكة القابضة الزراعية الغذائية الأساسي، فقد تنازلت عن حقوقها الإمتيازية في هذه العملية.

[1] منشورات رياض سطيف، **www.riad setif.dz** ، تاريخ الاطلاع:2018/04/19.

إن زيادة رأسمال عن طريق إصدار أسهم جديدة لدى الجمهور هدف على تمويل تنمية القدرات الإنتاجية. و عصرنة التجهيزات المحيطة والتي تسمح للشركة بتحسين ظروف تراكم الأرباح على المدى المتوسط والطويل.

يتكون رأسمال الاجتماعي لرياض سطيف حاليا من 4000000 سهم اسمي بقيمة اسمية تقدر ب 1000دج على إثر نهاية إنجاز عملية اللجوء العلني للادخار موضوع هذا الإصدار.

إن الأسهم المعروضة على الجمهور أي 1000000 سهم اسمي بقيمة اسمية 1000 دج تمثل % 20 من رأسمال الاجتماعي بعد الزيادة حتى يمكن القبول بالتسعيرة ليستوجب أن تكتتب هذه الأسهم من طرف 300 شخص على الأقل[1].

قامت بإصدار هذه الأسهم بسعر إصدار بقيمة 2300 دج،بما فيها مصاريف العمولات والرسوم حيث بدأت عملية الاكتتاب في أسهمها في 02 نوفمبر إلى غاية 15 ديسمبر 1998 حيث تم تصريف % 50 من الأسهم المعروضة .وتحصلت شركة رياض سطيف على التأشيرة من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 98/01 المؤرخ في 1998/06/27.

ثانيا :المؤسسات المدرجة حاليا

لقد تم انشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر وبموجب المرسوم ألتشريعي-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 م و يوجد في البورصة حاليا أربع مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الاقتصادي،بعد أن تحصلوا على تأشيرة القبول من لجنة البورصة، وهذا من الدعوة العامة للإدخار أي فتح رأسمال المؤسسات وهذه المؤسسات هيّ:[2]

- مجمع صيدال.
- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.
- أليانس للتأمين.
- مجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية.
- أن سي أ-روبية ش.ذ.أ.

[1] منشورات رياض سطيف ،**www.riad setif.dz** ، تاريخ الاطلاع:2018/04/19

[2]منشورات شركة إدارة بورصة القيم SGBV،2008.

I. مجمع صيدال:

لقد سبقت عملية إدخال صيدال إلى البورصة عدة اجتماعات تمهيد بين لجنة البورصة ومسئولي الشركة بغرض تحديد طرق إنجاز هذه العملية وكان دخولها وفق العملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت دون المرور بالسوق الأولى ،يقدر رأسمالها الاجتماعي ب 2 مليار دج مقسمة إلى 10000000 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250دج سهم، مجموع العرض % 20 من رأسمال الاجتماعي للمؤسسة، وحدة سعر العرض ب 800 دج مدة الاكتتاب من15 فيفري إلى 15 ماس 1999 م.

II. مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

هي مؤسسة خدمية ذات نجوم تم تدشينه في 2 ماي 1975، وفي ظل الإصلاحات الاقتصادية بما في ذلك نزل الأوراسي في 12 فيفري 1991، ليأخذ شكل مؤسسة ذات أسهم يقدر رأس مالها ب 2 مليار دج على شكل6000000 دج سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دج للسهم، امتدت فترة الاكتتاب من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999م وكانت قيمة الإصدار للسهم 400 دج.[1]

III. أليانس للتأمين:

أليانس للتأمينات، شركة ذات أسهم، تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمرية رقم 07-195 والصادرة عن وزارة المالية،و المتعلقة بفتح سوق التأمينات.

بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة(رقم 122/05)، انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين.

أليانس للتأمينات هي شركة تختص في تأمين جميع الفروع، وهي مملوكة من قبل القطاع الخاص، تحظى الشركة بثقة أكثر من 300 ألف مؤمن حيث حققت في نهاية سنة 2009 عائدا إجماليا قدره 2.8 مليار دينار ونتيجة صافية قدرها 312 مليون دينار.

أليانس للتأمينات متواجدة في جميع مناطق الجزائر إذ إن التطور الذي عرفته شبكتها التجارية سمحت لها مع نهاية سنة 2009 بافتتاح 116 مركز إنتاج، مهيكلة تحت مظلة ثمانية وكالات رئيسية، و 35 وكالة مباشرة، و 46وكيلا،و 27 ملحقة،موزعة على 35 ولاية[2].

تمتلك أليانس للتأمينات فرعين:

[1] محمد زرقون،**مرجع سابق**، ص 109.
[2] محمد زرقون،**مرجع سابق،ص 110.**

أ. ATA (Algérie Touring assistance) شركة ذات أسهم أنشأت عام 2006 مع شراكة Algérie Touring Club وهي مختصة في تقديم المساعدة للأشخاص حيث تملك أليانس للتأمين ما يقارب 74.99 % من حصة الشركة.

ب. أ ورافينا Orafina شركة ذات مسؤولية محدودة مختصة في تطوير برامج الإعلام الآلي أنشأت عام 2008 يبلغ رأسمالها 10 ملايين دينار جزائري حيث تملك أليانس للتأمين ما يقارب 60% من حصة الشركة.

IV. مجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية

وتتمثل شركة المساهمة "بيوفارم" في مُجمع متكامل يعمل في مجال تطوير وإنتاج الأدوية وتوزيعها على الصيدليات والإعلام الطبي والخدمات اللوجستيكية، وتسعى شركة بيوفارم من خلال دخولها بورصة الجزائر إلى بيع 5.104.375 سهم ما يعادل 20%من رأسمالها الاجتماعي ما يعادل قيمة مالية تبلغ 6.252.859.375 دج وهذا عن طريق ما يعرف بالعرض العام لبيع الأسهمOPV،وهي الوسيلة التي تمكن أحد أو عدة مساهمين من بيع جزء من أسهمهم بسعر ثابت لصالح الجمهور في السوق المالي.

وقد تم تحديد سعر السهم بألف و مئتين وخمسة وعشرون دينار جزائري (1225دج) للجمهور في حين سيستفيد موظفي الشركة الراغبين في شراء جزء من الأسهم من سعر تفضيلي يقدر بألف و مئة واثنين دينار جزائري وخمسين سنتيم (1102,5دج) وهذا خلال الفترة الممتدة من 18 إلى 28 جانفي 2016. ويبلغ الرأسمال الاجتماعي لمؤسسة بيوفارم 5.104.375.000 دج موزعة على 25.521.875 سهم عادي بقيمة اسمية للسهم قدرها 200 دج [1].

V. أن سي أ–رويبة :

الشركة ذات الأسهم أن سي أ رويبة هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ذ م م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية ".كانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم،والهريسة والمربّيات تحت العلامة التجارية الرويبة ".

[1] جريدة الخبر،http://www.elkhabar.com/press/article/101115،تاريخ الاطلاع:2018/04/15.

في سنة 2006:ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 إلى 152044000 دينار جزائري مخصص لمؤسسة مساهِمة أجنبية،وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "افريسينفست المحدودة".

و في سنة 2008:تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية إلى "أن سي أ رويبة ش.ذ.أ"، ورفع رأس المال الشركة من 792195000 دينار جزائري إلى 849195000 دينار جزائري.

في سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012[1].

في أبريل 2013 شرعت مؤسسة أن سي أ–الرويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم و في يونيو 2013 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ–رويبة في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013. وقُدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري[2].

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ،تاريخ الاطلاع:2018/04/15.
[2] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ،تاريخ الاطلاع:2018/04/15.

المبحث الثاني:أداء بورصة الجزائر ومعوقاتها

المطلب الأول أداء بورصة الجزائر

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى دراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر لخمس سنوات متتالية (2013-2017).

الجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر خلال خمس سنوات متتالية.

أولا :قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر من 2013-2017

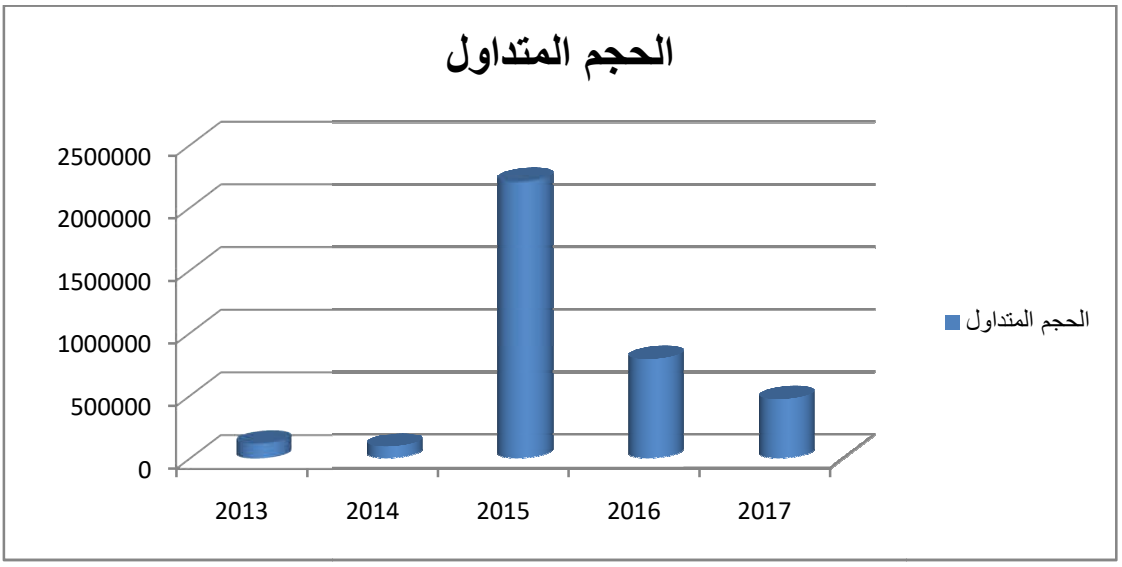
الجدول (3-1):**نشاط بورصة الجزائر من 2013 إلى 2017**

عدد الصفقات	القيم المتداولة (دج)	الحجم المتداول	حجم الاوامر	عدد الاوامر	السنة
132	49 116 990.00 د.ج	120681	26355612	3987	2013
251	41 410 340.00 د.ج	90111	2920751	3402	2014
259	1 251 956 825.00 د.ج	2213143	7519494	2717	2015
339	805 500430.00 د.ج	788860	3063954	2037	2016
438	30 261 260.00 د.ج	468145	3700972	3150	2017
1419	2 620 298 755.00 د.ج	3560259	43571783	15293	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معلومات من SGBV

يمثل الجدول الموالي حجم التداول في بورصة الجزائر خلال فترة2013-2017.

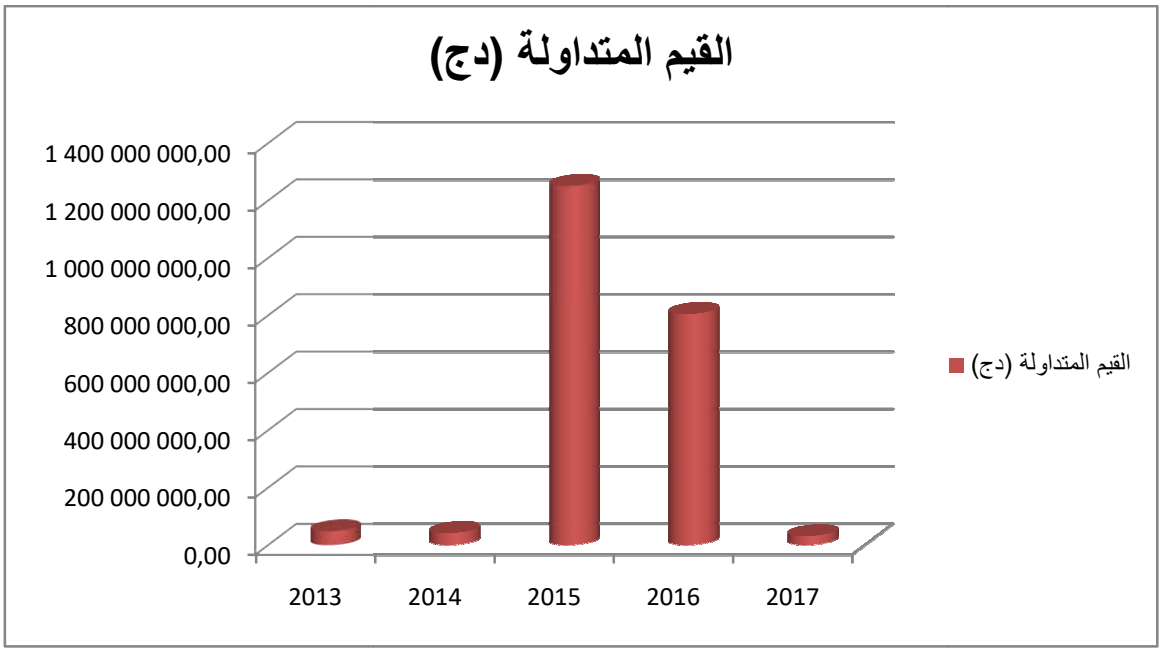
الشكل (3-2):الحجم المتداول في بورصة الجزائر من 2013-2017



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معلومات من SGBV.

يمثل الجدول الموالي القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال فترة 2013-2017.

الشكل (3-3):**القيمة المتداولة في بورصة الجزائر من 2013-2017**



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معلومات من SGBV.

نلاحظ من خلال المخططين السابقين والجدول (3-1) مايلي:

– انخفض الحجم المتداول سنة 2013 من 120681 وبقيمة 990.00 116 49 د.ج ليصل سنة 2014 إلى 90111 وبقيمة 340.00 410 41 د.ج.

– ارتفاع الحجم المتداول سنة 2015 إلى حوالي 2213143 وبقيمة 825.00 956 251 1 د.ج .

– انخفاض الحجم المتداول سنتي 2016 و2017 ليصل إلى 468145 وذلك بقيمة تداول تقدر بـ: 260.00 261 30د.ج.

إن القيمة المتداولة في حالة تذبذب (ارتفاع و انخفاض من سنة إلى أخرى)حيث انخفضت سنة 2014 لتعيد الارتفاع بشكل كبير جدا من سنة 2015 لتصل إلى 2213143 وبقيمة 825.00 956 251 1د.ج ومن ثم تعيد الانخفاض لتصل إلى 468145 وذلك بقيمة تداول تمثل 260.00 261 30 د.ج سنة 2017.

ثانيا :تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2013–2017

فيمايلي جدول يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر.

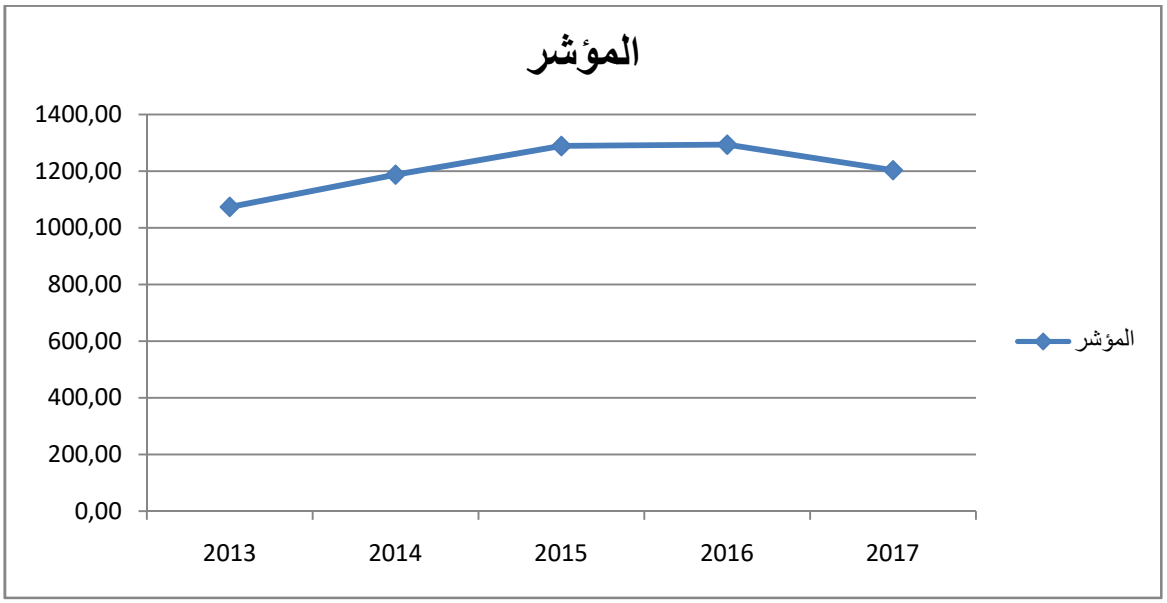
الجدول (3-2):**تطور المؤشر évolution indice**

السنة	2013	2014	2015	2016	2017
المؤشر	1073,89	1187,39	1288,52	1293,29	1203,21

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معلومات من SGBV.

فيما يلي مخطط يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر.

الشكل (3-4): تطور مؤشر بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معلومات من SGBV.

من خلال الجدول (3-2) والشكل (3-4) نلاحظ مايلي:

ارتفاع وتطور المؤشر من سنة 2013 إلى 2016 إلى أن حقق1293.29 ،ثم انخفض سنة 2017 ليصل إلى 1203.21.

ثالثا :تطور الأسعار بورصة الجزائر من 2013-2017

فيمايلي جدول يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر.

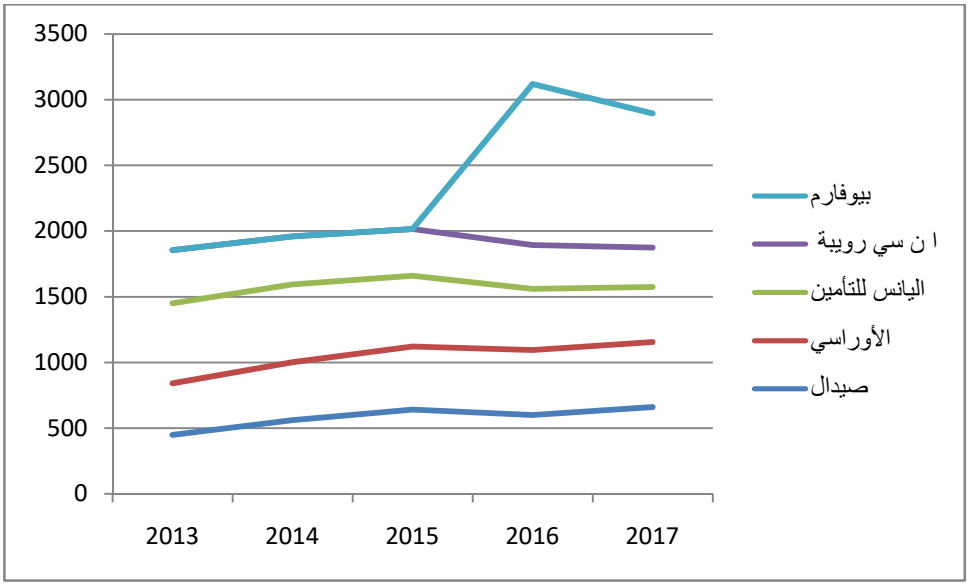
الجدول (3-3): **تطور الأسعار من 2013-2017**

السنة /المؤسسات المدرجة	2013	2014	2015	2016	2017
صيدال	450	560	640	600	660
الأوراسي	390	440	480	495	495
اليانس للتأمين	610	595	540	465	420
ا ن سي رويبة	405	365	355	335	300
بيوفارم	-	-	-	1225	1020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معلومات من SGBV.

فيمايلي مخطط يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر.

الشكل (3-5):**تطور الأسعار 2013-2017**



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معلومات من SGBV.

من خلال الجدول (3-3) والشكل الشكل (3-5) نلاحظ مايلي:

بالنسبة لأليانس للتأمين :فقد انخفضت أسعارها على التوالي حيث كانت تمثل 595،610، 540، 465 و420.

- **بالنسبة لصيدال** :ارتفعت الأسعار من 2013 إلى 2015 من قيمة 450 إلى 640،ثم انخفضت سنة 2016 إلى قيمة 600،ثم ارتفعت في 2017 إلى أن وصلت 660.
- **بالنسبة للأوراسي** : **لقد واصل** السعر في الارتفع من 2013 إلى 2015 من قيمة 390 إلى 480 ، ثم ثبت السعر سنتي 2016 و2017 بقيمة 495.

– **بالنسبة ل أن سي أ– رويبة** : :فقد انخفضت أسعارها على التوالي حيث كانت تمثل 405،365،355،335و300.

- **بالنسبة بيوفارم:فقد انخفضت اسعرها في السنتين 2016 و2017 من قيمة 1225 الى قيمة 1020**.

المطلب الثاني :معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها

هناك العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الفعالية في دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد وبالتالي ضرورة وضع المتطلبات والأسس التي بإمكانها فتح الآفاق أمام هذه المؤسسة التمويلية وتفعيل دورها الاقتصادي.

أولًا: المعوقات الاقتصادية

فيما يلي مجموعة من المعوقات الاقتصادية التي تعرقل سير بورصة الجزائر:

I. عائق الخوصصة

يضم مفهوم الخوصصة عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين[1]، إلا أنها تتفق في المعنى، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخوصصة.

الخوصصة هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحولات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فان الخوصصة تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.

وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص،وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كيفيات تحويل التسيير وممارسته وشروطه[2].

كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخوصصة وقد حدد المرسوم التنفيذي354/01 وتعتبر سياسة الخوصصة من بين الأهداف التي تنشط أسواق الأوراق المالية في البورصة، لأن أهمية هذه الأخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخوصصة،وذلك أنها:

[1] رشيد بوكساني، **مرجع سابق**، ص 243.

[2] حملاوي ربيعة، **أساليب الخوصصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية**، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004 ص 6.

– تتمكن من بيع عدد كبير من أسهم الشركات وتتنافس على حصص حقوق الملكية.

– تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية.

وبالرغم من اعتبار الخوصصة في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة،المجلس الوطني للخوصصة...الخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخوصصة الفعلية.

II. التضخم

هو الارتفاع المستمر في الأسعار، وهذا الأخير يؤثر على نشاط البورصة ويؤدي إلى إضعاف للمداخيل ولا يسمح للعائلات بشراء الأسهم و الاكتتاب في السندات و هو ظاهرة من الصعب التحكم فيها.

منذ بداية التسعينات من القرن الماضي بدأت تسود موجة تضخمية مستمرة في الجزائر، ولقد دار النقاش، في معظم الندوات واللقاءات، حول ظاهرة التضخم وأساليب معالجته، فالبعض اعتبرها ظاهرة ظرفية، واعتبرها البعض الآخر حتمية لا بد منها في مرحلة الانتقال من الاقتصاد المخطط بشكل إداري إلى نقيضه، أي اقتصاد السوق[1].

و من أسبابها نذكر:

– العجز في ميزانية الدولة :حيث أن العجز في ميزانية الدولة يدفعها إلى استخدام سياسة توسعية في مجال الضرائب والرسوم.

– رداءة تسيير الجهاز الإنتاجي، ويمثل القطاع العمومي في الإقتصاد الجزائري نسبة عالية وأهم السلبيات التي تميز هذا القطاع مايلي:

– غياب الأداء الإنتاجي مع عطالة في الطاقة الإنتاجية بنسبة 50 بالمائة ويد عاملة غير مؤهلة في معظمها.

– دخل الموظفين عير متناسب مع الإنتاجية ونظام تحفيز الأجور غير فعال مع الإصرار في كثير من الأحيان على المحافظة على سياسة إجتماعية بخصوص توظيف العمال لا تخدم عملية الإنتقال إلى الإقتصاد الحر.

[1] عمار عماري وسعيدة بوسعدة ،**معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر**، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،14-15 نوفمبر 2005،ص216و217.

– اختلال التوازن المالي للمؤسسات العمومية، والافتقار إلى الشروط الموضوعية في التعيينات بل إلى إعتبارات شخصية، ولهذا فإن القطاع العمومي يتميز بسوء التسيير مع العلم أن عملية تنفيذ المؤسسات في البورصة تقتضي خصخصتها وتطهيرها.

III. السوق الموازية

هو المكان الذي تتم فيه الصفقات غير المصرح بها لدى السلطات الجبائية، مقابل أموال متداولة بدون أي أثر بنكي أو بريدي، والأرباح المحققة في هذه السوق جد هامة، بالتالي توجه العائلات مدخراتها إلى هذه السوق بدل من توجيهها إلى الأصول المالية المتداولة في البورصة[1].

وتمثل هذه السوق في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة،بالإضافة إلى الحصول على ريوع مضاربة.

IV. الضغط الجبائي

ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية،والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع، أو الخدمات، وحتى في الأصول المالية.

لامتصاص عجز الميزانية قامت السلطات الجزائرية المختصة بإخضاع المستثمرين إلى عدة ضرائب مثل الضريبة على الدخل الإجمالي، الضريبة على أرباح الشركات، وهذا ما جعل المؤسسات الجزائرية تتهرب من الضرائب وهذا بدوره يصعب عليها الدخول إلى البورصة نظرا للشفافية والرقابة الصارمة التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

V. نقص الشركات المتخصصة

فبورصة الجزائر تعاني من نقص في أسهم الشركات المدرجة والمتمثلة في خمس أسهم فقط مسعرة على مستوى البورصة، وأن العدد المحدود للسندات المسعرة في بورصة الجزائر لا يقدم للمستثمر أي تنويع في فرص التوظيف الاستثماري و هكذا فإن هذا النقص في تموين سوق البورصة طوال سنوات عدة أثر عليها تأثيرا سلبيا حيث فقد المستثمر الثقة فيما توفره من توظيف وتطور السوق ككل.

[1] رشيد بوكساني، **مرجع سابق**، ص243.

فبورصة الجزائر تنظر دوما إلى إعادة انطلاقها ووصول المؤسسات المخصصة إلى أن هذه الأخيرة مازالت لم تتم فعليا على مستوى الجزائر، على الرغم من البرامج المقررة، والتي تنص على خصخصة المؤسسات العمومية إلى أنها مازلت لم تتجسد على أرض الواقع.

و لهذا يمكن القول أو الاستنتاج بأن نقص الشركات المتخصصة هو المشكل الأكبر في عجز البورصة على النهوض وأن ضرورة توفر هذه الأخيرة هي حاجة لا يمكن التغاضي عنها لإحياء البورصة من جديد.

VI. ضعف الإفصاح والشفافية

يعاني المستثمرون من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم ، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات[1].

أما في بورصة الجزائر فان المستثمر ينتظر التقارير السنوية(سنة كاملة)التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار.

VII. تكاليف وأعباء الدخول إلى البورصة

اللجوء العلني للإدخار المرتقب من الدخول إلى البورصة بنجر عنه تكاليف وأعباء تتحملها المؤسسة، هذه النفقات تحتوي على المصاريف اللازمة للواجبات الإدارية الشرعية، وحقوق مكاتب الدراسات، وحقوق الوسطاء في البورصة لطبع الأسهم والسندات وكذلك الإتصال والتسويق،ومجموع هذه النفقات والأعباء تكون على العموم تتراوح بنسبة تقدر بـ 50 و 10 من الناتج الصافي للإصدار، ويمكن القول بان ضخامة تكاليف الدخول إلى البورصة، إضافة إلى تكاليف الإصدار ستكون حتما عائقا أمام المؤسسات التي تفكر في الدخول إلى البورصة.

ثانيا :المعوقات الاجتماعية والثقافية والسياسية والقانونية

سنتناول مختلف المعوقات الاجتماعية، الثقافية، السياسية والقانونية وهي كالتالي:

[1] رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**، مجلة العلوم التجارية،المعهد الوطني للتجارة، رقم06، 2006،ص 38.

I. المعوقات الاجتماعية والثقافية

إن الانفجار الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط من أجل الحصول على مسكن كل هذا أدى إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر.

إضافة إلى ذلك نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع، وذلك لجهل الكثير منهم بماهية البورصة وأهميتها،كما أن الأمية تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة، إذ أن أغلبية المواطنين لا يعرفون إلا الصندوق الوطني للتو فير والاحتياط، كل هذا راجع إلى نقص التوعية عبر وسائل الإعلام وكذا عدم تخصيص برامج تعليمية تعرف بأهمية البورصة في الحياة الاقتصادية، وعليه فإن عامل غيابة ثقافة البورصية يضاف إلى مجموعة العوامل التي أعاقت سير البورصة في تحقيق الأهداف المرجوة منها.

كما يعتبر العامل الديني ذو أهمية كبيرة لتوجه المدخرات من اجل توظيفها في القيم المتداولة، وتمتنع العديد من العائلات من توظيف فوائدها المالية خاصة السندات باعتبار أن عائدها يعتبر من الربا المحرمة في الإسلام.

II. العقبات السياسية والقانونية

إن العائق الأكبر الذي يواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر هو مشكل عدم الاستقرار السياسي هذا الأخير يعتبر الشرط الأساسي الواجب توفره لجلب المستثمرين خاصة منهم الأجانب للاستثمار في البورصة، حيث يستبعد استثمارهم في ظل أوضاع سياسية غير مستقرة، ذلك لأن كل مستثمر يسعى للحصول على أقصى حد من الضمانات لاستثماره.

أما من الناحية القانونية فنجد أن من أهم تقنيات الخوصصة هي فتح رأس مال المؤسسة العمومية من خلال بيع أسهمها في البورصة، غير أن هذا الأمر لم يؤخذ بشكل جدي في الجزائر وهذا راجع إلى الإطار القانوني الضيق المتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خوصصة المؤسسات العمومية.

وفي هذا الصدد نشير إلى أن مجلس مساهمات الدولة قام بتجميد الإجراءات الرامية إلى دخول 20 مؤسسة عمومية للبورصة كآلية للخوصصة.

ضف إلى ذلك أنه رغم المجهودات التي قامت بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا شركة إدارة بورصة القيم من خلال وضع قوانين تسير نشاط البورصة في الجزائر إلا أنه يلاحظ غموض بشأن المستثمرين الأجانب.

كما ظلت تواجه من غياب المؤسسة القانونية والتشريعية التي تحكم أصول وقواعد العمل في الأسواق المالية الأولية والقانونية،أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم الأسواق وتطورها الموالية التطورات الحاصلة في أسواق المال الدولية، لذا نرى التردد والغموض في إصدار التشريعات والنظم القابلة والمستوعبة لفكرة التطوير اللاحق مما أدى إلى تباطأ عملية اندماج سواق الأوراق المالية في الجزائر بمحيطها الدولي.

ثالثا :شروط فعالية البورصة واقتراحات تفعيلها

تعتبر أسواق رؤوس الأموال للقيم المتداولة من أهم الأماكن المالية التي من خلالها يمكن تمويل عملية التنمية، ولا يمكن أن تضطلع هذه الأخيرة بمهمتها التمويلية للاقتصاد وبشكل فعال ما لم تكن السوق الثانوية نشطة، ومنه فإنه ينبغي توافر جملة من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من تمويل توسعي وكذا تمويل العجز الميزاني للدولة وهيئاتها من خلال الأعوان الاقتصادية ذات الفوائض[1] ونذكر من هذه الشروط:

I. **ضرورة تسوية الاقتصاد** :يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم شرط أساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، وذلك من خلال إتباع فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية وإعطاء دور للقطاع الخاص في تحقيق عملية التنمية المستدامة، وكذا تشجيعه وذلك بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمانا لبقائها.

II. **الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد** :لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة،وكحاصر فان رفع مستوى عيشة المجتمع يسمح برفع حجم الادخار الوطني وعرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص الاستثمار في البورصة وبالتالي فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيه نحو الاستثمار، وإذا كان حجم المدخلات الفردية يرتبط بمتوسط الدخل الفردية الحقيقي منه الادخار فان حجم المدخرات المؤسسية تتمون مما تم توفيره من احتياطات.

III. **الانفتاح الكبير على الجمهور والتنويع في الأدوات المالية** :إن أهم ما تتميز به البورصات الفعالة ما يلي:

[1] بوكساني رشيد وأوكيل نسيمة، **مرجع سابق**، ص 39.

- العدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالي.
- تكون مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.
- أنها تفتقر إلى تجانس الأوراق المالية وذلك بتعدد المصدرين كذا الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات.

وعليه فان بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس الأموال، والتي تتم فيها تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس، وهذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار، وذلك لأن تنويع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم،وهذا النوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة، كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطي للبورصة حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر وتجميد الادخار المستثمر في القيم المتداولة، ومن ثم فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية.

IV. **الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة** : تكون بورصة الجزائر ذات كفاءة إعلامية إذا كانت جملة المعلومات المقدمة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار، وتسمح باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعا لهذه الأسعار، وبخصوص نظام المعلومات المتعلق بسوق البورصة، فإنه من الضروري التذكير على أن البورصة الفعالة تعني بورصة شفافية بشأن المعلومات، وعليه فإن الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية المالية والإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة ومصداقية هذه المعلومات تعتبر شرطا لازما لحسن سير بورصة فعالة، وتشير إلى إن البورصة تمثل حاليا أحسن مثال للسوق ذات الشفافية، حيث أن كل المتدخلين يملكون معرفة كاملة على السوق ومكوناتها، غير أن الشفافية تبقى الهدف المراد تحقيقه دوما من طرف السلطات الوطنية والوسطاء والمصدرين.

V. **توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة** :إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة،و منه فأنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، وذلك لان المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار وإعادة توجيهه نحو مشاريع التنمية، وتجدر الإشارة هنا أن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع المدخرات العامة ودراسة إنشاء المشاريع الاستثمارية، وكذا ربط العلاقة بين المدخرين والمستثمرين على النحو الذي يحقق توازن العرض والطلب تعتبر ضرورة ملحة لحسن توجيه القدرات التمويلية الموجهة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي

يسمح بنقل الأموال الموظفة والمستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس.

VI. حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفها في استثماراتهم المالية:

حيث يمكن إرجاع تحقيق هذا الشرط إلى جملة من العوامل أهمها:

– **وجود شركات مساهمة ناجحة** :حيث أن زيادة عدد شركات المساهمة وانتشاؤها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وقدرتها الكبيرة على التكيف مع المستجدات واحتلالها لحصة من السوق الوطنية والدولية ذلك يعطي انطباعات حسنة على مقدرة مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها و إمكانية توسعها وتحقيق أرباح وفيرة ومنه توزيعات مرتفعة لمساهميها ومن ثم تزيد ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات .

– **رفع معدلات الفائدة** : إن السندات المطروحة للاكتتاب العام لا تجد الإقبال المطلوب إلى إذا كانت معدلات الفائدة المطبقة توفر لمن يريد توظيف أمواله في مثل هذه السندات عائد مرضي يضمن له أصل ماله الموظف ويحقق له فوائد ايجابية مقارنة مع معدل التضخم.

– **التخفيض من الأعباء الضريبية** : كلما انخفضت هذه الأعباء من الضرائب والرسوم المفروضة على المدخرات المستثمرة وعوائدها كلم أدى إلى زيادة جذب المدخرات وتحفيزها.

– **الحد من معدلات التضخم** : وذلك بإتباع سياسة نقدية ترمي إلى تحقيق الاستقرار النقدي الذي يعتبر عامل محدد للمدخر الأجنبي، حيث يسمح له بتامين تحويل صافي أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي دون أن تتآكل.

VII. تكييف البورصة مع التحولات و تحويل الهياكل الاقتصادية :

إن توفر الإطار التشريعي و التنظيمي الملائم يعطي إمكانيات استثمارية معتبرة مع تسهيل المعاملات، وتوفير الحماية المطلوبة لحقوق المتعاملين،كما أن مرونته العالية للتكيف مع المتغيرات المستجدة وإمكانية سرعة استيعابها تعطيان دفعا قويا لحركة البورصة على الدوام.

ومن متطلبات البورصة الفعالة مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات الجيدة ومحاولة ترقيتها ومعاقبة المؤسسات السيئة وذلك بإجراء عملية الانضمام المراقبة أو التصفية أو حتى إخراجها من قيد البورصة.

VIII. **وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين** : يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال،حيث أن ابتعاد الدولة عن ظاهرة الحروب الأهلية أو مع الدول المجاورة و كذا التدخل الأجنبي والحكم الديكتاتوري يساهم في استبيان الأمن الاجتماعي وفي اطمئنان أصحاب الفوائض على مصير أموالهم الموظفة، في حين أن عدم استقرار القوانين يؤثر سلبا على حرية تداول القيم وتقييدها[1].

IX. **وجود جهاز مصرفي متكامل** :يعتبر الجهاز المصرفي دعامة أساسية لوجود بورصة فعالة، لما يختص به بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الأدنى وترقية وحسن توجيهه، وينبغي على الجهاز المصرفي ببنوكه التقليدية وبنوكه المختصة في الاستثمار والأعمال والبنك المركزي الذي يسيطر على النظام المصرفي، أن يتصف بمرونة عالية وقدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات لنقدية وكذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقق مختلف الصفقات والعمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

I. اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

تتمثل اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر ما يلي:

- إصدار أدوات مالية جديدة و تنويعها.
- مسايرة التطور في مجال الخدمات المالية.
- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة وتوفير التسهيلات اللازمة لجذبه.
- استغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها والترويج لما يمكن أن تحققه البورصة.
- تبسيط وتسهيل الإجراءات القانونية وإضفاء المرونة عليها.
- مكافحة الاقتصاد عير الرسمي الذي يمتص المداخيل الموجهة للاستثمار في القيم المنقولة.
- تطهير المؤسسات والبنوك المرشحة لدخول البورصة.
- محاربة ظاهرة هروب الادخار المالي ورؤوس الأموال نحو الخارج.
- الإسراع بعملية الخوصصة التي تعد شرطا ضروريا لتطوير البورصة الجزائرية.

[1] بوكساني رشيد وأوكيل نسيمة، **مرجع سابق**، ص 39.

خلاصة الفصل

إن متطلبات الحياة الاقتصادية الواسعة والتطور الاقتصادي الذي تمر به الجزائر،جعل الحاجة ملحة إلى رؤوس أموال ضخمة و كبيرة لتأمين مختلف الفعاليات الاقتصادية.

ومن أجل ذلك أخذت السلطات المعنية كل التدابير من تشريعات وقوانين وتوفير الإمكانيات المادية والبشرية من اجل استحداث بورصة الجزائر، نظر للدور الذي تلعبه علي المستوى الداخلي والخارجي، فبورصة الجزائر اليوم تأخذ على عاتقها مهمة خوصصة المؤسسات العمومية وكذا تمويل الاقتصاد الوطني كأولوية داخلية وإعطاء نظرة جيدة على الاقتصاد الجزائري كأولوية خارجية.

وبواسطة البورصة فإنه يمكن للشركات أن تمول نفسها عن طريق إصدار سلسلة من الأسهم والسندات وغيرها وهذا ما يساعد على تمويلها ذاتيا.

خاتمة عامة:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا مهما في اقتصاديات الدول باختلاف درجة تقدمها، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم إضافة إلى تنويع مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات.

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولية والسوق الثانوية، كما يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها أدوات الملكية كالأسهم العادية والأسهم الممتازة، ومنها أدوات الدين منها سندات الحكومة وسندات الشركات، إضافة إلى الأدوات التي تم ابتكارها تماشيا مع التطورات الحديثة في القطاع المالي كالمشتقات بأنواعها، ولكي تؤدي سوق الأوراق المالية دورها بصورة سليمة، لابد من توافر الوسطاء الماليين الذين يعملون على التقريب والتوسط بين طائفة المدخرين وطائفة المقترضين، ويتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات وانطلاقا من مجموعة أوامر وأسعار، إضافة إلى بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية عن طريق تغيرات أسعار الأسهم، لتمثل مستوى مرجعي عن السوق أو لمجموعة معينة من الأسهم للمستثمر، وتستخدم تلك المؤشرات لتقييم أداء سوق ما، تتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية.

الجزائر كمعظم دول العالم التي عرفت انتقال من النظام الاقتصادي الاشتراكي إلى اقتصاد السوق، مرت في بداية ذلك بجملة من الإصلاحات التي مست جميع الجوانب الاقتصادية بما فيها الجانب المالي، حيث تم خلق آليات جديدة تسمح بتوفير مصادر تمويلية أكبر انطلاقا من حشد رؤوس أموال كبيرة، تجعله يتكيف مع واقع اقتصاد السوق، ومن بين هذه الإصلاحات إنشاء بورصة الجزائر، حيث ينشط بها العديد من المتعاملين ينقسمون إلى وسطاء توكل لهم الوساطة في عمليات البورصة، ومتعاملون آخرون يمارسون مهامهم من خلال شركات الاستثمار بمختلف أنواعها، ويتداول في بورصة الجزائر العديد من الأوراق المالية وفقا لأوامر وإجراءات وشروط حددها المشرع الجزائري على غرار تلك المتعامل بها في البورصات العالمية الأخرى، وتنظم بورصة الجزائر بواسطة ثلاث هيئات تأتي في المقدمة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي، أما فيما يخص سوق الأسهم في بورصة الجزائر فإنه يضم خمس شركات مدرجة وهي مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، أليانس للتأمين، أن سي أ–رويبة، ومجمع بيوفارم، الأمر الذي يبقي على محدودية السوق.

اختبار الفرضيات:

– تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

– لقياس أداء سوق المالي لا يجب الاعتماد فقط على مؤشر حجم السوق ودرجة السيولة، بل يعتمد أيضا على درجة تذبذب في العوائد وكفاءة تسعير الأصول، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛

– أداء بورصة الجزائر غير جيد وذلك من خلال قياس مؤشرات تقييم الأداء لهذا السوق أي أداء بورصة الجزائر ضعيف خلال فترت الدراسة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

نتائج الدراسة:

وبعد إتمام الدراسة خلصنا إلى مجموعة من النتائج:

1. هناك تأثير لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق؛
2. نقص الوعي الادخاري و الاستثماري؛
3. قلة الأدوات المالية المتاحة؛
4. تعاني بورصة الجزائر من مشاكل اقتصادية متعددة مثل العائق التي تحول دون تطبيق الخوصصة،ومشكلة التضخم، السوق الموازية والضغط الجبائي؛
5. غياب الاستقلال الإداري والمالي لبعض أسواقها وغياب مؤسسات الإيداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الأدوات المالية وصغر نطاق الأسواق؛
6. تسريب المعلومات الجوهرية عن أسعار الأسهم والسندات وحركتها لبعض المستثمرين دون غيرهم، الإشاعات والتسريبات هي آفة الأسواق المالية لدول النامية؛
7. تختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي)، من متغير لأخر، حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق.

توصيات واقتراحات:

1. العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل بورصة الجزائر بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرات الأفراد والشركات ويتضمن استمرارهم داخل البورصة ويشجع دخول مستثمرين جدد.

2. ضرورة تشديد مراقبة أداء الشركات في البورصة واتخاذ إجراءات صارمة بشأن الشركات الفاشلة حتى تحسن من وضعيتها.

3. العمل على تحفيز الشركات للدخول في البورصة؛

4. الاستمرار في طرح اكتتابات جديدة في السوق؛

5. ضرورة توسيع قاعدة السوق وزيادة حجم الفرص للمستثمرين من خلال التوسع في القطاعات والمؤسسات بما في ذلك طرح الأسهم المملوكة للدولة في السوق؛

6. ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية لبورصة الجزائر مما يؤدي إلى رفع وتطوير كفاءة السوق المالي عموماً؛

7. خلق الثقة في بورصة الجزائر من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة؛

8. فرض عقوبات مشددة ضد نشر معلومات مضللة وإخفاء معلومات ضرورية؛

9. ضرورة توفّر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات بالإضافة إلى إفصاح مالي دقيق للأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين.

أفاق الدراسة:

لقد تبين لنا من خلال الخوض في هذه الدراسة بأن هناك جوانب أخرى هامة جديرة بالدراسة ونقترحها لتكون مواضيع دراسات نأمل أن تنال حقها من الدراسة والتحليل في المستقبل، وختاما لدراستنا هذه يمكن القول أن الإحاطة بجميع جوانب الموضوع من غير الممكن، ولذلك تبقى مجالات الدراسة مفتوحة لدراسات قادمة لإثرائه وتوسع في جوانبه المختلفة لأنه يظل في تطور دائم، من أجل ذلك نقترح مجموعة من الدراسات وهي:

- دور تكنولوجية المعلومات في تقييم أداء البورصة؛
- الرافعة المالية و أثرها على الشركات المدرجة في البورصة؛
- دور رأس المال الفكري في تفعيل بورصة الجزائر.

أولا: المراجع باللغة العربية

I.الكتب:

1) احمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003.

2) أحمد سالم بادويلان، كيف تكون ناجحا في الأسهم والعقارات، ط1، دار الحضارة للنشر والتوزيع، الرياض، 2005 .

3) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية، دار الجامعة، مصر، 1998.

4) أحمد صلاح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002-2003.

5) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة**، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2004 .

6) السيد عليوة، **تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية**، دار الأمين، القاهرة،2006.

7) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية والتوريدات، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، مصر، 2007.

8) السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان ،2010.

9) امين عبد العزيز حسين، **الأسواق المالية**، دار قباء الحديثة للطباعة والتوزيع، القاهرة،2007.

10) إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000 .

11) حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، ط 1، دار الكتاب العربي، دمشق، سوريا،2006.

12) حسين بن هاني، **الأسواق المالية**، دار كندي، مصر، 2002 .

13) حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية**، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

14) جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2002 .

15) **جون وايت، ترجمة :خالد العامري، الإستثمار في السندات و الأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة ،**2003.

16) رسمية قرياقص، أسواق المال" أسواق-رأس المال -المؤسسات"، د.ط ، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1999.

17)زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر، ط 2، عمان، 2002.

18)زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2005.

19)زياد رمضان ومروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية **المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007**.

20)سعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.

21)سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.

22)شعبان مُحَّد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001.

23)صلاح الدين حسن السيسي، **بورصة الأوراق المالية**، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003.

24)صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية" علميا –عمليا"، ط1، مكتبة ومطبعة الشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.

25)ضياء مجيد موسوي، **البورصات :أسواق رأس المال و أدواتها**،مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

26)ضياء مجيد موسوي، **البورصات (أسواق المال و أدواتها)**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.

27)طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الاوراق المالية ، دار الجامعية ، القاهرة ، مصر، 2000 .

28)عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الإسكندرية، الدار الجامعية،2000 .

29)عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، **الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية –أسواق الأوراق المالية –شركات التأمين –شركات الاستثمار)**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2001 .

30)عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،2004.

31)عبد النافع الزرري وغازي فرج، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.

32)عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**،ط1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.

33)عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية البورصة**، ط1، دار شامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، سنة 2008.

34)فاضل ناصر القلاف، بورصة الأوراق المالية الكويتية تنميتها وتطويرها، مؤسسة دار الكتب، الكويت، 1978.

35)محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ط1، أيتراك للطباعة والنشر، 1996.

36)محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002 .

37)مُحَمَّد براق، تسيير المحافظ، **مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة**، الجزائر،2002-2003.

38)مُحَمَّد صالح الحناوي وآخرون، **مقدمة في المال و الأعمال**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

39)مُحَمَّد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، **تحليل و تقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2001-2002.

40)مُحَمَّد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002.

41)مُحَمَّد صالح الحناوي، فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها مدخل التحليل الأساسي و الفني**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2004-2005.

42)مُحَمَّد صالح الحناوي وجلال ابراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**،ط1 ، الدار الجامعية، الإسكندرية،2005 .

43)مُحَمَّد صالح الحناوي، فريد مصطفى، جلال العبد، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية**، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية،2007 .

44)مُحَمَّد عنتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار،ط1 ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2009.

45)مُحَّد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان،2005.

46)محمود أمين زويل، **بورصة الأوراق المالية :موقعها من الأسواق – أحوالها ومستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية،2000.

47)محمود مُحَّد الداغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن،2007 .

48)محمود مُحَّد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات – أوراق –بورصات)** ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان،2005.

49)مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال)أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث،ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الجزائر، 1993.

50)محمود يونس وعبد المنعم مبارك، **النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

51)مروان عطون، الاسواق النقديةوالمالية:البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

52)منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.

53)نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، **الأسواق و المؤسسات المالية**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005.

54)هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية** :ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.

55)وليد الصافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

56)يوسف ياسين، **البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية**، الطبعة الأولى، بيروت، 2004.

II. البحوث الجامعية:

57) أحمد بن عبد العزيز الحداد، **الأسهم و السندات تصور و أحكام**، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى،2007.

58) الداوي خيرة، **تقييم كفاءة وأداء الاسواق المالية**، رسالة مجستار، تخصص مالية الاسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012.

59) بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة دكتورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.

60) جودي صاطوري، **اثر كفاءة سوق راس المال على استثمار في الاوراق المالية**: حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006/2005.

61) خالد عيجولي، **وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006.

62) رفيق مزاهدية،**كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودية**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2007.

63) زرفة زهية، **بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر**، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر،2000.

64) سعيدي فاطمة الزهراء، **أثر العولمة على الأسواق المالية العربية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2013.

65) عماد الدين مُحَّد المزيني، **سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها و آفاقها**، رسالة ماجستير، معهد البحوث و الدراسات العربية، مصر، 2002.

66) مُحَّد رائد زياد مختار اللولو، **دور سوق الأسهم في الاقتصاد السعودي**، دراسة تحليلية، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد، معهد البحوث و الدراسات العربية، 2007.

III. المؤتمرات والملتقيات العلمية:

1) حملاوي ربيعة، **أساليب الخوصصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية**، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر2004 .

2) دريد آلشبيب، عبد الرحمن الجبوري، **أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي**، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2005 .

3) عمار عماري وسعيدة بوسعدة، **معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر**، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،14-15 نوفمبر 2005.

4) ياسر مُحَّد جاد الله، سيد إبراهيم عبد الفضيل، **الأفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

IV. المجلات:

1) السيد إبراهيم الدسوقي، **المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية**، مجلة مركز البحوث، الرياض،1989 .

2) حسان خضر، **تحليل الاسواق المالية**، سلسلة دورية،تعنى بقضايا التنمية في الاطر العربية، العدد 27،مارس 2004.

3) رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل،**مقومات تطوير بورصة الجزائر**،مجلة العلوم التجارية،المعهد الوطني للتجارة،رقم06،2006.

4) عارف صالح موسى، **ندوة سوق الأوراق المالية –البورصة–**، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار اليمن، صنعاء، 2001.

5) مُحَّد زرقون، **العرض العمومي و أثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية**، مجلة الباحث،العدد 12،جامعة ورقلة، 2013.

6) مفتاح صالح، معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية**، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، بسكرة،سنة 2010.

V. القوانين:

1) لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، **مجموع القوانين**، نوفمبر1997.

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

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

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

ثانيا: باللغة الأجنبية

1) Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, (COSOB), guide de l'investisseur, novembre 1997.

2) Isam k, fares, **A proposal for a study of Fators Related to the share price INDEX of the AMMAN Financial Market**, Thesis, School of Business and Management, united states international university, 1988.

3) Joseph Antoine, Marie-Claire Capiau-Huart, **Dictionnaire des marchés financiers**, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010.

4) Nisreen Farouq Al Ghazawi, t**he effect of Electronic trading on market volatility and Liquidity Evidence from Amman stock Exchange(ASE),thesis, program Finance and Banking,** department of finance and Banking, yarmouk university, 2006.

5) P. TOPSCALIAN, **Les indices boursières sur action, Economica**, Paris, 199.6

6) La bourse d'alger : cadre légale et reglementaire, IBID, 1998.

ثالثا:مواقع الانترنت

1) بورصة الأردن، **https://www.exchange.jo/ar/node/844**.

2) صندوق النقد العربي، **www.amf.org.ae**.

3) بورصة تونس، **www.bvmt.com**.

4) بورصة القيم المنقولة، http//www.sgbv.dz/ar/، SGBV .

5) جريدة الخبر،http://www.elkhabar.com/press/article/101115.

6) منشورات رياض سطيف،www.riad setif.dz .

7) منشورات شركة إدارة بورصة القيم، SGBV، 2008.