جامعـة يحي فارس بالمديـة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

الموضـوع

دور البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية

دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر خلال الفترة (2012–2017)

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود وبنوك

إعداد الطالب :

فراحي بلال

تحت إشراف الأستاذة :

د. سعيدي فاطمة الزهراء

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د. رميدي عبد الوهاب	أستاذ التعليم العالي	جامعة المدية	**رئيسا**
د. سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذ محاضر " أ "	جامعة المدية	**مقررا**
د. عامر كمال	أستاذ محاضر " أ "	جامعة المدية	**عضوا ممتحنا**
د.حميدي كلثوم	أستاذ محاضر " أ "	جامعة المدية	**عضوا ممتحنا**
د.مسموس رضوان	أستاذ محاضر " أ "	جامعة البليدة2	**عضوا ممتحنا**
د.بربار نور الدين	أستاذ محاضر " أ "	جامعة تيارت	**عضوا ممتحنا**

السنة الجامعية: 2021-2022

شكر وعرفان

نحمد الله عز وجل الذي وفقنا في إتمام هذا العمل فإليه ينسب الفضل كله.

نتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الأستاذة المشرفة على هذا العمل سعيدي فاطمة الزهرة التي لم تبخل علينا بالتوجيهات والنصائح القيمة في إثراء موضوع دراستنا.

و أتقدم مسبقا بجزيل شكري وتقديري إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة، لتفضلهم بالموافقة على مناقشة الأطروحة، والتضحية بجزء من وقتهم لقراءتها وتصويبها وتوضيح النقائص الموجودة فيها، فأثابهم الله وزادهم من علمه.

كما أتقدم بالشكر الخالص إلى زوجتي التي ساندتني في إنجاز هذا العمل.

الإهداء

إلى من بسمتها غايتي وما تحت قدمها جنتي إلى من حملتني في بطنها وسقتني من صدرها وأسكنتني قلبها فغمرتني بحبها أمي الغالية.

إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة إلى الذي لم يبخل علي بكل العطاء

إلى من سعى لأجل راحتي ونجاحي أبي العزيز.

إلى من ساندتني وخطت معي خطواتي، ويسرت لي الصعاب إلى من شجعتني لبلوغ غايتي

فما كان ليحدث لولا تشجيعها المستمر لي زوجتي الغالية.

إلى الذين ظفرت بهم هدية من الأقدارإلى من قاسمت معهم حياتي

إخوتي الأعزاء حماكم الله.

إلى عائلتي الثانية أهل زوجتي الأعزاء.

إلى كل الأقارب والأحباب والأصدقاء.

إلى كل هءلاء أهديهم هذا العمل المتواضع سائلا الله عزو جل أن ينفعنا به ويمدنا بتوفيقه

فراحي بلال

المستخلص:

عالجت هذه الدراسة إشكالية تمثلت في البحث عن مساهمة البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية وآليات تفعيل هذا الدور في بورصة الجزائر بالاستفادة من تجربة بورصة مصر، وهدفت الدراسة إلى إبراز أهمية بورصة الجزائر كمصدر من المصادر التمويلية المتنوعة، الذي لم تستفد من مزاياه المؤسسات الجزائرية بالرغم من مرور أكثر من 20 سنة على إنشاءه. وبغية الإجابة على الإشكالية الرئيسية وبلوغ الهدف المنشود اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك في إطار سعينا للوصول إلى فهم أفضل لموضوع الدراسة والإلمام بجميع جوانب المتغيرات المدروسة، وذلك من خلال جمع البيانات والإحصائيات المتعلقة بالوضعية المالية للمؤسسات محل الدراسة قبل وبعد إدراجها في البورصة. كما استعنا بطريقة الاستنتاج و محاولة الاستقراء وفق قواعد الاستدلال المنطقي، كما تم الاعتماد على المنهج المقارن وذلك من خلال مقارنة الدور التمويلي لبورصة الجزائر ومصر، كما تم الاعتماد على الأسلوب التحليلي وذلك من خلال جمع البيانات وتبويبها وتحليلها باستخدام مؤشرات تحليل الأداء المالي، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج كان أهمها أن أداء بورصة الجزائر كان جد ضعيف مقارنة ببورصة مصر، وأن مساهمتها في تمويل المؤسسات المدرجة كان ضعيفا نسبيا مقارنة ببورصة مصر، وهو ما يستدعي القيام بعدة إصلاحات أهمها تعميق البيئة القانونية والتشريعية والتنظيمية بما يتلاءم وتطوير وتحسين منظومة التداول في بورصة الجزائر. وذلك من خلال إصدار قواعد للقيد والإفصاح بما يتواكب مع التطورات في السوق المحلي والأجنبي، تشجيع المؤسسات الاقتصادية على الإدراج في البورصة من خلال تقديم التحفيزات والإعفاءات الضريبية بغية إعادة الحيوية لبورصة الجزائر، نشر الوعي وثقافة الاستثمار في البورصة لدى الأفراد من خلال الإعلام السمعي والبصري، وكذا المؤتمرات والملتقيات العلمية في الجامعات.

الكلمات المفتاحية: تمويل، مؤسسات اقتصادية، أداء مالي، بورصة الجزائر، بورصة مصر.

Résumé:

Cette étude a porté sur une problématique représentée par la recherche de la contribution de la bourse au financement des institutions économiques et les mécanismes d'activation de ce rôle à la Bourse d'Alger en bénéficiant de l'expérience de la Bourse égyptienne depuis plus de 20 ans depuis sa création. Afin de répondre à la problématique principale et d'atteindre le but recherché, nous nous sommes appuyés sur l'approche analytique descriptive, dans le cadre de notre quête d'une meilleure compréhension du sujet d'étude et d'une familiarité avec tous les aspects des variables étudiées, en recueillant données et statistiques relatives à la situation financière des institutions étudiées avant et après leur introduction en bourse. Nous avons également utilisé la méthode de déduction et de tentative d'induction selon les règles de l'inférence logique. L'approche comparative a également été utilisée en comparant le rôle de financement des bourses algérienne et égyptienne. La méthode analytique a également été utilisée en collectant, classant et l'analyse des données à l'aide d'indicateurs d'analyse de la performance financière L'étude a conclu à un ensemble de résultats dont le plus important était que la performance de la Bourse d'Algérie était très faible par rapport à la Bourse égyptienne, et que sa contribution au financement de la bourse cotée institutions était relativement faible par rapport à la Bourse égyptienne, qui appelle plusieurs réformes, dont la plus importante est l'approfondissement de l'environnement juridique, législatif et réglementaire d'une manière compatible avec le développement et l'amélioration du système commercial dans le Bourse d'Algérie. Il s'agit d'édicter des règles d'inscription et de publicité conformes à l'évolution du marché local et étranger, d'inciter les institutions économiques à s'inscrire en bourse en prévoyant des incitations et des exonérations fiscales afin de restaurer la vitalité de la Bourse algérienne, de sensibiliser et la culture de l'investissement en bourse chez les particuliers à travers les médias audiovisuels, ainsi que les conférences et forums scientifiques dans les universités.

Mots-clés: Financement, Enterprise économique, performance financière, Bourse d’Alger, Bourse d’Egypte.

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
شكر وعرفان.....	I
الإهداء.....	II
المستخلص	III
فهرس المحتويات.....	V
قائمة الجداول.....	VIII
قائمة الأشكال.....	X
قائمة الملاحق.....	XIII
مقدمة	أ-خ
الفصـــل الأول: الإطار النظري والتنظيمي للبورصة	63-02
تمهيد:.....	02
المبحث الأول: ماهية البورصة	03
المطلب الأول: نشأة ومفهوم البورصة	03
المطلب الثاني: خصائص وأهداف البورصة	10
المطلب الثالث: وظائف البورصة وأهميتها	12
المبحث الثاني: تسيير وتنظيم البورصة.	19
المطلب الأول: الهيئات المنظمة للبورصة	19
المطلب الثاني: المتعاملون في البورصة	23
المطلب الثالث: آلية التعامل في البورصة	30
المبحث الثالث: كفاءة البورصة ومؤشراتها	39
المطلب الأول: كفاءة البورصة	39
المطلب الثاني مؤشرات البورصة	47
المطلب الثالث: التحليل الفني والأساسي	54

خلاصة الفصل:.....	63
الفصـــل الثاني: البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الاقتصادية	122-65
تمهيد:.....	65
المبحث الأول: ماهية المؤسسات الاقتصادية.	66
المطلب الأول: مفهوم وخصائص المؤسسة الاقتصادية	66
المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية	71
المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية	72
المبحث الثاني: مدخل إلى تمويل المؤسسات الاقتصادية	76
المطلب الأول: السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية	76
المطلب الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة ومحدداته	79
المطلب الثالث: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية	85
المطلب الرابع: : المفاضلة بين مصار التمويل في المؤسسة الاقتصادية	92
المبحث الثالث: آلية البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية.	96
المطلب الأول: مفهوم وأهداف الإدراج في البورصة	96
المطلب الثاني: الأدوات المالية المتاحة للمؤسسات المدرجة في البورصة	97
المطلب الثالث: مزايا وعيوب إدراج المؤسسات الاقتصادية في البورصة	120
خلاصة الفصل:.....	122
الفصـــل الثالث: دراسة مقارنة بين بورصتي الجزائر ومصر في تمويل المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة (2012–2017	194-124
تمهيد:.....	124
المبحث الأول: الملامح الرئيسية لبورصة الجزائر.	125
المطلب الأول: نشأة بورصة الأوراق المالية في الجزائر	125
المطلب الثاني: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر	127
المطلب الثالث: أنواع القيم المنقولة وشروط الإدراج في بورصة الجزائر	140

المبحث الثاني: الملامح الرئيسية لبورصة مصر.	144
المطلب الأول: : نشأة بورصة الأوراق المالية في مصر	144
المطلب الثاني: الإطار التنظيمي لبورصة مصر	145
المطلب الثالث: بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	153
المبحث الثالث: مساهمة بورصتي الجزائر ومصر في تمويل المؤسسات الاقتصادية	158
المطلب الأول: مبررات اختيار بورصة مصر كنموذج للمقارنة.	158
المطلب الثاني: تشخيص أداء بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة (2012-2017)	160
المطلب الثالث: : مقارنة لبعض المؤسسات الاقتصادية قبل وبعد الإدراج في بورصتي الجزائر ومصر (2012-2017).	164
المطلب الرابع: متطلبات تطوير بورصة الجزائر بالاستفادة من جهود تجربة بورصة مصر	186
خلاصة الفصل:..... .	194
الخاتمة : ..... **قائمة المراجع:**..... **ملاحق:**.....	199-196 219-201 244-221

قائمة الجداول والأشكال

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01-01	تمثيل للمؤشر على أساس الأسهم الفردية	50
02-01	تمثيل للمؤشر الترجيح على أساس القيمة	51
03-01	تمثيل لمؤشر الترجيح بالأسعار النسبية	53
01-02	المقارنة بين الأسهم الممتازة والعادية	107
02-02	المقارنة بين الأسهم والسندات	113
03-02	المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات	119
01-03	المقارنة بين بورصة النيل والبورصة الرئيسية	154
02-03	تصنيف البورصات الناشئة حسب بعض مؤسسات التحليل (2014)	158
03-03	نسبة السيولة العامة للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	167
04-03	نسبة السيولة الفورية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	169
05-03	نسبة التمويل الدائم للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	171
06-03	نسبة التمويل الخاص للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	173
07-03	نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	174
08-03	نسبة التمويل الخارجي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	175
09-03	نسبة المردودية الاقتصادية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	177

10-03	نسبة المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	178
11-03	نسبة العائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	180
12-03	معدل العائد على الاستثمارات للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	181
13-03	مكرر الربحية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	183
14-03	عائد التوزيعات إلى سعر السهم السوقي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	185

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01-01	حركة الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	41
02-01	العلاقة بين مستويات الكفاءة	45
03-01	نموذج الخط البياني	56
04-01	منحنى الأعمدة البيانية	57
05-01	الشموع اليابانية	58
01-03	تقسيمات بورصة الجزائر	137
02-03	نظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر	138
03-03	مسار حصة التداول في بورصة الجزائر	139
04-03	أداء مؤشرات البورصات العربية خلال عام2017:	159
05-03	مقارنة لمعدل الرسملة السوقية في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017.	160
06-03	مقارنة لعدد الشركات في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017	161
07-03	مقارنة لمعدل الدوران في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017	162
08-03	مقارنة لنسبة حجم التداول في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017.	162
09-03	تطور مؤشر DZAIRINDEX خلال الفترة 2012-2017	163

10-03	تطور مؤشر EGX30 في بورصة مصر خلال الفترة 2012-2017	164
11-03	تطور أسعار أسهم الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد والتصدير (2013-2017)	166
12-03	تطور أسعار الأسهم للشركة العربية للإسمنت خلال الفترة 2014-2017.	166
13-03	نسبة السيولة العامة للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	168
14-03	نسبة السيولة الفورية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	170
15-03	نسبة التمويل الدائم للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	172
16-03	نسبة التمويل الخاص للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	173
17-03	يبين نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	174
18-03	نسبة التمويل الخارجي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	176
19-03	نسبة المردودية الاقتصادية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	177
20-03	نسبة المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	179

21-03	نسبة العائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	180
22-03	معدل العائد على الموجودات للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	182
23-03	مكرر الربحية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017	184
24-03	عائد التوزيعات إلى سعر السهم السوقي للمؤسسات محل الدراسة	185
25-03	نسبة القيمة المتداولة للمستثمرين المحليين والأجنبيين في بورصة مصر	192

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	إجمالي بيانات التداول في بورصة الجزائر (2012-2017)	221
02	الرسملة البورصية في بورصة الجزائر	221
03	إجماليات التداول في بورصة مصر خلال الفترة 2012-2017.	222
04	الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2012-2013	223
05	الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2012-2013	224
06	الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2014-2015	225
07	الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2014-2015	226
08	الميزانية المالية (جانب الأصول) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2016-2017	227
09	الميزانية المالية (جانب الخصوم) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2016-2017	228
10	الميزانية المالية لمؤسسة FNARسنتي 2012-2013	229
11	الميزانية المالية لمؤسسة FNARسنتي 2014-2015	230
12	الميزانية المالية لمؤسسة FNARسنتي 2016-2017	231
13	الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة بيوفارم للسنوات 2012-2013-2014	232
14	الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة بيوفارم للسنوات 2012-2013-2014	233
15	الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة بيوفارم سنتي 2014-2015	234
16	الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة بيوفارم سنتي 2014-2015	235
17	الميزانية المالية(ألأصول) لمؤسسة بيوفارم 2016-2017	236
18	الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة بيوفارم سنتي 2016-2017	237
19	الميزانية المالية لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2012-2013	238
20	الميزانية المالية لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2014-2015	239
21	الميزانية المالية(أصول) لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2016-2017	240
22	الميزانية المالية(الخصوم) لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2016-2017	241
23	الميزانية المالية لمؤسسة إعمار مصر للتنمية سنتي 2012-2013	242
24	الميزانية المالية لمؤسسة إعمار مصر للتنمية سنتي 2014-2015	243
25	الميزانية المالية لمؤسسة العربية للإسمنت سنتي 2016-2017	244

مقدمة

يحظى موضوع البورصة اليوم باهتمام بالغ في معظم الدول خاصة منها الدول المتقدمة، إذ تحتل البورصة فيها مركزا حيويا حسب النظرة الاقتصادية الحديثة، خاصة التي تعتمد على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع المدخرات، وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية. وتعتبر البورصة المرآة العاكسة لوضعية الاقتصاد للدول، وذلك من خلال ما تؤديه من دور فعال في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية ، إلا أن هذا الدور لا يتحقق إلا في بورصة توفر آليات من شأنها ضمان نزاهة المعاملات فيها وحماية المستثمرين والمتعاملين بها.

تكمن أهمية البورصة في كونها إحدى المصادر التمويلية بالغة الأهمية للاقتصاد، المستثمرين ، وكذا بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المصدرة للأدوات المالية المتداولة بها، باعتبارها منبع للأموال التي تتلقاها لتكوين هيكلها المالي، وتمويل مشاريعها الاستثمارية وعمليات النمو والتوسع في نشاطها. حيث أن إدراج المؤسسات الاقتصادية في البورصة يتيح لها مجموعة من المزايا المتنوعة أهمها تنويع الموارد المالية وتحسين الأداء المالي، هذا الأخير الذي يعد هدفاً أساسيا لها، والذي لا يتحقق إلا من خلال اختيار مصادر التمويل المناسبة بأقل تكلفة وأكبر ربحية.

وكغيرها من الدول شرعت الجزائر ضمن إصلاحاتها الاقتصادية في ظل التوجه من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق بداية التسعينات إلى استحداث ميكانزيم جديد، تمثل في إنشاء سوق الأوراق المالية في إطار تنويع الوسائل والمصادر التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية. وكذا الاستفادة من مزاياها بالنسبة للاقتصاد. إذ مما لا شك فيه أن إنشاء هذا السوق وتفعيله يعكس رغبة السلطات تنظيم وجذب الموارد وتوظيفها أحسن توظيف للنهوض بالاقتصاد الجزائري، وبالتالي نقل الاقتصاد الجزائري من مرحلة الاقتصاد ذو المورد الواحد إلى اقتصاد تتعدد فيه الموارد. وهذا لا يتأتى إلا بتظافر الجهود والبحث في عوامل النجاح قصد الاستفادة منها في تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر. وتشخيص أهم العقبات والمشاكل التي تواجه سوق الأوراق المالية بالجزائر التي تحول دون تحقيق الفعالية والأهداف المرجوة من إنشائها.

1- الإشكالية الرئيسية:

من خلال العرض السابق تبرز ملامح الإشكالية الرئيسية للدراسة والتي يمكن صياغتها كالآتي:

ما مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية بالاعتماد على تجربة البورصة المصرية؟

2- الأسئلة الفرعية:

بغية الإجابة بدقة ووضوح على الإشكالية الرئيسية ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل البورصة هي المصدر التمويلي الأفضل للمؤسسات الاقتصادية ؟
- هل تساهم بورصتي الجزائر ومصر في تحسين الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة بها؟
- ما هو واقع وأداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2017 مقارنة ببورصة مصر؟

3- الفرضيات:

استنادا إلى إشكالية الدراسة وقصد الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة، تمت صياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي:

- البورصة أفضل مصدر تمويلي للمؤسسات الاقتصادية، وذلك لما تمنحه لها من مزايا متعددة في ظل البدائل الأخرى المتاحة.
- تساهم البورصة في تحسين الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة بها.
- أداء بورصة الجزائر كان ضعيفا جدا مقارنة ببورصة مصر، وهو ما يفسر ضعفها في استقطاب وتمويل المؤسسات الاقتصادية المدرجة بها.

4- أهمية الدراسة:

إن التعمق في موضوع الدراسة والذي يتمثل في إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، والتفحص الدقيق لأهدافها من شأنه أن يسلط الضوء على أهميتها والتي تتجلى في ما يلي:

- أن الدراسة تحاول تسليط الضوء على أحد أهم مصادر التمويل للمؤسسات الاقتصادية ألا وهو البورصة.
- أن الدراسة جاءت لتشخيص واقع وأداء بورصة الجزائر ومقارنته بأداء بورصة مصر.
- أن الدراسة جاءت لتبين مدى مساهمة البورصة الجزائرية في تحسين وضعية المؤسسات المدرجة فيها.
- أن الدراسة تحاول تقديم نتائج وحلول لتطوير بورصة الجزائر بالاستفادة من تجربة مصر والتي تعد من أفضل البورصات العربية.
- أن الدراسة تزامنت و رغبة السلطات الجزائرية في تطوير بورصة الجزائر.

5- أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها في ما يلي:

- إبراز أهمية ودور البورصة في تنويع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الاقتصادية.
- إبراز آليات البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية.
- معرفة مدى مساهمة البورصة في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة وتحسين وضعيتها المالية في بورصة الجزائر مقارنة ببورصة مصر.
- تشخيص وتقييم أداء بورصة الجزائر ومقارنتها بالبورصة المصرية.
- تحديد أهم عوامل نجاح تجربة البورصة المصرية للاستفادة منها في بورصة الجزائر.

6- حدود الدراسة

يتمثل الإطار المكاني والزماني للدراسة في ما يلي:

- **الحدود الزمانية:** تمثل الإطار الزمني للدراسة في الفترة الممتدة ما بين 2012-2017.
- **الحدود المكانية:** تمثلت الحدود الجغرافية للدراسة في دولتي الجزائر ومصر، حيث ركزت الدراسة على مقارنة بورصة الجزائر مع بورصة مصر، وقد وقع الاختيار على هذه الدولة باعتبارها نموذج مناسب لإسقاطه على الجزائر نظراً للتطور والنتائج التي حققتها خلال السنوات الأخيرة.

7- المنهج والأدوات المستعملة:

بغية الإجابة على الإشكالية الرئيسية واختبار مدى صحة الفرضيات، اعتمدنا على **المنهج الوصفي التحليلي**، وذلك في إطار سعيه للوصول إلى فهم أفضل لموضوع الدراسة والإلمام بجميع جوانب المتغيرات المدروسة، وذلك من خلال جمع البيانات والإحصائيات المتعلقة بالوضعية المالية للمؤسسات محل الدراسة قبل وبعد إدراجها في البورصة. كما استعنا بطريقة الاستنتاج و محاولة الاستقراء وفق قواعد الاستدلال المنطقي كما تم الاعتماد على **المنهج المقارن**، وذلك من خلال مقارنة بورصة الجزائر وبورصة مصر، وننوه هنا إلى أن مسعانا الأساسي ليس المفاضلة بين البورصتين بقدر ما هو الاستفادة من التجربة المصرية في سبيل تطوير وتنشيط بورصة الجزائر.

وفيما يتعلق بأدوات البحث المستخدمة فهي تتمثل أساسا فيما يلي:

- القيام بالمسح المكتبي للمصادر و المراجع المرتبطة بموضوع الدراسة.
- الصيغ و العلاقات الرياضية.
- الرسوم البيانية و المخططات و الجداول التوضيحية.

8- عينة الدراسة:

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع المؤسسات المدرجة في البورصة، أما عينة الدراسة فقد اشتملت على خمس مؤسسات اقتصادية تم اختيارها على أساس الحدود الزمنية والمكانية للدراسة، وتمثلت في مؤسستين جزائريتين وهما (**مؤسسة أن سي أ رويبة و مؤسسة بيوفارم الجزائر**) والمدرجتين في بورصة الجزائر، وثلاث مؤسسات اقتصادية مصرية وهي (**الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد، الشركة العربية للإسمنت ، اعمار مصر للتنمية**) والمدرجة في بورصة مصر.

9- الدراسات السابقة:

- دراسة **الجوزي غنية (2011)**: بعنوان **أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها –دراسة حالة مجمع صيدال-**، وهي عبارة عن مذكرة ماجستير، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر03، عالج الباحث إشكالية دور بورصة الأوراق المالية في الجزائر في تقييم مردودية المؤسسة الاقتصادية وتمويل تطورها، وذلك من خلال التطرق للبورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في تقييم مردودية المؤسسة، كما حاول إسقاط الدراسة على بورصة الجزائر و المؤسسة المسعرة بها وهي مجمع صيدال. وخلصت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر لم تنجح في تقييم مردودية مجمع صيدال، وذلك بسبب عدم كفاءتها في تقييم سعر أسهمه، وأنها لم تساهم في تطوير تمويله إذ بقي معتمدا بشكل أساسي على التمويل المصرفي الجزائري وإعانات الدولة.
- **دراسة زرقون محمد (2013)**: بعنوان **العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية**، تمثلت في مقال منشور بمجلة الباحث، عالجت إشكالية المقال فعالية أسلوب العرض العمومي في البورصة في الرفع من كفاءة الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة، وكذا تطوير بورصة الجزائر؟، حيث بينت هذه الدراسة فعالية أسلوب العرض العمومي كآلية لخوصصة وتمويل المؤسسات، بما يؤدي إلى تحسين الأداء الاقتصادي للقطاع العمومي الاقتصادي وإعادة الهيكلة لتحسين الأداء، وبما يكفل أيضا بتعبئة موارد القطاع الخاص الجزائري وتنمية مؤسساته .

وقد خلصت الدراسة إلى أن أسلوب طرح الأسهم للاكتتاب العام ساعد كثيرا على الارتفاع بكفاءة الأداء المالي لبعض المؤسسات في حين لم يساعد مؤسسات أخرى.

- دراسة **زرموت خالد (2016)**: تمثلت في أطروحة دكتوراه بعنوان **تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة لمقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2010-2015**، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، بجامعة الجزائر 03، بحثت هذه الدراسة في إمكانية تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وتحسين كفاءتها مع تسليط الضوء على تجربة بورصة الأردن، وقد خلصت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر ضعيفة جدا مقارنة ببورصة الأردن، وذلك راجع إلى عوامل كثيرة أهمها التحديات الاقتصادية، التشريعية والتنظيمية.
- دراسة **جغدير الطاهر(2017)**: تمثلت في رسالة ماجستير بعنوان **أثر الإدخال البورصي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2015)**، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 03، تمحورت إشكالية هذه الرسالة في البحث عن أثر الإدخال البورصي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية ومدى تأثير ذلك على نشاط بورصة الجزائر؟، تطرق الباحث في الجزء النظري لكل من سوق الأوراق المالية والأداء المالي والعلاقة بينهما، فيما تطرق في الجانب التطبيقي لدراسة الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية قبل وبعد الإدخال البورصي. وقد خلص في دراسته إلى مجموعة من النتائج كان أهمها أن بورصة الجزائر ساهمت بشكل نسبي في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة على المدى المتوسط وطويل الأجل.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

وفقا لاستعراض الدراسات السابقة، فإن هذه الدراسة تختلف عن الدراسات السابقة من حيث بيئة التطبيق، حيث درست عينة من المؤسسات المدرجة في بورصتي الجزائر ومصر وذلك من أجل المقارنة بينهم.

من حيث منهج وأدوات الدراسة، اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي مثل الدراسات السابقة إلا أنها اعتمدت المنهج المقارن، وذلك في دراسة واقع وأداء بورصة الجزائر أولا،

وهو ما أهملته الدراسات السابقة ومقارنته ببورصة مصر كنموذج، وذلك لمعرفة أسباب القصور ومحاولة اقتراح حلول لمعالجتها.

أما من حيث هدف الدراسة ركزت أغلب الدراسات السابقة على دراسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمتغير تابع في مضمونها، فيما ركزت هذه الدراسة على المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة بصفة عامة. إضافة إلى أن أغلب الدراسات السابقة حاولت اقتراح حلول نظرية لتطوير وتنشيط البورصة الجزائرية، فيما حاوت هذه الدراسة اقتراح بعض الحلول على ضوء تجربة بورصة مصر.

10- صعوبات الدراسة:

واجه الباحث كغيره من الباحثين بعض الصعوبات في إعداد الدراسة كان أهمها صعوبة تحديد واختيار عينة الدراسة وذلك لسببين، الأول وجوب اختيار عينة تقع ضمن الحدود الزمنية الضيقة للدراسة، والثاني صعوبة جمع البيانات والمتمثلة في القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة قبل الإدراج في البورصة.

11- هيكل الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة ومختلف الأسئلة المطروحة سابقا ووصولا إلى تحقيق الأهداف المنشودة، فقد اقتضت الضرورة تناول الموضوع في ثلاثة فصول تسبقهم مقدمة وتليهم خاتمة، تتضمن ملخصاً شاملاً للبحث وأهم النتائج التي توصلنا إليها بجانب التوصيات المقترحة وآفاق البحث. وقد جاءت فصول الدراسة وفق ما يلي:

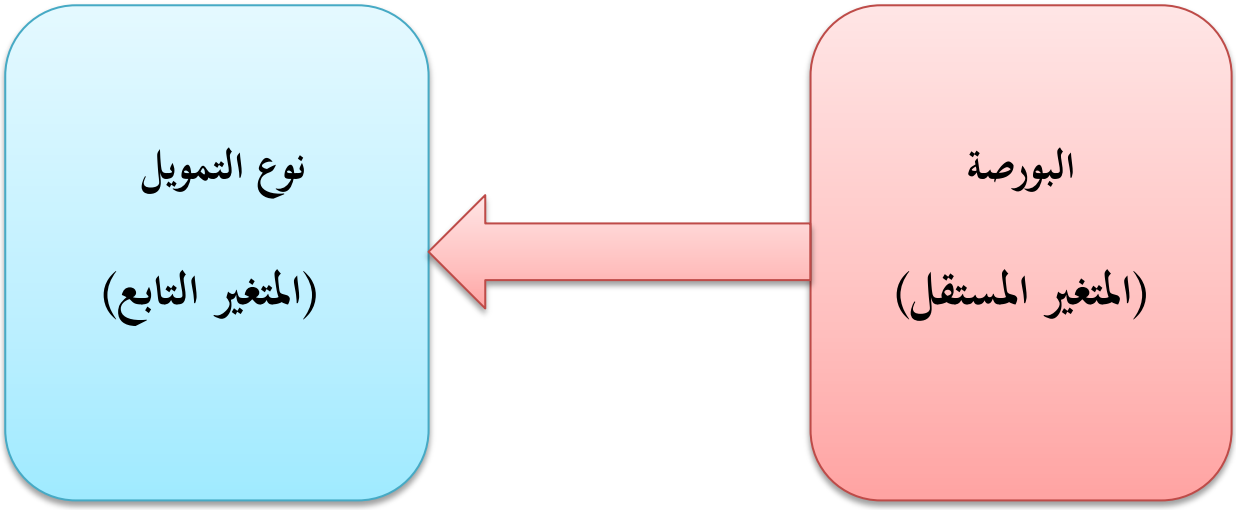
الفصل الأول بعنوان **الإطار النظري والتنظيمي للبورصة** وينقسم هذا الفصل بدور إلى ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث الأول ماهية البورصة والمبحث الثاني إطار تنظيمها وسير عملها أما المبحث الثالث فقد تناول إلى كفاءة البورصة ومؤشراتها.

الفصل الثاني بعنوان **البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الاقتصادية** خصص في هذا الفصل المبحث الأول لمدخل حول المؤسسات الاقتصادية، أما المبحث الثاني فخصص لتمويل المؤسسات الاقتصادية، فيما خصص المبحث الثالث إلى آلية تمويل المؤسسات الاقتصادية في البورصة.

الفصل الثالث والأخير كان بعنوان **دراسة مقارنة بين بورصتي الجزائر ومصر في تمويل المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة (2012-2017)** تطرقنا في هذا الفصل إلى الملامح الرئيسة لبورصة الجزائر في المبحث الأول، و طبيعة بورصة الأوراق المالية في مصر في المبحث الثاني، في حين خصص المبحث الثالث لمساهمة بورصتي الجزائر ومصر في تمويل المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2012-2017.

12- نموذج الدراسة

انطلاقا من إشكالية البحث تم بناء نموذج افتراضي يتضمن المتغير المستقل والمتغير التابع ويتضح ذلك من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الدراسات السابقة

الفصل الأول:

الإطار النظري والتنظيمي

للبورصة

تمهيد:

تتزايد اليوم حاجات أصحاب المشاريع للحصول على الأموال بتكاليف مناسبة لإنجاز أو استكمال مشاريعهم الاقتصادية، فيجدون أمامهم اليوم أداة تمويلية مهمة هدفها الأساسي تجميع وتلقي المدخرات من أصحاب الفائض وتوجيهها نحو أصحاب العجز وتعرف باسم البورصة.

ولم تقتصر مهمتها في تمويل أصحاب العجز فقط، فقد اتسعت لدعم عجلة النمو الاقتصادي، وأصبحت قوة أو ضعف البورصة دليلا ومؤشرا على قوة أو ضعف اقتصاد البلد، فهي تهتم وتسعى للقضاء على مظاهر التخلف الاقتصادي.

فالبورصة تؤدي دورا فعالا في مجال التمويل لشتى القطاعات الاقتصادية، ومن أجل معرفة طبيعة الدور الذي تؤديه في الاقتصاد، سنتطرق في دراستنا لهذا الفصل الأول إلى بعض المفاهيم العامة حول البورصة وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية البورصة.

المبحث الثاني: تسيير وتنظيم البورصة.

المبحث الثالث: كفاءة البورصة ومؤشراتها

المبحث الأول: ماهية البورصة

تحظى البورصة في جميع دول العالم باهتمام السلطات السياسية والاقتصادية لتلك الدول، نظرا لما تقوم به من دور مهم ورئيس في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مقيدة للأوراق المالية، وتعد البورصة من أهم العوامل المؤثرة في اقتصاديات الدول.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم البورصة

لقد انتشرت البورصات في معظم اقتصاديات العالم بسبب دورها الرئيسي في الاقتصاد، والجدير بالذكر أن البورصات مرت بعدة مراحل قبل أن تصل إلى ما هي عليه الآن.

أولا: نشأة البورصة:

أورد المؤرخون عدة روايات متضاربة يختلف بعضها عن البعض الآخر. البورصة في شكلها وهياكلها ونظمها القانونية الحالية جاءت نتيجة إفرازات تاريخية وظروف وضرورات اقتصادية امتدت عبر مدة طويلة.

وجدت البورصة في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها مبادلة السلع عن طريق المقايضة ثم تطورت وأصبحت تتم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريقها (وسائل الاتصال)، أوعن طريق الوسطاء والوكلاء. ونتيجة لكثرة وتنوع المنتجات ظهرت أسواق المواد الغذائية والذهب...إلخ.[1]

وقد تأثرت هذه المهنة بعد دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة، لتشهد هي بدورها مرحلة سكون وغياب كامل باستثناء المنطقة العربية–وقد دامت هذه المرحلة 550عام بالتقريب–، وقد عادت لتظهر في بعض الجمهوريات الإيطالية (كجنوة وفينيسيا وفلورنسا) بفضل ازدهار تجارتها مع الشرق أين تبوأت مركزا مرموقا عالميا، وبدأت رؤوس الأموال تتدفق عليها بكثافة ما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة.[2]

---

[1] بن الضيف محمد عدنان، **مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية**، ط01، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص109.

[2] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية(البورصات)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص8.

ويعود أصل كلمة بورصة إلى اسم العائلة فان در بورص البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي، التي كان فندقها بمدينة بروج Bruges مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة السلع. وكان نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرس. [1]

أما في الدول العربية أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقا لأنظمتها الاقتصادية الوضعية، وتعد بورصة الإسكندرية أول ظهور للبورصة في مصر وذلك في عام 1883م، ثم بورصة القاهرة عام 1903م، ثم توالت بعدها ظهور البورصات في الدول العربية، منها بورصة لبنان عام 1920م، والمغرب عام 1967م، وتونس عام 1968م، والكويت عام 1977م، والأردن عام 1978م، والبحرين، وعمان، والعراق عام 1979م، والسعودية عام 1990م، والسودان، وقطر، والإمارات، والجزائر، وفلسطين عام 1997م.[2]

ثانيا: مفهوم البورصة:

تعد البورصة سوق يلتقي فيها البائع والمشتري لإتمام عملية التبادل، ومن ثم فإن عمليات البورصة تشمل كافة المعاملات والأنشطة التي يمارسها المتعاملون ويحتاجون إليها لإشباع رغباتهم واحتياجاتهم، سواء كانت المعاملات تتعلق ببضائع أو أوراق مالية.

1- تعريف البورصة:

وللبورصة عدة تعاريف منها:

- هي المكان أو المبنى العام أو اجتماع أشخاص (تجار، وسطاء، شركات الوساطة...إلخ) للقيام بالعمليات المالية، وتقوم البورصة بتعبئة رأس المال وإدخاله في قناة التمويل لتلبية احتياجات التمويل واستثمار الأموال الفائضة (المدخرات) مع توقع الحصول على عوائد، حيث تضمن البورصة قابلية تداول الأوراق المالية وتمنح حامليها إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت دون أي عوائق.[3]

[1] نبيه نسرين عبد الحميد، **البورصة (ماهيتها– تاريخها– مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية**، ط01، مصر، 2012، ص11.

[2] أدهم إبراهيم جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الاقتصادية**، ط01، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة،مصر، 2015، ص29.

[3] Olivier P, **labours, ses mécanism, gérer son portefeuille, réussir ses placement**, Dalloz, 2004,p:12.

- البورصة هي إلتقاء المشترين مع البائعين في مكان معين، وإجراء معاملة (الأوراق المالية) يقدم البائع ضمانا بسعر مساو لسعر المشتري.[1]
- البورصة هي كل اجتماع ينعقد في مكان معين، وفي أوقات محددة دورية بين أفراد يهدفون إلى البيع والشراء، سواء في منتجات زراعية أو مواد خام أو معادن أو عملات دولية أو أوراق مالية (أسهم وسندات وحصص تأسيس)، وذلك بموجب القوانين والنظم التي تحدد قواعد التعامل والشروط التي يجب توافرها في المتعاملين والسلع موضوع التعامل في هذا المكان.[2]
- البورصة هي سوق منظمة وفقا لقوانين ولوائح محددة وتحت إشراف جهة رقابية، يتم التعامل فيها بطريقة علنية في الأوراق المالية التي سبق إصدارها وقيدت بجداولها بيعا وشراء بأسلوب المزايدة عن طريق وسطاء مرخصين بالتعامل بها في السوق.[3]
- البورصة هي السوق التي من خلالها يتلقى المتعاملون الاقتصاديون (أفراد، مؤسسات، دولة..) على موارد مالية طويلة ومتوسطة الأجل جراء البيع العام لمختلف الأصول المالية (أسهم، سندات...إلخ).[4]
- البورصة هي مكان أو منظمة يمكن من خلالها للأفراد والشركات تداول الأوراق المالية. وقد ترغب الشركات في إدراج أسهمها في البورصة، ويتم تداول الأسهم الأخرى على (الكاونتر) من خلال وسطاء مختصين ذو خبرة وكفاءة. وعادة ما يتم إدراج أسهم الشركات الكبيرة في العديد من البورصات في جميع أنحاء العالم، وتغطي التبادلات أيضا أنواعا أخرى من الأوراق المالية مثل الأوراق المالية ذات الفائدة أو مشتقات الفائدة.[5] ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج ما يلي:

البورصة هي عبارة عن مكان يلتقي فيه أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي من خلال السماسرة والوسطاء الذين يتمتعون بالخبرة والكفاءة للتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية من أسهم وسندات، وهذا المكان يتميز بالتنظيم وفق لوائح وتنظيمات تؤطره.

---

[1] Asma D, **l'enterprise algérienne et la bourse –quel interet apercu sur l éxpérience tunisienne dans le "marché alternative"**, revue enterprise;n05,2016,p12.

[2] العدوي محمد شكري الجميل، **بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة**، ط01، كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، الإسكندرية، مصر، 2014، ص19 ص20.

[3] الشعراوي، **الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2015، ص15.

[4] Farouk H et pierre C, **Gestion financier de l éntreprise**, Dunod, paris, 11 édition, 2005,p519.

[5] Vivek R et al, **STOCK MARKET FORECASTING TECHNIQUES: LITERATURE SURVEY**, International Journal of Computer Science and Mobile Computing, Vol.5 Issue.6, June- 2016, pg. 501.

2- الشروط الواجب توافرها لإنشاء البورصة:

يشترط لإنشاء البورصة ما يلي: [1]

- زيادة الحاجة إلى الأموال وتوفير احتياجات الشركات منها بتكلفة أقل لتقليل الاعتماد على القروض كمصادر مالية.
- توفير المدخرات لدى الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل التي تظل مملوكة لهم ملكية كاملة إلا التصرف فيها بالبيع، مما يساعد على الادخار الفردي الاختياري.
- زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياساتها الاقتصادية والنقدية والسياسية الائتمانية المصرفية.
- تمثيل كافة القطاعات المختلفة للنشاط الاقتصادي في البورصة، حتى يزداد حجم وقيمة الأوراق المالية المتداولة وقيمتها السوقية.
- وضع ضوابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي تحدد الاستقرار الاقتصادي والمالي للدولة والأفراد لتحقيق مكاسب مالية فردية غير مشروعة.
- نشر بيانات دورية عن الشركات المقيدة في البورصة، توضح حقيقية مركزها المالي وربحها وعملياتها التجارية، حتى يكون جميع المتعاملين في البورصة على معرفة كاملة تساعدهم على اتخاذ قرار الشراء أو البيع للأوراق المالية في ظل التقييم الموضوعي المالي والمستقبلي للشركات المقيدة بالبورصة.
- توفر مناخ صالح وجيد للاستثمار يتميز بالمرونة وببساطة الإجراءات، والذي يشجع الأفراد والشركات على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو متعددة الجنسيات ذات استثمار مشترك مع زيادة عدد المؤسسات المالية التي تؤدي خدمات مصرفية متطورة.
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة لإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار الورقة المالية التي تناسبه.

ثالثا: أنواع البورصة:

يمكن تصنيف البورصات إلى أنواع باستخدام المعايير الموالية:

[1] عبد العزيز أمين، **الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع**، ط01، القاهرة، مصر، 2007، ص122.

1- أنواع البورصات من حيث طبيعة المنتوجات المتداولة:

وتنقسم البورصات من حيث طبيعة المنتوجات المتداولة إلى ما يلي:

1-1- بورصة البضائع (بورصة العقود):

تعتبر بورصة البضائع أقدم البورصات على الإطلاق، وأول ما ظهرت في أمستردام فلورنسا وبرشلونة ولندن. وبورصة البضائع سوق منظمة تجمع بين المتعاملين من باعة ومشترين، وتتم عمليات البيع والشراء وفقا لنماذج معينة أو بناءً على تسمية صنف معين متفق عليه، كما أن البضائع ليست عينية. وإنما تحل أية كمية من نوع معين محل أية كمية أخرى من ذات النوع المتعارف عليه والذي يمثل نوعا وسطا، وتحديد هذا النوع الوسطي هو الشرط الأساسي لقيام بورصات البضائع. [1]

وأهم بورصات البضائع في الوقت الحاضر هي بورصة نيويورك، لندن، بومباي، بروكسل وباريس، ويتم التعامل في هذه البورصات نقدا أو بالبيع الآجل.

1-2- بورصة الأوراق المالية:

وهي ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم فيه طلب وعرض الأوراق المالية،[2] وتباع فيها أسهم الشركات المختلفة أو السندات بسعر ثابت أو بسعر البورصة في تصفية محددة بتاريخ معين، وهذه الأوراق قد تكون حاضرة، وقد تكون على المكشوف أي لا يملكها بائعها.[3]

1-3- بورصة العملات:

وهي بورصة يطلق عليها عادة ببورصة العملات، ويتم التعامل بها بالنقود في حد ذاتها، وذلك حسب سعر الصرف السائد في السوق، ويتم البث في المعاملات بطريقة عاجلة أو آجلة.[4]

---

[1] ياسين محمد يوسف، **البورصة – عمليات البورصة– تنازع القوانين–اختصاص المحاكم**،ط02، منشورات دار الحلبي، بيروت، 2006، ص28.

[2] محمود عبد الرزاق، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية**، مصر، 2013، ص 333.

[3] سويلم محمد علي، **أدوات الاستثمار في البورصة–دراسة مقارنة–، دار المطبوعات الجامعية**، ط01، جامعة الإسكندرية، مصر، 2013، ص61.

[4] الصيرفي محمد، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2008،ص77.

1-4- بورصة المعادن:

وهي التي يتم فيها تبادل المعادن النفيسة كالذهب والفضة والماس والبلاتين وغيرها من ذات القيمة العالية، وتختلف أسعار هذه المعادن اختلافا كبيرا بالنسبة لمصادرهم (أمريكا، روسيا، جنوب إفريقيا البرازيل وغيرها)، بسبب اختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها ومن أهم بورصات المعادن العالمية بورصة لندن للمعادن، بورصة دبي للماس، بورصة دبي للذهب والسلع.[1]

2- أنواع البورصة من حيث مدى التعامل الجغرافي:

وتنقسم البورصات من حيث التعامل الجغرافي إلى:[2]

2-1- بورصات محلية:

وهي البورصات ذات النشاطات المحدودة للغاية، وهذا لأن التعامل بها لا يمس المعاملات الدولية، أي أن التعامل داخل حدود الدولة الواحدة، وهي على عكس البورصات الدولية، كما أن هذه البورصة تعمل على تمويل المؤسسات الوطنية العامة والخاصة، وكذا العمل على تغطية العجز الحكومي.

2-2- البورصات الإقليمية:

وهي بورصات تعمل على إنشائها دول تترابط فيما بينها جغرافيا أو تاريخيا أو مصيريا أو عقائديا، كما هو الأمر بالنسبة للاتحاد الأوروبي أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها، كدول الخليج، أو الدول المغاربية، أو غيرها من الاتحادات القائمة.

البورصات الدولية

وهي بورصات تتميز بأنها ضخمة أو متوسطة الحجم، ويمس مجال المعاملات فيها المستوى الدولي، ومن الأدوات التي يتم فيها التعامل هي الأسهم الدولية والسندات الدولية...إلخ.

---

[1] عبد الباسط وفاء محمد حسين، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية**، ط01، دار النهضة، القاهرة،مصر، 1996، ص5.

[2] عيواج مختار، **بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الاقتصادية –دراسة حالة الجزائر–**، أطروحة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2012-2013، ص7-ص8.

3- أنواع البورصات من حيث المدى الزمني:

وتنقسم وفقا لهذا المعيار إلى نوعين أساسين: [1]

3-1- بورصات منتجات حاضرة:

يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فورا.

3-2- بورصات عقود آجلة:

يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام المنتجات ولا الأثمان، بل تتم المضاربة على السعر فقط.

4- تصنيف البورصات من حيث الاعتراف الحكومي: [2]

4-1- بورصات رسمية:

مؤسسة وفق للقوانين والقواعد، وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على الاستقرار.

4-2- بورصات غير رسمية:

تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي جهات رسمية وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.

المطلب الثاني: خصائص وأهداف البورصة

تهدف البورصة من خلال الخصائص والمميزات التي تتمتع بها بصفة أساسية إلى صيانة السوق والحفاظ على سمعته من خلال توفير فرص المساواة والمصداقية عن طريق مراعاة المعايير العليا في التعامل من ثقة وأمانة، مما يوفر الحماية بطريقة غير مباشرة للمستثمرين، مما يعني أنه لم يعد هدف البورصة مصلحة المستثمرين بل غدت ضمن الركائز الأساسية للبنية الرئيسية التي تعتمد عليها الدول في مجال التنمية.

[1] جيهان جمال، **عالم البورصة (رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)**، القاهرة، مصر، 2009، ص39.

[2] مخانشة آمنة، **تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها**، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد8، العدد11، 2016، ص13.

أولا: خصائص البورصة:

تتمتع البورصة بمجموعة من الخصائص يمكن ذكر أهمها على النحو التالي: [1]

- البورصة تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة أمام المستثمرين للاستفادة منها في مختلف أرجاء العالم.
- التداول في البورصة خاصة الثانوية منها يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة.
- التداول في البورصة يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- مرونة البورصة وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات تعطي خاصية للأوراق المالية كونها تتميز عن غيرها من بورصات السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.
- تتطلب البورصة وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- الاستثمار في البورصة يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- الاستثمار في البورصة قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.
- الاستثمار في البورصة يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في البورصة يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.[2]
- توفير السيولة: من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ، لكن بإمكان حملة الأسهم إعادتها إلى الشركة المصدرة. وكذلك الحال بالنسبة للسندات وبالرغم من آجال استحقاقها المختلفة، لذا فإن البورصة في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه وتحويلها إلى نقدية.

[1] بوسالم أبو بكر، شعشوع أحمد، بورنان مصطفى، **معايير تقييم الاستثمار في أسواق الأوراق المالية**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الوطني: النظام المالي وإشكالية تنمية الاقتصاديات النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019، ص7-8.

[2] غانم عبد الله، عبد الحفيظ خزان، **أسواق الأوراق المالية(نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها)**، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد8، العدد11، جامعة بسكرة، 2016، ص80.

- توفير المعلومات والاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة: تعد البورصة أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة وخاصة الأسعار والأحجام فضلا عن حركة التعامل، ولا يقتصر على توفير المعلومات فقط بل يجب أن يستجيب بسرعة لأي تغييرات أو أحداث لما لها من تأثير في أسعار الأسهم، وهذه الخاصية يطلق عليها بكفاءة البورصة.[1]
- البورصة هي سوق منظم يخضع لقوانين وأسس ولوائح يسير وفقها.
- تمتاز البورصة بكونها واسعة يتم فيها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء العالم.[2]
- البورصة ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لأجل طويل.[3]

ثانيا: أهداف البورصة:

تسعى البورصة لتحقيق جملة من أهداف يمكن تلخيصها في النقاط التالية: [4]

1- **الاستمرارية:**

ويعني ذلك أن البورصة تعمل على إتاحة الفرصة لإيجاد ذلك السوق للمستثمر الذي يحقق العدالة والثقة لجميع المتعاملين الذين يتجنبون دخول الأسواق المالية بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة، إلا بضمانات معينة، أهمها سهولة الدخول والخروج وضمان المنافسة الكاملة بين المستثمرين.

2- **الادخار:**

هو إحدى علاقات الاقتصاد العيني المرتبط بالإنتاج والاستهلاك، فالادخار يشير إلى الفرق بين الإنتاج والاستهلاك وبذلك يمثل الموارد العينية المحلية المنتجة خلال فترة معينة والتي لا تخصص لأغراض الاستهلاك الخاص أو العام.

---

[1] الحسناوي سالم صلال راهي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، ط01، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2017، ص54.

[2] صافي وليد، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، ط01، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص34.

[3] خزان عبدالحفيظ، **الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016**، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد03، العدد12، 2017، ص97.

[4] سويلم محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص48ص49.

وتجمع البورصة بين طائفتين هما المدخرون الذين يبحثون عن قنوات استثمارية يمكن من خلالها السيطرة على مخاطر المستقبل و الطائفة الثانية هم أصحاب المشروعات الإنتاجية والاستثمارية، والتي تتخذ غالبا شكل شركة المساهمة، تحتاج لرؤوس أموال ضخمة مما يستلزم وجود الممول.

3- **الخصخصة:**

البورصة قناة للخصخصة، وذلك بعد أن اتجهت الآراء الحديثة إلى تصفية القطاع العام وتحويله إلى القطاع الخاص. يرى البعض أن الخصخصة عن طريق البورصة هي الطريقة المثلى لنجاح عملية الخصخصة، وذلك لما تحققه من مزايا كثيرة لاسيما في مجال الشفافية وتوسيع قاعدة الملكية الشعبية وحماية المستثمرين فضلا عن دورها في تنشيط البورصة.

4- **تحقيق مبادئ الحوكمة:**

تؤدي البورصة دورا هاما في حياة المستثمرين، إذ يرى غالبية المستثمرين أن وجود بورصة منظمة قانونا للأوراق المالية تمكنهم من سهولة الاستثمار فيها وذلك عن طريق بث الثقة في نفوسهم وتوفير الأمان لمعاملاتهم.

المطلب الثالث: وظائف البورصة وأهميتها

تنبع أهمية البورصة بشكل عام من الدور الأساسي التي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات. فهي تقوم بتحويل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات الفائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين.

أولا: وظائف البورصة:

من أهم الوظائف التي تقوم بها البورصة هي كما يلي:[1]

1- بيع وشراء الحقوق على الأصول أو الثروة:

تقوم البورصة بنقل حقوق الملكية على الأصول أو الثروة دون المساس بها حيث تظل الشركات بأصولها وخصومها باقية كما هي دون تصفية في حالة بيع وشراء الأسهم، أي أنها تساهم في استقرار أو ضياع الشركات التي تصدر أسهما يتم التعامل عليها في السوق بين البائعين والمشترين، حيث يتغير

[1] حمدي عبد العظيم، **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم**، ط01، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة،مصر، 2012، ص35-38.

الملاك حملة الأسهم دون حدوث أدنى تغيير في الأصول المادية من أراضي ومباني وآلات ومعدات وسيارات وأثاث والأصول المتداولة والخصوم المتداولة...إلخ. وفي ضوء ذلك يمكن لأحد المساهمين الانسحاب من المساهمة في الشركة دون أن يؤثر ذلك على الوجود القانوني للشركة.

2- توفير السيولة السريعة للمستثمرين:

حيث تساعد البورصة على توفير السيولة السريعة للمستثمر الذي يحتاج هذه السيولة من خلال بيع الأوراق المالية كلها أو بعض منها في أي وقت وبأفضل أرباح ممكنة، وذلك إذا ما رغب في استخدام حصيلة البيع في الحصول على النقدية اللازمة لشراء أصول ثابتة أو صكوك استثمار أو أوعية ادخارية أخرى، في حالة اتجاه سعر الفائدة على هذه الأوعية إلى الارتفاع أو عندما يرغب المستثمر في بيع بعض الأوراق المالية لشراء أوراق مالية أخرى بديلة باعتبارها أكثر جاذبية من تلك الأوراق التي في حوزته، حيث يحرص المستثمر عادة على إدارة محفظة استثماراته لتحقيق أعلى عائد ممكن وأقل مخاطر وأعلى سيولة في نفس الوقت، وتتوقف سرعة استرداد المستثمر لأمواله على مدى نشاط البورصة وثقة الأفراد فيها، ويتوقف نشاط التعامل على بعض العوامل الداخلية وبعض العوامل الخارجية كما يلي:

- **العوامل الداخلية:** وتشمل على مدى السماح بعمليات البيع على اختلاف أنواعها الحاضرة والآجلة أو باستخدام الحسابات الجارية أو حقوق الخيارات مما يسمح بقدر مناسب من المضاربة المقبولة والتيسير على المتعاملين في تمويل عملياتهم، ولا يعتمد السوق في هذه الحالة على الأموال الحاضرة فقط.
- **العوامل الخارجية:** وتتعلق هذه العوامل بحجم قاعدة ملكية الأسهم والسندات المقيدة بالبورصة، ويتوقف ذلك على مدى كبر حجم الشركة حيث يقل احتمال تركز الأسهم في أيدي شخص أو أشخاص قليلين كلما كبر حجم الشركة، إذ يقلل احتكار قلة من المساهمين من إمكانية البيع أو التخلص من الأسهم.

3- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية:

حيث تقوم البورصة بتسجيل حركة أسعار التداول لجميع الصفقات وبيان عروض البيع وطلبات الشراء في سوق منافسة تامة تتحدد فيها الأسعار طبقا لظروف العرض والطلب، وذلك في إطار من الإفصاح والشفافية التي يحرص القانون على توافرها في السوق حتى تكون القرارات حرة تماما وبناءً على معلومات صحيحة ومعلنة للجميع دون أن يحتكرها أحد سواء في ذلك في المعلومات عن

الإفصاح عن الأوضاع الانتاجية والمالية والإدارية الحالية للشركات مصدرة للأوراق المالية أو المعلومات الخاصة بالاتجاهات المستقبلية عن النشاط الإنتاجي والاستثماري والتسويقي لتلك الشركات، حتى يكون المتعاملون على علم تام بحقيقة الأوراق المالية التي يتداولونها فضلا عن اضطرار إدارة البورصة إلى التدخل لضبط المضاربة غير الطبيعية عند اللزوم مثل حالات المضاربة الجامحة التي تضطر الإدارة إلى وقف التعامل لفترة زمنية معينة خلال جلسات التداول أو وقف التداول كليا لبعض الأوراق المالية.

4- مؤشر لقوة أو ضعف الاقتصاد القومي:

تعتبر البورصة مرآة حقيقية عن مدى قوة أو ضعف الاقتصاد القومي فعندما يرتفع معدل النمو الاقتصادي وتسود اتجاهات تفاؤلية في الاقتصاد القومي يتجه نشاط التعامل في البورصة إلى الازدهار، وتعكس البورصة مدى نجاح أو فشل السياسات الاقتصادية والمالية في تحقيق أهداف النمو، التشغيل، التجارة والاستثمار في المجتمع ومدى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية في المستقبل وإمكانية التنبؤ بالمشروعات المطلوبة وتوقيتها المناسب ومدى ملائمة التشريعات المالية والاقتصادية وردود الفعل اتجاه هذه التشريعات، وبذلك توفر بيانات تحليلية عن الأداء الاقتصادي للقطاعات النشاط الاقتصادي في الحاضر والمستقبل. [1]

5- وظيفة تمويلية:

تلعب البورصة دورا مهما في توفير اللازم للمشروعات الجديدة (سوق الإصدار) والحصول على التمويل اللازم للتوسعات الاستثمارية والإحلال والتجديد والتطوير التكنولوجي، من خلال طرح أسهم اكتتاب جديدة في أسهم ذات الشركات المتداول أسهمها في البورصة والمعروفة للمتعاملين، وذلك بالإضافة إلى إمكانية استخدام الأسهم والسندات كضمان للحصول على التمويل اللازم من مؤسسات التمويل اعتمادا على الأسعار المعلنة في السوق مع الحيطة والحذر ضد مخاطر التقلبات التي

[1] دريد كمال آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، ط02، الباروزي للنشر، الأردن، 2009، ص188.

تحدث في أسعار التداول، وبذلك تلعب البورصة دورا هاما في توفير التمويل اللازم للاستثمار وجذب المدخرات وتوجيهها في قنوات الاستثمار. [1]

6- وظيفة المضاربة:

ذهب كثير من خبراء المال والاستثمار إلى أن المضاربة وظيفة رئيسية من وظائف البورصات حيث لا توجد بورصة بدون مضاربة، والتي تعتمد أساسا على التنبؤ بأسعار البيع والشراء للأوراق المالية في المستقبل في ضوء المتاح من البيانات والمعلومات عن الشركات مصدرة الأوراق المالية، والحالة الاقتصادية العامة للاقتصاد القومي والحالة الاقتصادية لقطاع النشاط الذي تنتمي إليه الشركات المتداول أسهمها بالبورصة، مع الحرص على توافر مجموعة من الخبراء في مجال التحوط ضد المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بالظروف المستقبلية خاصة في عمليات البيع على المكشوف التي تضغط على السوق بصفة مؤقتة ولكنها تعتبر عنصرا من عناصر الثبات والاستقرار في المستقبل.

7- المحافظة على الثروة وتنميتها:

- إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في البورصة 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 إنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يقتنيها. [2]
- وجود البورصة بشكلها الرسمي يقلل من تكلفة عملية الاستثمار، لأن المعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار يفترض أن تتوافر من خلال أجهزة البورصة ما يؤدي إلى توفير في المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا القرار. [3]

8- وسيلة لقياس قيمة الأموال: يتم الإعلان يوميا في البورصة عن أسعار الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فالبورصة أداة لقياس قيمة المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع قيمة هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعمق بالتطورات الاقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك. فالبورصة تعتبر أحد الركائز

[1] مسعودي محمد لمين، **بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية**، كلية الحقوق والعلوم السياسية، مجلة الباحث للدراسات الأكادمية، المجلد02، العدد02، 2015، ص327.

[2] زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات**، ط01، القاهرة،مصر، 2007، ص 10.

[3] الجنابي حيدر عباس عبد الله، **الأسواق المالية والفشل المالي**، ط01، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص18.

لإقامة اقتصاد السوق وبالتالي فإن الأسعار اليومية المعلن عنها في البورصة، بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين (تحليل الميزانيات، التحليل المالي والتجاري، أفاق المؤسسة في السوق)، تشكل منهجية لتقييم المؤسسات معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية.[1]

ثانيا: أهمية البورصة:

تتشكل أهمية البورصة من خلال مختلف الآثار التي تخلقها على القطاعات التي تمسها، والفوائض المالية التي تضيفها لها، ولذلك سوف نتطرق إلى أهمية البورصة من خلال مختلف الأطراف والقطاعات الفاعلة فيها:

1- بالنسبة للفرد للأفراد والمؤسسات:

- يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأصول الفائضة لديه، وهو بهذا يسعى للحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أوراق مالية (أسهم وسندات).[2]
- البورصة تعد مكانا مناسبا لبيع الحقوق وشرائها بشكل مباشر دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وآلات ومعدات ونحوها.
- المساعدة في تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب لتخلق المنافسة العادلة بين المؤسسات.
- تسيير تداول الأوراق المالية والصكوك لمن أراد سيولة سريعة، والبورصة توفر للمستثمر مكانا لاستثمار مدخراته أو تحويلها إلى سيولة عند الحاجة، كما أنها توسع دائرة الاختيار أمامه مما ينوع استثماراته، وتساعد السوق الثانوية في تسهيل بيع الأوراق المالية عند زوال مثل تلك الطوارئ وإعادتها للاستثمار في القنوات المعتادة، ولولا وجود البورصة لبقيت الأموال معطلة للطوارئ.
- سرعة تداول الأوراق المالية.
- معرفة أسعار الأوراق المالية في أي وقت وذلك بالاطلاع على تسعيرة السوق.

[1] Olivier p,op.cit , p312 -313.

[2] زيدان محمد، نورين بومدين، **دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق**، مداخلة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية–، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر،بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر2006، ص03.

- تحويل الأوراق المالية إلى نقد سائل ولهذا السبب تجد أن الشركات والمصارف تحوز كميات كبيرة من الأوراق المالية كمال احتياطي.
- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لان الراهن لا يقبل رهانا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعا، وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك عادة بعد:
  - معرفة المركز المالي للشركة.
  - معرفة استقرار أسعار أسهمها في البورصة.
  - كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد.
  - سرعة تداول أسهم الشركة في البورصة.[1]
- تحويل الخطر وذلك عن طريق تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها شركات المساهمة، وكذلك تعتبر البورصة بمثابة أداة هامة لتقويم المؤسسات والمشروعات.
- تساعد المؤسسات على توسيع نشاطاتها وذلك من خلال الحصول على الموارد التي تحتاجها من خلال طرح أسهمها للاكتتاب.[2]

2- بالنسبة للاقتصاد الوطني:

تظهر مجموعة من البراهين على أن البورصة تقدم خدمات تؤدي لدفع عجلة النمو الاقتصادي ولها أهمية كبرى على المستوى الاقتصاد الوطني ويمكن سرد أهميتها فيما يلي:

- توفير فرص عمل جديدة للناس من كل الطبقات وذلك بتوسيع عمليات البورصة من وقت لآخر.
- زيادة إيرادات الحكومة من حيث تكلفة الضرائب على الصفقات التجارية سواء كانت من قبل الأشخاص أو المؤسسات المالية.
- البورصة تعتبر معيارا أساسيا للواقع الاقتصادي القومي، إذ أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار كما يرى علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصة يعتبر مؤشرا لقوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه.[3]
- يعتبر أداة دفع غير محدودة في الاقتصاد، فهي تؤثر في كل الجوانب ونشاطات الاقتصاد، وهي في نفس الوقت تتأثر بهذا كله، ومن خلال هذا التأثير والتأثر المتبادل تحدث نتائج جيدة.

---

[1] نمر ربيحة، **دور البورصة في تفعيل التنمية الاقتصادية**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، المجلد1، العدد1، 2016، ص96.

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

[3] عبد الحميد رضوان سمير، **أسواق الأوراق المالية**، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص34.

- جذب الفائض غير المعبأ، وذلك من خلال جذب المال غير الموظف وتحوله من مال عاطل لا أثر له إلى رأسمال مشغل وله أثر إيجابي.
- توظيف الأموال بفعالية، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والمؤسسات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائدا مناسبا لهم.
- تحسين كفاءة الإدارة، حيث تتابع الإدارة أسعار أسهم مؤسستها في البورصة وبالتالي تعمل هذه الإدارات على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تهبط أسعار أسهمها.[1]
- تصلح أن تكون أداة لتوزيع الثروة بين الناس وتحقيق العدل حتى لا يكون المال في أيدي فئة قليلة من الناس، فالثروة التي يملكها عدد من الناس يمكن توزيعها بسهولة إلى الآخرين بواسطة البورصة.
- تسهيل تسيير رؤوس الأموال بصفة سريعة ومستمرة من قبل المستثمرين سواء كانوا من المساهمين أو المقرضين.[2]

[1] الخضيري محسن أحمد، **كيف تتعلم البورصة في 24سا**، ط02، أتراك للنشر والتوزيع، القاهرة،مصر، 1999، ص10.

[2] الحناوي محمد صالح وآخرون، **بورصة الأوراق المالية – بين النظرية والتطبيق**، ط01، الدار الجامعية، الاسكندرية،مصر، 2002، ص28.

المبحث الثاني: تسيير وتنظيم البورصة

تختلف التنظيمات التي تسير البورصة من دولة إلى أخرى عبر العالم لذلك سنركز على أهم المبادئ والنظم في أغلب البورصات.

المطلب الأول: الهيئات المنظمة للبورصة

بما أن البورصة هي سوق منظمة فإنه من اللازم توافرها على مجموعة من الهياكل التنظيمية تشرف على تسييرها تفاديا لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة، ومن أهم هاته المنظمات ما يلي:[1]

أولا: المنظمة الدولية للهيئات المشرفة على البورصة:

هي أعلى منظمة في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال وقد تأسست المنظمة في عام1983، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقرا لها، وتضم المنظمة 124 عضوا من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية، وتهدف إلى تأسيس ونشر المعايير الدولية مع رؤية مستقبلية لتحسين شفافية وفعالية البورصة وحماية المستثمرين، بالإضافة إلى تفعيل التعاون بين المنظمين للحد من الجرائم الاقتصادية. وتسعى المنظمة لتحقيق أهدافها الرئيسية وهي:

- اتحاد الأعضاء في تطوير وتنفيذ المعايير الدولية الموحدة من الرقابة والتنظيم والإنفاذ وتعزيز الالتزام بها ، وذلك بهدف حماية المستثمرين والحفاظ على عدالة وفعالية وشفافية البورصة والسعي للتصدي للأخطار النظامية.

- تبادل المعلومات على المستويين الإقليمي والدولي حول المهارات المكتسبة بهدف المساعدة في تطوير وتقوية البنية التحتية للبورصات وتطبيق الأنظمة الرقابية الملائمة.

- الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.

- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة.

[1] Berrag M ,**Le marché financier en Algérie, la réalité et les espérances** ,magistère en science de gestion, école supérieur de commerce, Juillet 1993,P33 -34.

– الإشراف على الأسعار بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء والإعلان عنها.

– تسجيل الشركات والهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة.

ثانيا: لجنة الأوراق المالية:

ظهرت هذه اللجنة سنة 1933م بالولايات المتحدة الأمريكية وتزامن إنشائها مع بروز الأزمة الاقتصادية لسنة 1929م. كما جاء دور هذه اللجنة في بداية الأمر التحقيق ومعرفة الأسباب الرئيسية وراء هذه الأزمة من جهة – من خلال تفسير أسباب انخفاض قيمة الأسهم، أما من جهة أخرى أخذت بعدا آخرا من خلال اهتمامها بمراقبة عمليات البورصة بكل جدية وإبلاغ الجمهور بكل المستجدات التي تخص الأسهم والسندات المقبولة والتسعيرة، ضف إلى ذلك حماية الأسعار من كل أشكال المضاربات التي قد تمسها.

ثالثا: مجلس سوق الأوراق المالية:

يعبر هذا المجلس عن الهيئة التي تشرف على السوق مكونة من مجموعة أعضاء مهنيين يتم تعيينهم خلال فترة تصل في الغالب إلى أربع سنوات، بناءً على اقتراح من الهيئة الممثلة للمؤسسات التي تقوم بالإصدار والمستثمرين والوسطاء ومؤسسات الاستثمار ويتجسد مهام هذه الهيئة فيما يلي: [1]

– تسجيل قيد وشطب القيم من القائمة الرسمية للسوق الثانوية ويمكن للجنة عمليات البورصة معارضة قراراتها.

– تحديد قواعد سير سوق الأوراق المالية.

– الرقابة على الصفقات التي تتم في الأوراق المالية من خلال تحديد الأسعار ومراقبتها، والإشراف على العروض العامة للشراء.

– مراقبة المتعاملين الموجودين تحت وصايتها من خلال اعتماد شركات البورصة، وتسليم ونزع البطاقات المهنية للأفراد الذين يعملون باسمها.

[1] تاريخ الاطلاع 20 سبتمبر 2020 الساعة 19.08: http://www.pcma.ps/authority/Collaboration/Pages/IOSCO.aspx .

رابعا: لجنة عمليات البورصة:[1]

ظهرت هذه اللجنة بفرنسا سنة 1967م ووظيفتها الأساسية الإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات والتعديلات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها. فهي عبارة عن هيئة إدارية تتولى القيام بمراقبة المعلومات وحمايتها من التسرب إلى بعض المستثمرين قبل وصولها إلى السوق قصد ضمان السير الحسن للسوق. كما تتولى مراقبة مختلف العمليات التي تخص الإصدار والتداول وحماية المستثمر من مخاطر تقلبات السوق. كما تجدر الإشارة أن تنظيم هذه اللجنة يختلف من بلد لآخر، خاصة من حيث عدد أعضاء اللجنة والمهام الموكلة لها. وذلك راجع عموما إلى تأثيرات حجم السوق المالي ونشاطه، وفي الغالب نجد أن هذه اللجنة تتكون من الرئيس ومجموعة من الأعضاء يتم اختيارهم ممثلين للهيئات التالية:

- ممثل عن البنوك.
- ممثل عن الشركات المسعرة في البورصة.
- ممثل عن الجمعيات المعنية المتخصصة في مجال الاستثمار في البورصة.
- ممثل عن الحكومة.
- ممثل عن المحكمة العليا.
- ممثل عن مجلس المحاسبة.

- كما تتمتع هذه اللجنة بممارسة سلطة تأديبية على المتدخلين في البورصة في حالة القيام بممارسات لا أخلاقية أو الإخلال بالمبادئ والإجراءات العامة لها. تتصدى للمضاربة وحماية السوق من الأزمات.

خامسا: لجنة الأوراق المالية والاستثمارات:[2]

حسب قانون 1986م منحت الحكومة البريطانية لهذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات

[1] زرموت خالد، **تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2010-2015**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم اقتصادية وعلوم التسيير ، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر03، 2015-2016، ص25-26.

[2] سحنون جمال الدين، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس الجزائر**، أطروحة دكتوراه ،كلية العلوم اقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر03، ، 2007-2008، ص 8.

في البورصة بإنجلترا، و بموجب هذا الإجراء فإن كل الصلاحيات أسندت لهذه اللجنة.

كما نجد على رأس هذه اللجنة محافظ البنك المركزي الذي تخول له السلطة في منح الإمضاءات لمؤسسات الاستثمار بناءً على اقتراح من مجلس البورصة. وهذه اللجنة مسؤولة عن مراقبة ما إذا كان الشكل القانوني للمرشح مطابق للقوانين السارية المفعول أم لا. بالإضافة إلى تركيبة المساهمين وتوازنها، وفي حالة تحيز في الهيكل المالي لأي شركة ينبغي إبلاغ اللجنة ومجلس البورصة معا.

سادسا: اللجان الفرعية للبورصة: [1]

تتشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم ومراقبة جميع المعاملات بالبورصة، وأهم هذه اللجان نذكر منها ما يلي:

- **لجنة التأديب:** وتختص في فصل المخالفات بين أطراف العمل داخل البورصة.
- **لجنة التحكيم:** تعمل على حل المنازعات بين أعضاء البورصة والوسطاء.
- **لجنة التسعيرة:** وتهتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.
- **لجنة قيد الأوراق المالية:**

تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعيرة.

- **لجنة المقاصة:**

تقوم بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشترين.

- **لجنة المراقبة:**

وتهتم بمراقبة أوضاع السوق وحركات الأسعار وطبيعة العمليات.

- **لجنة السماسرة:**

تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة.

[1] التميمي أرشد فؤاد، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2010، ص26.

المطلب الثاني: المتعاملون في البورصة

يمكن تصنيف المتعاملين في البورصة حسب عدة معايير كالآتي:

أولا: تصنيف المتعاملين إلى طالبين وعارضين للأوراق المالية:

من خلال هذا التصنيف نتطرق للأطراق المتعاملة في سوق الإصدار، و عليه يمكن تقسيم المتعاملين في البورصة إلى كل من الطالبين والعارضين لرأس المال.

1- الطالبون للأوراق المالية: [1]

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين:

الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها.

الفئة الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في البورصة بهدف تحقيق إجراءات إضافية. ومما سبق يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:

- يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.
- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.
- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركات لها خبرة بالبورصة.

2- العارضون للأوراق المالية: وهم يأخذون في أغلب الأحيان تشكل المؤسسات الصناعية والتجارية التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق العادية...إلخ.[2]

---

[1] أوزيل محمود أمين ويوسف البطريق، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص51.

[2] طوبال لطيفة، **أسواق الأوراق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة البورصات العربية في ظل العراقيل القانونية والتحديات الهيكلية**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم اقتصادية وعلوم التسيير العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وتقنيات كمية، جامعة الجزائر 03، 2016-2017، ص20.

تتطلب عملية دخول المؤسسات إلى البورصة جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب القانوني وما يجب الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة إلى أخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة ويمكن تلخيصها فيما يلي: [1]

- أن تكون المؤسسة في شكلها القانوني شركة مساهمة.
- أن تكون قد تأسست وزاولت نشاطها لأكثر من ثلاث سنوات على الأقل.
- أن تفتح رأسمالها الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة لا تقل عن 20% .
- أن تكون محققة لأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في البورصة مع توزيع الأرباح خلال هاتين السنتين.
- تجهيز ملف الدخول للبورصة وإيداعه لدى الجهات المختصة.

ثانيا: تصنيف المتعاملين حسب هدف التعامل:

وينقسم هذا التصنيف إلى ما يلي: [2]

1- المضاربون المحترفون:

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار في البورصة بصفة دائمة. هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي، كاستخدام نموذج دورة السوق وتشخيص الاتجاه الرئيس، والذي يمثل نموذجا لتتبع الاتجاهات السلوكية والنمطية لأسعار السوق. ويراهن المضاربون على تحركات الأسعار المستقبلية لتحقيق مكاسب غير طبيعية.

2- المضاربون الهواة:

تهدف هذه المجموعة للاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة في السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، إذ تقوم هذه الفئة بشراء الأوراق المالية وبيعها في الوقت ذاته سواء في السوق

[1] Jack M, **Les Marches Boursiers**,3ed, Verreul, 1997, Paris, p 28p29.

[2] بوشنين ليلي، **دور منتجات الهندسة المالية في استقرار الأسواق المالية –حالة صناديق استثمار السوق المالي السعودي-**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 5 و6 ماي 2014، ص8.

نفسه، أو إعادة بيعها في أسواق أخرى، للاستفادة من فروقات الأسعار. وعادة ما تختفي هذه الفئة من البورصة نتيجة تحقيق الخسائر المتتابعة.

3- المتآمرون:

تعمل هذه المجموعة على التحكم بأسعار الأوراق المالية وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل، الناتج عن قوى العرض والطلب العادية، وتتميز هذه الفئة بتوافر الموارد المالية الضخمة لديها والتي تمكنها من تحقيق أهدافها.[1]

4- المتخصصون:

هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة معينة أو عدد محدد من الأوراق المالية، هذا وإذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة حيث أن المتخصص في ورقة معينة هو محتكر لها، وهو وحده الذي يمكنه الاطلاع على الأوامر المحددة المتعلقة بتلك الورقة، وعادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة (الوساطة مقابل عمولة) وبين نشاط التجارة (بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم)، ويلعب المتخصصون دورا هاما في البورصة مؤديا المساعدة على استقرار التعامل داخل البورصة حيث أنه في حالة زيادة العرض على الطلب بالنسبة لورقة مالية معينة يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين والعكس صحيح.[2]

5- المستثمرون:

هم الذين يشكلون المزود الأساسي لرأس المال في البورصة (المقرضون)، حيث يدخل المستثمر إما بائعا أو مشتريا للورقة المالية، ويمكن تصنيف المستثمرين إلى مستثمر فرد وهو الشخص الطبيعي وشركة مستثمرة وهي شخص معنوي. يبني المستثمر قراره الاستثماري بناءً على ركنين أساسيين هما ما يرغب أن يتحمله

[1] زودة عمار، **الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية وآفاق تطويرها في الجزائر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة العربي بن مهيدي،أم البواقي،الجزائر،2016- 2017، ص21.

[2] مصطفى محمد عبده محمد، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، ط01، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص10.

من مخاطر (درجة خطورة الاستثمار) وما يحققه من عوائد (العائد على الاستثمار).[1] ويمكن أن يكون المستثمرين فيما يلي:

5-1- شركات إدارة المحافظ:

إن شركات إدارة المحافظ هي شركات متخصصة في عمليات التنويع والانتشار وتوزيع المخاطر النابعة من التعامل بالأوراق المالية، التي تتكون منها المحافظ. وتعمل هذه المشركات لحسابها الخاص أو لصالح الزبائن، ويغطي نشاطها الأسواق المحلية والدولية. والجدير بالذكر أنه كلما كانت هذه الشركات عالية الكفاءة، كثيرة العدد، وواسعة الانتشار، كلما كانت أكثر فعالية ونشاط لتحريك السوق، وبالتالي إيجاد توازنات تؤدي إلى استقرار البورصة واستمرار آلياتها في العمل بشكل سليم.

5-2- صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي عبارة عن تجمع مالي يأخذ شكل السلة أو الوعاء يحتوي على تشكيلة متنوعة من الاستثمارات (أوراق مالية، عملات، سلع، وغيرها)، تدار على شكل محفظة متكاملة. وأنواع الصناديق كثيرة ومتعددة، فمنها المغلق والمفتوح، ومنها ما هو تابع للمصارف، ومنها ما هو تابع لشركات التأمين والضمان الاجتماعي. والتعامل في البورصة يعتبر من أهم نشاطات هذه الصناديق، حيث تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة.[2]

5-3- وكلاء المستثمرين (أمناء الاستثمار):

يقوم أمناء الاستثمار بالاتصال بكبار المستثمرين في البورصة، واقناعهم بالتعامل بأوراق معينة، بهدف صنع أسواق لها. وبصفة خاصة يتم الاتصال بهؤلاء المغامرين والمضاربين في البورصات، من الذين يركزون نشاطاتهم على عقود الخيارات والأسواق المستقبلية. كما ينشط هؤلاء الوكلاء في تغذية البورصة بالأوراق المالية الجديدة، التي تطرح لأول مرة، أو التي تضاف إلى السوق من خلال زيادات رؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسات المسجلة بالبورصة، والتي تتداول أسهمها في السوق.[3]

---

[1] الربضي ديما وليد حنا، **الأسواق المالية تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية**، ط01، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة اليرموك- الأردن، 2015، ص12-13.

[2] عبد الحي هشام أحمد، **الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية- دراسة تطبيقية فقهية**، ط01، منشأة المعارف، مصر، 2011، ص53.

[3] عجام هيثم، **التمويل الدولي**، ط01، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص88.

ثالثا: المتعاملين في البورصة المباشرين و غير المباشرين:

1- السماسرة:

السماسرة هم وسطاء يقومون مقابل أجرة بإيجاد نظير للطلب الموجه إليهم، فهم موجودون من أجل منح تسهيلات للدخول في السوق، حيث يؤدون دورا فعالا من خلال تنظيمه.[1]

السماسرة هم وسطاء في البورصة يعملون كوكلاء للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على ملاقاة بين رغبات المشترين وبين رغبات البائعين مقابل عمولة محددة.

وعليه فإن عملية تداول الأوراق المالية في البورصة تتم عن طريق السماسرة، فيكفي على العميل أن يصدر أمرا لسمساره ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي للبورصة، من هنا فللسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى البورصة من جهة، والعمل على تنفيذها من جهة أخرى. والسمسار يتمتع بدراية وعلم في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء للأوراق المالية لحساب عملائه في البورصة وفي المواعيد الرسمية، كما يعد مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية يتمها.

ونظرا لدور السمسار الفعال في البورصة فقد اشترط في بعض القواعد لحماية المتعاملين أهمها:

- أن يكون متمتع بالأهلية القانونية والتأهيل العلمي وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بالإدانة في جناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد، إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.
- أن لا يكون قد حكم عليه بالتوقيف أو الغرامة بصفته ملحقا بأحد مكاتب السمسرة، وأن لا يعمل بأعمال تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما لا يجب أن يكون عضوا بمجلس إدارة إحدى المؤسسات.
- لضمان حياده الكلي فلا يجوز له أن يعقد عمليات في البورصة لحسابه الخاص أو لحساب أقاربه، بمعنى أنه ينبغي أن لا يكون من المضاربين في السوق لحسابه الخاص أو لأحد يقربه، كما لا يمكنه أن يقرض بضمان أوراق مالية مودعة لديه وإلا تعرض للشطب.

إضافة إلى أنه لا يجوز له أن يقترض بضمان أوراق مالية له إلا في حدود مبلغ لا يزيد عن 2/3 من رأس ماله، ولا يزيد عن 1/2 من قيمة الأوراق المالية الضامنة له.

[1] Patrice F, **Marchés des changes**, Pearson Education France, Paris, 2009, P17.

- يجب أن يكون السمسار قادرا طوال الوقت على تقديم المعلومات والبيانات المالية الخاصة بالمؤسسات في البورصة، وأن يكون من المكاتب المشهود لها بالأمانة والصدق والمقدرة على التعامل العادل.[1]

1-1- وظائف السمسار: يمكن إيجاز وظائف السمسار في الخدمات التي يمنحها للمتعاملين في البورصة في النقاط التالية:

- **الوساطة بالعمولة:** بحيث يقوم الوسيط بشراء أو بيع الأوراق المالية لصالح العملاء مقابل عمولة محدودة يتقاضاها من المشتري أو البائع، وهذه العمولة عادة تحددها لجنة إدارة البورصة وتصادق عليها الحكومة.
- **وساطة بيع وشراء لصالح محفظة السمسار:** بحيث يجوز للسمسار أن يبيع أو يشتري لصالح محفظته، بعد حصوله على ترخيص خاص بذلك من إدارة البورصة.
- **وساطة لتغطية الإصدارات الجديدة:** حيث يكون الوسيط –بموجب هذا الترخيص–حلقة ما بين الشركة أو المؤسسة المصدرة للأوراق المالية الجديدة وبين الجمهور بصفة عامة.
- **وساطة لترويج الإصدارات الجديدة:** يقوم السمسار بهذه الخدمة بموجب ترخيص معين كما هو الحال بالنسبة للوساطة السابقة، لكنه لا يتعهد هنا السمسار بشراء أو تغطية أي جزء من الإصدارات الجديدة وبيعها للجمهور حسب الاتفاقية التي تربطه بينه وبين الجهة المصدرة.
- **وساطة استشارية مالية للاستثمار في الأوراق المالية:**

من المعلوم أن العميل يستشير السمسار في الأمور المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية، طبيعة وحدود هذه الاستشارة تتوقف على شروط الاتفاقية، وفي هذا الصدد نجد هناك نوعان من الاتفاقية هما اتفاقية استشارية أين يمارس فيها السمسار دور المستشار، ما يسمح له بالتعهد على الإشراف المستمر على استثمارات العميل، أما النوع الثاني من هذه الاتفاقية، تتمثل في الاتفاقية الإدارية، لاسيما أن السمسار في هذه الحالة يتولى مسؤولية إدارة محفظة العميل، وذلك في إطار استراتيجية الاستثمار الخاصة بالعميل[2].

[1] شمعون شمعون، **البورصة**، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1998، ص35.

[2] زرموت خالد، مرجع سبق ذكره، ص34.

2- الوسطاء: يعرف بأنه شخص معنوي متمثل في شركات لها كيان قائم يقوم ببعض أو جميع أعمال الأوراق المالية نيابة عن العميل بموجب تفويض منه، وبناءً على تراخيص رسمية صادرة من هيئة السوق المالية، ويترتب عليه التزامات وضمانات يجب استيفاؤها منه.[1]

2-1- أنواع الوسطاء في عمليات البورصة:

إن نوع الوسيط المالي يتحدد تبعا لطبيعة الترخيص الذي يمنح له من الجهات المعنية، والذي يحدد طبيعة النشاط الذي كلف به، وإجمالا يمكن تقسيم الوسطاء تبعا لهذا المعيار إلى قسمين:

- **الوسيط ذو النشاط المحدود:**

يمارس هذا الوسيط نشاطا واحدا في البورصة وهو التفاوض في القيم المنقولة. ويتمثل التفاوض في القيم المنقولة لحساب العمال في تلقي الأوامر بالبيع والشراء منهم، والسعي لتنفيذها في أحسن الظروف داخل البورصة وذلك وفقا لنوع وطبيعة الأوامر التي تحدد سلطات وصلاحيات الوسيط في التنفيذ.

- **الوسيط ذو النشاط الدائم:**

يمارس هذا الوسيط نشاطا موسعا يشمل كل العمليات على القيم المنقولة كشراء وبيع القيم المنقولة لحسابه وتوظيفها لحساب الغير وتسيير حافظات القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل.[2]

3- المشرعون والمنظمون:

وهي الجهات التي تضع التشريعات اللازمة لتنظيم عمل البورصة وتراقب سير عمليات التداول كما تتأكد من التزام المؤسسات بالتشريعات الأساسية والقوانين مثل شروط الإدراج وقوانين الإفصاح وعادة ما تلعب الدولة هذا الدور.[3]

---

[1] التويجري صالح بن عبد الله، **مسؤولية الوسيط في سوق الأوراق المالية في النظام السعودي- دراسة مقارنة-**، أطروحة دكتوراه ،كلية العدالة الجنائية ، قسم الشريعة والقانون، ، تخصص الشريعة والقانون ، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية الرياض، السعودية، 2013- 2014، ص9.

[2] بلجراف سامية، **طبيعة وحدود مسؤولية الوسيط في بورصة القيم المنقولة**، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، 2016، ص244.

[3] الربضي ديما وليد حنا، مرجع سابق، ص13.

المطلب الثالث: آلية التعامل في البورصة

يتم التعامل في البورصة وفقا لجملة من العمليات وانطلاق من عمليات البورصة والأوامر الصادرة فيها والأسعار المحدد، لهذا سنتطرق إلى ما يلي:

- عمليات البورصة.
- أوامر البورصة.
- التسعير في البورصة.

أولا: عمليات البورصة:

أسهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصال في تطوير تكامل البورصات، فانعكس ذلك في تعدد وتنوع عملياتها وتحريرها من القيود، مما أعطى الفرصة للمستثمرين المحليين والأجانب للتعامل بمختلف الأوراق المالية، فعلى إثر ذلك تطورت العديد من التعاملات في البورصة نلخصها فيما يلي:

1- العمليات العاجلة:

تتميز هذه العمليات بأنها تتم فورا، حيث يجرى دفع الثمن للبائع حالا وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة قصيرة. وبشكل عام، فإن العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات السوق الثانوية في البورصة.

ولأن المبادلات العاجلة غالبا ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عامة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في الشراء غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين في حين أن المتعاملين العاديين يعمدون إلى شراء أو بيع القيم والتعامل بهذه الطريقة يتم وفقا لمجموعة من الاعتبارات أهمها: [1]

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك الفترة.
- قصد المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية، حيث يقومون ببيعها عندما يتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عمليات البيع هذه بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة، وذلك ببيع تلك الأصول

[1] شيخي بلال، **تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية الواقع والآفاق**، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2010-2011، ص61.

في السوق الفورية ويمكن الإشارة هنا على أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات العاجلة جملة من العناصر التي شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل.

ويمكن عرض هذه العناصر كما يلي:

- بيان طبيعة المعاملة ونوع الأوراق المالية المرغوب فيها.
- كمية القيم المتداولة المعروضة أو المطلوبة.
- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

2- العمليات الآجلة: [1]

العمليات الآجلة هي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية لآجال متباعدة في الزمن، حيث لا يدفع الثمن ولا يتسلم الأصول وقت عقد الصفقة بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقا. وبموجب العمليات الآجلة، يلتزم كل من البائع والمشتري بتنفيذ عملية التصفية النهائية للصفقة بالتسليم والاستلام.

والتصفية النهائية للصفقات بين المتعاملين بيعاً وشراءً تأخذ أحد الشكلين المواليين:

- دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ الصفقة.
- تسوية الفرق بين سعري الأصول موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة وعند التصفية).
- وبغية الحد من المخاطر، وأخذا بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين، فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة بتسديد جزء من قيمة الصفقة فورا على أن يتم دفع المتبقي حسب الاتفاق، ويعتبر الجزء المدفوع ابتداءً التأمين المالي، والذي يعرف باسم التغطية.

ويمكن اعتبار العمليات الآجلة المثال الحي لعمليات المضاربة، ذلك لأن البائع يضارب على ارتفاع الأسعار في الوقت الذي يراهن المشتري على نزولها.

وفي الأخير فإن أهم وظائف العمليات الآجلة تتمثل فيما يلي:

- تسهيل أعمال المضاربة على أمل تحقيق عائد في الآجال المحددة بالنظر إلى تغير الأسعار بالصعود أو الهبوط.

[1] حنفي عبد الغفار، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص235.

- إمكانية قيام المستثمرين بالعملية على المكشوف عندما يقدرون أن السعر يظهر ملائما في العاجل دون الآجل.

ثانيا: أوامر البورصة: وسيط التداول في عمليات البورصة يتسلم أوامر البورصة من الزبائن ويقوم بتنفيذها، حيث العمليات في البورصة لا يمكن أن تبدأ إلا بعد قيام الزبون إعطاء أوامر بالبيع أو الشراء لذلك سنوضح أوامر البورصة فيما يلي:

1- تعريف أوامر البورصة:

هي عبارة عن تفويض أو إذن من العميل إلى الوسيط لبيع أو شراء ورقة مالية معينة، ويدخل العميل في هذه العلاقة مع الوسيط عن طريق العقد الذي يخول له الوسيط أن يدخل في علاقة بيع أو شراء مع المشتري أو البائع للورقة المالية المعينة وفقا لأوامر العميل، ويجب أن يكون الأمر صادرا ممن له الصفة القانونية في عمليات التداول الذي هو الوسيط في عمليات التداول في البورصة، ومقترنا بالتفويض لإجراء التعامل.

وأن يكون الأمر منصبا على ورقة مالية محددة، واقتصار هذه العملية على الوسيط لإنجازها في البورصة سببه الاحتكار الممنوح له من القانون من أجل الانفراد بالوساطة في عمليات التداول في البورصة.

ويعرف أيضا بأنه الوكالة المعطاة لشركة البورصة من قبل أحد زبائنها ببيع أو بشراء قيمة معينة في البورصة. وهذا الأمر ملزم للوسيط حيث لا يستطيع رفض تقديم مساعدته. هذا الأمر يجب تنفيذه بحسب شروط عمليات البورصة، ولا يكون الأمر بالتالي صالحا إلا إذا أعطى للوسيط الذي يتمتع بسلطة قانونية لإجراء العملية.[1]

2- أنواع الأوامر:

يمكن أن تكون أوامر البورصة في أشكال عديدة ومختلفة نلخصها فيما يلي:

[1] سي الطيب محمد أمين، **النظام القانوني لأوامر البورصة في التشريع الجزائري**، مجلة البحوث القانونية والسياسية، المجلد02، العدد 11، الجزائر، 2018، ص382.

2-1- الأمر المحدد للسعر: [1]

يعتبر الأمر المحدد للسعر Limit Order من الأوامر الشائعة والذي يعني أن المستثمر يحدد السعر الذي يتم به الشراء أو البيع للسهم أو السند، فمثلا بفرض أن المستثمر يرغب في شراء 3000 سهم من أسهم الشركة المتحدة معينة حيث يعتبر هذا الطلب كبير نسبيا بالنسبة لهذا النوع من الأسهم، وبفرض أن آخر سعر الشراء 25.5 دولار (سعر الافتتاح) وسعر البيع 25 دولار، يعني هذا أن سعر الشراء 25.5 (سعر الافتتاح) وسعر البيع 25 دولار (سعر الإقفال ليوم أمس)، وبفرض أن المتاح حاليا في السوق هو شراء 3000 سهم مما يؤدي إلى دفع السعر إلى أعلى مما يدفع المستثمر إلى تحديد حد أقصى للسعر بأن يذكر في الأمر 3000 سهم بسعر 25.5 دولار، هذا يعني أنه مستعد لشراء أي عدد من الأسهم حتى 3000 سهم، ومن الواضح أن المستمر يتحمل المخاطر الناتجة عن عدم شراء أو بيع الأسهم بالسعر المحدد.

تصنف الأوامر المحددة للسعر إلى:

- **أوامر يومية:**

تعتبر الأوامر اليومية مناسبة حيث يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بالبورصة، فمثلا إذا طلب أحد المستثمرين في الأمر اليومي شراء 3000 سهم بسعر 25.5 دولار، ولكن تم تدبير 1000 سهم فقط في هذا اليوم، فهذا يعني أن الأمر يعتبر ملغيا في نهاية يوم العمل.

- **أوامر مفتوحة:**

فإنه يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها، وقد يحدد هذا النوع من الأوامر فترة زمنية، وفقا لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر أو إلى أن يلغي العميل الأمر.

2-2- الأمر بالسعر الأحسن:

لا يتضمن بالسعر الأحسن حد للسعر ويمكن صياغته كما يلي (اشتروا 250 قنطار قطن نوفمبر بالسعر الأحسن) فإذا تلقى السمسار مثل هذا الأمر قبل فتح السوق قام بتنفيذه بسعر الفتح، أما إذا استلمه أثناء الجلسة فيكون الأمر أثناء الجلسة فيكون تنفيذه بالسعر الجاري عليه التعامل وقت استلامه. وهذا الاصطلاح

[1] عوض محمد عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة –أسهم–سندات–أوراق مالية**، ط01، دار الجامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص65.

لا يعني أحسن أسعار اليوم، ومن الممكن أن يتفق في بعض الأحيان أن الأمر الصادر بالسعر الأحسن والذي يتم تنفيذه على وجه قانوني، يتضح أنه نفذ بأسوأ سعر في الجلسة.[1]

2-3- الأمر بالسعر الفتح:

لا يتضمن الأمر بسعر الفتح أي حد للسعر إلا إذا كان واجب التنفيذ بسعر فتح السوق ومعظم عمليات سعر الفتح تتم بالسعر الذي تعينه لجنة الأسعار كسعر متوسط وليس من الممكن تنفيذ جميع الأوامر الصادرة بسعر الفتح بأول سعر يجري عليه التعامل، إذ كثيرا ما يتعذر ذلك، وفي أغلب الأحيان لا يمكن التنفيذ إلا بالسعر الثاني أو الثالث أو الرابع وهذا التنفيذ قانوني أيضا. إلا أنه إذا ثبت أن الأمر كان في الإمكان تنفيذه بأول سعر وأنه لم ينفذ نتيجة خطأ أو إهمال من السمسار فإنه يعد مسئولا عن ذلك.[2]

2-4- الأمر بسعر الإقفال: لا يتضمن الأمر بسعر الإقفال أي حد للسعر إلا بشرط أن يتم تنفيذه بسعر الإقفال.[3]

2-5- الأمر المقيد: الأمر المقيد هو أمر يتوقف تنفيذ بعضه على تنفيذ البعض الآخر وهذا الأمر يتضمن عادة حدا للسعر.[4]

2-6- أمر للتقدير: الأمر للتقدير هو أمر يوكل تنفيذه أو عدم تنفيذه إلى السمسار وتقديره هو:

- إما أن ينفذه فورا.
- يترقب اللحظة التي يرى أنها أنسب لتنفيذه.
- أو لا ينفذه على الإطلاق.[5]

2-7- أمر الصدق: وهي أكثر الأنواع شيوعا وهنا يصدر المستثمر أمرا للسمسار لشراء وبيع عددا محددا من الأوراق فورا. وهنا يكون السمسار ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر.

---

[1] متولي عبد القادر، **الأسواق المالية في عالم متغاير**، ط01، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص170.

[2] بوراس أحمد، **أسواق رأس المال**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، ص11.

[3] المرجع نفسه، ص11.

[4] أندوراس عاطف وليم، **أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالية ومتطلبات تطويرها**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص40.

[5] الحمزة عبد القادر، **أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية**، ط01، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010، ص140-141.

وعلى هذا الأساس، فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن الأمر سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر. وعلى كل، فإنه عادة ما تتوافر سلفا معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه.[1]

3- إجراءات تنفيذ أوامر البورصة:

تمر عمليات تنفيذ الأوامر بما يلي: [2]

- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه قصد الاستفسار عن سعر السهم لمنشأة معينة.
- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من الحاسوب وعادة ما تمثل تلك المعلومات في السعر الحالي بالإضافة إلى أعلى وأدنى مستوى لأسعار الجلسة لليوم المعني، سعر الشراء وسعر البيع، آخر صفقة تم إبرامها ...إلخ، كلها معلومات يستند إليها السمسار لإبلاغ المستثمرين عن كل المستجدات.
- في حالة ما إذا كانت الأسعار مشجعة (جذابة)، يقوم المستثمر في هذه الحالة بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بدوره بتسجيل المعلومات عن الأمر من خلال مطبوعات خاصة.
- بعد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.
- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر بورصة الأوراق المالية-إذا كان السهم يتم التداول به في السوق-وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المتصل بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر وذلك بإشارة معيّنة أمام الرقم المخصص للسمسار على اللوحة المعدة لذلك داخل صالة البورصة.
- بعدها مباشرة يقوم السمسار الوكيل بنفسه أو يكلف أحد العاملين بالبورصة للتوجه نحو كاتب السوق المختص لاستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

---

[1] الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص41.

[2] خضر حسان، **قواعد وإجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية**، المعهد العربي للتخطيط، تاريخ الإطلاع 2020/02/20، سا 15:21: https://www.arab-api.org/ar/

- بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.
- كخطوة أخيرة ترسل الإدارة التجارية بالبريد خطابا إلى العميل للتأكد من تنفيذ الأمر.

4- تسعيرة البورصة:

وتتمثل في الطرق المنتهجة في تحديد قوى العرض والطلب لكل ورقة متداولة في البورصة، وبالتالي تحديد سعرها ونشرها والذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء الموجهة للوسطاء عند سعر محدد، كما تحدد أسعار الأوراق المالية في البورصة بالاعتماد على مجموعة من التقنيات. وعليه تتمثل أهم تقنيات التسعير في البورصة فيما يلي:

4-1- التسعيرة الدورية:

في ظل هذه التقنية لا يكون تنفيذ أوامر المتعاملين الموجهة للوسطاء مباشرة، بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف. توجد عدة طرق للتسعير الدوري وهي:

4-1-1- التسعير بالمناداة:

وذلك باجتماع الوسطاء في ردهة البورصة، ومناداتهم على العروض والطلبيات التي بحوزتهم، ويتم ذلك باللقاء في صباح كل يوم داخل منطقة يقف وسطها سمسار أو دلال مختص ومعه جهاز مكبر الصوت، يسهل له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الاسعار على اللوحة المعدة لكل سهم. [1]

4-1-2- تسعيرة الصندوق:

يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء كثيرة ومتنوعة، يتم تجميع العروض والطلبات في أدراج خاصة، وتتدخل لجنة البورصة (لجنة التسعيرة) في تجميع كل الأوامر في صندوق واحد ومن ثم تحديد سعر التوازن.[2]

---

[1] بن الضيف محمد عدنان، **نظم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد07، العدد 14، 2013، ص69.

[2] حفصي رشيد، نبيل حليمي، **دور السوق المالي في تمويل النمو الاقتصادي الجزائري**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة المسيلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 04-05 فيفري2019، ص15.

4-1-3- التسعيرة بالدرج:

هذه الطريقة تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة.

في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.[1]

4-1-4- التسعيرة بالمقابلة:

يدوّن في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبيات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة. ويعتمد نجاح هذه التقنية على فعالية شخصين هما المسعّر (موظف البورصة) والخبير(مندوب أحد الوسطاء)، إذ يقوم المسعّر بتعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة.

4-2- التسعيرة المستمرة:

تتم عمليات التبادل في ظل التسعيرة المستمرة في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم إلتقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، أين تتم معالجة مختلف الأوامر والعمليات باستعمال الإعلام الآلي الذي يمكّن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي وقت، الأمر الذي يمكّن من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة كما يمكّن من متابعة سعرية لتطورات السوق.[2]

4-3- التسعيرة الرسمية:

هي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعيرة في البورصة في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للقيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة. وبصفة عامة تتعلق التسعيرة بالبيانات التالية: عدد السندات وقيمة القرض المقيد في التسعيرة، اسم القيمة المتداولة وموعد

[1] جبار محفوظ، **تنظيم وإدارة البورصة**، ط01،دار هومة للنشر، الجزائر، 2002، ص114.

[2] العربي نعيمة، **أهمية الوساطة المالية في البورصة**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية-، المجلد 2، العدد1، 2008،ص62.

السحب في حالة وجوده، أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم والسعر السابق لها، القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد.[1]

المبحث الثالث: كفاءة البورصة و مؤشراتها

لتتوفر لدينا بورصة نشطة يجب أن تتوفر بعض المعايير من أهمها الكفاءة فيها تكون البورصة مرنة من حيث السيولة و حجم التعامل و هذا يعزز مكانتها في الاقتصاد و يزيد من فعاليتها، ولتوضيح كل هذا سنتطرق لمؤشراتها وأهم المعايير التي تقييس أدائها و تحليل الأوراق المالية فيها.

المطلب الأول: كفاءة البورصة.

[1] العربي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص63.

أثارت فكرة البورصة جدلا كبيرا لدى المهتمين بها، حيث ان المعلومات تأتي إلى السوق في اي وقت مستقلة و عشوائية فيتقرر سعر الفائدة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت البورصة في هذه الحالة بالكفاءة والتي لها دور في تقليل المخاطر و تخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

أولا: تعريف كفاءة البورصة:

هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة الى السوق بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية. وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في البورصة.[1] كما يمكن تعريف كفاءة البورصة بأنها السوق التي تعكس فيه الأسعار شتى المعلومات المتاحة بالكامل، وحتى المستثمرين غير المطلعين على المعلومات المتاحة والذين يشترون محفظة متنوعة من الأوراق المالية بلوحة الأسعار التي تعرضها البورصة سيحصلون على معدل عائد مماثل لذلك الذي يحققه الخبراء.[2]

البورصة الكفؤة هي التي تكون فيها كل المعلومات ذات الصلة في تقييم الأصول المالية التي تتداول فيها تعطي الصورة الحقيقية والكاملة بدقة وسرعة في الأسعار.[3]

ومن خلال هذه التعاريف نستنتج أن كفاءة البورصة تتحقق عنما تكون أسعار الأوراق المالية تستجيب للتغيرات التي تطرأ على البيانات والمعلومات بشكل مستمر، وتترجم بالفعل قيمة هاته الأسعار مقارنة بما يقابلها من أصول.

ثانيا. أنواع الكفاءة في البورصة:

يوجد نوعين من الكفاءة في البورصة وهما:

[1] مفتاح صلاح و معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة سوق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها)**، مجلة الباحث، المجلد07، العدد07، 2010، ص182.

[2] Titan, A. G, **Efficient Market Hypothesis** : Review of Specialized Literature and Empirical Research , Elsevier INC : Procedia Economics and Finance, Vol 32, 2015,p442.

[3] Betrand J, Bruno Solnik, Christophe Péristophe, **Marchés financiers**, gestion de portefeuille et des risques, dunod 6 édition , france, 2014, p63.

1- الكفاءة الكاملة:

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة الى البورصة و بين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي الى تغيير فوري في السعر فتوقعات المستثمرين متفائلة و المعلومات متاحة للجميع و بدون تكاليف و عليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية: [1]

- شفافية المعلومات و سرعة انتقالها للجميع و بدون تكاليف.

- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول و خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه أو شرائه لأي كمية من الأسهم و للشركة التي يرغب فيها.

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

- رشادة المستثمرون و سعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2- الكفاءة الاقتصادية:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات للسوق، وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل.[2]

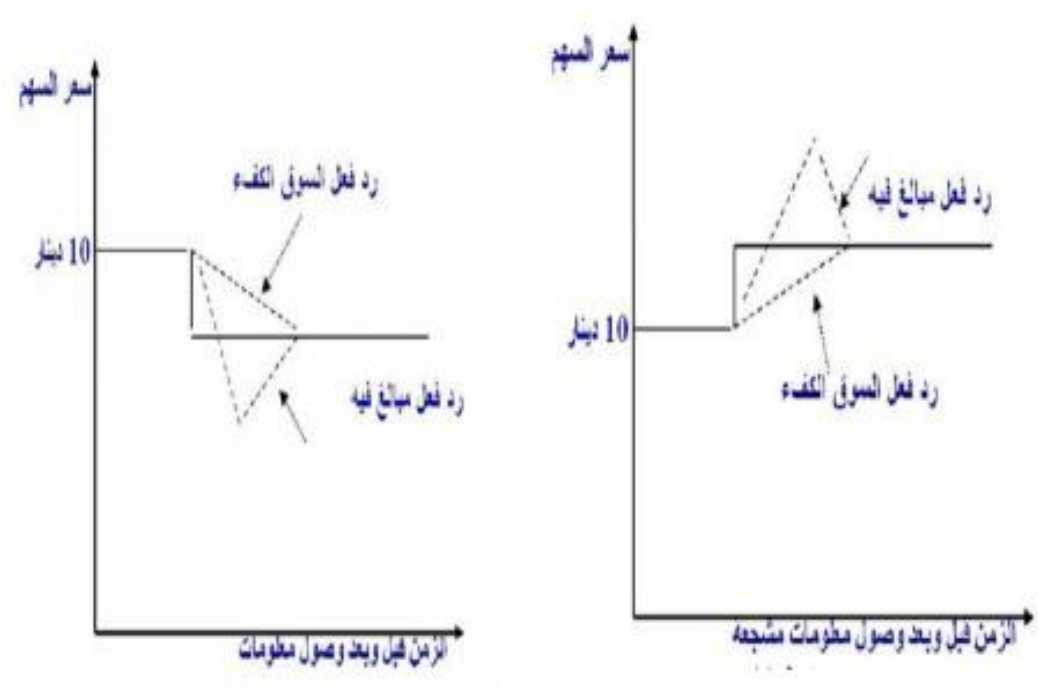
والشكلين التالين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة و سوق الكفاءة الاقتصادية:

الشكل رقم (01-01): حركة الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

[1] قسول كمال، محمد زبير، **اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية وفق الصيغة الضعيفة: دراسة تطبيقية على بورصة ماليزيا**، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد07، العدد02، 2021، ص236.

[2] بن لخضر مسعودة، اينال فوزي، **تحليل الكفاءة السعرية لسوق الجزائر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف**، مجلة المشكاة في اقتصاد التنمية والقانون، المجلد05، العدد01، 2020، ص188.

شكل (A) شكل (B)



المصدر: خضير عقبة، رضا زهواني، **اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013–2017)** مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد1، 2019، ص103.

ففي حال و صول معلومات جديدة و مشجعة عن إنتاج إحدى الشركات ينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية و تلقائية في سعر السهم بالارتفاع مما يؤدي في نهاية الأمر الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق كفاءة عالية الشكل (A)

-أما في حالة وصول معلومات غير سارة الى السوق فذلك ينعكس سلبا في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوجب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمر أرباحا فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة أين يستغرق تعديل السعر الى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات الى السوق شكل (B).

-أما حالة الاستجابة المغالى فيها فيقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى أو أقل مستوياته، ومن ثم يتعدل بعد ذلك تدريجيا(الشكلين (أ)(ب))

ثالثا. متطلبات كفاءة البورصة:

لتحقيق كفاءة البورصة يجب توفر مجموعة من المتطلبات نوردها فيما يلي:

1- المعلومات:

يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة التي تعكس كافة المعلومات المتاحة، مع وصول هذه المعلومات إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة.[1] هذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، بهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.[2]

2- السيولة :

تعني إمكانية تحويل أي شيء من الموجودات إلى شيء آخر بسرعة وبدون خسارةً أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.[3]

3- عدالة السوق:

تتحقق عدالة السوق عندما يخضع الجميع للنظام وتكون المعلومات متاحة لكل أطراف السوق أفرادا وشركات دون تمييز ، وخضوع الجميع للأنظمة واللوائح دون تمييز، كما تعني عدالة السوق إتاحة فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين

[1] عصران جلال عصران، **تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارن**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص265.

[2] براق محمد، بن صوشة ثامر، **مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات اقتصادية-، المجلد07، العدد02، 2013، ص94.

[3] الهندي منير إبراهيم، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص406.

بوجود عدالة في التعامل في البورصة إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية، مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد.[1]

4- رشادة سلوك المستثمر:

يتطلب تحقيق البورصة اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، بسعيهم إلى تعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من العائد وتقلل من المخاطر. ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق كفاءة البورصة من خلال: [2]

- تكوين محفظة مالية كفؤة بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليلها.
- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة.
- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة الاختيار التوليفة الأكفأ وعدم العمل بالشائعات.

رابعا. مستويات كفاءة البورصة:

الشيء المتفق عليه هو أن كفاءة البورصة هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة و بين المعلومات التي يحدد على أساسها قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى. لذا يجب التطرق إلى المستويات المختلفة لكفاءة البورصة والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

1- المستوى الضعيف لكفاءة البورصة:

تقتضي فرضية المستوى الضعيف لكفاءة البورصة بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في المعلومات التاريخية من خلال نمط التغيرات السعرية و حجم التعاملات على ذلك السهم وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم بالمستقبل من خلال دراسة التغييرات التي طرأت على سعره

[1] عيواج مختار، **الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق الأسهم السعودية**، مجلة معارف، المجلد12، العدد22، 2017، ص403.

[2] المومني غازي فلاح، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص152.

أو حجم التعامل عليه و في الأيام و الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى ما دام السعر لم يعكس تلك المعلومات بالفعل.[1]

2- المستوى شبه القوي لكفاءة البورصة:

تعني هذه الفرضية أن أسعار الأوراق المالية، خاصة الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية المتعلقة بتلك الأوراق فقط، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة لعامة الناس، تتمثل تلك المعلومات في التقارير السنوية والمعلومات المحاسبية للمؤسسة المعنية، المعلومات المقدمة من قبل المستشارين المختصين في ميدان الاستثمار وكل ما ينشر عن القطاع الذي تنتمي إليه، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية الوطنية والدولية وغيرها من المعلومات المنشورة.[2]

3- المستوى القوي لكفاءة البورصة:

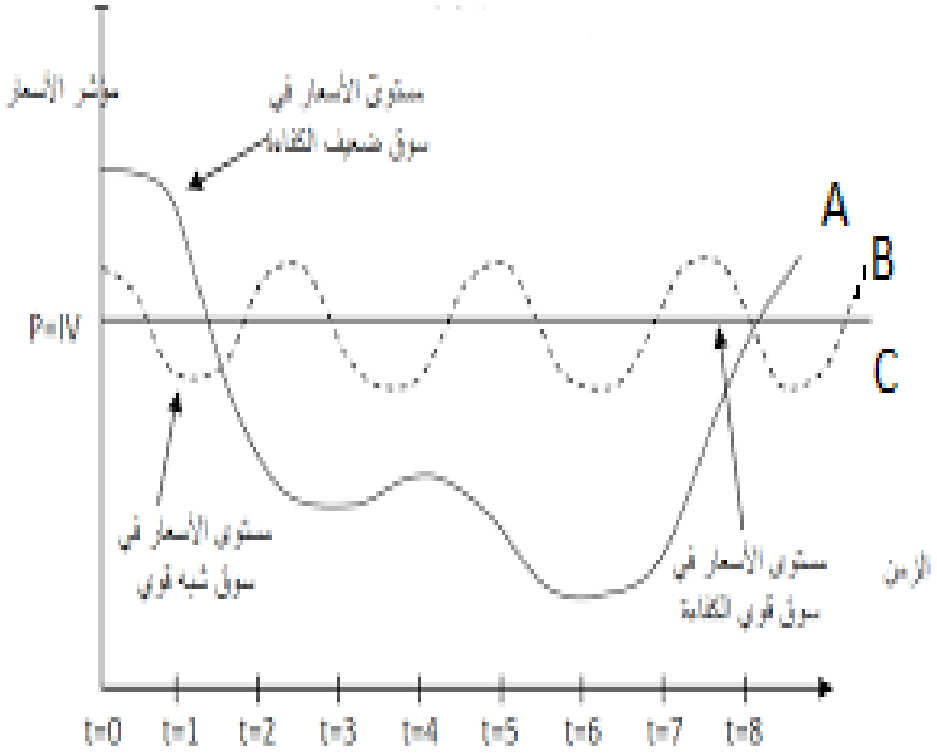
تتمثل الصيغة القوية لكفاءة البورصة عندما تكون الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية، ولا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناءً على تحليل هذه المعلومات العامة أو الخاصة.[3]كما يعكسها الخط المستقيم المستمر الذي يظهر في الشكل التالي و يوضح جميع المستويات السابقة بيانيا:

الشكل رقم (01-02):العلاقة بين مستويات الكفاءة

[1] أندوراس عاطف وليم، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، ط01، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2006، ص 128.

[2] قنوش مولود، **دراسة تحليلية لكفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق**، مجلة المالية والأسواق، المجلد07، العدد03، 2020، ص206.

[3] العمري صفية، الجوزي جميلة، **اختبار فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية المغاربية عند المستوى الضعيف دراسة حالة (الجزائر، المغرب، تونس)**، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد الدولي، المجلد12، العدد23، 2017، ص135.



Source: Francis J, **Management of Investments japan**, Mc Graw-hill, Inc, Amérique, 2003, p465.

- المنحنى A يمثل الشكل الضعيف لكفاءة البورصة، حيث يكون الاختلاف بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية شاسعة.
- المنحنى B يمثل الشكل المتوسط لكفاءة البورصة ويكون الاختلاف بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة.
- الخط C يمثل السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرضية الكفاءة القوية بحيث يتساوى مع السعر التوازني مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون اختلاف.

وما يظهر لنا من الشكل أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس للمجموعات الثلاثة من المعلومات (كفاءة ضعيفة، كفاءة شبه قوية، كفاءة قوية).

خامسا: أهمية البورصة الكفؤة:

وجود بورصة كفؤة لها دلالات اقتصادية واستثمارية يمكن تلخيصها في ما يلي:[1]

- البورصة الكفؤة تدل على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في البورصة لتحديد استراتيجياته الاستثمارية والتخصيص الكفوء للموارد.
- يقوم جميع المتعاملين في البورصة بالانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للبورصة كونها تنعكس بالكامل بالسعر.
- في ظل البورصة الكفؤة يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تضليل.
- إن البورصة الكفؤة دالة لحالة توازنها، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
- تحقق البورصة الكفؤة تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات.
- في ظل البورصة الكفؤة تتدفق رؤوس الأموال بحرية وإنسانية عالية، فيتحقق التخصيص الكفؤ للموارد.

المطلب الثاني: مؤشرات البورصة

من بين الأدوات التي يعتمد عليها المتعاملين في البورصة لتحليل السوق من جهة و التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة أخرى هي المؤشرات وهذا من أجل اتخاذ قرارات البيع و الشراء و تحقيق المكاسب من فروق الأسعار و بالتالي فهم بحاجة الى مؤشر يعكس لهم الأسعار السوقية.

أولا: تعريف مؤشرات البورصة:

لقد تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات نذكر منها:

[1] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 50.

التعريف الأول:

مؤشرات البورصة هي مقياس شامل لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل المؤشر مستوى مرجعي للمستثمر عن البورصة في نقطة زمنية.[1]

التعريف الثاني:

يمكن اعتبار مؤشر البورصة كأداة لتقييم أداء المؤسسات المسعرة في البورصة انطلاقا من قياس حجم الطلب على أسهم هذه المؤسسات، إذ يمكن للمستثمر من إعطاء صورة واضحة إذا كان مقبلا على اتخاذ قرار بشأن الاستثمار في الأوراق المالية الصادرة عن قطاع معين أو مؤسسة معينة.[2]

التعريف الثالث:

هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ارتفاعا وانخفاضا، وبالتالي يعكس سعر السوق واتجاهها[3].

مما سبق يمكن التوصل إلى أن:

مؤشر البورصة هو قيمة رقمية تقيس لنا تغيرات الأسعار من أجل معرفة أداء البورصة بصفة عامة أو خاصة وهذا بطريقة مستمرة و منتظمة خلال فترات زمنية محددة.

ثانيا: استخدامات مؤشرات البورصة:

اختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك الى تعدد اهتمامات الأطراف المستخدمة لها نظرا للدور الذي تؤديه ومن بين تلك الاستخدامات نذكر:

---

[1] الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص151.

[2] دادن عبد الغفور، إبراهيم بختي، **إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005–2009)**، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد02، العدد07، 2014، ص48.

[3] مداحي محمد، ترقو محمد، **العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي)–دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII لبورصة إندونيسيا**"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد03، العدد05، 2017، ص98.

1- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم للبورصات

يمكن التنبؤ من خلال استخدام المؤشر بأسعار الأسهم في البورصة مع استخدام أدوات التحليل الفني و الذي يبني على اعتماد أساسي مفاده أن التغيرات السعرية التاريخية يمكن عن طريقها التنبؤ بالاتجاهات السعرية المستقبلية لأسعار الأسهم.[1]

2- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:

إن التغيير الذي يطرأ على المؤشرات المالية بين كافة التحركات في أسعار الأسهم المكونة له و بالتالي حتى يعكس المؤشر أداء المحافظ الاستثمارية المتنوعة تنويعا جيدا يجب على المستثمر أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، واذا ما رغب في عائد بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن تكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.[2]

3- الحكم على المديرين :

وفقا لفكرة التنويع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائية 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 إلزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا آخذا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة و مخاطر السوق الذي ينشط فيه.[3]

4- التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشرات البورصة المحلية بمؤشرات البورصات الدولية و سوف يؤدي ذلك الى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجح عنه التنبؤ بالحالة الاقتصادية وبالتالي

[1] متولي السيد عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، ط01، دار الفكر، الأردن، 2010، ص195.
[2] أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص138.
[3] عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص35.

التفكير في اتخاذ القرار السليم فمثلا زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كانت بورصة بلد ما من الأسواق الناشئة.[1]

ثالثا: كيفية بناء مؤشرات البورصة:

1- ملاءمة العينة:

تعرف العينة بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، وحتى تمثل هذه العينة أساسا ملائما يجب توفر بعض الشروط التالية:[2]

- حجم العينة: القاعدة العامة في هذا الإطار تشير الى انه كلما زاد حجم العينة كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا و صدقا لواقع السوق.

- اتساع العينة: ونعني به التوازن في التمثيل البياني فإذا كان المؤشر يقيس الاقتصاد يجب أن تتضمن العينة مؤسسات من مختلف القطاعات المتمثلة للاقتصاد.

- مصدر العينة: ونقصد به مصدر المعلومات المتعلقة بسعر الأسهم الداخلة في حساب المؤشر و يتمثل هذا المصدر في سوق المال الأساسي الذي تتداول به الأوراق المالية.

2- الأوزان النسبية لمفردات العينة:

يوجد أربعة طرق للترجيح وهي:

2-1- الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية:[3]

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر. ولتوضيح ذلك نقوم بحل المثال التالي:

[1] أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص233-234.

[2] قبلان حسين، **مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد11، العدد11، 2011، ص05.

[3] Patrick T, **Les indices boursiéres sur action**, Economica, Paris, 1996,P26.

الجدول(01-01): تمثيل للمؤشر على أساس الأسهم الفردية

السهم	سعر السهم (وحدة نقدية)	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
A	90	0.45 =200÷90
B	80	0.4 =200÷80
C	30	0.15 =200÷30
المجموع	200	1

المصدر: من إعداد الطالب.

هناك مجموعة من الانتقادات الموجهة لها نذكر ما يلي:

يعاب على هاته الصيغة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده والذي قد لا يعكس بصدق القيمة الاقتصادية للمؤسسة أو حجمها كما لاحظنا في المثال فقد يكون ارتفاع السعر راجع إلى انخفاض عدد الأسهم المكونة لرأسمال المؤسسة.

كما يعاب عليها أن تسبب خلل في المؤشر لمجرد حدوث اشتقاق في الأسهم المكونة لعينة المؤشر.

2-2- الترجيح على أساس القيمة:

يتم احتساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة للشركات المكونة للمؤشر، ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساسا القيمة (مؤشر كولس، مؤشر ستاندر اندبورز، المؤشر المركب لبورصة نيويورك، مؤشر نازداك، ومؤشر الفاينيشيال تايمز)، ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال ما يلي:[1]

- القيمة السوقية = عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم.
- إيجاد الوزن النسبي لكل سهم = القيمة السوقية للسهم/ القيمة السوقية الكلية للأسهم.
- احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة.

[1] الدعمي عباس كاضم، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص183.

قيمة المؤشر =(أسعار الأسهم× أوزانها (في اليوم المقارن)/ أسعار الأسهم× أوزانها(يوم الأساس))×100

ولتوضيح ذلك نقوم بحل المثال التالي:

الجدول(01-02): تمثيل للمؤشر الترجيح على أساس القيمة

الأسهم	عدد الأسهم المتداولة (1)	السعر (2)	القيمة السوقية للسهم (3)=(1×2)	الوزن لكل سهم (5)=(3/4)×100
A	1000	30	30000	%10
B	1500	60	90000	%30
C	2000	90	180000	%60
المجموع	-	-	القيمة السوقية الكلية للأسهم (4)=300000	%100

المصدر: من إعداد الطالب.

المطلوب: حساب قيمة المؤشر بطريقة القيمة؟

الحل:

لمعرفة قيمة المؤشر الحالية يجب حساب قيمته في سنة الأساس كما يلي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{(\text{وزنه}\times C\text{سعر السهم})+(\text{وزنه}\times B\text{ سعرالسهم})+(\text{وزنه}\times A\text{سعرالسهم})}{(\text{وزنه}\times \text{C سعر السهم})+(\text{وزنه}\times B\text{ سعرالسهم})+(\text{وزنه}\times A\text{سعرالسهم})} \times 100$$

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{(30\times10)+(60\times30)+(90\times60)}{(30\times10)+(60\times30)+(90\times60)} \times 100 = 100$$

ولنفترض أن الأسعار في اليوم الثاني تغيرت من (30، 60، 90) إلى (35، 65، 85) على التوالي، وعليه تكون القيم السوقية للأسهم كما يلي (30000، 97500، 170000) وكذا الأوزان النسبية(11.75، 32.23، 56.2) على التوالي:

قيمة المؤشر= $\frac{(35\times11.75)+(65\times32.23)+(85\times56.2)}{(30\times10)+(60\times30)+(90\times60)} \times 100 = 39.22$

يعني أن عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول = (39.22-100)/100= -0.6078

نلاحظ أن السعر A, B قد ارتفعا في حين أن سعر السهم C انخفض، لذلك انخفضت قيمة المؤشر من 100إلى 39.22، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى وهذا أدى إلى انخفاض عائد السوق بمقدار 0.6078 نقطة.

2-3- الترجيح بالأسعار النسبية: [1]

تقوم فكرة هذا المؤشر على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتضمنها المؤشر، ويمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم في اليوم الحالي على سعر السهم في اليوم الذي قبله، وبعد ذلك يتم حساب الوسط الهندسي للأسعار ومن ثم تحديد قيمة المؤشر في بداية تكوينه ويتم تحديده من قبل الخبراء القائمين على بناء المؤشر، وفي أغلب الأحيان تعادل هذه القيمة (100) أو مضاعفاتها.

ويتم حساب المؤشر المستند على أساس الأسعار النسبية وفق ما يلي:

حساب السعر النسبي لكل سهم= سعر السهم في اليوم المقارن/ سعر السهم في اليوم الأساس

حساب الوسط الهندسي للأسعار= (س1 س2 س3 ..... س ن) أس 1/ن حيث:

س1: السعر النسبي للسهم الأول.

س2: السعر النسبي للسهم الثاني.

ن: عدد الأسعار النسبية.

حساب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي للأسعار × أسعار المؤشر.

مثال: مؤشر افتراضي يتكون من ثلاث أسهم (A.B.C) لثلاث منشآت للأعمال يوضح الجدول سعر الإقفال ليومين متتاليين .

[1] الموسوي حيدر يونس، **المصارف الإسلامية –أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص107.

المطلوب: حساب قيمة المؤشر بإتباع أسلوب الترجيح بالأسعار النسبية علما أن قيمة المؤشر الأساسية هي 100

ولتوضيح ذلك نقوم بحل المثال التالي:

الجدول(01-03): تمثيل لمؤشر الترجيح بالأسعار النسبية

السهم	P1	P2	P1/P2
A	20	22	1.1
B	35	30	0.85
C	50	60	1.2

المصدر: من إعداد الطالب.

الحل:

لحساب الأسعار النسبية نقسم سعر المقارنة P2 على السعر السابق P1 كما في العمود الأخير من الجدول

-**قيمة الوسط الهندسي** =.1.1×0.85×1.2 =1.042

-**قيمة المؤشر** =قيمة الوسط الهندي*أساس المؤشر=1.042*100=104.2

عائد السوق في اليوم المقارن = 104.2-100/100= 0.042

أي أن المؤشر ارتفع ب 0.042 نقطة مقارنة بسنة الأساس.

2-4- الترجيح على أساس الاوزان المتساوية:

مدخل الأوزان المتساوية هي عبارة عن إعطاء قيم نسبية لكل سهم، هذه القيم متساوية بغض النظر عن سعر السهم في السوق.[1]

[1] العامري محمد علي إبراهيم، **إدارة محافظ الاستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص156.

مثال: إذا كان المؤشر متكون من أربعة أسهم وأن القيمة الكلية المطلقة للمؤشر تساوي 400 وحدة نقدية، فإن كل سهم يكون نصيبه 100 وحدة نقدية بغض النظر عن إذا كان أحد الأسهم يبلغ في السوق 120 وحدة نقدية. والملاحظ أن متوسط عائد المؤشر يكون مساويا حتما متوسط عائد الأسهم التي تتكون منها عينة المؤشر نفسه.

المطلب الثالث: التحليل الفني والأساسي

إنَ الاستثمار في الأوراق المالية بدون التحليل العلمي المستند على المعلومات والبيانات الشفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية سوف يكون استثمار معرض إلى مخاطر كبيرة وقد يكون ضياع لمبدأ الاستثمار نفسه، ولذا فإن أبرز طرق التحليل في البورصة هي التحليل الفني والتحليل الأساسي.

أولا: التحليل الفني:

التحليل الفني للأوراق المالية ضروري و أساسي للتنبؤ باتجاهات أسعار الأسهم في المستقبل و اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأوراق المالية خاصة في ظل عدم وجود خبرة للاستثمار في البورصة لدى معظم المستثمرين في الدول النامية و كذلك هو ضروري في حالة عدم كفاءة السوق.

1- تعريف التحليل الفني:

هناك عدة تعاريف تطرقت لتعرف التحليل الفني نذكر منها :

- يهدف إلى إعطاء توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الاسهم.[1]

- هو دراسة حركة السوق من الرسومات البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا.[2]

- هو دراسة البيانات السوقية الماضية (السعر، حجم التداول...)، وذلك باستخدام أشكال بيانية ومؤشرات فنية إحصائيا يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، أي اختيار الأدوات المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها وتحديد التوقيت المناسب للشراء أو البيع.[1]

---

[1] عبد ربه هبة عبد الحليم، أحمد علي بكري، **علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية**، ط01، دار الوفاء الدنيا للطباعة، مصر، 2015، ص121.

[2] المهيلمي عبد المجيد، **التحليل الفني للأسواق المالية**، ط05، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص47.

2- افتراضات التحليل الفني:

هذه الطريقة في التحليل ترتكز على فرضيات أساسية هي: [2]

- إن الأسعار تتأثر تلقائيا بخبر أو معلومة مهما كان حجمها أو نوعها.
- إن الأسعار غالبا تتحرك بصورة عشوائية.
- تتحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال قوى الطلب و العرض.
- الأهمية القصوى لمدخلين فقط ألا وهما الأسعار الحالية و السابقة، فهي لا تفسر بأي شكل من الأشكال أسباب حدوث التغيير بل ترصده فقط بمعنى تفسر فقط ما حدث وليس لماذا يحدث.

3- أدوات التحليل البياني:

هي تلك الأدوات التي تهدف إلى تحديد اتجاه أسعار الأوراق المالية في السوق و يعتقد بعض الفنيين أن حركة التغيير في السعم تأخذ فقط نمط معين يمكن من خلاله التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل، و يتم ذلك من خلال الأدوات التي نذكر منها طريقة الخط البياني و الأعمدة البيانية و طريقة الشموع اليابانية.

3-1- الخط البياني:

يعتبر الخط البياني أبسط و أسهل أنواع الرسوم البيانية المستخدمة في عرض الأسعار بالاعتماد على أسعار الإقفال فقط. حيق يعتقد المحللون الفنيين أن أسعار الإقفال للأسهم هي أهم سعر خلال جلسة التداول فهي النتيجة النهائية ليوم التعامل،[3] و يمكن تمثيل الخط البياني من خلال التعبير عن الزمن و التعبير عن السعر، فالمحور النسبي يعبر عن الزمن و المحور العمودي يعبر عن سعر الإقفال و يمكن بيان ذلك من خلال الرسم البياني:

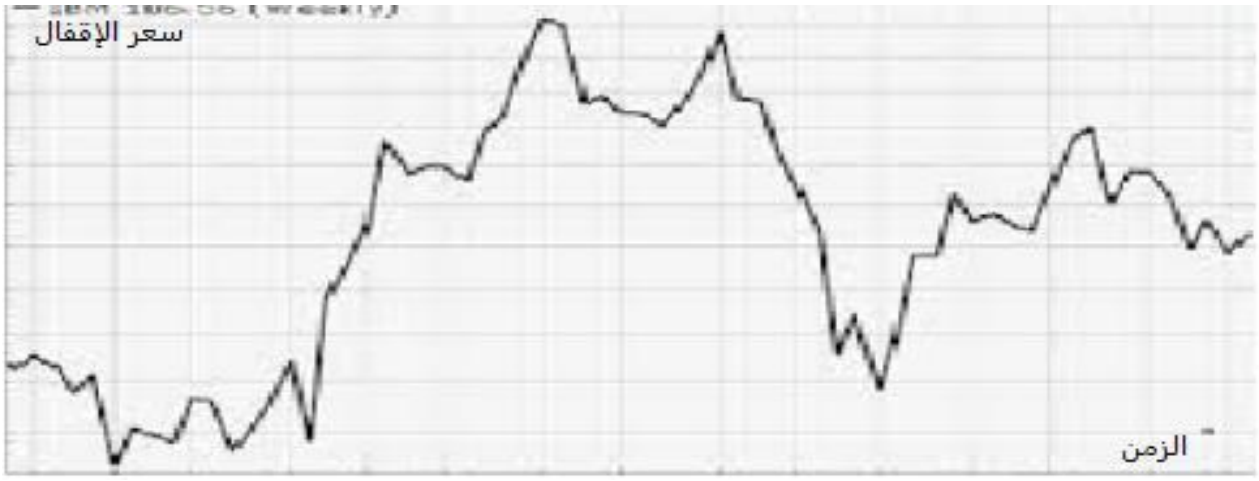
الشكل رقم(01-03): نموذج الخط البياني

---

[1] بن لطرش خالد، **اختبار ربحية التحليل الفني في البورصة الفرنسية خلال الفترة (2000-2019)**، مجلة المالية والأسواق، المجلد07، العدد02، 2020، ص213.

[2] عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص162.

[3] طارق عبد العال، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية للطبع والتوزيع، مصر، 2000، ص266.



المصدر: الموقع الإلكتروني، **https//m.easy-forex.com,idex.php** تاريخ الاطلاع 2019 /09/15، سا 10.56.

و يمتاز هذا النوع بالسهولة و البساطة في الاستخدام فبمجرد نظرة واحدة على الرسم البياني يمكن معرفة اتجاه السعر من خلال الفترة، ولكن يعيبه عدة أمور منها أنّه لا يغطي كافة المعلومات المتعلقة بالسهم مثل سعر الفتح و أعلى سعر و أدنى سعر و حجم التداول أو العمليات التي تم تنفيذها على السهم بالإضافة الى ندرة استخدامه من قبل المحللين الفنيين وذلك لأنه لا يتتبع كافة المعلومات المطلوبة عن حركة السهم.

3-2- الأعمدة البيانية:

وتعني الأعمدة البيانية تمثيل المعلومات المتعلقة بالسهم خلال فترة زمنية معينة يتم من خلالها تمثيل أو رصد سعر الفتح و سعر الإغلاق و أعلى سعر و أدنى سعر و يتم تمثيل السعر على المحور العمودي أما الزمن فيتم تمثيله على المحور النسبي و الرسم البياني للأعمدة له احتمالان هما إما أن يكون سعر الإغلاق أعلى من سعر الفتح أو سعر الإغلاق أقل من سعر الفتح.[1] و يمكن التعبير عن الأعمدة البيانية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(01-04): منحنى الأعمدة البيانية

[1] المهيلمي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص65.



المصدر: الموقع الإلكتروني، http://www.avatrad.ae/technical-analysis تاريخ الاطلاع علية 09/20/ 2019،سا 16:08:

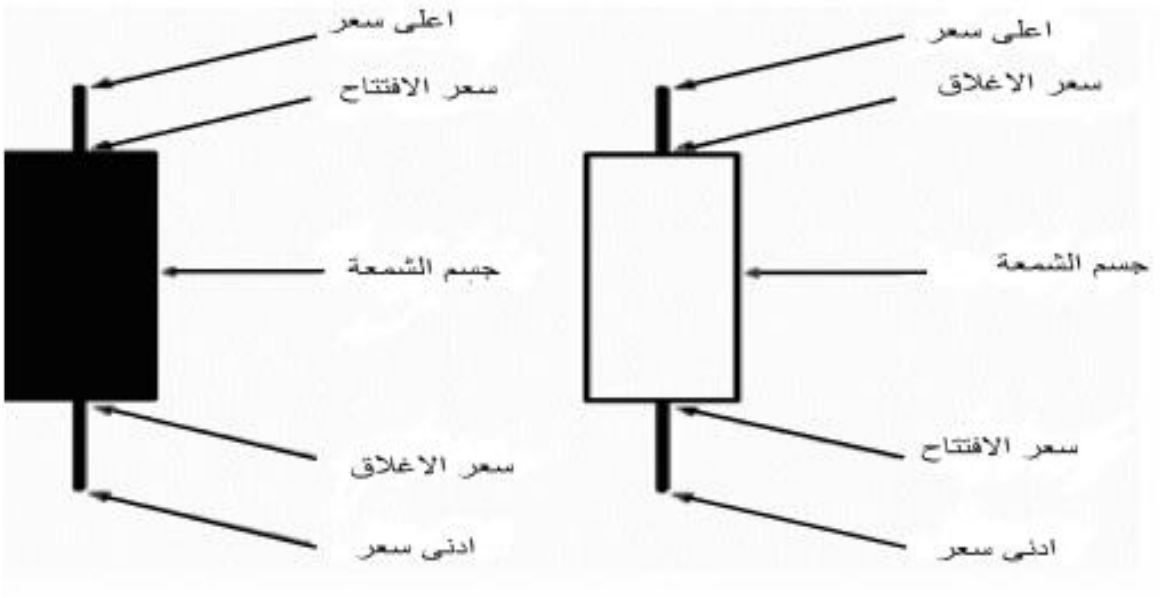
يتم تمثيل السعر في الشكل البياني السابق على المحور العمودي والزمن على المحور الأفقي، ويتم ربط أعلى سعر وأدنى سعر لكل فترة زمنية بخط عمودي، أما سعر الإقفال فيه رمز له بعلامة أفقية صغيرة من جهة اليمين وسعر الفتح بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليسار.

3-3- طريقة الشموع اليابانية:

تستخدم خرائط الشموع اليابانية لتعكس تحركات الأسعار وبالتالي التنبؤ بها في الأجل القصير (أي مدى زمني لا يزيد عن 10 أيام)، وهي تتطلب استخدام معلومات أساسية عن الورقة المالية والمتمثلة في سعر الافتتاح، سعر الإقفال، أعلى سعر وكذا أدنى سعر.[1] ويمكن توضيح شكل الشموع كما يلي:

الشكل رقم(01-05): الشموع اليابانية

[1] الأغا تغريد، **دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر03، 2015-2016، ص45.



المصدر: قدي عبد المجيد، سايغي مريم، **قراء الأوضاع الاقتصادية باستخدام المؤشرات البورصية مع دراسة حالة مؤشر ستاندر أند بورز** 500، مجلة معارف، المجلد11، العدد 20، 2016، ص375.

فإذا كان سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح يكون له الشموع اليابانية أبيض وفي الحالة العكسية يكون أسود والمسافات التي تمتد أعلى وأدنى البدن تمثل الظل الأعلى والأدنى والذي يتحدد بالسعر الأعلى والأدنى خلال اليوم أو الأسبوع. كما أن سلسلة الشموع البيضاء تعبر عن سوق صاعد أما سلسلة الشموع السوداء فتمثل سوق هابط.

4- أهمية التحليل الفني:

يساعد التحليل الفني متخذ القرار الاستثماري في معرفة عدة جوانب في سوق الأوراق المالية من أهمها :[1]

- تحديد اتجاهات أسعار الأوراق المالية خلال الفترات الزمنية المقبلة.
- تحديد مستويات سعر الورقة المالية المستهدفة.
- دراسة السلوكيات النفسية للمتضاربين والتي تكون مؤثرا على أداء الأسواق المالية.
- المساعدة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

[1] عبو عمر، **دور الشموع اليابانية في معرفة اتجاه السوق المالي**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد07، العدد09، 2011،ص 140.

– إن الأهمية الرئيسية للتحليل الفني هي استقرار اتجاه حركة السهم من حيث الارتفاع أو الهبوط ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بناء على المعلومات التي تم الحصول عليها من خلال عملية التحليل الفني، وتحديد مستويات الدعم والمقاومة للمستثمر، لتحديد متى يشتري ويبيع ومتى يتخلص من السهم بخسارة بسيطة بدلا من التعلق بأسعار عالية، قد لا تتحقق ضمن الفترة الزمنية القليلة القادمة.

وبالرغم من أهمية التحليل الفني إلا أنه لا يخلو من بعض نقاط الضعف تتمثل فيما يلي:[1]

– التأثر برأي المحلل: يتأثر التحليل الفني بانطباع المحلل عن السهم عند تحليل السهم فإن كان المحلل متفائل بارتفاع السهم فقد لا يرى إشارات الهبوط والعكس صحيح.

– رسم واحد وقرارات مختلفة: قد يختلف التحليل الفني باختلاف المحلل.

فبالرغم من وجود قواعد عامة للتحليل الفني إلا أنه في كثير من الأحيان لو أعطيت نفس الخريطة لشخصين مختلفين فقد تكون قراءة كل واحد منهما مختلفة.

– إشارات التحليل الفني متأخرة جدا: قد تكون إشارات التحليل الفني متأخرة جدا فلا يتحدد اتجاه حركة السهم إلا بعد أن يكون جزء من الحركة قد حدث فعلا.

ثانيا: التحليل الأساسي:

هناك عدة تعاريف نتطرق إلى بعضها:

1- تعريف التحليل الأساسي:

يهدف التحليل الأساسي للوصول للقيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية، وهذا ما يساعد المستثمر في اختيار مكونات محفظته من أوراق مالية، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، يقوم المستثمر بتجنب هذه الورقة المالية، لأنها قيّمت بأكبر من قيمتها

[1] الشكرجي بشار ذنون، **ميادة صلاح الدين تاج الدين، التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي**، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد6، العدد17، جامعة تكريت، 2010، ص44.

الحقيقية، أي أن قيمة هذه الورقة مبالغ فيها، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أقل من قيمتها الحقيقية هنا يكون أمام المستثمر فرصة استثمارية جيدة وبالتالي عليه اقتناء هذه الورقة.[1]

– يعتمد التحليل الأساسي على الاعتقاد أن قيمة السهم يعكس سيطرة الشركة المصدرة له لذلك يهتم بدراسة نقاط قوة وضعف هذه الشركة وذلك من خلال الدراسة المالية والاقتصادية.[2]

– هو دراسة الظروف المحيطة بالشركة سواء كانت تلك الظروف اقتصادية عامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها أو الظروف التي تتعرض لها الشركة نفسها و الهدف الأساسي من ذلك هو توافر المعلومات التي تفيد في التنبؤ بما يتكون عليه مستقبل الشركة للأرباح المستقبلية والتي تعتبر عاملا في تحديد قيمة السهم.

2– أهداف التحليل الأساسي:

من التعاريف السابقة نتوصل إلى أن التحليل الأساسي يهدف الى دراسة تحليل الظروف التالية:

2–1 تحليل و دراسة الظروف الاقتصادية العامة:

يعتمد تحليل الظروف الاقتصادية على تحليل الظروف التالية:

2–1–1 السياسة النقدية:

هناك علاقة بين السياسة النقدية و أسعار الأوراق المالية فزيادة المعروض النقدي يكون له تأثيرين على أسعار الأسهم داخل السوق، تأثيرا إيجابيا و يتمثل في أن زيادة المعروض النقدي تؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة في القطاع المصرفي مما يساعد على تشجيع الاستثمار و التوجه نحو شراء الأوراق المالية، مما يعمل على زيادة التحويل داخل الشركات التي تتداول أسهمها داخل السوق هذا يؤدي بدوره إلى زيادة الإنتاج و انخفاض معدلات البطالة و زيادة الطلب على المنتجات، مما ينتج عن ذلك ارتفاع معدلات الأرباح و انتعاش سوق الأوراق المالية و الأثر السلبي هو أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى

[1] حشماوي محمد، سعيدي حنان، **أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي**، المجلد05، العدد01، 2018، ص178.

[2] Lawrence G, et all , Frédéric Herbin, Octave Gokung, Geoges Langlois ,**Investissement et marchés financiers**, Pearson éducation,, 9eme édition, Paris, 2005, p298.

زيادة المعروض النقدي يؤدي الى زيادة معدلات التضخم مما يؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار و الأزمة المالية العالمية الأخيرة أخبرتنا هذا و دليل على تأثير سوق المال بالتغيير في السياسة النقدية.[1]

2-1-2 السياسة المالية :

تعرف بأنَها وسائل تمويل الإنفاق الحكومي للدولة من إيرادات و مصروفات، ومن هنا يجب اتباع سياسات مالية مختلفة وقت الكساد و وقت التضخم، ففي حالة الكساد يجب على الحكومة اتباع سياسة مالية توسعية بزيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب، مما يساعد على زيادة الطلب الإجمالي و انتعاش الاقتصاد، ليؤدي في النهاية إلى انتعاش التعامل في البورصة و العكس أوقات التضخم حيث تتبع سياسة مالية انكماشي، وذلك بتخفيض الإنفاق الحكومي أو زيادة الضرائب مما يساعد على انخفاض الطلب الإجمالي و انكماش الاقتصاد ليؤدي في النهاية إلى انكماش التعامل في البورصة.[2]

2-1-3 معدلات التضخم:

عندما ترتفع معدلات التضخم تؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للنقد وهو ما يؤدي بالمستثمرين للمطالبة برفع معدلات العوائد الإسمية لتغطية التآكل الذي سببه التضخم، وهذا عادة ما يكون مستحيل في حالة الأوراق المالية ذات العائد الثابت، وبالتالي فإن أحسن طريقة للاحتياط ضد التضخم هي الاستثمار في الأسهم العادية بحيث لا يجب إغفال أثر السياستين النقدية والمالية في هاته الحالة.[3]

2-1-4 حجم الناتج القومي:

إن الزيادة في النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم و يؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها. وقد تبدو العلاقة أو الارتباط واضح بين مستوى النشاط و الذي يترجم ربحية المشروعات في حين يعكس الأسعار المعلنة في البورصة ثقة المتعاملين و تدرج القدرة.[4]

---

[1] قدي عبد المجيد، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ط02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص53.

[2] حنفي عبد الغفار، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص261.

[3] Vailles R**, Savoir investor en bource internet**, 2eme edition, Vuibert, France, 2005,p:101.

[4] عبد ربه هبة عبد الحليم، أحمد علي بكري، **علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية**، ط01، دار الوفاء الدنيا للطبعة، الإسكندرية، مصر، 2015، ص48.

2-2 تحليل ظروف الصناعة:

قبل القيام بعملية تحليل ظروف الصناعة يجب التعرف على الصناعة و تحديد موقعها و تصنيفها بالنسبة لباقي الصناعات، وبالنسبة لتعريف الصناعة عادة ما ينصرف التعريف إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه ثم مصدر المنافسة التي تواجهها، أما بالنسبة لتحليل ظروف الصناعة فهي تعتمد على جوانب رئيسية وهي التطور التاريخي للمبيعات و الأرباح و التطور في حجم الطلب و العرض على منتجات الصناعة و ظروف المنافسة و طبيعة المنتج و تكنولوجيا الصناعة و التدخل الحكومي، وأخيرا العلاقة بين سعر السهم و الربحية المتوقعة ولابد من وجود أدوات لتحليل الصناعة وهي دورة حياة المنتوج و التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة مع التنبؤ بمعدل نمو الربحية.[1]

2-3 تحليل ظروف الشركة:

الخطوة الأخيرة في التحليل الأساسي هي تحليل ظروف الشركة داخل الصناعة، فعندما يسفر التحليل الأساسي للظروف الاقتصادية على أن التوقيت الحالي هو التوقيت المناسب للاستثمار و تحديد القاعات الجيدة الواحدة، التي تحقق أعلى عائد على الاستثمار فعلى المستثمر تحديد الشركات الأكثر جذبا للاستثمار، ويعتمد التحليل الأساسي لظروف الشركة داخل الصناعة على الجوانب المالية اللازمة لتحديد القيمة العادلة لسهم الشركة، وكذلك دراسة و تحليل الجوانب الغير مالية المتعلقة بالشركة كموقعها التنافسي و مدى جودة الإدارة و الأحداث التي تتعرض لها وغير ذلك.[2]

[1] مصيطفى عبد اللطيف، محمد بن بوزيان، **أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية**، مكتب حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان،2015، ص65.

[2] حشماوي محمد، سعيدي حنان، مرجع سبق ذكره، ص181.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق له يتضح لنا أن البورصة هي القناة التي تمر عبرها التدفقات المالية لتحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، وهذا العبور للأموال يتم من خلال عدة أطراف طالبين وعارضين لرؤوس الأموال ووسطاء ومراقبين وفق شروط وأسس منظمة.

وقد تعرفنا من خلال هذا الفصل على البورصة نشأتها وتاريخها، وإلى آليات التعامل داخلها من عمليات وأوامر وطرق تسعيرها لإعطاء صورة حول البورصة وطريقة عملها، كما أننا أظهرنا كيف تكون كفاءة البورصة والمؤشرات التي تقيس أداء البورصة، للتعرف على الوضعية التي تكون فيها، وتحليلها لاتخاذ القرارات المناسبة للتعامل في البورصة بيعا وشراءً.

وبما أن البورصة تشكل مصدراً مهما من المصادر التمويلية للمؤسسات الاقتصادية ، سنقوم بالتطرق إلى المؤسسات الاقتصادية والأدوات المالية المستخدمة لتمويلها في ذلك في ظل البدائل المتاحة.

الفصل الثاني:

البورصة كمصدر تمويلي

للمؤسسات الاقتصادية

تمهيد:

تعد المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية للنشاط الاقتصادي، إلا أن نموها مرهون بمدى سلامتها وقوتها، وهذا في ظل وجود المؤسسة ضمن متغيرات ومعطيات غير مستقرة، وضمن بيئة تسودها ظروف المنافسة الاقتصادية مما يهدد استمراريتها، الأمر الذي يحتم عليها البحث عن الفعالية وتحسين أدائها لضمان بقائها، لذا فإن نجاح أي مؤسسة مرتبط بمدى تحقيق أهدافها والمتمثل أساسا في تعظيم ربحيتها من خلال جودة القرارات المتخذة مستقبلا.

وتعتبر عملية اتخاذ القرار التمويلي من أهم القرارات التي تحافظ على بقاء المؤسسة واستمرارها وتحقيقها للأهداف المسطرة، إلا أنها قد تواجه صعوبة توفير التمويل المناسب لاستثماراتها، وهذا نتيجة عدم كفاية المصادر الداخلية مما يضطرها إلى البحث عن مصادر خارجية، وتبرز البورصة كإحدى المصادر التمويلية الخارجية طويلة الأجل من خلال توفير أدوات مالية متنوعة وبأقل التكاليف مقارنة مع المصادر الأخرى.

وانطلاقا مما سبق سنحاول في هذا الفصل الإلمام بماهية المؤسسة الاقتصادية و آلية تمويلها عن طريق البورصة في ظل البدائل المتاحة وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث كالآتي:

- المبحث الأول: ماهية المؤسسات الاقتصادية.
- المبحث الثاني: مدخل إلى تمويل المؤسسات الاقتصادية.
- المبحث الثالث: آلية البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية.

المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسة النواة الأساسية للنشاط الاقتصادي، وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى ماهيتها من خلال تناول مفهومها، أهدافها، وظائفها وتصنيفاتها.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص المؤسسة الاقتصادية

من الصعب تحديد تعريف موحد للمؤسسة الاقتصادية وخصائصها نظرا للتطور السريع الذي شهدته المؤسسات الاقتصادية في أنشطتها وأشكالها القانونية والفكر الاقتصادي المنظور منه، إلا أنها وإن كانت تختلف في الزاوية المنظور منها إلا أنها تشترك في المعنى.

أولا: مفهوم المؤسسة الاقتصادية:

للمؤسسة عدة تعاريف، نذكر منها ما يلي:

- هي "وحدة منظمة تتظافر فيها جميع الإمكانيات المالية والمادية والبشرية من أجل استخراج وتحويل وتوزيع الثروات، السلع والخدمات، من أجل بلوغ الأهداف المنشودة." [1]
- هي "تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه إيجاد قيمة سوقية معينة، من خلال الجمع بين عوامل إنتاجية معينة، ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي، الناتج من ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منها، وتكاليف الإنتاج." [2]
- هي "المكان الذي يتم فيه عملية المزج بين عناصر الإنتاج المختلفة، بغية الحصول على منتوج يصرف في السوق وهي بذلك تهدف إلى حاجات الأفراد مباشرة وإنما تهدف لتلبية حاجات السوق." [3]

يجدر بنا الإشارة هنا التفرقة بين مفهوم المؤسسة والمنشأة والوحدة والتي عادة ما يستعمل هذه المصطلحات من الأشخاص لأداء نفس المعنى، إلا أن التمعن في محتوى كل منها على حدى يعطي نظرة أخرى لمعانيها،

[1] Bouyakoub F .**l'entreprise et le financement bancaire** .casbah .édition .Alger .2000.p37 .

[2] بن يسمينة عزيزة، **اقتصاد المؤسسة ج1**،ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع،الأردن، 2017، ص16.

[3] Dominique R**, Analyse économique et gestion de l'entreprise,** Dunod, Paris, 2000. P7.

فقط عرف M L Baudin المنشأة على أنها مجموعة الأشخاص الدائمين العاملين في نفس المكان وهم تابعون لنفس النظام.[1]

ومما سبق يمكن تقديم الملاحظات التالية للتفرقة بين المؤسسة والمنشأة:[2]

- المؤسسة يمكن أن تتكون من منشأة واحدة أو عدة منشآت.
- المنشأة ليس لها شخصية قانونية (إلا في حالة شهرة المحل)، بينما المؤسسة الاقتصادية تتمتع بشخصية قانونية متميزة تلزمها السجل التجاري، وتتحمل كل ما يترتب عن وجودها القانوني مثل الضرائب والرسوم، و مراقبة حساباتها دوريا بواسطة السجلات الضرورية...إلخ.
- عادة المنشآت تتميز جغرافيا عن المؤسسة الأم (مثلا وكالة)، وقد تتجه نحو فقدان طبيعتها ولتصبح أحيانا كمصالح، بينما المؤسسة بمقر وحيد يتحدد بواسطة قانونها الأساسي، ويترتب عليه تبعات قانونية بغض النظر عن مكان وجود مصانعها، أو منشآتها أو مصالحها.
- تتمتع المؤسسة الاقتصادية بالاستقلالية، في حين أن المنشأة تكون مستقلة نسبيا، نظرا لأنها تبقى خاضعة لمراقبة رب العمل.

كما يمكن التمييز بين المؤسسة الاقتصادية وغيرها من التنظيمات (الجمعيات الخيرية، الجماعات المحلية، المؤسسات الدولية... إلخ) ، بواسطة معيار طبيعة النشاط التي تمارسه والتي يمكن حصرها في:[3]

- **الأنشطة الاستخراجية والتحويلية:** وهي تلك الأنشطة ذات الارتباط بالطبيعة كالزراعة، الصيد المناجم، المحروقات، المياه...إلخ، والموجهة أساساً نحو تلبية احتياجات المستهلكين.
- **الأنشطة التجارية:** وهي تلك الأنشطة التي تربط بين المنتجين والمستهلكين كالأسواق والمؤسسات التوزيعية والترويجية...إلخ.

[1] دادي ناصر عدون، **اقتصاد المؤسسة** ، ط2، دار المحمدية العامة، الجزائر، ص 11.

[2] المرجع نفسه ، ص11-12.

[3] بن ساسي إلياس، يوسف قريشي، **التسيير المالي ج2**، ط2، دار وائل للنشروالتوزيع، عمان،2011،ص 18-19.

- **الأنشطة الخدمية** : وهي تلك الأنشطة ذات الطبيعة الخاصة، والتي تتميز منتجاتها بعدم قابلية التخزين كالفندقة، النقل، السياحة، البنوك...إلخ، والموجهة أساسا لتلبية احتياجات المستهلكين.
- **أنشطة التقنيات الحديثة للمعلومات والاتصالات:** وهي تلك الأنشطة المرتبطة أساسا بمجال المعلومات والاتصال والانترنت، والتي تهدف إلى تحقيق الربح.

ثانيا: خصائص المؤسسة الاقتصادية:

تتميز المؤسسة الاقتصادية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:[1]

- للمؤسسة الاقتصادية شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها الحقوق والصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها ؛
- القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها؛
- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء، بما يكفل لها تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية، وقادرة على تكييف نفسها لجميع الظروف.
- التحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهدافها وتسعى إلى تحقيقها قد تكون أهداف تحقق بكمية ونوعية الإنتاج أو بتحقيق رقم أعمال معين.
- لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة، فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة وتفسد أهدافها.
- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها , ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات و إما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف
- يجب أن يشمل إصلاح المؤسسة بالضرورة فكرة زوال المؤسسة إذا ضعف مبرر وجودها أو تضاءلت كفاءتها.
- المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، فإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج ونمو الدخل الوطني فهي مصدر رزق الكثير من الأفراد.

[1] صخري عمر، **اقتصاد المؤسسة**،ط3، ديوان المطبوعات الجامعية،2003، ص25-26.

كما تتمتع بخصائص أخرى منها: [1]

- **للمؤسسة شكل اقتصادي:** لأن ضمنها يتم استغلال عناصر الانتاج (العمل مع وسائل الانتاج) بغية الحصول على سلع أو خدمات تخصص لاستهلاك المواطنين ولمصلحتهم، وينبغي أن يتم استخدام عناصر الانتاج بشكل عقلاني، وأن يوظف الناتج الفائض على نحو ملائم داخل المجتمع.
- **للمؤسسة شكل تقني:** ونعني بذلك أنه يتم أثناء عمليات الانتاج بداخلها استخدام تكنولوجيات وتقنيات تتطور باستمرار لتتماشى مع منجزات الثورة العلمية المعاصرة، وهي مسألة حيوية بالنسبة للمؤسسة إذا أريد لإنتاجاتها أن يكون بالمستوى الاقتصادي المطلوب.
- **للمؤسسة شكل اجتماعي:** تكتب المؤسسة الاقتصادية هذه الخاصية لأسباب مختلفة، إما بسبب أن من يعمل فيها ليس فردا واحدا وإنما مجموعة كبيرة من الأفراد أو لكون إنتاجها مرتبط بمؤسسات أخرى عديدة، أو لأن سلعها معدة لمجموعة كبيرة من المواطنين.

ثالثا: أهداف المؤسسة الاقتصادية:

تسعى المؤسسة إلى تحقيق جملة من الأهداف ،ويمكن بيانها على النحو التالي:

1- **الأهداف الاقتصادية:**

تتمثل أهم الأهداف الاقتصادية فيما يلي[2] :

- **تحقيق الربح** : يعتبر الربح من أهم المعايير الدالة على صحة المؤسسة اقتصاديا، نظرا إلى حاجة المؤسسة الى أموال من أجل تحقيق الاستمرارية في النشاط والنمو، حيث أن تحقيق الربح يسمح بتوسيع نشاطات المؤسسة، تجديد التكنولوجيات المستعملة وتسديد الديون، وطبعا تختلف درجة الاهتمام بالأرباح باختلاف المؤسسة من العمومية إلى الخاصة.
- **تحقيق متطلبات المجتمع** : إن تحقيق المؤسسة للنتائج المسطرة يمر حتما عبر بيع الإنتاج المادي(السلع) وتغطية تكاليفها، فهي بذلك تحقق طلبات المجتمع.
- **عقلنة الإنتاج** :يتم ذلك من خلال الاستعمال العقلاني لعوامل الإنتاج، ورفع إنتاجها بواسطة التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع، بالإضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ هذه الخطط والبرامج، وهو

[1] صمويل عبود، **اقتصاد المؤسسة**، ديوان المطبوعات الجامعية، 1984، الجزائر، ص 58-59.

[2] غول فرحات، **الوجيز في اقتصاد المؤسسة**،ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص13.

ما يسمح بتحقيق رضا المستهلكين والأرباح وتدنية التكاليف. ومنه نجد أن المؤسسة الاقتصادية على المدى البعيد تسعى إلى تحقيق الاستغلال العقلاني للموارد الاقتصادية المتاحة (المادية، البشرية، المالية، والتقنية) خلال ممارستها للنشاط الذي تتخصص فيه، في محاولة إلى تحقيق التراكم وخلق الثروات، أما على المدى المتوسط والقصير فإن المؤسسة تحاول أن تنتج منتجاتها بالكمية والنوعية التي تشبع رغبات المستهلك وتدفعها لزيادة الطلب على منتجاتها أو خدماتها أو منتجاتها، وتوسيع حصتها في السوق الذي تعمل فيه، مما يؤدي إلى زيادة رقم أعمالها وحجم أرباحها وتحقيق معدل الربحية المطلوب.

2- الأهداف الاجتماعية:

وتتمثل في الآتي:

- **ضمان مستوى مقبول من الأجور** :يعتبر العمال في المؤسسة من المستفيدين الأوائل من نشاطها حيث يتقاضون أجوراً مقابل عملهم بها، ويعتبر هذا المقابل حقا مضموناً شرعاً، إذ يعبر العمال عن العنصر الحيوي والحي في المؤسسة.
- **تحسين مستوى معيشة العمال** :تشهده المجتمعات في الميدان التكنولوجي تطور سريعاً , يجعلهم أكثر حاجة إلى تلبية رغبات تتزايد باستمرار من خلال منتجات جديدة بالإضافة إلى التطور الحضاري الأهم وتغير أذواقهم وهذا ما يدعو إلى تحسين وعقلنة الاستهلاك.
- **إقامة أنماط استهلاكيه معينة** : تقوم المؤسسات الاقتصادية بالتأثير على أذواق وسلوك المستهلك عن طريق تقديم منتجات جديدة أو استعمال الإشهار والدعاية مقنعة تكاليف المستهلك عادات معينة تكون في غالب الأحيان لصالح المؤسسة.
- **توفير تأمينات ومرافق للعمال** :مثل التأمين الصحي، التأمين ضد حوادث العمل، التقاعد...الخ بالإضافة إلى المرافق العامة مثل :تعاونيات الاستهلاك، والمطاعم وغيرها.
- امتصاص الفائض من العمالة.
- الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال باعتبارها الوسيلة لضمان الحركة المستمرة للمؤسسة وتحقيق أهدافها.

3- الأهداف الثقافية والرياضية:

تتعلق هذه الأهداف الجانب التكويني والترفيهي ومن بينها: [1]

[1] غول فرحات، مرجع سابق، ص 14.

- **توفير وسائل ترفيهية وثقافية** :تعمل المؤسسة على اعتياد عمالها على الاستفادة من وسائل الترفيه والثقافية مثل المسرح، المكتبات والرحلات لأن ذلك له الأثر البالغ على مستوى العامل الفكري والرضا والشعور باهتمام المؤسسة به والعمل على تحسين مستواه وكفاءته من أجل مسايرة تطورات العصر.
- **تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى** : حيث أنه مع التطور السريع الذي تشهده وسائل الإنتاج السريع أصبح العمال لا يتحكمون في هذه التكنولوجيات، وبالتالي لا بد للمؤسسة من العمل على تدريب عمالها الجدد وحتى القدامى ، تدريباً كفيلا بإعطائهم إمكانية استعمال هذه الوسائل الجديدة والطرق الحديثة في الإنتاج والتوزيع وهو ما يسمح بالرفع من مردودية المؤسسة.
- **تخصيص أوقات للرياضة** :تعمل المؤسسات خاصة الحديثة منها على إتباع طريقة في العمل تسمح للعامل بمزاولة نشاط رياضي في زمن محدد، هذا بالإضافة إقامة مهرجانات للرياضة العمالية، مما يجعل العامل يحتفظ بصحة جيدة ويتخلص من الخمول ويعطيه الحيوية في العمل.

4- الأهداف التكنولوجية:

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى توفير إدارة أو مصلحة خاصة بتطوير الوسائل والطرق الانتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ معتبرة قد تصل إلى تخصيص نسبة عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة، إذ تتنافس المؤسسات فيما بينها على الوصول إلى أحسن طريقة إنتاجية وأحسن وسيلة، مما يؤدي إلى التأثير على الإنتاج ورفع المردودية الإنتاجية.[1]

المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية

تتعدد وظائف المؤسسة ويختلف الباحثون والمختصون في تحديد عددها وطريقة تصنيفها، ولكن في الغالب يعتبر النشاط الذي تمارسه المؤسسة من بين الأسس الرئيسية والأساسية المعتمدة في تحديد هذه الوظائف ويمكن تقسيمها حسب معيار النشاط الذي تزاول إلى:

1- **وظيفة الشراء:** تعتبر هذه الوظيفة خاصة بالعديد من المؤسسات كالمؤسسات الصناعية التي تقوم بشراء المواد الأولية و مستلزمات الإنتاج، أو المؤسسات التجارية تقوم بشراء البضائع، أما المؤسسات الخدمية فتقوم بشراء ضروريات إنتاج الخدمة التي تتخصص بها.

[1] بن يسمينة عزيزة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

2- **وظيفة الإنتاج:** نجد وظيفة الإنتاج فقط في المؤسسات الصناعية إضافة إلى وظيفة الشراء فإننا نجد وظيفة البيع التي تعتبر من الوظائف المهمة والأساسية في جميع المؤسسات، بالإضافة إلى الوظيفة الإدارية أو التسييرية والمتعلقة بكافة الجوانب الأخرى ومنها التسيير المالي، تسيير الموارد البشرية، تسيير المؤسسات.[1]

03- الوظيفة المالية:

الوظيفة المالية في تعريفها البسيط هي مجموعة المهام والعمليات التي تسعى إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة، وفي إطار محيطها المالي بعد تحدي الحاجات التي تريدها من الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية، وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية، وعند تحديد الحاجات ودراسة الإمكانيات للحصول على الأموال، تأتي العملية الثالثة والقرار باختيار أحسن الإمكانيات التي تسمح لها بتحقيق خططها ونشاطها بشكل عادي والوصول إلى أهدفها في جوانب الإنتاج والتوزيع، والنتائج والأرباح حسب الظروف المحيطة بها وعلاقاتها مع المتعاملين، ومع الآخذ بعين الاعتبار عامل الزمن دوره في ذلك.

04- وظيفة التسويق :

تقوم بعملية الربط بين المؤسسة والسوق والمستهلك الذي يعتبر المستهدف بإنتاجها المتمثل في شكل سلع أو خدمات، وهذا عبر العملية التجارية.

05- وظيفة الموارد البشرية :

هي إحدى الوظائف التي تعتني بالعنصر البشري وتتخصص فيه، وذلك من خلال وضع القواعد والأسس والتعليمات التي تكفل تلبية حاجاتها من هذا العنصر وتوجيه سلوكه ونشاطه وتطوير قدراته ومهاراته بما ينسجم حاجاتها. [2]

المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية

يمكن تصنيف المؤسسات الاقتصادية إلى عدة أنواع وفق عدة أنواع، ويمكن عرض بعضها على النحو التالي:

أولا: حسب معيار الحجم: تنقسم المؤسسات وفق هذا المعيار إلى نوعين هما:[1]

[1] صافي خالد صالح، **رقابة تسيير المؤسسة في ظل اقتصاد السوق**، ديوان المطبوعات الجامعية، 2007،ص 30-31.

[2] دادي ناصر عدون، مرجع سبق ذكره، ص232

1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

"هي تلك المشروعات التي تدخل ضمن دائرة المشروعات التي تحتاج الدعم والرعاية، والتي بعدم قدرتها الفنية أو المالية على توفير هذا الدعم من مواردها وقدراتها وإمكانياتها الذاتية ."

2- المؤسسات الكبيرة: وهي المؤسسات التي يكون فيها حجم العمالة و رأس المال كبيرين.

ويمكن التفرقة بين هاذين النوعين من خلال المعايير الكمية والنوعية التالية:

- **المعايير الكمية:** وتتمثل أهم الفروق وفق هذه المعايير: [2]

- **معيار العمالة:** يعتبر معيار العمالة من المعايير الأكثر استخداما للتمييز حجم المؤسسة والمشروع وحدود هذا المعيار تختلف من دولة إلى أخرى، من بين التصنيفات المعتمدة وفق هذا المعيار التصنيف التالي:
  - ❖ مشروعات الأعمال الأسرية (1-9) عامل.
  - ❖ مشروعات الأعمال الصغيرة (10-49) عامل.
  - ❖ مشروعات الأعمال المتوسطة (50-99) عامل.
  - ❖ مشروعات الأعمال الكبيرة (أكثر من 100 عامل.
- **معيار رأس المال المستثمر:** يعتمد هذا المعيار في تحديد حجم المؤسسات على مقدار رأس المال، يختلف هذا الأخير من دولة إلى أخرى وذلك لدرجة النمو الاقتصادي ومدى توفر عناصر الإنتاج المختلفة.
- **المعيار الثنائي (العمل/رأس المال):**وفقا لهذا المعيار المزدوج يتم وضع حد أقصى للعمالة ورأس المال المستثمر عند تحديد حجم المؤسسة، ولكن ما يلاحظ على هذا المعيار أنه يستبعد المؤسسات التي توظف عند قليل من الأفراد وتتطلب استثمارات عالية تفوق الحد الأقصى لرأس المال، كما يستبعد المؤسسات التي تتميز بارتفاع أعداد العاملين بها عن الحد الأقصى للعمالة رغم صغر استثماراتها،

---

[1] عزايزية سارة، عبد العزيز قتال، **الصعوبات والعراقيل والعراقيل التي تواجه المؤسسات والمتوسطة في الجزائر**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الوطني حول: إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ، يومي 06و07 ديسمبر 2017، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي ص02.

[2] برهوم أسماء، **البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة –دراسة تجارب أجنبية–**، ط1، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر 2016، ص25.

وبالتالي يكون عدد المؤسسات المصنفة وفق هذا المعيار أقل من العدد المناظر في حالة تطبيق معيار فردي.

- **معيار قيمة المبيعات:** هناك مجموعة من الدول تأخذ بعين الاعتبار هذا المعيار لأن المبيعات هي أهم محرك لعمليات المشروع وتتأثر بها الأصول وحقوق الملكية والتكاليف بأنواعها، وبما أن رقم المبيعات يتسم بالتقلب سنويا فإنه من الأفضل حساب المتوسط لثلاثة سنوات على الأقل.
- **معيار القيمة المضافة:** يقصد بالقيمة المضافة صافي إنتاج المؤسسة بعد استبعاد قيمة المستلزمات الوسيطية المشترات من الغير، هذا المعيار أكثر تطبيقا في مجال النشاط الصناعي، حيث يمكن حساب قيمة الإنتاج أو المبيعات السنوية وقيمة الخامات والمستلزمات الداخلة في الانتاج.

– **المعايير النوعية:** وتتمثل أهم الفروق وفق هذه المعايير:[1]

- **معيار حصة المؤسسة في السوق:** هذا المعيار في تصنيفه للمؤسسات على حسب حصتها في السوق الذي تبيع فيه منتجاتها، ووفق هذا السوق تمتلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حصة لا تصل إلى درجة الاحتكار.
- **معيار مستوى التكنولوجيا المستخدمة:** عادة ما يكون مستوى التكنولوجيا في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أقل تطورا مقارنة بالكبيرة، وذلك لخفض التكاليف، باستثناء المؤسسات المتخصصة في الصناعات الرقمية والالكترونية.
- **الملكية:** تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالملكية الفردية وعدم التبعية لأي مؤسسة كبرى، ومعظمها تابع للقطاع الخاص في شكل مؤسسة أو شركة أموال، وقد تكون ملكيتها ملكية عامة كمؤسسات الجماعات المحلية (مؤسسات ولائية، بلدية...إلخ) وقد تكون ملكية مختلطة.

ثانيا: حسب المعيار الاقتصادي :

تنقسم المؤسسات وفق هذا المعيار إلى:[2]

[1] نفس المرجع، ص25.

[2] طويل آسيا، **المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل تحديات العولمة قطاع البتروكيماويات (دراسة حالة المؤسسة سوناطراك– أوبك)**، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة الجزائر 03، 2013-2014، ص18.

1- **المؤسسات الصناعية**:وهي ذات طابع إنتاجي حيث تختص في صناعة السلع المختلفة سواء تلك التي تندرج في إطار الصناعة الثقيلة كالحديد أو في الصناعات الخفيفة كالغزل والنسيج.

2- **المؤسسات الفلاحية**:

هي المؤسسات التي تهتم بزيادة إنتاجية الأرض واستصلاحها وتقديم منتجات نباتية وحيوانية والسمكية.

3- **المؤسسات التجارية**:

هي المؤسسات التي تهتم بالنشاط التجاري البحث ويتمثل نشاطها في نقل السلع وتوزيعها من أماكن التصنيع إلى أماكن الاستهلاك. كل مؤسسة تجارية لها عدة مهام منها الاقتصادية والاجتماعية والإنسانية والعالمية التي تعني بتحقيق الأهداف العالمية و وظائف تلتزم بها للمؤسسات التجارية والمتطلبات الدولية أما المهام العالمية يقصد بها أن يوافق العمل التجاري مع الشروط والمواصفات المطروحة عالمياً ولا يخالف أنظمة التجارة العالمية وظائف تلتزم بها.

4- **المؤسسات المالية**:

وهي المؤسسات التي تقدم خدمات مالية لباقي المؤسسات من حفظ الأموال إلى تقديم القروض ويقوم هذا النوع من المؤسسات بثلاث أنواع من الخدمات وهي: الخدمات الصغيرة، الخوصصة، وخدمات التوزيع.

5- **مؤسسات الخدمات**: وهي مؤسسات تقدم خدمات معينة كالنقل والبرد والمواصلات.

ثالثا: حسب طبيعة الملكية:

يمكن تقسيم المؤسسات الاقتصادية حسب طبيعة ملكيتها إلى:[1]

1- **المؤسسات الخاصة**:

وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها لفرد أو مجموعة من الأفراد(شركات، شركات أموال...إلخ)

2- **المؤسسات العامة (العمومية)**:

وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة فلا يحق للمسؤولين عنها التصرف بها كيفما شاءوا ولا يحق لهم بيعها أو إغلاقها إلا إذا وافقت الدولة على ذلك، والأشخاص الذين ينوبون عن الحكومة في تسيير وإدارة المؤسسات العامة مسؤولون عن أعمالهم هذه اتجاه الدولة وفقا لقوانين العامة للدولة وتهدف المؤسسات العامة من خلال نشاطها الاقتصادي إلى تحقيق مصلحة المجتمع وخيره وليس هناك

[1] عمر صخري، مرجع سابق، ص 28-29.

أهمية للربح، حيث تعمل على تحقيق أقصى ما يمكن من الأهداف العامة بمعنى تحقيق أقصى إنتاج أو تحقيق نصيبها المحدد في الخطة الوطنية ومن خلال ذلك يمكن أن تحقق الربح.

3- **المؤسسات المختلطة:** وهي مؤسسات تعود ملكيتها بصورة مشتركة للقطاع العام والقطاع الخاص.

المبحث الثاني: مدخل إلى تمويل المؤسسات الاقتصادية

يتطلب بقاء واستمرار المؤسسة الاقتصادية ونموها إلى توفير التمويل اللازم لتلبية احتياجاتها المستمرة، وهو ما يتطلب اختيارها لسياسة ومصادر تمويلية ومناسبة تتلاءم مع نشاطها وأهدافها، وسنحاول من خلال هذا المبحث الإلمام بجميع جوانب التمويل في المؤسسة.

المطلب الأول: السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية.

تسعى المؤسسة إلى توفير الموارد المالية بأقل تكلفة في الوقت المناسب، و ضمان حسن استخدام هذه الموارد، وهو ما يتطلب اتباعها لسياسة مالية تلائم أهدافها.

أولا: تعريف السياسة المالية للمؤسسة:

يمكن تعريف السياسة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية على أنها "تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية ، وذلك تحت القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانيات المالية المتوفرة." [1]

كما يمكن تعريفها على أنها "مجموعة من القواعد والأساليب والإجراءات والتدابير التي تعمل على توفير الأموال اللازمة للمؤسسة في الوقت المناسب، وبأقل التكاليف الممكنة، مع استخدام تلك الأموال أحسن استخدام ممكن من خلال هيكل التمويل الأمثل الذي يتحقق معه الأهداف التي تصبوا إليها المؤسسة (تحقيق الربح، تعظيم الثروة...)." [2]

ثانيا: أهداف السياسة المالية للمؤسسة:

تتمثل الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها السياسة التمويلية على مستوى المؤسسة في ما يلي:

[1] بن ساسي إلياس، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 201.

[2] محب خله توفيق، **اقتصاديات التمويل الإداري**، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر،2014، ص344

1- توفير الأموال اللازمة للمؤسسة في الوقت المناسب: وهو الهدف الأساسي للسياسة المالية حيث تسعى هذه الأخيرة إلى إيجاد مصادر تتناسب مع احتياجاتها سواءا تلك التي تتعلق بالاستثمار أو الاستغلال أو الخزينة، دون أن يكون لذلك تأثير على الأهداف المالية الأخرى.

2- تحديد الكيفية التي يمكن أن تحصل بها المنظمة على الأموال اللازمة ومصادرها المختلفة للقيام بنشاطها في مراحله المختلفة وهي مراحل التطوير، التوسع، النمو والتشغيل الدوري.

3- تحديد كيفية إدارة هذه الأموال لتحقيق الأهداف المرجوة.

4- تحديد كيفية الحصول على الأموال، وتكوين هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق تكلفة ممكنة، مع مراعاة تكلفة الفرص البديلة.[1]

5- **تحقيق التوازن المالي:** نحكم على فعالية السياسة المالية بعدة متغيرات منها التوازن المالي القصيرة والمتوسط وطويل الأمد، ويتحقق ذلك إذا تمكن المؤسسة من تمويل احتياجاتها المالية دون تحقيق عجز في السيولة ولا فائض يفوق احتياجاتها.

6- **تحقيق الأداء المالي:** يوفق المسير المالي في تحقيق أهدافها السالفة الذكر، إذا ارتبط ذلك بتحقيق المردودية المالية المنتظرة من طرف مالكي رؤوس الأموال فالقرارات المالية المتعلقة بتمويل الاحتياجات المالية وتحقيق التوازن المالي يمكن أن تؤثر سلبا على المردودية المالية، وهذا يخفض قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي بفعل انخفاض الأرباح، وتراجع عدد المساهمين بفعل انخفاض العائد على رأس المال.[2]

ثالثا: أنواع السياسات المالية

للسياسة المالية عدة أنواع نذكر منها:

1- **سياسة استئجار الأصل أو شراءه:**

قرار الاستئجار والشراء هما قراران ماليان يسبقهما عادة قرار بضرورة الحصول على أصل لحاجة المؤسسة إليه في عملياتها، يقصد باستئجار الأصل الحصول على الأصل واستخدامه والانتفاع منه طوال مدة الاستئجار بدون تملك وسياسة الاستئجار لها مزايا عده منها:[3]

[1] المرجع نفسه، ص 344-345.

[2] بن ساسي إلياس، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 203.

[3] السعايدة فيصل، نضال فريد، **الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي**،ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2004 ، ص48.

- تمكن المنشأة من استخدام الأموال المخصصة لشراء الأصول في مجالات تحقق منها أرباحا إضافية.
- الأصل المستأجر يبقى لدى المؤسسة وبعيدا عن أيدي الدائنين في حالة وقوع المنشأة في العسر المالي.
- الإيجار المدفوع يعتبر مصروفا لغياب الضرائب.
- تمكين المؤسسة من استبدال الأصل بأصل آخر أكثر تطورا في حالة استئجار الأصل بدون أن يترتب على ذلك أي خسائر وبعكس لو كان الأصل ملكا للمؤسسة.
- تمكين المؤسسة من تحقيق الوفر الضريبي من خلال استئجار الأصل بدلا من التملك خاصة إذا كان الإيجار السنوي أكبر من قسط الاستهلاك السنوي للأصل.

إلا أنه وبالرغم من كل هذه المزايا لا يخلو هذا النوع من العيوب حيث أن الاستئجار يمثل عبئا ثابتا على المؤسسة هو ما قد ينتج عنه مشاكل مالية، إضافة إلى إمكانية تدخل أصحاب الأصول الثابتة المستأجر في قراراتها السنوية أحيانا.

2- سياسة استهلاك الأصول الثابتة:

تعرف الأصول الثابتة على أنها مصروفات مدفوعة مقدما توزع على عدد من الفترات المحاسبية التي يتوقع أن تستفيد من خدمات هذه الأصول لتوليد الإيرادات الخاصة بها (باستثناء الأراضي)، وأطلق المحاسبون مصطلح الاستهلاك على طريقة توزيع الأصول بشكل متماثل على الفترات المحاسبية المستفيدة من خدماتها ، ويتم تحميل استهلاك الفترة لحساب الأرباح والخسائر. هذا ويؤدي الاستهلاك إلى تقليل الربح المعلن فكلما زاد الاستهلاك قل الربح، هذا من جانب الربح، أما من جانب النقد فإن زيادة الاستهلاك لا تؤثر عليه بل تزيده لأسباب ضريبية ويهدف الاستهلاك إلى الموازنة بين إيرادات الفترة والتكاليف التي تحملتها المؤسسة (بما فيها كلفة استعمال الأصول الثابتة)، لتحقيق هذه الايرادات، كما يهدف إلى القيمة الدفترية للأصول الثابتة بمقدار التدني في قيمتها على مدى سنوات استعماله.[1]

3- سياسة البيع والتوزيع:

[1] العقل مفلح محمد، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**،ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، دار أجنادين للنشر والتوزيع،الرياض،السعودية، 2006، ص56.

ترسم المؤسسة سياستها في البيع والتوزيع بهدف الوصول بالمبيعات إلى أقصى حد ممكن، وترسم هذه السياسات عادة ضمن المحددات التالية:[1]

- سياسة البيع وهل ستتم بالنقد أم بالأجل.
- سياسات الخصم التجاري وخصم الكمية وتعجيل الدفع.
- مدة الائتمان الممكن منحه وشروطه.

المطلب الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة ومحدداته

بعد اختيار المؤسسة لسياستها المالية فإنها تحتاج إلى تكوين هيكلها المالي الذي يلائمها ويضمن تحقيق أهدافها المنشودة، ويخضع الهيكل المالي إلى مجموعة من العوامل المحددة له أهمها حجم المؤسسة و الربحية.

أولا: تعريف الهيكل المالي للمؤسسة:

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه عملية التجميع لمبالغ مالية تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكيين لهذه المؤسسة وهو ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي.[2]

كما يقصد بالهيكل المالي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.[3]

ولا بد هنا من الإشارة إلى الفرق بين الهيكل المالي و هيكل رأس المال والذي يرى البعض على أنه هو الخصوم طويلة الأجل إضافة إلى حقوق الملكية ويستبعد الائتمان قصير الأجل ،أما الهيكل المالي فيشمل الجانب الأيسر بالكامل في الميزانية العمومية.

ثانيا: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة:

يتم تحليل الهيكل المالي من خلال تحليل الميزانية، وحسب الهدف من العملية يتم اختيار التحليل الوظيفي أو التحليل للسيولة والاستحقاقية وهو الدخل الملائم من وجهة نظر المالية وهذا باستعمال مؤشرات التوازن المالي.

---

[1] المرجع نفسه، ص69.

[2] بن يونس ياسر، **دراسة تحليلية إحصائية لأثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010–2018**، مجلة المالية والأسواق، المجلد08، العدد01، 2021،ص 190.

[3] دعاس مصعب، أيمن فريد، **الخيارات الاستراتيجية وأثرها على الهيكل المالي– دراسة حالة مؤسسة نفطال – تبسة–**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 05، العدد01، 2020، ص31.

1- التحليل باستخدام المؤشرات التقليدية

1-1 تحليل الميزانية المالية بواسطة مؤشرات التوازن المالي:

يعرف التوازن المالي على أنه" تقابل قيمي بين الموارد المالية في الميزانية من جهة، واستعمالاتها من جهة ثانية ،حيث تختلف عناصر الموارد من مدة استعمالاتها التي ترافق استحقاقاتها وكذلك تختلف العناصر التي توافق درجة ثبوتها." [1] ويمكن تحليل استخدام مؤشرات التوازن المالي التالية في التحليل:

- **رأس المال العامل FR:**

يمثل إجمالي المبالغ التي تستثمرها المؤسسة في الأصول قصيرة الأجل، ويعرف رأس المال العامل بأنه إجمالي الأصول المتداولة مطروحا منها إجمالي الخصوم المتداولة وهو رأس المال الفائض المستعمل أثناء دورة الاستغلال.

وهو عبارة عن ذلك الهامش الذي تحتفظ به المؤسسة في شكل سيولة، ويمكن اللجوء إليه لتغطية الاحتياجات الطارئة التي يمكن أن تحقق في ظل ظروف عدم التأكد بما يسمح لها بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة، وضمان استمرار توازن هيكلها المالي يمكن حسابه كما يلي:

رأس المال العامل= (الأموال الخاصة+ الديون طويلة الأجل) – الأصول الثابتة.

رأس المال العامل=(قيم جاهزة+ قيم محققة+ مخزونات)– الديون قصيرة الأجل. [2]

- **احتياجات رأس المال العامل BFR**

ينتج عن دورة الاستغلال تدفقات نقدية وأخرى خارجة، وفي كثير من الحالات لا تستطيع المؤسسة تغطية ديونها للاستغلال بواسطة حقوقها ومخزوناتها وجود فوارق زمنية بين الاستغلال تجعل المؤسسة بحاجة للحصول على أموال لتغطية احتياجها، والتي يعبر عنها بالاحتياجات من رأس المال العامل يتم حسابه من خلال المعادلة التالية:

احتياجات رأس المال العامل= (المخزونات +مدينو الاستغلال+ مدينو خارج الاستغلال)– (ديون الاستغلال+ ديون خارج للاستغلال). [1]

---

[1] بن زعيمة فاطمة الزهراء، **أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي لمؤسسة باتيميتال بولاية عين الدفلى 2015–2019**، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 07، العدد 03، جوان 2017، ص161.

[2] سحنون جمال الدين، سمرود نبيلة، **دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن(دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية ANESRIF للفترة 2017–2018**، المجلد06، العدد03، 2019، ص 351.

- **الخزينة TR:**

تؤدي دراسة رأس المال العامل واحتياجه، إلى دراسة السيولة التي تسمى بالخزينة، وهي التوازن الحالي، وتعتبر من أهم دلائل التوازن المالي لجمعها للتوازنين السابقين للمدى الطويل والمتوسط، فهي تمثل الأموال الجاهزة التي تمتلكها المؤسسة وتتصرف فيها في أي وقت ، وذلك لأن رأس المال العامل لا يضمن للمؤسسة المرونة الكافية لتسديد التزاماتها. ويقصد بالخزينة مجموع الأموال التي في حوزة المؤسسة لمدة دورة استغلالية، وهي تشمل ما في القيم الجاهزة أي ما يستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال الدورة ، وتحسب الخزينة بالعلاقة التالية:

الخزينة= القيم الجاهزة– السلفات المصرفية.[2]

2-1 التحليل باستخدام النسب المالية:

يسمح استعمال النسب المالية في دراسة وضعية المالية للمؤسسة بالتوسع في عدة جوانب، تبقى فيها مؤشرات التوازن المالي محدودة، لأن هذه الأخيرة تأخذ بعين الاعتبار عددا محدودا من الكتل في الميزانية، أما النسب فهي أكثر استعمالا لتلك الكتل أو أي عنصر نراه مناسبا للمشاركة في تكوين نسبة ذات معنى مالي، فالنسب المالية بالإضافة إلى دراسة التوازن المالي تسمح بالتطرق إلى نقاط أخرى في التسيير لعناصر الميزانية، مثل دورتها ومردوديتها، وهي جوانب مهمة في التسيير المالي للمؤسسة وهي جوانب مهمة في التسيير المالي للمؤسسة.[3]

سيتم التطرق لأهم أنواع النسب المالية للتحليل المالي في الفصل الموالي.

2- التحليل المالي باستخدام المؤشرات الحديثة:

يمكن تحليل الميزانية باستخدام المؤشر التاليين:[4]

2-1- القيمة الاقتصادية المضافة (Economique Value Added):

تعد القيمة الاقتصادية المضافة من أكثر المقاييس انتشارا رغم شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الاقتصادي، وقد عرفتها شركة الاستشارات الأمريكية (**STERN STEWART**) بأنها مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، ومرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي

[1] المرجع نفسه ،ص353.

[2] دادي ناصر عدون، **دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة**، ط1،دار المحمدية العامة ، الجزائر، د س، ص77.

[3] المرجع نفسه، ص79.

[4] بن معاوي سميحة، جميلة الجوزي، **دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر على أدائها المالي حالة شركة أن سي أ رويبة**، مجلة دراسة اقتصادية، المجلد 18،العدد01، 2020، ص 196.

الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض، ويعرف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على أنه المؤشر الذي يهدف إلى قياس الثروة الزائدة عن تكلفة جميع الموارد المستخدمة، والتي تتمثل بدورها في تكلفة الفرصة الضائعة عن توظيف الأموال في المؤسسة بدلا من تخصيصها بهدف الحصول على عائد من توظيفات بديلة أخرى. وذلك وفق المعادلة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة=النتيجة التشغيلية بعد الضرائب–(المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر).

2-2- القيمة السوقية المضافة:

يستخدم هذا المؤشر للحكم على الأداء المالي داخل المؤسسة، من خلال المسيرين لاتخاذ القرارات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة، ويتجلى ذلك من خلال القيمة السوقية المضافة والتي تحسب على مجموعة من السنوات وذلك حسب العلاقة التالية:

$$MVA=\sum_{t=1}^{n}\frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

MVA(القيمة السوقية المضافة)

EVA(القيمة الاقتصادية المضافة للفترة T)

K(التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال في الفترة T)

T(فترة الدراسة).

ثالثا: محددات الهيكل المالي:

تتمثل المحددات الهيكل المالي في ما يلي:

1- **معدل نمو المبيعات:**

يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع، فمثلا إذا كان معدل نمو المبيعات والإيرادات يتراوح بين 8% و 20% في العام الواحد، فإن التمويل بالقروض –ذات فائدة ثابتة– يؤدي إلى تحقيق أرباح مضاعفة لحملة الأسهم العادية. حيث

أن أسعار البيع للأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة منشأة تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات.

2- **درجة استقراريه المبيعات:**

ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والايرادات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة خطر .

3- **اتجاهات المقرض:**

تلعب اتجاهات وأراء المقرضين دورا مهما في تحديد الهيكل المالي، حيث يلاحظ في غالبية الأحوال أن الشركة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه، وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة.[1]

4- **حجم المؤسسة:**

يزيد حجم المؤسسة من قدرتها على التوسع بالإقراض، حيث تنخفض نسبة الاقتراض في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بينما ترتفع في المؤسسات الكبيرة.

5- **السيولة:** للسيولة تأثير مزدوج على الهيكل المالي يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل الأمر الذي يسهل عليها الإقراض.

6- **الوفر الضريبي:** يعتبر من الأمور التي تشجع المؤسسة على الإقراض، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت إمكانية الحصول على الوفر الضريبي زادت قدرة المؤسسة على الاعتماد على الدين في التمويل.

7- **المطابقة:** ويقصد بها مطابقة بين أنواع الأموال حسب آجالها حيث أنه يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة الأجل تمول الاستخدامات القصيرة.

8- **هيكل الأصول:** إذ أن المؤسسة التي لها نسبة عالية من الأصول الثابتة والتي تعتبر ضمانات تقدمها المؤسسة عند حصولها على أموال مقترضة، تكون أكثر قدرة على الاستفادة من درجات عالية من الاستدانة.

[1] الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية التحليل المال للمشروعات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، مصر، ص 323-326.

9- **الإدارة والسيطرة:** يقصد بالسيطرة الأشخاص أو الهيئات التي تملك حق التأثير على قرارات المؤسسة (الملاك والمساهمون)، فإذا كانت للإدارة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولكنها ليست في مركز يسمح لها بشراء أي أسهم إضافية فسوف تفضل استخدام القروض على السهم العادي في تمويل استثماراتها، فإذا كان اهدف الملاك المحافظة على السيطرة فإنه من الأفضل اختيار مصادر التمويل عن طريق الدائنين وحملة السندات .

10- **الخطر**: ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة للهيكل المالي من منظورين هما: خطر التشغيل الذي يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، وخطر التمويل الذي ينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة.

11- **الربحية:** المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جدا، لا تحتاج اللجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض في هذه المرحلة، إذ تمكنها أرباحها من أن تخلق مصادر ذاتية للتمويل ممثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة وتستخدمها في تمويل أنشطتها المتنامية.[1]

رابعا: مناهج تحديد الهيكل المالي:

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:[2]

1- منهج التوازن:

يهدف هذا المنهج إلى إستمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مالية، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل الافتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع تحقيقه، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار البديل أو المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل، وأفضل حالة لتحقيق التوازن لعناصر هيكل التمويل ويتضح أن هذا المنهج يقوم أساسا على حساب تكلفة الأموال واختيار المزيج التمويلي الذي يقللها إلى أدنى حد ممكن.

[1] مونة يونس، نذير نجماوي، **أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية**، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد02، 2021،ص 25-26.

[2] المرسي جمال الدين، أحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية،مصر، 2006، ص249.

2- منهج التوازن المقارن:

يفترض هذا المنهج وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم أكثر من خطة مالية تحتوي على مزيج تمويلي وتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، والوصول إلى العائد الإضافي المطلوب على توازن عناصر هيكل التمويل، وبالمقارنة بين هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمشروع.

3- منهج التوازن الحركي الديناميكي:

يفترض هذا المنهج وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي المناسب، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، ويتأثران في نفس الوقت بقيود البيئة الداخلية للمشروع والبيئة الخارجية المحيطة به، وبمدة الائتمان ومدى توفر المعلومات عن ذلك، ووجود سياسة مالية واضحة المعالم.

المطلب الثالث: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية

تحظى المؤسسة بمجموعة مختلفة من المصادر التمويلية يمكن ذكرها على النحو التالي:

أولا: مصادر التمويل الداخلي (الذاتي):

يعتبر التمويل الذاتي أحد المصادر الخاصة، التي تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها، وهو يدل على قدرتها على إيجاد مصادر ذاتية، لتمويل نشاطها واحتياجها دون اللجوء إلى الغير.[1]

ويشمل التمويل الذاتي المصادر التالية:

1- الاهتلاكات:

[1] دادي ناصر عدون، يوسف مامش، **أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**،ط1، دار المحمدية، الجزائر،2008، ص42.

عرف الاهتلاك على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن، بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية، وهو عبارة عن المبالغ المالية السنوية التي تخصص لتجديد الأصول الثابتة التي تدهور قيمتها مع مرور الزمن بفعل الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي.

2- **المؤونات:**

وهي أموال تحتجزها المؤسسة تحسبا لمواجهة أي خسائر أو أعباء ممكنة الحدوث مستقبلا، لا يمكن اعتبار المؤونات مصدر تمويلي إذ يتم اقتطاعها من أرباح الدورة إلا في حالة واحدة تعد مصدرا تمويلا إذا تم استرجاعها لغياب مبرر تكوينها.

3- **الأرباح المحتجزة:**

وهي جزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره، أي هي مجموع الأرباح التي تحجبها عن المساهمين.[1]

ثانيا: مصادر التمويل الخارجي

يضم التمويل الخارجي كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية كالبنوك، المؤسسات المالية و الأسواق المالية ويمكن تقسيم التمويل الخارجي حسب المعيار الزمني إلى ما يلي:

1- التمويل قصير الأجل:

1-1- الائتمان المصرفي:

تعتبر البنوك التجارية من أقدم المؤسسات المالية التي تقوم بتمويل المؤسسات بالأموال اللازمة لتغطية نفقات أنشطتها التجارية، وهي لا تقوم بمد المشروعات بالقروض طويلة الأجل، لأن هذه البنوك عندما نشأت كان هدفها الأساسي منح القروض القصيرة الأجل وعادة ما تواجه المؤسسات التي تستخدم الائتمان المصرفي

[1] برهوم أسماء، مرجع سبق ذكره ،ص 129-130.

مسألة اختيار وتحديد نوع القرض[1]. تقوم البنوك بمنح عملائها بأنواع متعددة من القروض قصيرة الأجل يمكن ذكرها على النحو التالي:[2]

3- القروض غير المكفولة بضمان معين:

إذا كانت المؤسسة من النوع الذي يقترض من البنك باستمرار فإن تفاوضها في كل حالة اقتراض يسبب الكثير من المشاكل إلى جانب إهدار للوقت والجهد لها ولإدارة البنك في كل مرة، بحيث تعارض هذه المفاوضات المتكررة فقد يلجأ البنك إلى أن يفتح اعتمادا للمؤسسة، وهذا يعني أنه يسمح للمشروع بالاقتراض كلما لزمه المال بشرط ان تزيد الأموال المقترضة عن مبلغ معين، وأن تتم عملية الاقتراض خلال فترة زمنية متفق عليها، وتضع البنوك شرطين عند منح هذا النوع من الائتمان وهما ما يعرف بالرصيد المعوض، وبمقتضاه يقوم البنك بحجز نسبة تتراوح ما بين 10%-20% من قيمة القرض أو الاعتماد الذي يتفاوض عليه العميل مع البنك، وذلك لأنها ترى مصلحة العميل الاحتفاظ برصيد كاف مما يؤدي إلى تقوية مركزه النقدي، أما الشرط الثاني فيتمثل في إلزام العميل بإنهاء مديونيته مرة واحدة على الأقل كل سنة، حيث غالبا ما يلزم العميل اتباع سياسة مالية معينة خلال فترة القرض.

4- القروض المكفولة بضمان:

وهي تلك القروض التي تمنح لقاء المطالبة بتقديم ضمانات من قبل الشركات المستفيدة وخاصة تلك الشركات حديثة التأسيس، أوو تلك التي تعاني من ضعف ملاءتها المالية أو المتعثرة في تسديد الالتزامات، وسيطلب البنك من هذه الشركات تقديم ضمانات نظرا لارتفاع درجة الخطر لهذا النوع من القروض بهدف تخفيض مقدار الخسائر في حالة التعثر عن تسديد الالتزامات المترتبة عليها.

5- **الاعتماد المفتوح:** وهو عبارة عن اتفاق غير رسمي بين المصرف والعميل يحدد بموجبه الحد الأقصى لقيمة القرض غير المضمون، ويستفيد العميل من هذا القرض بشكل شبه عام، ويمكن تحديد مدة القرض لسنة إضافية، ويطلب البنك المقرض من العميل تقديم الميزانية المعتمدة من المراجع القانوني تعزيز متانة المركز المالي.

[1] خربوش حسني علي وآخرون، **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتمويل**،ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، القاهرة،2012، ص 129.

[2] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص229-230.

6- القروض المتجددة: وهي نوع من الائتمان المصرفي قصير الأجل يتعهد بموجبه البنك تقديم قرض إلى العميل لمدة لا تتجاوز السنة، ويجدد قيمة القرض في هذا التعهد الذي يقدم رسميا إلى المستفيد، ويعد هذا التعهد ذو صفة قانونية يلتزم البنك بموجبه بتقديم مبلغ القرض إلى المستفيد لقاء مصاريف إلتزام بالمبلغ غير المسحوب من قبل العميل وهذه المصاريف يتحملها المستفيد، ويتم في العادة تحديد القرض لفترة تتجاوز السنة، ونتيجة لعمليات التجديد يعد أحيانا من القروض قصيرة الأجل.

1-2- الائتمان التجاري:

يعرف الائتمان التجاري بأنه "مصدر من مصادر التمويل التلقائية والتي تشمل الموردين والمستحقات وغيرها، ويعرف هذا النوع من مصادر التمويل قصيرة الأجل التلقائية نظرا للعلاقة التلقائية بين هذه العناصر والعمليات الجارية للمؤسسة خاصة منها المبيعات، فأي تغيير في عنصر المبيعات يحدث عنه تغيير تلقائي في عناصر الخصوم الجارية كالموردين والمستحقات وأوراق الدفع...إلخ" .[1] ويمكن بيان أشكال الائتمان التجاري على النحو التالي:[2]

7- الحساب المفتوح (الحساب الجاري بين المورد والمشتري):

يقوم البائع في هذه الحالة بتوريد البضاعة المطلوبة للمشتري، ويرسل إليه الفاتورة متضمنه الكمية، السعر والقيمة ،بموجب صورة الفاتورة يقوم البائع بقيد القيمة على حساب العميل(من ح/العميل إلى ح/المبيعات) وتدرج القيمة لديه ضمن حساب الذمم ،ويقوم المشتري بقيد القيمة لحساب البائع(من ح/ المشتريات إلى ح/ المورد) وتدرج القيمة ضمن حساب الدائنين، ويكون مستند الدائنية والمديونية هو الفاتورة وصورتها والقيود الحسابية المثبتة بالدفاتر التجارية، ولا يستطيع المورد أن يقطع قيمة الحساب المفتوح لدى البنك إذا رغب في توفير نقدية سائلة.

8- الكمبيالة:

في هذه الحالة تثبت مديونية العميل بموجب كمبيالة وهي إحدى الأوراق التجارية، ويلاحظ أن الكمبيالة بها ثلاثة أطراف أو أشخاص أحدهما البائع أو الدائن أو الساحب وهو المورد الذي يمنح الائتمان لعميله بالمبلغ الموجود بالكمبيالة، والثاني وهو المشتري أو المدين أو المسحوب عليه وهو

[1] خبابة نور الدين، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان ،1997، ص 468-469.

[2] المرسي جمال الدين، مرجع سبق ذكره ، ص 98.

الذي يأخذ البضاعة بالأجل ويقبل الكمبيالة ويوقع عليها، والثالث المستفيد وهو الذي تسحب الكمبيالة لصالحه وغالبا ما يكون دائنا بمبالغ معينة للدائن الأصلي (الساحب) وهو الذي يقبض القيمة الموجودة بالكمبيالة ،وبدون التوقيع على الكمبيالة من المسحوب عليه تصبح الكمبيالة مجرد ورقة لا قيمة لها.

2- التمويل متوسط الأجل:

يضم التمويل متوسط الأجل مجموعة من المصادر تتمثل فيما يلي:

2-1- القروض متوسطة الأجل:

تمثل القروض متوسطة الأجل نوعا من القروض التي تلتزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين، وتخضع عملية الإقراض في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة والمقرض، وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد. وعادة تتراوح فترة الاقتراض ما بين ثلاثة إلى خمسة سنوات.[1]

ويتميز هذا النوع من الإقراض بالمزايا التالية:[2]

9- **السرعة:** نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة ما بين المقرض والمقترض فإن الإجراءات الرسمية تكون محدودة للغاية، وبالتالي تحصل المنشأة على احتياجاتها المالية بسرعة.

10- **المرونة:** في حالة حدوث أي تغييرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة يمكن –بالاتفاق مع المقترض– تغيير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل طويلة الأجل.

2-2- الاستئجار:

2-2-1- تعريف ومزايا الاستئجار:

[1] الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى ، **الإدارة المالية التحليل المال للمشروعات** ،مرجع سبق ذكره، ص278.

[2] الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى ، **الإدارة المالية التحليل المال للمشروعات**، مرجع سبق ذكره، ص279.

وفقا لمعيار الدولي وحسب المعيار رقم 17 يعرف الاستئجار على أنه ترتيب يقوم بموجبه المؤجر بنقل الحق في استخدام أصل معين مقابل إيجار يدفعه المستأجر.[1]

ويمنح الاستئجار مزايا عديدة للمؤسسة منها:[2]

- يمثل التمويل التأجيري صيغة استثمارية جذابة لأنه يحقق عائد تنافسيا على الأموال المستثمرة.
- وجود ضمان جيد للأموال المستثمرة يتمثل في الأصول المؤجرة حيث أن ملكيتها تظل للمؤجر كما تستفيد من عوامل التضخم.
- تحقيق ميزة ضريبية تتمثل في خصم القيمة الإيجارية التي تكون عادة من قسط الاهتلاك من الأرباح للوصول إلى الربح الخاضع للضريبية.
- سرعة الحصول على الأصول المطلوبة بأسعار اليوم، بخلاف الاعتماد على زيادة رأس المال لتمويل الشراء أو الاعتماد على الاقتراض من البنوك بفائدة، خاصة في حالة عدم استجابة.
- في كثير من الحالات ينقل التمويل التأجيري مخاطر القيمة المتبقية للأصل إلى المؤجر.

2-2-2- أنواع الاستئجار

- **التأجير التمويلي:**

يعرف التأجير التمويلي بأنه نظام تمويلي يقوم فيه المؤجر (الممول) بتمويل شراء أصل رأسمال، بطلب من مستأجر (مستثمر)، بهدف استثماره لمدة لا تقل عن 75% من العمر الافتراضي للأصل، مقابل دفعات (مقابل التأجير) الدورية مع احتفاظ المؤجر لملكية الأصل وحتى نهاية العقد وامتلاك المستأجر لخيار شراء الأصل عند نهاية مدة التأجير،(على أن تكون دفعات مقابل التأجير قد غطت تكلفة الأصل وهامش ربح محدد)، أو إعادة الأصل للمؤجر في نهاية مدة التأجير أو تجديد عقد التأجير مرة أخرى.[3]

---

[1] ZAIDA H**, THE AS A FINANCING TOOL FOR SMALL AND MEDIUM –SIZED ENTERPRISES –SMES- IN ALGERIA,** ECONOMIC SCIENCES MANAGMEMENT AND COMMERCIAL SCIENCES REVIEW, VOLUM 13, N02, P63.

[2] زودة عمار، **التمويل التأجيري في الجزائر، واقعه ومتطلبات تطويره**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد05، العدد01، 2018، ص158.

[3] الطوال عبير الصفدي، **التأجير التمويلي مستقبل صناعة التمويل**، ،دار المناهج للنشر والتوزيع، جدة السعودية،2016،ص 14.

- **التأجير التشغيلي:**

هو نوع من أنواع الاستئجار قصير الأجر، تقوم بإدارته وممارسته البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في هذا المجال، ويهدف إلى تزويد المستأجر عن طريق التأجير بحاجته من الأصول كالآلات، المعدات، وسائط النقل، أجهزة تصوير المستندات، الحاسبات الآلية، الآلات الزراعية، والحاصدات، وذلك أن يكون هناك داع لشرائها من قبل المستأجر، على أن يكون التأجير لغاية محددة وفترة زمنية محددة، يقوم بعدها المؤجر باسترداد هذه الأصول لغايات تأجيرها مرة لشخص آخر.[1]

ويمكن إبراز الفرق بين التأجير التشغيلي والتأجير التمويلي كما يلي:[2]

- يمكن إلغاء التأجير التشغيلي بعد إشعار المؤجر له، ولا يحدث ذلك في حالة التأجير المالي.
- عدم ضرورة استمرار التأجير التشغيلي لأصل طوال حياة الاصل المستفادة منها.
- وكذلك في عقد التأجير التشغيلي يتحمل العميل نسبة من المخاطرة التي يتحملها البنك، بينما التأجير التمويلي لا يتحمل العميل أي مخاطرة، وكذلك في التأجير التمويلي يقوم العميل بدفع جميع الأموال المترتبة على الأصل الذي استأجره من مصاريف تأمين وصيانه، والعكس بالنسبة للتأجير التشغيلي.

2-3- التمويل المصرفي الإسلامي: يمكن تعريف التمويل المصرفي الإسلامي على أنه" النشاط الذي يقوم بموجبه الشخص بتقديم شيء ذو قيمة مالية لشخص آخر على سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره، بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقا، وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والاستثماري. ويقوم التمويل الإسلامي على مجموعة من الأسس يمكن تلخيصها في :[3]

- **تحريم الربا** : يقصد بالربا في اللغة الزيادة على رأس المال قلت أو كثرت، و الدليل على ذلك قول الله تعالى: "يا أيها الذين أمنوا اتقوا الله و ذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنٌين[4]" .

[1] المرجع نفسه، ص 26.

[2] حسن علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، 143.

[3] أحمد شعبان محمد علي، **الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية**، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013، ص140.

[4] سورة البقرة، الآية278.

- **المشاركة في الربح والخسارة:** يقوم التمويل الإسلامي على المشاركة في الربح بقدر حصة المالك، وتحمل الخسارة في حالة وقوعها بقدر حصته كذلك.
- **الخراج بالضمان:** يقصد به أن من ضمن أصل شيء جاز له أن يحصل على ما تولد عنه من ربح وربح، فبضمان أصل المال يكون الخراج المتولد عنه جائز الانتفاع به، لأنه يكون ملزما باستكمال الناقص المحتمل الحدوث.
- **الغنم بالغرم:** ويقصد به الحصول على المنفعة أو الكسب العائد أو الربح بقدر تحمل المشقة أو التكليف، وبعبارة أخرى الربح يكون بقدر الاستعداد لتحمل المشقة.

3- التمويل طويل الأجل

3-1- القروض المصرفية طويلة الأجل: يعد الاقتراض طويل الأجل أحد النشاطات الرئيسية للمؤسسات الاستثمارية بشتى أشكالها، وتعتبر المؤسسات المالية الطرف الوسيط بين مدخري الأموال ومستخدميها، ومن أمثلة المؤسسات المالية البنوك التجارية، بنوك الادخار، وشركات التأمين. والقروض طويلة الأجل هي عبارة عن عقد يتم بين المؤسسات المالية والشركة طالبة القرض، ويتم تحديد بنود العقد على أساس التفاوض بين الطرفين، وتشمل بنود العقد (قيمة القرض، مدة وميعاد الاستحقاق، معدل الفائدة، طريقة التسديد، ضمانات العقد).[1]

3-2- التمويل من خلال البورصة: تعتبر البورصة إحدى أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية حقوق الملكية هي عبارة عن المقدار الذي يساهم به الملاك في هيكل رأس المال للمؤسسة، وهي بذلك تمثل ملكية المستثمرين في المؤسسة أو الشركة. أما الأموال الشبه الخاصة فهي عبارة عنموارد تمويلية ذات طبيعة مزدوجة، أي أنها تقع بين الأموال الخاصة والديون.[2] وسيتم التطرق إلى أهم أداوت الحقوق الملكية والأموال شبه الخاصة في المبحث الثالث بالتفصيل.

المطلب الرابع: المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعد اتخاذ القرار التمويلي للمؤسسة من أهم القرارات التي تتخذها، ويخضع هذا القرار لمجموعة من القواعد والقيود التي تضمن اختيار أفضل مصدر تمويلي يضمن لها البقاء والاستمرارية.

[1] خبابة نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص 500-501.

[2] ناصر دادي عدون، يوسف مامش، مرجع سبق ذكره، ص 51-53.

أولا: قواعد اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسة: يعرف القرار التمويلي على أنه "القرار الذي يتعلق بأنواع مصادر الأموال وكيفية الحصول عليها، والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى هيكل رأس المال".[1]

ويخضع القرار التمويلي لمجموعة من القواعد والقيود في اتخاذه نذكر منها:[2]

1- **قاعدة التوازن المالي الأدنى:** مفادها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمول الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يجب أن تمول استخدامات الاستغلال بموارد الاستغلال، أي يجب أن تغطي حقوق العملاء والمخزون، وما يمثلها عن طريق ديون المورد وما يمثلها.

2- **قاعدة التوازن المالي العظمي:** مفادها أن مجموع الديون المالية(باستثناء الاعتمادات البنكية التجارية) يجب أن لا يفوق الأموال الخاصة.

3- **قاعدة القدرة على السداد:** مفادها أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة.

4- **قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:** أي أنه يجب أن تمول جزء من الاستثمارات الذاتية (في حدود الثلث)، وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة.

5- **الشكل القانوني للمؤسسة:** حيث أنه لكل شكل قانوني هناك مصدر تمويلي يتلاءم معه.

6- **حجم المؤسسة:** لحجم المؤسسة أثر على اختيار مصادر التمويل، ومن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل وكلما صغر حجمها كلما قلص من إمكانية ذلك.

7- **حالة سوق المال:** يؤثر السوق المالي على القرارات التمويلية من خلال البدائل المتنوعة التي يوفرها.

ثانيا: معايير اختيار المصدر التمويلي للمؤسسة:

تعتمد المؤسسة في اختيارها لمصدر التمويل المناسب في ظل البدائل المتاحة إلى مجموعة من المعايير نذكر منها:[1]

---

[1] جمام محمد، أميرة دباش، **أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية –دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل–**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد02، العدد 02، 2015، ص71.

[2] بن ساسي إلياس ، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص239.

1- **المردودية**: يمكن اعتبار المردودية كآلية لاختيار المصدر التمويلي، وذلك اعتمادا على حالات أثر الرافعة المالية المتضمنة في المردودية المالية.

2- **وضع السيولة النقدية للمؤسسة** :يجب على متخذ القرار التمويلي أن يكون عارفا بالوضع المالي للمؤسسة، وملما بحالة السيولة النقدية ومدركا لسياسات التي تنتهجها المؤسسة في إدارة تلك السيولة، ففي حالة ما إذا كان وضع السيولة حساسا وحرجا في المؤسسة هنا تكون المؤسسة مضطرة للبحث عن مصادر تمويل طويلة الأجل لتجنب الضغط على السيولة مستقبلا.

3- **القيود المفروضة على المؤسسة** :من أمثلة هذه القيود سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسة أو قيود على مصادر تمويل أخرى، لذا يجب على متخذ القرار التمويلي دراسة مختلف تلك القيود المفروضة وتحليلها ودراستها.

4- **المزايا الضريبية** :تعتبر المزايا الضريبية من أبرز العوامل المؤثرة في القرار التمويلي، إذ أن مصادر التمويل الخارجية تحقق وفرات ضريبية تخفض من المتوسط المرجع، لتكلفة الأموال لذا يجب مراعاة تلك المزايا الضريبية في عملية اتخاذ القرار التمويلي.

5- **التكلفة المختلفة لمصادر التمويل** :إذ يجب على متخذ القرار التمويلي مراعات تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي يمكن اعتمادها في تمويل المؤسسة والوقوف على تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر. ومن أجل ذلك لا بد من قياس تكلفة القرار لكل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة ، تكلفة التمويل الذاتي، تكلفة الديون...إلخ

6- **اعتبار التوقيت**: يشير هذا العامل إلى أهمية حصول المؤسسة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت يناسبها من حيث التكلفة وشروط الاقتراض، حيث أن سعر الفائدة والذي يمثل تكلفة الحصول على الأموال سيحدد بتلاقي قوى العرض والطلب على النقود، وهنا يشير عامل التوقيت إلى ضرورة الحصول على الأموال اللازمة في أوقات انخفاض سعر الفائدة في السوق وتوفير نوعيات الأموال المطلوبة في الأسواق المالية والنقدية.

ثالثا: أهم النظريات المفسرة لاختيار مصدر التمويل في المؤسسة

[1] مخلخل زوينة، **مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلي بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب** –بسكرة–، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2019-2020، ص 65-66.

1- نظرية توقيت السوق وهيكل رأس المال لتفسير الهيكل المالي للمؤسسة:

تقوم نظرية توقيت السوق وهيكل رأس المال والتي تم التوصل إليها نتيجة لعمال سنة 2002 على فكرة أن الهيكل المالي يتطور كنتيجة تراكمية للمحاولات السابقة حسب توقيت سوق الأسهم . وحسب هذه الدراسة فإنه تم التوصل إلى أن المؤسسات التي تمتاز برافعة مالية منخفضة تميل إلى تلك المؤسسات التي جمعت الأموال عندما كانت قيمتها عالية، والعكس بالنسبة لتلك المؤسسات التي تمتاز برافعة مالية مرتفعة، والتي تميل إلى تلك المؤسسات التي جمعت الأموال عندما كانت قيمتها منخفضة. وبناءا على هذه النظرية فإذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب فيكون من الأفضل للشركة الاقتراض، وإذا كانت قيمة السهم أكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على الشركة إصدار الأسهم.[1]

2- نظرية التسلسل الهرمي للتمويل:

في سنة 1961 وضع جورد دونالدسون G. Donaldson نظرية لترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية من وجهة نظر المؤسسة، حيث تتلخص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية(تفضل المؤسسة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، وتضع المؤسسة نسب مستهدفة لتوزيعات الأرباح، وهذا من خلال مقارنتها مع احتياجاتها الاستثمارية وكذلك توقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية وهذا في الظروف العادية، تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن توزيعاتها، بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على النقص في الأرباح الموزعة، فإذا كانت قيمة الأرباح المحتجزة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فالمؤسسة تقوم بتوجيه جزء منها لسداد الديون أو باستثمارها في أوراق مالية سهلة التسويق، و أما في حالة حدوث العجز في حجم الموارد المالية اللازمة لتمويل الاستثمارات فيصعب تأجيلها في هذه الحالة تلجأ المؤسسة لاستخدام جزء من الرصيد النقدي أو بيع جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق، إذا لم تتمكن المؤسسة من توفير الموارد المالية اللازمة من المصادر الداخلية فإنها تلجأ أولا نحو الاقتراض مباشرة أو بإصدار تقليدية، لتأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في الأخيريأتي دور إصدار الأسهم العادية[2]. وملخص النظرية هو أن المؤسسة تلجأ للتمويل وفق الترتيب الآتي (التمويل الذاتي، التمويل بالديون، التمويل بالأسهم الجديدة).

---

[1] معيزة مسعود مير، هباش فارس، **نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للم ص م في ظل اقتصاد الاستدانة**، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد05، العدد02، 2016 ، ص127.

[2] بغداد شعيب، **الأسس النظرية لهياكل تمويل المؤسسات ومصادر تمويلها–دراسة حالة هياكل دعم المؤسسات المصغرة في الجزائر**، مجلة المالية والأسواق، المجلد04، العدد02، 2017، ص71.

المبحث الثالث: آلية البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية:

تتيح البورصة مجموعة من الأدوات والأوراق المالية المتنوعة والمتعددة لتوفير التمويل اللازم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة بها، ومن أهم هذه الأوراق نجد الأسهم والسندات إضافة للأدوات المالية المبتكرة مثل الصكوك وهو ما سنحاول استعراضه في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم وأهداف الإدراج في البورصة

لتسفيد المؤسسة الاقتصادية من التمويل عن طريق البورصة لابد من تسجيلها بها وهو ما يعرف بالإدراج، وتهدف المؤسسة من خلالها إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها زيادة رأس المال و تحسين الوضعية المالية.

أولا: تعريف الإدراج في البورصة:

يعرف الإدراج على أنه "العملية القانونية التي من خلالها يتم تسجيل الأوراق المالية داخل البورصة، مما يترتب على الجهة المصدرة الالتزام بالقيود والقواعد الخاصة بالإدراج" .[1] وعرفه آخرون على أنه "قيد الشركة في البورصة وتسجيلها في جداول خاصة في البورصة حتى يمكن التعامل على أساسها بالبيع والشراء وغير ذلك من صور التعامل" .

ثانيا: أهداف الإدراج في البورصة:

تسعى المؤسسات المدرجة في البورصة لتحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:[2]

1- **الرفع من رأس مالها:** إذا قررت المؤسسة تطوير نشاطها لترقية مكانتها في السوق، سيتطلب منها ذلك ضخ أموال كبيرة في مشاريعها الجديدة، لكنها قد تعجز عن طريق التمويل الداخلي، فتضطر إلى فتح رأس مالها عن طريق طرح أدوات مالية يكتتب فيها الجمهور رغبة منها في الحصول على سيولة نقدية تؤدي رفع رأس مالها المكتتب فيه عند التأسيس.

2- **تحسين أداء المؤسسة:** بعد طرح المؤسسة لقيمها المنقولة التي قد تعرف صعودا أو نزولا في الوقت نفسه بسبب التغييرات التي تفترضها متطلبات العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، بالإضافة

---

[1] . العرمان محمد سعد، **الجوانب القانونية لإدراج أسهم الشركة المساهمة الخاصة في السوق المالي وفقا للقانون الإماراتي دراسة تحليلية**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية،المجلد13، العدد2020،04، ص177

[2] شليحي كريمة، **الاستثمار عن طريق إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية**، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، المجلد05، العدد02، 2018، ص414.

إلى جو المنافسة، فنشاط المؤسسة يقوم على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوض عليها في تسعيرة البورصة.

3- **تصحيح المركز المالي للمؤسسات:** تعتبر البورصة أداة هامة لتقويم الشركات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في سياستها آملا في تحسين مركزها عن طريق تطوير تقنيات التسيير.

4- **تحسين الصورة الخارجية للمؤسسة:** إذ تسمح بتحسين سمعة المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالمصداقية والثقة، وهو ما يسهل علاقاتها التجارية والمالية مع مختلف شركائها.

5- **تخفيض الضرائب:**

يسمح دخول المؤسسة في البورصة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد، حيث تستفيد من تخفيضات ضريبية مغرية، وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى لحصصهم من رأس المال يكون معفى من كل أنواع الضرائب.

المطلب الثاني : الأدوات المالية المتاحة للمؤسسات المدرجة في البورصة

تتيح البورصة مجموعة من الأدوات المالية للمؤسسات الاقتصادية والمستثمرين وتتمثل هذه الأدوات في الأسهم والسندات و الصكوك الإسلامية.

أولا: الأسهم:

1- مفهوم الأسهم وخصائصها:

1-1- مفهوم الأسهم:

يعرف السهم على أنه "جزء من رأس مال الشركة المساهمة، ويمثل حق المساهم بمقدار النقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في الربح، وعادة يكون رأس مال الشركة المساهمة مقسما إلى أجزاء متساوية، يسمى كل منها سهماً ".[1]

[1] جردان طاهر، **أساسيات الاستثمار**، مرجع سبق ذكره، ص19.

كما يعرف على أنه" هو خصة الشريك في رأس مال شركة الأموال، ومن مجموعه يتكون رأس مالها، وهو يقابل الحصة في شركة الأشخاص." [1]

ويعرف أيضا على أنه "ورقة مالية، تثبت لمالكها حصة شائعة في ملكية موجودات في شركة المساهمة، وهي ملكية تامة، رقبة ومنفعة، ولا تعتبر أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس مال الشركات المساهمة." [2]

1-2- الخصائص العامة للأسهم:

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص نذكر منها:[3]

- **قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية:**

يتم تداولها بطريقة المناولة من يد إلى يد كما هو الحال، أو بالقيد في سجل الشركة أو بطريقة التظهير.

- **تعد مخزنا للقيمة:**

لكون قيمتها تتزايد مع تزايد نجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي، مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك ربحا وبأسرع وقت.

- **عدم قابليتها للتقادم:**

فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة لعدم الاستعمال مهما طال الزمن.

- **الأسهم العادية متساوية القيمة:**

ولا يمكن إصدار أسهم بقيم مختلفة.

- يعد السهم أداة ملكية وليس أداة اقتراض.
- أن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة العامة.
- مسؤولية المساهم تكون بقدر عدد الأسهم التي يحملها.

---

[1] بيسوني عبد الأول، **مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة(دراسة فقهية مقارنة)**، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007، ص03.

[2] عيد عادل عبد الفضيل، **الصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة مقارنة**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص45.

[3] نصار أحمد محمد محمود، **الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية (الشركات، المضاربة، الأسهم، السندات والصكوك)**، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2010، ص93.

- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم.
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق.
- يحصل حامل السهم على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم قوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

2- قيم الأسهم:

للأسهم قيم عديدة ويمكن ذكرها على النحو التالي:[1]

- **القيمة الاسمية:**

تشير القيمة الاسمية للسهم إلى قيمة السهم التي تم تحديدها من خلال عقد الشركة، وهي قيمة سهم الشركة في حال عدم وجود تأثير اقتصادي لإدارة الشركة على قيمة السهم.

- **القيمة الدفترية للسهم:**

تشير القيمة الدفترية للسهم إلى قيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة، ويمكن حساب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملاك على عدد الأسهم، وكقاعدة عامة فإن هذه القيمة تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك لأنها تشير إلى قيمة تاريخية وليس المستقبلية.

- **القيمة السوقية:**

هي قيمة السهم في بورصة الأوراق المالية، ويجب أن تكون القيمة السوقية للسهم ممثلة لقيمته الحقيقية في أصول الشركة.

- **القيمة عند التصفية:**

مثل القيمة عند التصفية للورقة المالية مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه حامل هذه الورقة عند إنهاء عمليات الشركة وتصفيتها وبيع أصولها، وعلى هذا الأساس تمثل هذه القيمة أدنى قيمة

[1] الحناوي محمد صالح، وأخرون ، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004،ص 44-45.

للورقة المالية أو السهم، والسبب في ذلك أن قيمة الأصول على فرض استمرارها بالقطع ستكون أكبر من قيمة الأصول عند التصفية.

- **القيمة الإحلالية:**

تختلف القيمة الإحلالية عن قيمة التصفية، فالقيمة عند التصفية تشير إلى صافي القيمة البيعية للأصل أو الورقة المالية، بينما تشير القيمة الإحلالية إلى التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدراته الإنتاجية بسعر اليوم، وعلى ذلك ففي حالة عدم وجود تكلفة المعاملات فسوف تتعادل القيمة عند التصفية مع القيمة الإحلالية، ومن ثم فوجود تكلفة معاملات من شأنه أن يجعل القيمة الاحلالية أكبر من القيمة عند التصفية.

- **القيمة البديلة:**

تعكس القيمة البديلة قيمة ورقة مالية عند مقارنتها بقيمة ورقة مالية بديلة.

3- أنواع الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم إلى عدة أنواع منها:

3-1- أنواع الأسهم من حيث الشكل:

تنقسم الأسهم من حيث شكلها إلى نوعين وهما:[1]

- **أسهم لحاملها:**

وهو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر في أن السهم لحامله، أو يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلا على الملكية.

- **أسهم اسمية:**

وهو السهم الذي يحمل اسم صاحبه، وتثبت ملكيته بقيم اسم المساهم في سجل الشركة. وهو النوع الأكثر شيوعا وتعاملا من حيث الإصدار.

3-2- أنواع الأسهم من حيث الحصة المدفوعة:

يمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى نوعين هما:[1]

[1] الخليل أحمد بن محمد، **الأسهم والسندات وأحكامهما في الفقه الإسلامي**،ط01، دار ابن الجوزي، السعودية،2003، ص 52-53.

- **الأسهم النقدية:**

وهي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقدا، وذلك لأن الأصل في الشركة هو تقديم الحصة إليها نقدا.

- **الأسهم العينية:**

وهي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بدفع قيمتها عينا عقارا أو منقولا.

3-3- أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك واسترداد القيمة:

يتضمن هذا المعيار نوعين كالآتي:[2]

- **أسهم رأس المال:** وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي لا تستهلك قيمتها.
- **أسهم التمتع:** وهي الأسهم التي استهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها الاسمية إلى المساهم تدريجا، أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة وهو ما يسمى بإطفاء الأسهم.

3-4- أنواع الأسهم من حيث الحقوق:

3-4-1- أسهم عادية :

3-4-1-1- تعريف الأسهم العادية وحقوق مالكيها:

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة المساهمة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقا و واجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.[3] وتتمثل حقوق مالكيها في ما يلي:

- **الحقوق الجماعية لحملة الأسهم العادية:**[4]
  - تعديل الهيكل التنظيمي للشركة بعد موافقة إدارة الشركة.
  - تعديل القانون الأساسي للشركة.

---

[1] البراوي شعبان محمد إسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية**، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001، ص94.

[2] المرجع نفسه، ص98.

[3] رحال إيمان، **تفعيل دور سوق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي**، أبحاث اقتصادية وإدارية،المجلد10، العدد01، 2019، ص63.

[4] حنفي عبد الغفار، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، مرجع سبق ذكره، ص455-451.

- اختيار مجلس إدارة الشركة.
- التصريح ببيع بعض الأصول الثابتة.
- المصادقة على الاندماج.
- تعديل راس المال للأسهم المصرح بها.
- التصريح بإصدار أسهم ممتازة، وسندات وغير ذلك من الأوراق المالية.

- **الحقوق الخاصة بكل مساهم :**

- لكل مساهم الحق في التصويت بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها، وللمساهم حق تحويل هذا الحق بصفة استثنائية، أي في حالة الضرورة وتوكيل غيره بالتصويت نيابة عنه، علما بأن عملية التوكيل للغير في التصويت تراقب بواسطة لجنة البورصة، وذلك لمنع استفادة الإدارة من عملية التفويض بالتصويت لتحقيق منفعة ذاتية، وكذا لمنع استفادة صغار الملاك من تحقيق مزايا خاصة من خلال هذه العملية.
- في حالة التصويت المجمع يسمح للمساهم بالتصويت عدة مرات لمدير واحد.[1]

3-4-1-2- مزايا وعيوب إصدار الأسهم العادية:

- **مزايا إصدار الأسهم العادية:**

تتمثل أهم مزايا التمويل بالاعتماد على الأسهم العادية في الآتي:[2]

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزاما على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.
- أن الشركة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعطي مرونة للمشروع بعدم الدخول في التزامات محددة بالإضافة إلى انخفاض درجة الخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.
- أن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة في السوق المالي.

- **عيوب إصدار الأسهم العادية:**

[1] المرجع نفسه، ص457.

[2] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص205.

تتمثل عيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر و الشركة المصدرة في ما يلي:[1]

- إن إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة المشاركة في الإدارة، وهذا قد يؤدي إلى فقدان السلطة الإدارية للمساهمين الأصليين بدخول مساهمين جدد.
- إن العائد الذي يمكن أن يتحقق للأسهم العادية غير مؤكد، لأن هذا العائد يعتمد على أمرين، وهما تحقيق الشركة للأرباح من ناحية، واتخاذ قرار الشركة بتوزيع هذه الأرباح على حملة الأسهم من جهة.
- إن توسيع قاعدة المساهمين عندما يتم إصدار أسهم جديدة قد يؤدي إلى انخفاض عائد السهم، وبالذات في حالة عدم استخدام حصيلة إصدار الأسهم الجديدة في إجراء توسعات في الشركة، ومن ثم عدم تحقيق أرباح أكبر .
- إن توزيعات الأرباح التي تقوم بها شركة المساهمة على حملة الأسهم العادية لا تخفف من العبء الضريبي، لأن الضريبة تفرض قبل توزيع الأرباح على المساهمين فيها.

3-4-2- أسهم ممتازة:

3-4-2-1- تعريف الأسهم الممتازة:

هي "تلك الأسهم التي تخول أصحابها حق الحصول على أولوية في قبض ربح معين، أو أولوية في استرداد ما دفع من رأس المال عند التصفية، أو أولوية في الأمرين معاً، أو أية ميزة أخرى لا تتوفر في الأسهم العادية." [2] ويعتبر السهم الممتاز أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم العادية). إذ يكتسب صفة الهجانة بوصفه يمثل مشاركة برأس مال الشركة كالأسهم العادية، إضافة لكونه يحصل على عائد دوري ثابت مثل السندات.[3]

ويمنح لحملة الأسهم الممتازة مجموعة من الامتيازات أهمها:[4]

- استيفاء نسبة سنوية محسوبة سنوية على أساس نسبة مئوية من رأس المال المدفوع سواء ربحت الشركة أم خسرت.
- للأسهم الممتازة حق الأولوية في الحصول على الأرباح، وذلك قبل حملة الأسهم العادية والسندات.

[1] فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**،ط01،، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006،ص 203.

[2] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص55.

[3] التميمي أرشد فؤاد، أسامة عزمي سليم، **الاستثمار بالأوراق المالية**، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع،الأردن،2004،ص66.

[4] أحمد محمد محمود نصار، مرجع سبق ذكره، ص95.

- لهم الحق في استعادة قيمة الأسهم الممتازة بالكامل عند تصفية الشركة وقبل إجراء القسمة بين سائر المساهمين، مع مراعاة الحقوق الأخرى مثل أولوية حقوق الدائنين.
- أن يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد، ويقصد بهذا الحق تغليب الوطنين على الأجانب، وإن لم تكن لهم أغلبية رأس المال أو أن يقرر لمؤسسي الشركة حتى يتيسر لهم معارضة الإجراءات الخطيرة التي قد يطلبها المساهمون العاديون كعزل المديرين من غير مسوغ، تحقيقا لثبات الإدارة.

3-4-2-2- حالات اصدارها:

تصدر الأسهم الممتازة في الحالات التالية:[1]

- في حالة عدم تمكن حصول الشركة على قروض من المؤسسات المالية نظراً لارتفاع مديونتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في البورصة.
- الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من كلفة إصدار الأسهم العادية، فمثلا إذا كانت أرباح الأسهم الممتازة بنسبة 10% وكان العائد المتوقع على الاستثمار 16%، ففي هذه الحالة تتخذ الشركة أو المؤسسة القرار بالتمويل بإصدار الأسهم الممتازة لأنها تحقق عائد أكبر لحملة الأسهم العادية .
- في حالة ارتفاع مديونية الشركة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، فإن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة يفضل على التمويل بواسطة السندات أو القروض كونها ترتب التزامات على الشركة من حيث الأقساط أو الفوائد وتكون ملزمة بدفعها سواء حققت الربح أو لم تحققه وفي أوقات ومبلغ محدد، بينما في حالة التمويل بالأسهم العادية يتم منح حامليها نصيبهم من الأرباح عند تحققها واتخاذ القرار بالتوزيع .
- إصدار الأسهم الممتازة ينص في شروطه على عدم مشاركة حامليها في إدارة الشركة، أو انتخابات مجلس الإدارة أو في التصويت في الجمعية العمومية، وبالتالي تكون الشركة حرة في الإدارة في حالة حصولها على التمويل بالأسهم الممتازة أي يوجد خطر فقدان السيطرة على المشروع.

3-4-2-3- أنواع الأسهم الممتازة:

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى ثلاثة أنواع وهي:[2]

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص208.

[2] محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 117-118.

- **أسهم ممتازة تشترك في الأرباح:** وهذا النوع من الأسهم الممتازة هو نادراً ما تصدره الشركة لما ينجم عنه من أعباء ضخمة، حيث يشترك حملة الأسهم الممتازة بنسبة مماثلة للنسبة المدفوعة لحملة الأسهم العادية في توزيعات الأرباح بالإضافة لما يحصلوا عليه وفقا للنسبة الواردة في صك السهم الممتاز.
- **أسهم ممتازة قابلة للتحويل:** تتيح هذه الخاصية للمستثمر الذي يحوز على الأسهم الممتازة إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية وفقا لرغبته، ويتم ذلك بناءا على معدل تحويل محدد مقدما، ويعتبر هذا النوع من الأسهم أكثر تفصيلا للمساهم لما يقدمه من ميزة الأولوية في توزيع الأرباح في حالة الاحتفاظ بالسهم الممتاز، وفي نفس الوقت يتيح له فرصة التحول إلى مساهم عادي لا تتحدد نسبته من الأرباح كنسبة من قيمة السهم الإسمية بل كنسبة من أرباح الشركة الخاصة لو حققت نجاحا في أعمالها انعكس على أرباحها بالزيادة والوفرة والازدهار، هذا إضافة إلى ما يمكن أن يتحقق للمستثمر من أرباح رأسمالية نتيجة لزيادة القيمة السوقية للسهم بالسوق عن قيمته الإسمية.
- **أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء (الرد):**

وفي هذا الصدد تقوم الشركات التي تصدر الأسهم ممتازة بتبويب هذه الأسهم من ناحية قابلية الاستدعاء من دونه، والقابلية للاستدعاء تمثل ميزة تنفرد بها الشركة المصدرة حيث يكون لها الحق في أن تشتري الأسهم من مالكيها بسعر الاستدعاء، وعادة ما يكون هذا السعر مرتفعاً قليلا عن القيمة الاسمية، وعند استدعاء الأسهم المجمعة للأرباح يجب أولا دفع متأخر الأرباح المتراكمة خلال الأعوام السابقة قبل اتمام الاستدعاء لها، ويوفر هذا الشرط للشركة المصدرة الحق في استهلاك مثل هذه الأسهم خلال فترة محددة من تاريخ الإصدار.

3-4-2-4- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

- **مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:**

يمنح التمويل بالأسهم الممتازة مزايا لكل من المصدر والمستثمر ويمكن ذكر هذه المزايا كما يلي:[1]

- **المزايا بالنسبة للمصدر:**

❖ لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة كما هي الحال في فوائد الاسناد.

❖ عوائدها مقتصرة على نسبة معينة، لذا تشارك في أية زيادة في الأرباح، كما أنها لا تؤدي إلى تآكل يذكر في ربحية الأسهم العادية.

[1] مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص117.

- ❖ ليس لها حق التصويت (إلا في حالات معينة)، لذا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم في سيطرة الإدارة القائمة (التأثر في الحد الأدنى).
- ❖ بالرغم من عدم وجود تاريخ محدد لإلغاء الأسهم الممتازة، إلا أن حق استدعائها يعطي الشركة المصدرة ميزة استبدالها بوسائل دين أقل كلفة إذا انخفضت أسعار الفوائد.
- ❖ تزيد هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتصاد وتحسن الصورة الائتمانية للشركة المصدرة.
- ❖ تقلل احتمالات تأثر الشركة بالأوضاع الاقتصادية السلبية.

- **المزايا من وجهة نظر المستثمر:**

- ❖ تحقق عائدا ثابتا.
- ❖ يكون لها الأولوية على حملة الأسهم العادية عند التصفية.

- **عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:**

بالرغم من المزايا المتعددة للتمويل بالأسهم الممتازة إلا أن هناك بعض العيوب لهذه الأداة ونذكر منها:[1]

- **بالنسبة للمصدر:**

- ❖ أن معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات.
- ❖ أن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

- **بالنسبة للمستثمر:**

- ❖ أن معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل
- ❖ التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، ولكن معدل العائد غالبا ما يكون أقل.
- ❖ لا يوجد إلتزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز، ولكن يتوقف ذلك على تواجد صافي الدخل، وقرار بإجراء توزيعات، وتوافر سيولة كافية لأداء التوزيعات، ولا يؤدي التأخير أو عدم إجراء توزيعات على هذه الأسهم تصفية الشركة .

3-4-2-5- الفرق بين الأسهم العادية والممتازة:

يمكن إبراز أهم الفوارق الجوهرية بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة من خلال الجدول التالي:

[1] حنفي عبد الغفار، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 480.

الجدول رقم(02-01): المقارنة بين الأسهم الممتازة والعادية

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	يكون السهم قائما طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح السهم	لا يمكن ان تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الادارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع ونشطة
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقا لقانون الشركات

المصدر: التميمي أرشد فؤاد، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري، الأردن، 2011، ص150.

ثانيا: السندات

1- تعريف السندات

السندات الاستثمارية هي "ما يصدر للجمهور لغرض استثمار رؤوس أموالهم فيها مقابل فائدة نسبية مضمونة، ويعين إطفاؤها بإعادة رأس المال والفوائد في موعد محدد." [1]

[1] شبير محمد عثمان، **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007،ص203.

شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق مع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند." [1]

هي عبارة عن صكوك ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تصدرها الشركات المساهمة وتعطي للمكتسب مقابل الأموال التي أسلفوها للشركة" .[2]

2- خصائص السندات:

تتميز السندات بالخصائص التالية:[3]

- السندات دين أو قرض على الشركة، فإذا أفلست الشركة اشترك حامل السند مع بقية الدائنين في قسمة أموال الشركة، وصفة هذا القرض أنه قرض جماعي، مقسم إلى أجزاء متساوية هي السندات.
- يستحق حامل السند فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت.
- لحامل السند حق الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل الأسهم العادية.
- السند أداة تمويل طويلة الأجل.
- السند قابل للتداول مثل الأسهم.
- ليس لحامل السند الاشتراك في الجمعيات العمومية للمساهمين.
- يتم استرداد قيمة السند في أجل الاستحقاق.
- السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها.

3- أنواع السندات:

3-1- من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها:

تنقسم السندات من حيث تاريخ الوفاء إلى:[4]

- **السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء:**

---

[1] الحداد أحمد بن عبد العزيز، **الأسهم والسندات تصور وأحكام**، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم قرى، السعودية، 2007، ص05.

[2] الرافعي حسن محمد، **سوق الأوراق المالية من المخاطرة إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد المالي**، ملتقى دولي حول متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة بشار،2010،ص203.

[3] الزحيلي وهبة، **المعاملات المالية المعاصرة** ،دار الفكر، دمشق،2006، ص365.

[4] بن سليمان مبارك آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية،2005، ص203-205.

وهي السندات التي ينص عند إصدارها، على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد، بأن يدفع المصدر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ.

- **السندات التسلسلية:**

وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي، مثل إصدار سندات بأربعين مليون ريال لمدة عشر سنوات، على أن يتم تسديد أربعة ملايين ريال في نهاية كل سنة.

- **السندات القابلة للاستدعاء:**

وهي السندات التي ينص في عقد الإصدار على حق المصدر في رد قيمتها إلى حامليها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت مصلحة لها في ذلك، والغالب أن يتم استدعاء السند بقيمته الاسمية، مع زيادة تسمى بعلاوة الاستدعاء، بحيث تتناقص هذه الزيادة مع الزمن، كأن تصدر الشركة سندات تستحق بعد عشرين سنة، بقيمة اسمية مائة ريال للسند، وينص في العقد على حق الشركة في استدعاء السند بمائة وعشرة ريال في السنوات الأربعة الأولى، وبمائة وثمانية ريالات في السنوات الأربع الثانية، وبمائة وستة ريالات في السنوات الأربع الثالثة، وبمائة وأربع ريالات في السنوات الأربع الرابعة، وبمائة وريالين في السنوات الأربع الأخيرة، وتدفع القيمة الاسمية عند الاستحقاق، أي بدون علاوة.

3-2- السندات من حيث الحقوق والالتزامات المقدمة لمالكيها:

تنقسم السندات حسب معيار الحقوق والالتزامات المقدمة لحملة السندات إلى ما يلي:[1]

- **السندات القابلة للتحول:** وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة ، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحول بمجرد التحويل من دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفقا لشروط وقواعد محددة في العقد، أما إذا لم يرغب في ذلك فيكون من حقه استرداد قيمتها في تاريخ استحقاقها.
- **السندات الغير قابلة للتحويل:**

[1] البراوي محمد إسلام، مرجع سبق ذكره، ص136.

وهي السندات التي لا تعطي المكتتب بها الحق في التحويل إلى أسهم، وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

3-3- من حيث الضمان:

تنقسم السندات من حيث الضمان إلى نوعين وهما[1]

- **سندات مضمونة بأصول (كالأراضي، المباني...) :**

في حالة تصفية الشركة أو عدم وفائها بالتزاماتها يحق لحملة السندات التصرف بالأصول من أجل استيفاء حقوقهم، وهي طريقة تلجأ إليها بعض الشركات لاجتذاب رؤوس الأموال عن طريق تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض.

- **سندات غير مضمونة بأصول معينة**

والضمانات الفعلية في هذه الحالة هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي.

3-4- من حيث الجهة المصدرة:

نميز بين نوعين من السندات حسب الجهة المصدرة لها وهي:[2]

- **السندات الحكومية:**

هي سندات صادرة عن الخزينة العمومية تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما الدائنون فهم البنوك، مؤسسات القطاع العام، مؤسسات القطاع الخاص وعموما يكون الهدف من إصدار السندات الحكومية هو تغطية العجز في الميزانية العمومية أو بهدف تخفيض التضخم، وتتميز هذا السندات بخلوها من المخاطر كونها مضمونة من قبل الدولة، وتمتعها بدرجة عالية من السيولة.

- **السندات الخاصة:**

هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع، وذلك بهدف تمويل مشاريعها، وغالبا ما تكون مضمونة، وتتميز هذه السندات بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية، ولكنها أكثر تعرضا للمخاطر المترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية.

---

[1] رامي محمد كمال، **الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية**،ط01، دار طيبة الخضراء، السعودية، 2019، ص 64.

[2] حشماوي محمد،الآغا تغريد، **أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز–**، مجلة المقاولة، المجلد 01، العدد01، 2012، ص 39

3 من حيث الملكية

تتخذ السندات شكلين حسب ملكيتها وهي:[1]

- **السندات لحاملها:**

يقصد به السند الذي لا يحمل اسم المستثمر، ويعد ورقة مالية يتم تداولها بيعا وشراءً وتنازلا مثل بقية الأوراق المالية، كما يعرف باسم (سندات الكوبونات) لكون الفائدة تدفع من خلال الكوبونات المرفقة، ويحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند ويتقدم به البنك الذي يتوسط على الجهة المصدرة للسند ليدفع الفائدة نقدا.

- **السندات الاسمية:**

وهي السندات التي تصدر باسم صاحبها، وهو سند غير قابل للتداول وإنما تتم عملية البيع والشراء وفق القواعد القانونية لنقل الملكية ويضمن هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة والتلف.

3-5- من حيث معدل الفائدة:

تنقسم السندات من حيث معدل العائد عليها إلى:[2]

- **السندات ذات معدل عائد ثابت:**

هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب عليها في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك.

- **السندات ذات معدل العائد المتغير:**

هي تلك السندات التي يتغير معدل فائدتها حسب معدل الفائدة السائد في السوق أو حسب معدل التضخم، وغالبا ما يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

4- مميزات وعيوب التمويل بالسندات:

4-1 مزايا التمويل بالسندات

- **المزايا بالنسبة لمصدر السندات:[1]**

[1] بن عبيد فريد، قسوري انصاف، **أليات التمويل بالقرض السندي، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة**، المجلد 02،العدد04، 2017، ص133-134

[2] نصار أحمد محمد محمود، مرجع سبق ذكره، ص108.

- السندات هي وسيلة موجهة للجمهور (العامة) على مختلف أشكالهم سواء كانوا أفراد أو شركات إلى جانب البنوك والمؤسسات المالية، ولذلك فهي توفر لهم عائد أعلى من أسعار الفائدة على الودائع ولكن أقل من الفوائد المطبقة من البنوك على الإقراض.
- يحقق سداد القرض في استحقاقه إتاحة الفرص لتجميع أصل المبلغ المقترض على فترة أطول وبالأسلوب الذي يلائم التدفقات النقدية للمشروع.
- يوفر طول فترة السندات الفرصة لاستثمار المبالغ المتراكمة خلال طول عمر الإصدار سواء كان ذلك من خلال استثماراتها في ذات النشاط أو في أدوات سوق المال التي تمنح مزايا ضريبية مما يضاعف الأثر الايجابي للسندات.
- لا يترتب على الاقتراض بموجب السندات أي تدخل أو مشاركة في إدارة الشركة الأمر الذي قد يربك الخطط المستقبلية الموضوعة مسبقا، كما لاشك أن عدم مشاركة المقرضين في أرباح الشركة يحفز الشركات على تحقيق معدلات دوران مرتفعة لإنتاجها، مما يسهم في زيادة الأرباح دون زيادة التوزيعات، وبما يحقق الاستخدام الأمثل لما تتمتع به الشركة من رفع مالي يتحقق لها من خلال الاقتراض بالسندات.
- الفائدة على السند هي مصروفات معفاة من الضرائب، وبالتالي توفر ضريبة الدخل.

– المزايا بالنسبة للمستثمر في السندات:[2]

تنبع الميزة الأساسية للسندات من كونها أداة استثمار من أدوات الدين ذات الدخل الثابت، ومن خلال هذه الميزة تتعدد المزايا الفرعية والتي تتمثل في:

- ثبات الدخل واستمراريته على مدار أجل السند، ويرجع ذلك لوجوب سداد مصدر السندات للكوبانات المستحقة عليها بغض النظر عن نتيجة الأعمال، وذلك على خلاف ما هو متبع في الأسهم عند إجراء التوزيعات والتي يتم دفعها للمساهمين بعد تحقق الأرباح المناسبة.
- تحقيق قدر كبير من الأمان في استرداد المبلغ المستثمر الذي يغطي إما بضمانة محددة أو يعتمد في إصداره على سمعة وملاءة مصدرها وقدرته على توليد التدفقات النقدية، ذلك من جانب ،ومن

[1] محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 149.
[2] محب خلة توفيق ، مرجع سبق ذكره، ص150.

جانب أخر فإن حامل السند له حق الأولوية في استيفاء دينه على الشركة ويسبق في ذلك حملة الأسهم وذلك عند التغطية أو الإفلاس.

4-2- عيوب التمويل بالسندات:

على الرغم من المزايا المتعددة للسندات إلا أنها لا تخلو من بعض العيوب ونذكر منها:[1]

- خلال فترة الكساد يستمر ربح الشركة في الانخفاض ويصبح من الصعب على الشركة دفع الفائدة
- رهن أصول الشركة لضمان إصدار السندات.
- دفع الفائدة على السند إلزامي وبالتالي يصبح عبئا إذا تكبدت الشركة خسارة.
- يتم إصدار السندات لتداول الأسهم، لكن الاعتماد المفرط على السندات يزيد من المخاطر المالية للشركة.
- يشمل استرداد السند كمية أكبر من التدفقات النقدية الخارجية.

5- الفروق الجوهرية بين السندات والأسهم:

يمكن إبراز أهم الاختلافات بين السندات والأسهم من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(02-02): المقارنة بين الأسهم والسندات

معيار المقارنة	السندات	الأسهم
العوائد	عوائد السندات ثابتة ولا تتأثر بالمركز المالي للشركة المصدرة	عوائد الأسهم مرتبطة بالأرباح الناتجة عن العمليات التجارية المختلفة، وبالتالي فأرباح السهم متغيرة وغير ثابتة
استرداد القيمة	تتميز السندات بأحقية حامل السند استرداد قيمة السند، في الموعد المحدد	مالكي الأسهم ليس لهم الأحقية في استرداد قيمة الأسهم إلا في بعض الحالات مثل أسهم التمتع
الإدارة	السند لا يخول صاحبة حق المساهمة في إدارة الشركة	أصحاب الأسهم العادية لديهم الحق في إدارة الشركة و اختيار مجلس الإدارة.

[1] عواطف أيمن محمد، **مزايا وعيوب التمويل بالسندات**، تاريخ الاطلاع: 2020/12/20، سا 13:28، متاح على الرابط التالي: https://ar.triangleinnovationhub.com/debentures-meaning-features

الإفلاس	يكون لأصحاب السندات حق الأولوية في الحصول على مستحقاتهم	يتقاسم المساهمون الموجودات المتبقية بعد حصول أصحاب السندات والدائنين على حقوقهم
وصف المالك	أصحاب السندات هو دائن للشركة	مالك السهم هو شريك في الشركة.
نوع الأداة	أداة دين	أداة ملكية

المصدر: بن سعود خالد الرشود، **العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية**، دار كنوز إشبيليا، الرياض، 2013،ص484.

ثالثا: الصكوك:

تعتبر الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية والتي لاقت قبولا وانتشار كبيرين خاصة في الدول الإسلامية باعتبارها البديل الشرعي للسندات التقليدية.

1- تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها:

يعرفها مجمع الفقه الإسلامي على أنها" أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال للإقراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة، على أساس وحدات متساوية القيمة، والمسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم." [1]

وحسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) في معيارها رقم 17 عن الصكوك الإسلامية عرفتها على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله." [2]

وتتميز الصكوك بمجموعة من الخصائص نذكر منها:[3]

- **وثائق متساوية القيمة:** الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكها لإثبات حق مالكها في الموجودات الصادرة بموجبها.

[1] عيد عادل عبد الفضيل، **الصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة مقارنة**، مرجع سبق ذكره، ص 12..

[2] أدهم ابراهيم جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الاقتصادية**، مرجع سبق ذكره، ص49..

[3] معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، **الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة 08 ماي 1945،قالمة ،الجزائر،يومي 03 و04 ديسمبر 2012، ص242.

- **قابلية التداول:** تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية(البورصة) في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
- **تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات:** تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعيانا أو منافعا أو خدمات أو خليط منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل دينا أو التزاما في ذمة مصدريها.
- **العائد على الصك:** تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح(إن وجدت) التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.
- **الالتزام بالضوابط الشرعية:** تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.
- **الاستثمار في الأنشطة المباحة:** الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة.
- **المشاركة في الأرباح والخسائر:** الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.
- **قابلية الصكوك الإسلامية للاسترداد** :تتميز الصكوك بأنها تنتهي من خلال استرداد الصك لرأس ماله في نهاية المدة المحددة للصكوك وفقا للتطبيقات الصحيحة أي لا يكون على أساس الضمان، وإنما مرده طبيعة الاستثمار وهيكل الإصدار.

2- أنواع الصكوك الإسلامية

- **صكوك المشاركة:**

هي" وثائق ذات قيمة متساوية تصدر بهدف استخدام الأموال المعبأة لإنشاء مشروع جديد أو تحسين وتطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط تجاري على أساس أحد عقود الشراكة .ويصبح حاملو الشهادات مالكي المشروع

أو أصل النشاط حسب حصصهم .يمكن التعامل مع شهادات المشاركة هذه كأدوات قابلة للتداول ويمكن شراؤها وبيعها في السوق الثانوية." [1]

- **صكوك المضاربة:**

وهي" أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال".[2]

- **صكوك المرابحة:**

هي" وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.[3]"

- **صكوك الاستصناع:**

هي" صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمن البيع." [4]

- **صكوك السلم:**

هي "وثائق مالية متساوية القيمة، تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات في مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله[5]."

- **صكوك الإجارة:**

---

[1] Alswaidan M W, **AN INVESTIGATION OF SUKUK STRUCTURE RISK**, The thesis is submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of Doctor in Economics and Finance of Philosophyk, University of Portsmouth, JUNE 29, 2017, p 84

[2] Mohd Z et al**, The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market**, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12), 2011, p474.

[3] بن عمارة نوال، **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية**،مجلة الباحث، المجلد09، العدد09، 2011، 256.

[4] Smaoui H, Khawaja M,**The Determinants of Sukuk Market Development** Article in Emerging Markets Finance and Trade · November 2016, p6

[5] دغال رشيد، **دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة**، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية،المجلد08، العدد 01، 2018، ص 92.

"عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة، تتيح حاملها فرص الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية".[1]

- **صكوك المزارعة:**

"وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في زراعة المحاصيل والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول (الحصاد) وفق ما حدده العقد، وهي تمثل حصصا شائعة في موجودات المزارعة من آلات ومعدات، ولحملة الصكوك حصة متفق عليها مما تنتجه الأرض من محاصيل زراعية.[2]

- **صكوك المغارسة:**

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس[3].

- **صكوك المساقاة:**

تعرف بأنها" وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد، وهي تمثل حصصا شائعة في موجودات المساقاة من آلات ومعدات، ولحملة الصكوك حصة متفق عليها مما تنتجه الأرض من الثمار.[4]

---

[1] .قحف منذر، **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**، ط2 ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000،ص 37.

[2] الزعبي حمو، **الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية – التجربة الماليزية–أهمية الابتكارات المالية الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي :صكوك الاستثمار الإسلامية نموججا**، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد02، العدد02، ديسمبر2017 ، ص07.

[3] بونقاب مختار، زواويد لزهاري، **الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة دراسة تجارب بعض الدول**، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول :الآليات الحديثة لتمويل التنمية الاقتصادية :نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 26 و 21 أفريل2 ، 72، جامعة الصديق بن يحي، جيجل، ص 08.

[4] المرجع نفسه، ص08.

3- مزايا تمويل المؤسسة الاقتصادية بالصكوك الإسلامية.

يعتبر الدافع الأساسي لإصدار الصكوك الإسلامية هو توفير السيولة لمالكي الأصول إيجاد وسيلة جذابة للمدخرين لاستثمار أموالهم، وهذا يحقق مزايا عديدة للمؤسسة نذكر منها:[1]

- توفير السيولة النقدية للمؤسسة بدون زيادة رأس مالها أو الاقتراض من البنوك.
- مساعدة المؤسسات ذات العجز المالي، أو المعرضة له في تحسين هيكلها التمويلي بتحويل التزاماتها قصيرة الأجل إلى التزامات طويلة الأجل.
- توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة من خلال اكتتاب عدد كبير لشراء الصكوك، ويترتب على ذلك تقليل مخاطر الائتمان للأصول. فالمؤسسة التي تصكك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء بها لحملة الأوراق المالية، فكأنها بالتصكيك نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير وقامت بتفتيتها بتوزيعها على حملة الصكوك.
- رفع كفاءة الدورة المالية والانتاجية، ومعدل دورانها من خلال تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أصول سائلة يعاد توظيفها مرة أخرى .
- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية وبشروط، أسعار، وفترات سداد أحسن.
- التمويل عن طريق الصكوك لا يؤثر على الحد الائتماني للشركة في البنوك، بالإضافة لتحسينه القوائم المالية، وذلك بالتحرر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقضي القواعد المحاسبية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتدبير مخصصات الديون المشكوك فيها، لتكون صورة المؤسسة أقوى وأكثر جاذبية للتعامل معها وتمويلها، حيث إن كثرة الديون على المؤسسة المالية —ولو كانت مضمونة التحصيل– تثقل كاهل رأس مال الشركة، وتدفع المتعامل معها إلى مزيد من الحذر والحيطة والخوف من قسمة الغرماء، وبالتالي فهي تعرقل أو تبطئ دوره رأس المال وتقلل تبعا لذلك من الربحية.

4- الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

يمكن إبراز أهم الاختلافات الجوهرية بين الصكوك والسندات من خلال الجدول التالي:

[1] المرشدي فهد بن بادي، **الصكوك ،أحكامها وضوابط و إشكالاتها دراسة شرعية نقدية**،ط01، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية،2014،ص27-28.

الجدول رقم (02-03): المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات

المعيار	الصكوك الإسلامية	السندات
الشكل القانوني	حصة شائعة طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة ويعتبر من الاستثمارات طويلة ومتوسطة الأجل	قرض ربوي بفوائد ثابتة ويعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل.
آلية الإصدار	الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية	الاكتتاب العام
الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع إنما طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة.	الفوائد دورية ومحددة سلفا
قابليتها للتحول	غير قابلة للتحول إلى أسهم	قابلية التحول إلى أسهم.
ضمان رأس المال	لا ضمان لرأس مال لحاملي الصكوك ويمكن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طريق العقد.	يمكن أن يكون كميا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقا للمنصوص عليه في نشرة الإصدار.

المصدر :رحماني سناء، ديلمي فتيحة، **الصكوك الإسلامية كبديل غر تقليدي للتمويل**، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول :النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، يومي 04 و 05 فيفري 2019 ، ص4 -5.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب إدراج المؤسسات الاقتصادية في البورصة

إذا كانت عملية إدراج المؤسسات في البورصة تمنحها العديد من المزايا، فهي في المقابل قد تجعلها تتعرض لجملة من العيوب والمساوئ.

أولا: مزايا إدراج المؤسسات في البورصة:

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة التمتع بالعديد من المزايا نذكر بعضها على النحو التالي:[1]

1- إمكانية إصدار أوراق مالية وطرحها في السوق المالية للقيام بعملية نمو واستثمار من خلال مدخرات المستثمرين وتسديدهم عن طريق أوراق حقيقية

[1] بن معاوي سميحة، **دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات الاقتصادية في بورصة الجزائر على أدائها المالي حالة شركة NCA ROUIBA** ، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 18،العدد01،2020، ص 190.

2- توسيع رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في المستقبل.

3- التسعير المستمر لقيمة أسهم المؤسسة مما يسمح بتقييم دائم للمؤسسة.

4- إمكانية تحسين صورة المؤسسة عبر إلزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور.

5- تسجيل الأوراق المالية يمثل نوعا من الدعاية والإعلان عن المؤسسة وعن أسهمها التي تم تسجيلها في البورصة وبالتالي يمثل دعما لها، ويسهم في توفر الثقة بها وبالأوراق الصادرة عنها.

6- وفاء العمال والمستخدمين من خلال منحهم فرصة المشاركة في رأس المال وإمكانية الحصول على علاوة محفزة على الأسهم مما يحفز الأجراء على زيادة العمل.

ثانيا: مساوئ إدراج المؤسسات في البورصة:

يجب على المؤسسة الراغبة في الدخول إلى البورصة معرفة أنها قد تواجه بعض الصعوبات والتكاليف والتي قد تتمثل في:[1]

1- التكاليف التمهيدية المتعلقة بالدخول إلى البورصة: يفرض الدخول إلى البورصة على المؤسسة المرشحة إعادة تعديل عقد تأسيسها ونظامها الداخلي، أو تغيير شكلها القانوني بما ينسجم مع التشريعات السارية في بورصة الاوراق المالية، بهدف حل المشاكل المرتبطة برأس المال، كفتح رأس المال، أو إعادة تشكيل عدد الأسهم وكذا نقلها وتدا ولها، وهذا ما يجعل المصدر يتحمل رسوما مستحقة نظير الاستشارات القانونية والمحاسبية.

2- التكاليف المتعلقة بالدخول إلى البورصة: التكاليف المباشرة المتعلقة بالإدخال البورصي يمكن تصنيفها إلى مستويين :داخلي وخارجي .فداخليا يجب على المؤسسة إعداد موظفيها وتهيئة هياكلها(إدخال إصلاحات وتعديلات تنظيمية، الاتصال الداخلي وتحسين الادارة المالية للمؤسسة)، فالتحسينات المحاسبية وإجراءات الرقابة الداخلية بمزيد من الشفافية غالبا ما تلجأ المؤسسة للاستعانة بالمستشارين الماليين ومكاتب الخبرة المحاسبية، قصد تفادي أوجه القصور والنقائص الموجودة، مما يترتب عنها رسوما مستحقة تدفع لهذه المكاتب.أما على المستوى الخارجي، فتتمثل تكاليف الإدخال البورصي في الأتعاب والعلاوات التي يتحصل عليها الوسطاء الماليين (البنوك، الوسيط المرافق، هيئة

[1] Chaouani S**, LA PERFORMANCE DES INTRODUCTIONS EN BOURSE: Une étude des déterminants et des effets de la cotation sur la place de Paris**, thèse doctorat en sciences économiques, Université des Sciences et Technologies de Lille1, France, 2009. pp:29-32.

السوق المالية، وشركات البورصة) المرتبطة بالإدخال نظير الخدمات (التأشيرة على نشرة الاصدار، عمولة الإدراج، تغطية الاكتتاب، الدعاية والاشهار،...) التي يقدمونها للمؤسسة خلال عملية الدخول إلى البورصة.

3- **التكاليف المتعلقة بالتسعير**: تلتزم المؤسسة بالكشف دوريا وبانتظام عن البيانات المالية والقرارات التي تهم، والتي يمكن أن تؤثر في سعر سهم المؤسسة، هذا الالتزام بمتطلبات الإفصاح من شأنه توليد تكاليف مالية، حيث تقوم المؤسسة المدرجة بموجبها بدفع أتعاب مدققي الحسابات الذين يصادقون على البيانات المالية وكذا مصاريف إصدار النشرات الرسمية الخاصة بالتسعيرة. كما أن المؤسسة في بعض الأحيان تجد نفسها ملزمة بالكشف عن معلومات حساسة جوهرية حول وضعيتها الحالية وخططها المستقبلية للجمهور بما فيهم منافسيها، وهو ما يعتبر بمثابة تكلفة غير مباشرة للإدخال البورصي(فقدان الخصوصية والسرية).

4- **تكاليف أخرى**: تتحمل المؤسسات المدرجة رسوم أخرى كرسوم البقاء في البورصة ورسوم السمسرة، بالإضافة إلى ذلك وفي بعض الأسواق المالية، فإن هيئات أسواق المال تشترط عند الدخول إلى البورصة ضرورة التوقيع على عقد السيولة لتنشيط تداول أوراقها المالية، وبشكل عام للمساهمة في سيولة السوق، كما تواجه المؤسسة المدرجة فقدان السيطرة على المؤسسة واتخاذ القرارات .كما يجب على المؤسسة أن تقوم بإنشاء قسم للعلاقات مع المساهمين، ترعى فيها عملية الاتصال الفعال بين المؤسسة والمساهمين، كما تقوم بوضع سياسة توزيع أرباح واضحة حتى تحتفظ بوفائها اتجاه مساهميها.

خلاصة الفصل:

تسعى المؤسسة الاقتصادية من خلال سياستها التمويلية المتبعة إلى توفير الموارد المالية الضرورية لنشاطها واستثماراتها في الوقت المناسب بالتكلفة الملائمة لها، وضمان حسن استغلال هذه الموارد من خلال تحديد الهيكل المالي الأمثل لها، والذي يعبر عن تشكيلة الأموال التي حصلت عليها المؤسسة من مصادر متنوعة.

وتجد المؤسسة نفسها أمام مجموعة من المصادر الداخلية والخارجية (القروض المصرفية، الاستئجار، الأرباح المحتجزة...إلخ)، متنوعة الآجال لتحديد مكونات هيكلها المالي، وتبرز البورصة كإحدى هذه المصادر التي تتيح للمؤسسات المدرجة بها خيارات تمويل متنوعة، تتمثل في الأدوات المالية ذات طابع الملكية أو الدين أو الملكية والدين معا، والتي تتناسب ورغبة كل مؤسسة مما يكسبها مزايا متنوعة بها كرفع رأس مالها، تحسين أدائها المالي، تحسين صورتها ومكناتها، كما توفر للمستثمرين فضاء يمكنهم من خلاله تلبية رغبات استثمارهم بناءً على مبدئ الشفافية.

ومن هذا المنطلق سنحاول التطرق إلى بورصتي مصر والجزائر و مساهمتهما في تمويل المؤسسات الاقتصادية المدرجة بهما في الفصل الموالي.

الفصل الثالث:

دراسة مقارنة بوصتي الجزائر ومصر في تمويلي المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة (2012-2017)

تمهيد:

تحتل المؤسسات الاقتصادية مكانة هامة في مختلف الدول المتقدمة والنامية على حد السواء نظرا لدورها الكبير في تحقيق النمو، إلا أن بقاء واستمرارية ونمو هذه المؤسسات قد يواجه العديد من التحديات، أهمها توفير التمويل اللازم الذي يتلاءم ومتطلباتها، وتأتي البورصة كإحدى المصادر والبدائل التمويلية كحل لهذه الإشكالية عوضا عن القروض البنكية وتكاليفها المرتفعة ومخاطرها، والتي قد لا تتلاءم واحتياج المؤسسة، إضافة إلى المزايا العديدة التي تمنحها البورصة للمؤسسات المدرجة .

وفي ظل الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الجزائر في بداية التسعينات أنشأت بورصة الجزائر، وفي إطار سعينا للوقوف على مدى نجاعة هذه التجربة وتأثيرها على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، ارتأينا مقارنتها ببورصة مصر والتي تصنف من أفضل البورصات العربية و ضمن الأسواق المالية الناشئة ، وذلك في محاولة لاستخلاص أهم الفوارق بين أدائهما العام والخاص، وكذا لنخلص في الأخير لأهم العوامل التي ساعدت على تنشيط وتطوير بورصة مصر والاستفادة منها في الجزائر.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

- المبحث الأول: الملامح الرئيسية لبورصة الجزائر.
- المبحث الثاني: الملامح الرئيسية لبورصة مصر.
- المبحث الثالث: مساهمة بورصتي الجزائر ومصر في تمويل المؤسسات الاقتصادية.

المبحث الأول: الملامح الرئيسية لبورصة الجزائر.

سنتناول في هذا المبحث الملامح الرئيسية لبورصة الأوراق المالية في الجزائر والتي تم تسميتها في القانون الجزائري بورصة الجزائر، من خلال تناول نشأتها وإطارها التنظيمي، و شروط إدراج المؤسسات الاقتصادية بها.

المطلب الأول: نشأة بورصة الأوراق المالية في الجزائر.

ارتكزت سياسة التمويل بعد سنة 1990 على تنويع مصادر التمويل الخارجي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر من خلال إنشاء البورصة كميكانيزم جديد، والذي كان مقتصرا قبلها على التمويل البنكي فقط.

أولا: تعريف بورصة الجزائر:

حسب القانون رقم04 - 03 الصادر بتاريخ 17-فيفري-2000 تعرف بورصة الجزائر حسب المادة 01منه " :تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم[1]."

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة اختصاراً SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري(سنة 2021)، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.[2]

ثانيا: نشأة البورصة في الجزائر ودوافع إنشائها:

1-لمحة تاريخية حول نشأة البورصة في الجزائر:

[1] شقبقب عيسى، أزغار يحي، **محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، المجلد07،العدد01، 2016، ص 52.

[2] موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/03/15، سا 16:10، متاح على الرابط التالي:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141

تدخل فكرة إنشاء البورصة في الجزائر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان ابتداء من سنة 1990.[1]

ويمكن ذكر المراحل التي مر بها إنشاء هذه البورصة كما يلي:

- **المرحلة التقريرية 1990–1992** :

اتخذت الحكومة عدة إجراءات كان من بينها إنشاء شركة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة"، و يعود الفضل صناديق المساهمة الثمانية في تأسيسها بتاريخ 09 نوفمبر 1990 برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، يديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 أعضاء حيث كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة، مرت هذه شركة بمرحلة صعبة تتعلق بمهمتها ووظيفتها، و تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى9.320.000.00دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية[2] .

- **مرحلة الانطلاق الفعلي 1993–1998** :

في إطار التنظيم الجيد للبورصة تم صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي حدد الهيئات العاملة بالبورصة، وفي بداية 1997 تم تهيئة كل الظروف الملائمة لإنشاء بورصة القيم المنقولة من الناحية القانونية التقنية، حيث تم وضع نص قانوني لإنشائها وتنظيمها. وبذلك بدأت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نشاط الفعلي، وتم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم المنقولة في ماي 1997، كما تم تحديد الوسطاء في العمليات البورصية.كما قامت اللجنة بتهيئة الجو المناسب وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل في نهاية سنة 1997، وبالفعل تم إصدار أول قرض سندي في 12 جانفي 1998 المتعلق بشركة سوناطراك وهذا ما فتح المجال للقيام بإصدارات أخرى للقيم المنقولة[3] .

2– دوافع إنشاء البورصة في الجزائر:

لقد كان لإنشاء بورصة الجزائر في الجزائر مجموعة من الدوافع يمكن ذكر أهمها على النحو التالي: [4]

---

[1] بفليطح ريمة، **اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر– تحليل سلوك المؤشر index dzair** ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد17، 2017، ص 270

[2] بن شني عبد القادر، **أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مجلة المالية والأسواق، المجلد 02، العدد02، 2015، ص 84.

[3] الأغا تغريد، **تحليل أداء بورصة الجزائر 2010–2016**، مجلة المدبر، المجلد05، العدد01، جوان 2016، ص 116-117

[4] عيواج مختار، **بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية –دراسة حالة الجزائر**، مرجع سبق ذكره، ص 247 .

-تشكل البورصة بديلا غير تضخمي لتمويل الاستثمارات، يرتكز على الاستعمال المباشر لموارد الادخار مهما كانت مصادرها سواء كانت مؤسساتية أو شعبية للمقيمين وغير المقيمين.

-تعتبر البورصة إطارا مناسبا لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء أكانوا طبيعيين أم معنويين، محليين أم أجانب.

-السماح للخزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جديدة لجمع الادخار من أجل إعادة التمويل، وكذلك تسمح بتحديث الدين العمومي.

-تشكل البورصة بديل للمدخرين الذين تتجه اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه بدائل أخرى وخصوصا الاستثمار في العقارات وأنشطة المضاربة، فإنشاء أدوات مالية حديثة تساهم في إعطاء المدخر مكانته في تمويل الاقتصاد.

-إيجاد الشركاء والحلفاء الاستراتيجيين الذين يساعدون هذه المؤسسات باعتبارهم مساهمين، وبالتالي تحقيق الالتزامات والتقديرات المحددة.

-تجسيد هدف خوصصة المؤسسات العمومية.

-السماح للاقتصاد الوطني للاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة.

-تعتبر هذه السوق بالنسبة للأعوان الاقتصاديين مصدر تمويل بديل، إذ أن المؤسسات في الجزائر غير قادرة على التمويل الذاتي، وكذلك ميزانية الدولة غير كافية لتمويل كل الاستثمارات.

المطلب الثاني: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

سعت السلطات لتوفير الإطار التنظيمي لضمان السير الحسن لبورصة الجزائر من خلال إنشاء الهيئات التنظيمية والرقابية وتحديد وسطاء عمليات البورصة.

أولا: الهيئات التنظيمية والرقابية في بورصة الجزائر:

تسهر العديد من الهيئات على رقابة وتنظيم العمل في بورصة الجزائر يمكن ذكرها على النحو التالي:

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها C O S O B:

1-1- تقديم اللجنة:

أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. تتكون لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء .يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربع سنوات .ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية، بحسب فئاتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع سنوات، تبعا للتوزيع الآتي : - قاض يقترحه وزير العدل، -عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية، -أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، -عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، -عضو يُختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مُصْدري القيم المنقولة، -عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين . تخصص للجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها إعانةٌ تُمنح لها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها. وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم[1].

1-2- مهام اللجنة: تتمثل مهما اللجنة في نقطتين أساسيتين هي: [2]

- **تسهر لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين في القيم المنقولة** : وذلك خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدّها المؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة، أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية وتمارس اللجنة زيادة على هذه المراقبة القَبْلية على الإعلام، مراقبة بَعْدية على الشركات المقبولة في التسعرة، وتتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات: الكشوف المالية والتقارير السنوية .ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييمًا لنوعية العملية التي يقرّرها المصدر، بل تعني أنّ المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.

[1] موقع بورصة الجزائر ،تاريخ الاطلاع 2020/03/17، سا 18:00، متاح على الرابط التالي:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152

[2] محي الدين سمير، **معضلة البورصة في الجزائر بين ظاهرة الجمود وآليات الفعيل**، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد05، العدد01،2021، ص86.

- **حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:** تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها. وتنصبّ على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات – حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة .

1–3– سلطات اللجنة:

- **السلطة التنظيمية:**

تقوم اللجنة، في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية. وتتعلق الأنظمة التي يتم سنّها على الخصوص بما يأتي:[1]

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات – حافظي السندات.
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات – حفظ السندات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.
- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

- **سلطة الاعتماد والتأهيل** : تعتمد اللجنة:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.
- وتُؤهل ماسكي الحسابات – حافظي السندات.

[1] التقرير السنوي لسلطة ضبط السوق المالي، 2010،ص09.

- **سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق**: تسمح هذه السلطة للّجنة بالتأكد خصوصا:
  - من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.
  - من امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار الواجبات الإعلام التي تخضع لها.
  - من إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.
  - من حُسن سير السوق.
  - وتؤهَّل اللجنة من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معيّنة على القيم المنقولة.
- **السلطة التأديبية والتحكيمية** : تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديب وتحكيم تتكوّن من الرئيس، وعضوين يُنتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقاضيين يعيّنهما وزير العدل .ويتولى رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمانة الغرفة.
- **سلطات غرفة التأديب والتحكيم**:
  - **في المجال التأديبي**: تختص الغرفة بدراسة الإخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، والمخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.
  - **في مجال التحكيم**: تختص الغرفة بدراسة نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة، قد يحدث:
    - ❖ بين الوسطاء في عمليات البورصة.
    - ❖ بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.
    - ❖ بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
    - ❖ بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة.

2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

2-1- تعريف شركة تسيير بورصة القيم:

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة اختصاراًSGBV ، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997، وتمثل الشركة

إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.[1]

2-2- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:[2]

-التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.

-التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.

-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.(COSOB)

3- الوسطاء في عمليات البورصة

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد.

ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات التالية[3]:

بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجيBEA ، والبنك الوطني الجزائريBNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنكCNEP-Banque ، والقرض الشعبي

[1] موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع، 2020/03/18، سا 14:06، https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141

[2] حملة عز الدين، عثمان علام، **بورصة الجزائر بين الركود وآليات التفعيل**، مجلة الريادة، المجلد 04، العدد02، 2018، ص104.

[3] بودريوة أمينة، **واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري**، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد01، 2019، ص194

الجزائريCPA ، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائرBNP Paribas El djazair، Sociéte Générale Algérie,وشركة خاصة Tell Market يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية لجهة المصدرة.
- التداول في السوق لحساب زبائنهم.
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه.
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين.

4- المؤتمن المركزي Le Dépositaire Central:

تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية[1]:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين.
- مركز حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين.
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدِرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...).

[1] شمام عبد الوهاب، زودة عمار، **الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور**، مجلة ميلاف، المجلد02، العدد 04، 2016، ص 82.

- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته وفقاً للمعايير الدولية :(ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية والتسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق).

5- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:

تتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق التي تهدف إلى تأسيس و تسيير محفظة القيم المنقولة و منتوجات مالية أخرى لحساب الغير، فهي مؤهلة إلى جمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة، يتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتمادا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

ونميز فئتين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة[1]:

- **شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير (SICAV)** :وهي شركة أسهم، تصدر أسهم الشركة و يعاد شراءها في كل وقت بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم.

- **الصندوق المشترك للتوظيف (FCB)**: هو ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية يسير الصندوق من طرف مسير الذي يتصرف نيابة عن الحاملين و مصلحتهم.

وتصنف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة حسب القطاع الذي تمثله و طبيعة الأصول التي تكوِّن المحفظة:

- **الصناديق النقدية**: إذا كان 60% من محتوى الحافظة أدوات السوق النقدية.

[1] موقع سلطة ضبط السوق المالي، تاريخ الاطلاع 2020/03/25، سا 17:30.
https://www.cosob.org/ar/opcvm/

- **صناديق السندات:** إذا كان 60% من محتوى الحافظة تتكون من سندات الدين وسندات أخرى شبيهة بها.
- **صناديق الأسهم:** إذا كان 60% من محتوى الحافظة.
- **صناديق متنوعة:** لا تحدد أية نسبة من السندات المحمولة في الحافظة، فهي تستعد إلى مبدأ التسيير النشيط للحافظة وفق الفرص التي تتيحها.

5-2- شراء و بيع أسهم و حصص هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:

تصدر و يعاد شراء أسهم شركة SIVAV و حصص الصندوق المشترك للتوظيف في كل وقت بطلب من كل مكتتب أو مساهم للقيمة التصفوية، و هذا يعني أن القيمة الاجمالية للأصل الصافي لشركة SICAV مقسمة على عدد الأسهم أو الحصص المصدرة.

5- حافظو السندات- ماسكو الحسابات TTC:

يتمثل مسك الحساب –الحفظ- حسب المادة رقم 02 من النظام رقم 03-02 المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس 2003 والمتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات في تسجيل السندات باسم صاحبها في الحساب، من جهة، أي الإقرار بحقوق صاحب السندات على هذه السندات، ومن جهة أخرى حفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب كيفيات خاصة بكل إصدار للسندات[1] .

وتتمثل المهام الموكلة إلى هذه الهيئة في:

–يتولى حفظ وإدارة السندات التي يُعهد له بها باسم أصحابها.
–ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول والرهن والنقل والتحويل...).
–يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح والفوائد ونقل الحقوق...).
–إعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافظة، العمليات على السندات...).

[1] الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، القرار المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم نظام رقم 03-02 المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس .2003 والمتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات ،ص01.

ثانيا: الوسطاء في عمليات البورصة:

يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993 وهي[1]:

- توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية للجهة المصدرة.
- التداول في السوق لحساب زبائنهم.
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه.
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين.

3-1- الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر:

ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات التالية[2]:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR .
- وبنك التنمية المحلية BDL .
- وبنك الجزائر الخارجيBEA .
- والبنك الوطني الجزائريBNA .
- والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك.
- والقرض الشعبي الجزائري.
- بي ان بي باريبا Paribas .
- سوسيتي جنيرال الجزائر.
- تل ماركتس .

[1] موقع بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع 2020/03/22،سا 15:00 https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154L,RU

[2] موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/03/22،سا 15:00 https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154L,RU

- القرض الشعبيCPA.
- بنك البركة الجزائري.
- مصرف السلام– الجزائر.

ثالثا: تقسيم بورصة الجزائر:

أسواق بورصة الجزائر تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين:[1]

1- **سوق سندات رأس المال:** و تتكون من:

–السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية.

–سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدّل والمتمّم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنّظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو (2012) ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم AOM Invest .هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

2– **سوق سندات الدين** : و تتكون من:

–**سوق سندات الدين:** التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

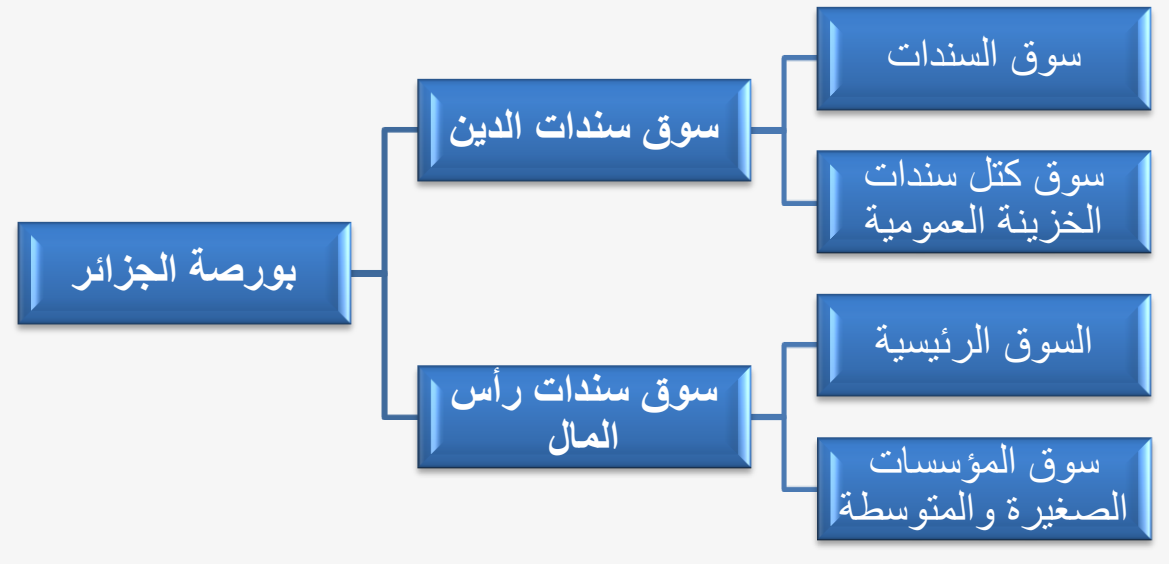
–**وسوق كتل سندات الخزينة العمومية** (OAT) :المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات

[1] بن شني عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص83.

استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

الشكل رقم (03-01): تقسيمات بورصة الجزائر



المصدر: موقع بورصة الجزائر ، تاريخ الإطلاع 2021/05/05متاح على الرابط التالي،:

https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145

ثالثا: سير عمليات البورصة في الجزائر:

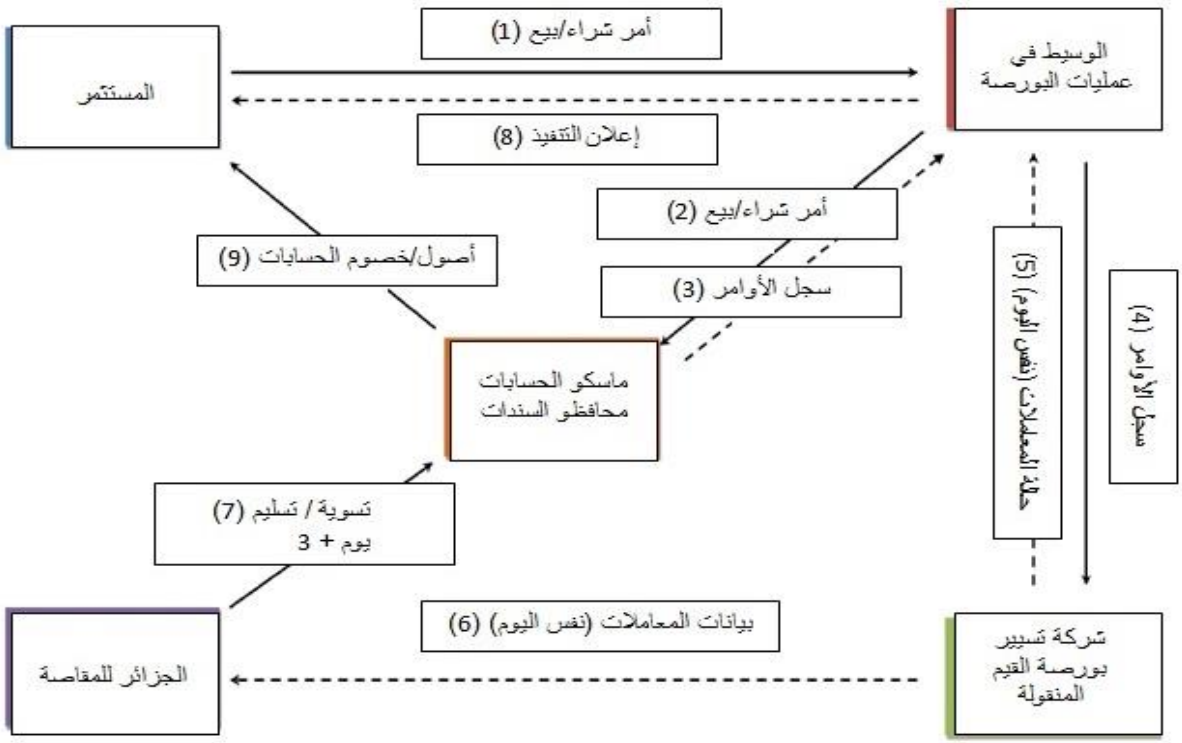
1- نظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر:

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه. وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها. بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشترات. ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيّام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظي السندات. (TCC)

من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجراءها. و في حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يُعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفاً عن التسليم. و يمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق.[1]

الشكل رقم (03–02): نظام التسوية والتسليم في بورصة الجزائر



المصدر: موقع بورصة الجزائر. تاريخ الإطلاع2020/04/20، سا 12:59،

https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148

2– نظام التسعير في بورصة الجزائر:

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة ايام في الاسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. بمجرد استلام

[1] عمار زودة، مرجع سابق، ص 283.

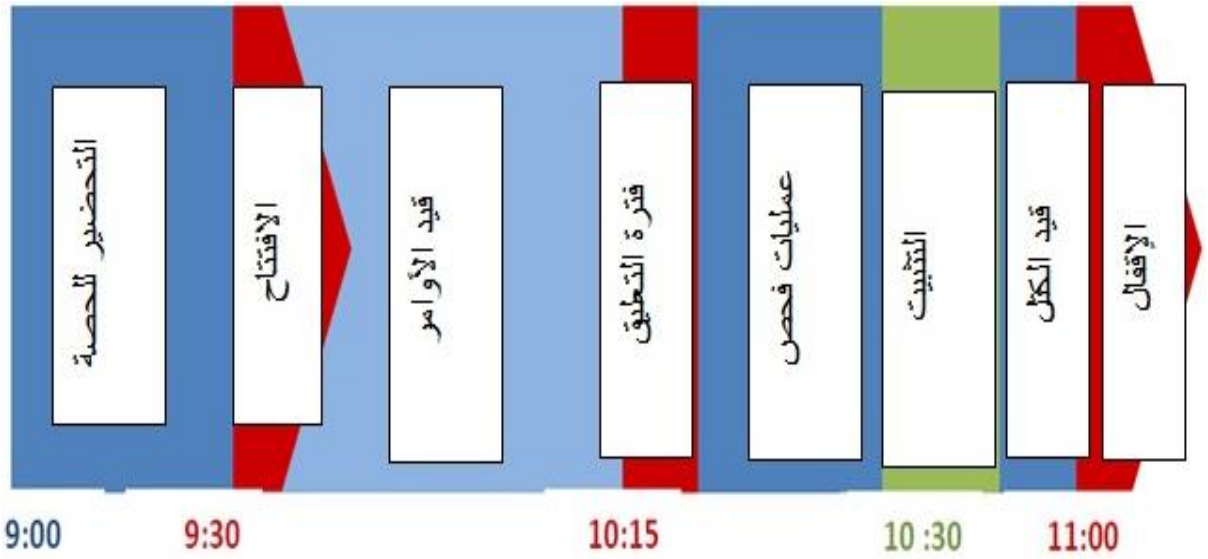
:

الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت. ويتمثّل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق.[1] ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

الشكل رقم(03-03): مسار حصة التداول في بورصة الجزائر



المصدر: بموقع بورصة الجزائر، ،تاريخ الاطلاع: 2020/10/12، سا 11:37.

https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147

[1] موقع بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع 2020/10/12، سا 11:05. https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147

المطلب الثالث: أنواع القيم المنقولة وشروط الإدراج في بورصة الجزائر

توفر البورصة مجموعة متنوعة من القيم المنقولة التي يمكن الاستفادة منها من قبل المستثمرين والمؤسسات، إلا أن الاستفادة من هذه القيم لا يكون إلا للمؤسسات المدرجة بها والتي تستوفي الشروط اللازمة.

أولا: أنواع القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر:

حدد القانون التجاري الجزائري أنواع القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر، وقد حصرها في الأدوات التالية:

1- القيم المنقولة ذات طابع الملكية:

تتمثل القيم المنقولة ذات طابع الملكية في الأسهم التالية:

-1- **الأسهم العادية**: عرفها المشرع الجزائري حسب المادة 715 مكرر42 أنها "الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتاب وفاء لجزء ما من رأس مال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت يجوز بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون .وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها وتتمتع الأسهم العادية بجميع الحقوق والواجبات[1]".

ويمكن تقسيم الأسهم العادية إلى فئتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية:

- **الفئة الأولى**: تتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها.
- **الفئة الثانية**: تتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة.

-2- **أسهم التمتع**: عرفها المشرع الجزائري حسب المادة 715 مكرر45 وهي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوم إما من الفوائد أو

[1] المادة 715، مكرر42، القانون التجاري الجزائري.

الاحتياطات، ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبق من المساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل.[1]

-3- **السهم الخصوصي**: حيث تم إدراجه في إطار تنظيم عملية خصخصة المؤسسات بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-133 المحدد لشروط وكيفية ممارسة السهم الخصوصي.

2- القيم المنقولة ذات طابع الدين:

تتمثل القيم المنقولة ذات طابع الملكية في السندات التالية:[2]

-سندات عادية.

-سندات المشاركة.

-سندات ذات معدل ثابت.

-سندات ذات المعدل المتغير

3- الأوراق الهجينة:

وهي كما يلي[3]:

-سندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم.

-سند ذو قيمة اكتتاب في الأسهم.

-شهادات الاستثمار.

يمكن اضافة عنصر قيود تداول القيم المنقولة من بورصة الجزائر.

ثانيا: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

حددت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مجموعة من الشروط الواجب الالتزام بها للمؤسسات والشركات الراغبة في الانضمام إلي بورصة الجزائر، ويمكن ذكر هذه الشروط كالآتي:

[1] المادة 715، مكرر45، القانون التجاري الجزائري.

[2] عيواج مختار، مرجع سابق، ص257.

[3] المرجع السابق، ص257

1- شروط إدراج المؤسسات في السوق الرسمي:

وتتمثل فيما يلي:[1]

- يجب أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم(SPA) .

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.

- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.

- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.

- ضمان التكفّل بعمليات تحويل السندات.

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

[1] دغموم هشام، **واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999–2015**، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد20، العدد 01، 2016، ص82.

– الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج .

– ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

2– شروط إدراج المؤسسات في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عادة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن: [1]

– تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعيّن لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرقي البورصة".

–تفتح رأسمالها بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.

–تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التّابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج .

– تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللّجوء العلني إلى الادخار.

[1] موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/04/04، سا 15:06، متاح على الرابط التالي:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=176

المبحث الثاني: الملامح الرئيسية لبورصة مصر.

تحظى البورصة بأهمية كبير في الدول النامية والعربية لما لها من أثر على نشاطها الاقتصادي، وهذا من خلال توفير السيولة اللازمة، وتعتبر مصر من أوائل الدول التي أولت الاهتمام بها منذ القدم وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم النقاط المتعلقة بنشأتها و تنظيمها وأقسامها.

المطلب الأول: نشأة بورصة الأوراق المالية في مصر

تعتبر بورصة الأوراق المالية في مصر من أقدم البورصات على المستوى العالمي، فمنذ أن تكونت أولى شركات المساهمة المصرية سنة 1750 بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة ولكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي أو الطرق لشراء وبيع الأسهم، وابتداء من سنة 1883 قامت عدة محاولات لإنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية ويمكن تلخيص المراحل التي مرت بها هذه الأخيرة كما يلي : [1]

- **المرحلة الأولى** :

تأسست بورصة الإسكندرية سنة 1883 ، ثم بورصة القاهرة سنة 1898 وصدرت أول لائحة للبورصة خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وتم تطبيقها في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة بمزاولة نشاطها سنة 1929، ثم تلى ذلك صدور لوائح جديدة تبعتها تعديلات قصد تنظيم حسن سير عمل البورصات المصرية

المرحلة الثانية:

عرفت هذه المرحلة تدخل الدولة في توزيع الأرباح على المساهمين، وتخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة، مع إشراكهم في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة مما أثر سلبا على سوق التداول، وأدت إجراءات التأميم سنة 1960 إلى انخفاض حجم التعامل من 626 مليون جنيه سنة 1962 إلى 5.2 مليون جنيه سنة 1972 .

- **المرحلة الثالثة** :صدر خلال الفترة (1973-1983) مجموعة من القوانين دفعت إلى تنمية سوق المال في مصر مثل القانون الخاص بالضرائب، تعديلات اللائحة العامة للبورصات، شركات المساهمة... الخ،

[1] مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 189.

وخلال الفترة الممتدة من 1983 -1991 شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، وصدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986.

- **المرحلة الرابعة** : في هذه المرحلة صدر القانون الخاص بسوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق واستحدث أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس شركات المقاصة والتسوية في المعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصتا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين. وتشتمل عضوية البورصة المصرية على لجنة البورصة المكونة من الأعضاء المعاملين، والسماسرة، والجمعيات العامة المنظمة للعمليات.

المطلب الثاني: الإطار التنظيمي لبورصة مصر

أولا: لجان البورصة المصرية:

ينظم بورصة الأوراق المالية في مصر خمسة لجان يمكن ذكرها على النحو التالي: [1]

1- لجنة قيد الأوراق المالية:

- **تأسيسها:** تتشكل بقرار من مجلس إدارة البورصة وتلتزم لجنة القيد بتطبيق قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 في 2014/1/22 وتعديلاتها، وكذلك الإجراءات التنفيذية لقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة البورصة في 2014/2/11 والمعتمدة من رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية في 2014/2/12 وتعديلاتها والقرارات ذات العلاقة، وتصدر قرارات اللجنة في ضوء ما يعرض عليها من مذكرات من قطاعي الشركات المقيدة والإفصاح بالبورصة المصرية.

- **اختصاصات لجنة قيد الأوراق المالية:**

- القيد المبدئي للأوراق المالية الجديدة (أسهم/ سندات شركات/ سندات حكومية/ صكوك تمويل/ وثائق استثمار/ شهادات ايداع مصرية) .

[1] الموقع الالكتروني لبورصة الأوراق المالية المصرية، . تاريخ الاطلاع 2020/10/13، سا 15:24.
https://www.egx.com.eg/ar/Committees.aspx

- الموافقة على مد مهل تنفيذ الطروحات للشركات المقيدة قيد مبدئي في ضوء المبررات المقدمة لها الموافقة على نشر إعلان تقرير الإفصاح بغرض الطرح أو إعلان نشرة الطرح طبقًا لأحكام المادة رقم (7) والمادة رقم (9) من قواعد القيد.
- قيد تعديلات الأوراق المالية (زيادات رؤوس أموال الشركات – تخفيض رؤوس أموال الشركات – تجزئة القيمة الاسمية للسهم – تعديل الغرض – الاستهلاكات الدورية للسندات.... الخ).
- الشطب الإجباري للأوراق المالية المقيدة غير المستوفاة لشروط استمرار القيد.
- الشطب الإختياري للأوراق المالية المستوفاة لأحكام الشطب الاختياري.
- الشطب الإجباري للسندات وصكوك التمويل ووثائق الاستثمار في تاريخ الاستحقاق النهائي لإصداراتها.
- الموافقة على نشر تقارير الإفصاح بغرض السير في إجراءات تعديل رؤوس أموال الشركات أو تعديل غرضها، أو تجزئة القيمة الاسمية لأسهمها.
- توقيع الجزاءات المادية طبقًا لقواعد وإجراءات القيد والعقد الموقع مع الممثل القانوني للشركة أو الجهة المقيد أوراقها المالية فيما يتعلق بمدى إلتزام الشركات المقيدة بشروط استمرار القيد والإفصاح والحوكمة وحماية حقوق الأقلية.

2- لجنة العمليات:

هي اللجنة المنوط بها دراسة العمليات الخاصة التي تعد استثناء من قواعد التداول و التي لا يمكن تنفيذها مباشرة في السوق، حيث يتطلب الأمر وضع شروط و معايير محددة للتنفيذ وذلك لضمان تحقيق أكبر قدر من العدالة بين المتعاملين.

ومن أهداف اللجنة التأكد من أن تلك العمليات هي عمليات فعلية لا تهدف للتلاعب في الأسعار أو الإضرار بمصالح المتعاملين كما تقوم اللجنة بالتحقق من اتباع القوانين والضوابط الموضوعة لتنفيذ الصفقات الخاصة وحل المشاكل التي قد تنشأ عن هذه العمليات.

3- لجنة العضوية بالبورصة:

يصدر بتشكيل لجنة العضوية بالبورصة قرار من مجلس إدارتها بعدد فردي من الأعضاء، برئاسة رئيس مجلس إدارة البورصة، وعلى أن تضم في عضويتها عضو قانوني، وعضو محاسبي، وثلاثة على الأقل من أعضاء مجلس إدارة البورصة، والمسئول عن قطاع العضوية بالبورصة.

ويلتزم جميع الأعضاء بمراعاة عدم تعارض المصالح ومبادئ المنافسة وسرية المعلومات عند المشاركة في أعمال اللجنة والتصويت علي قراراتها.

وتجتمع لجنة العضوية بدعوة من رئيسها على الأقل شهرياً أو كلما دعت الضرورة، ولا يصح اجتماعها إلا بحضور أغلبية أعضائها، وتصدر قراراتها بأغلبية الحضور. ويعاون اللجنة في أداء مهامها قطاع العضوية بالبورصة ويكون هو القطاع التنفيذي المسئول عن أوضاع وإجراءات العضوية، ويكون للجنة مقرراً وأمانة فنية من العاملين بقطاع العضوية بالبورصة. وتعرض على اللجنة المخالفات المنسوبة للجهات الأعضاء، أو للعاملين بها، وفق المذكرات المعدة لذلك من قبل أياً من إدارات أو قطاعات البورصة المختلفة، وكذا أية مقترحات ترتبط بتعديل قواعد العضوية أو تطبيقها.

- **اختصاصات لجنة العضوية بالبورصة:**

تختص لجنة العضوية بما يلي:

- إصدار قرارها بشأن طلبات القيد بسجل العضوية بالبورصة بعد التحقق من استيفائها متطلبات القيد.
- إصدار قرارها بشأن مدى استمرار توافر المعايير والاشتراطات الفنية والمالية لكل عضو.
- فحص أية مخالفات منسوبة للجهات الأعضاء أو العاملين بها واتخاذ أياً من التدابير أو الإجراءات المبينة في اللائحة التنفيذية للقانون أو بهذه القواعد وبالعقد المبرم مع البورصة.
- اتخاذ قرارها بشأن رفع توصية لمجلس إدارة البورصة بشأن تعليق أو شطب القيد بسجل العضوية.
- تلقي وفحص ودراسة مقترحات وشكاوى الأعضاء واتخاذ قرارات فيها، وعلى قطاع العضوية بالبورصة عرض ما يرد إليه في هذا الصدد على اللجنة لاتخاذ قرار بشأنها، وعلى البورصة إخطار الهيئة بالمخالفات التي يتم عرضها على اللجنة، وما اتخذته من إجراءات، وذلك تطبيقاً لما ورد بالمادة رقم (11) من القرار الجمهوري رقم 191 لسنة 2009.

4– لجنة مؤشرات البورصة:

تم إنشائها كلجنة مستقلة بقرار من رئيس مجلس إدارة البورصة في 7 أبريل 2004. وتهدف هذه اللجنة إلى:

- إضافة مزيداً من الشفافية لمؤشرات البورصة عن طريق وجود لجنة مستقلة بها مديرين محترفين.

- ضمان توافق قواعد ومنهجية المؤشر مع المعايير العالمية.
- الإشراف على إدارة المؤشرات والتعديلات الخاصة بقواعد المؤشر.
- توفير الاستشارات اللازمة لتصميم مؤشرات جديدة.
- إدخال أدوات جديدة تعتمد على المؤشر مثل صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs) أو الخيارات والمستقبليات.

5– لجنة مراقبة عمليات التداول اليومي:

يتم تشكيل اللجنة بقرار من السيد رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية، وتنعقد بدعوة من رئيسها بصفة دورية أو كلما دعت الحاجة لذلك. ولا يكون انعقاد اللجنة صحيحاً إلا بحضور ثلثي الأعضاء وتصدر قراراتها بأغلبية الحضور. وتختص اللجنة بالنظر فيما يعرض عليها من رصد قطاع الرقابة على التداول بالبورصة للمخالفات في عمليات التداول اليومي وعليها التحقق من تطبيق القوانين واللوائح والقرارات ورصد وحل الخلافات التي قد تنشأ من عمليات التداول اليومي وتصويبها وتصحيحها ومواجهة الآثار المترتبة عليها.

ثانيا: نظام التداول في بورصة مصر:

تتعدد مجموعة أنظمة التداول بالبورصة المصرية، لتلبية احتياجات الغالبية من المتعاملين بالسوق، وفيما يلي وصف مبسط لمجموعة الأنظمة المستخدمة[1]:

1– النظام الرئيسي:

نظام التداول الرئيسي"X-Stream" ، وهو منصة التداول الأساسية المستخدمة في السوق الرئيسي وسوق المشروعات الصغيرة والمتوسطة لتسجيل أوامر المستثمرين بيعًا وشراءً وتنفيذ تعاملاتهم.

2– مجموعة الأنظمة الفرعية المساعدة:

- تسجيل بيانات العملاء (التكويد)، وهو نظام يستخدم لتمييز كل من العملاء المتعاملين في السوق برقم كود يتم به التعامل.
- نظام الحسابات المجمعة؛ وهو نظام يتم من خلاله تنفيذ أوامر مجموعة من العملاء باسم حساب مجمع ويتم إعادة التخصيص لهم عقب جلسة التداول مباشرة بمتوسط الأسعار التي تم بها التنفيذ.

[1] بورصة الأوراق المالية المصرية، ، تاريخ الإطلاع 2020/10/13 ، سا 15:45.
https://www.egx.com.eg/ar/Trading_System.aspx

- نظام الصفقات ذات الحجم الكبير، وهو نظام الهدف منه تنفيذ الصفقات ذات الأحجام الكبيرة لتحييد أثرها على سعر الورقة المالية في السوق.
- نظام الرقابة على التداول، وهو من أحد الآليات المستخدمة في البورصة المصرية، للتحقق من تطابق العمليات المنفذة مع نصوص القوانين واللوائح والإجراءات المنصوص عليها والواجب اتباعها في السوق المصري حماية للمستثمرين.
- نظام الصفقات الخاصة، والتي تتطلب شروط ومعايير معينة للتنفيذ.
- نظام الافصاح، للإعلان عن الأخبار والبيانات المهمة المتعلقة بالأوراق المالية المتداول عليها.
- نظام تداول الأوراق المالية غير المقيدة.

ثالثا: تنفيذ العمليات داخل بورصة مصر:

تتمثل خطوات العمليات داخل البورصة في ما يلي: [1]

- قبل قيام أي من المستثمرين بالتداول على الأوراق المالية المقيدة أو غير المقيدة (خارج المقصورة)، يجب على كل مستثمر أن يكون لديه حساب تداول مع إحدى شركات السمسرة المرخص لها من الهيئة والمقيدة بسجل العضوية بالبورصة.
- يجب أن يكون لكل عميل حساب في إحدى بنوك الحفظ للتأكد مما إذا كانت الكميات في حالة البيع موجودة بالفعل في حساب العميل وتحويل الكميات المشتراة لحساب العميل.
- يتم التعامل بالبورصة من خلال إحدى شركات السمسرة المرخص لها من الهيئة والمقيدة بسجل العضوية بالبورصة ومن خلال النظم الآلية المعدة من البورصة.
- على شركات السمسرة تسجيل أوامر عملائهم بمجرد إعطاء تلك الأوامر. والتسجيل يجب أن يحتوى على محتويات الأمر، اسم الورقة المالية، رقم حساب العميل، الكمية ووقت استلام الأمر.
- على شركات السمسرة التأكد من وجود رصيد من الأسهم يكفي لدي العميل في حالات البيع، والتحقق من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن في حالات الشراء وذلك قبل تنفيذ الأوامر.
- يبدأ التنفيذ عن طريق أمر من العميل لشركة السمسرة ببيع أو شراء عدد من اسهم شركة مصدرة محددة وبسعر محدد مسبقًا.

[1] بورصة الأوراق المالية المصرية، ، تاريخ الإطلاع 2020/10/13 ، سا 15:45.
https://www.egx.com.eg/ar/Trading_System.aspx

- وهذا الأمر يتم تسجيله على النظام الآلي الخاص بالبورصة سواءً كان من منفذ شركة السمسرة بالبورصة، أو من خلال الشاشات الموجودة بشركات السمسرة (REMOTETRADING) بعد ذلك يتم تنفيذ الأمر بواسطة النظام الإلكتروني و يحول إلى الحاسب المركزي الخاص بالبورصة. يتم إعطاء تأكيد لشركة السمسرة بأن الأمر قد تم تنفيذه على الشاشة.

رابعا: القيم المنقولة المتداولة في بورصة مصر

يتميز سوق الأوراق المالية في مصر بتنوع في خدماته ومنتجاته ويمكن ذكر هذه المنتجات على النحو التالي:[1]

1- القيم المنقولة ذات الطابع الملكية: وتتمثل في :

- الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة.

2- القيم المنقولة ذات الطابع الدين : وتتمثل في :

- **السندات الحكومية:**

وهي سندات تصدرها الحكومة للإنفاق العام. ويوجد ثلاث أنواع للسندات التي يتم التداول عليها في البورصة المصرية وهى :

- سندات الخزانة.
- سندات الإسكان.
- سندات التنمية.

- **سندات الشركات:**

تصدرها الشركات لتمويل التوسعات و التطوير، ويوجد ثلاثة أنواع للسندات التي يتم التداول عليها في البورصة المصرية وهى:

- سندات ذات العائد الثابت.
- سندات ذات العائد المتغير.
- سندات التوريق.

[1] بورصة الأوراق المالية المصرية ، تاريخ الاطلاع 2020/10/19، سا 11:29: https://www.egx.com.eg/ar/Stocks.aspx

3– صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار المغلقة تختلف عن صناديق الاستثمار المفتوحة، حيث يتم التداول على الصناديق المغلقة بحرية في أسواق رأس المال مثل البورصة المصرية مثلها مثل الأوراق المالية الأخرى.

4– المنتجات المشتقة (Structured Product) :

هي أدوات مالية ترتكز على مجموعة من الأوراق المالية أو المشتقات أو المؤشرات أو الخيارات أو سلع...إلخ . ويتم إصدار المنتجات المشتقة بهدف تلبية احتياجات معينة لا تتحقق من خلال الأدوات المالية التقليدية في السوق، حيث تستخدم المنتجات المشتقة كبديل للاستثمار المباشر، كجزء من عملية توزيع الأصول لتقليل درجة المخاطرة لأي محفظة أوراق مالية أو للاستفادة من الاتجاه العام للسوق.

5– الصكوك الإسلامية:

في إطار تنويع المنتجات المالية المتداولة في بورصة مصر تم استحداث الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المؤسسات المدرجة في البورصة المصرية استجابة لرغبات المستثمرين.

خامسا: كيفية و شروط ادراج القيم المنقولة في بورصة مصر:

1– كيفية إدراج القيم المنقولة في بورصة مصر:

يتم إصدار الأوراق المالية في حالتين:

- في حالة تأسيس شركة جديدة.
- في حالة قيام شركة قائمة لزيادة رأسمالها.
- يتم إصدار في السوق الأولي من خلال مؤسسة متخصصة وعادة ما تكون أحد البنوك.
- يتم الإصدار من خلال الدعوة العامة للاكتتاب في الأسهم المصدرة.
- شروط القيام بالاكتتاب:

- **الشرط الأول** :ألا يقل رأس المال المصدر للشركة المساهمة أو التوصية البسيطة عند التأسيس عن مليون جنيه.

- **الشرط الثاني** : ألا يقل ما يكتتب فيه المؤسسون عن نصف رأس المال المصدر.
- **الشرط الثالث** :أن تتم الدعوة للاكتتاب العام بواسطة" نشرة الاكتتاب "التي تكون معتمدة من قبل الهيئة العامة لسوق المال، للتأكد من قدرة المشروع على تحقيق نتائج معينة، وأن تكون على النماذج التي تقرها الهيئة، وعلى نشرة الاكتتاب أن تتضمن عدة بيانات تختلف باختلاف العرض من إصدار الورقة المالية:

❖ عند الاكتتاب العام في حالة التأسيس يجب أن تتضمن البيانات العامة.

❖ عند إصدار أسهم عينية يجب أن تتضمن بيانات إضافية.

الشركات في الجدول الرسمي يجب أن تكون الشركات لديها على الأقل (150) حاملا للأسهم وأن يكون 30%من أسهمها معروضا في سوق الأوراق المالية للتداول، أو أن تكون إحدى الشركات الخاضعة لقانون رقم (203) لسنة 1991 (قانون تخصيص الشركات) وإذا لم تستوف الشركة كافة شروط الإدراج في الجدول الرسمي يمكنها تسجيل أوراقها في السوق غير الرسمي. [1]

2– الشروط المطلوبة لقيد الورقة المالية:

تتوقف الشروط تبعا لنوع الأوراق المالية من حيث كونها سهم أو سند ويمكن بيانها على النحو التالي:[2]

- **الشروط المطلوبة لقيد الأسهم في البورصة المصرية:**

- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسين ألف جنيه.
- أن تكون الأسهم في شكل صكوك من فئة خمسة أسهم أو مضاعفتها على ألا يجاوز الصك الواحد (ألف سهم).
- أن تقدم الشركة المصدرة للسهم ثلاث ميزانيات مرضية عن ثلاث سنوات متتالية سابقة لطلب قيدها في البورصة، أو أن تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام.
- أن يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل.

- **الشروط المطلوبة لقيد أسهم الشركات الأجنبية في البورصة المصرية:**

[1] عليش فطيمة، **تقدير العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية (مصر، السعودية، الجزائر)**،أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة يحي قارس، المدية، 2018–2019، ص 122.

[2] شريط صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، ص 245.

- يجب أن تكون الشركة مقيدة منذ سنتين في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة.
- ألا تقل القيمة الاسمية لكل سهم بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه مصري واحد تقريبا.
- أن تكون الأسهم صادرة لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

- **الشروط المطلوبة لقيد السندات في البورصة المصرية:**

- بالنسبة لسندات الشركات المصرية يجب أن تكون الشركة قد تم قبولها وقيدت أسهمها بالبورصة فعلا .
- بالنسبة للسندات الصادرة من الحكومة والهيئات العامة والأوراق المالية التي تضمنها الحكومة فتقبل للقيد بالبورصة بقرار من وزير الاقتصاد.
- بالنسبة للسندات الخاصة بالشركات الأجنبية فيتطلب توافر نفس الشروط اللازمة لقبول الأسهم الخاصة بالشركات الأجنبية.
- أن تكون السندات صادرة لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

المطلب الثالث: بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر بورصة النيل هي أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للشركات المتوسطة والصغيرة، حيث توفر فرص التمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعدة من كافة القطاعات .

أولا: تعريف بورصة النيل Nilex:

بورصة النيل هي سوق داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية مخصص لقيد وتداول الشركات الواعدة متوسطة وصغيرة الحجم لتوفير التمويل اللازم لهم للتوسع والنمو، وبما يسمح برفع قدرتهم التنافسية وتوفير المزيد من فرص العمل وذلك في إطار يجمع بين المرونة في قيد الشركات الواعدة مع توفير الحماية لحقوق كل من الشركات المقيدة والمستثمرين.[1] وقد قامت بورصتا القاهرة والإسكندرية في 25 أكتوبر 2007 بإطلاق بورصة النيل كأول سوق لقيد وتداول أسهم وسندات الشركات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بهدف دعمها وزيادة حجم

[1] صديقي مسعود، خالد ادريس، **أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة – نموذج بورصة النيل المصرية وبورصة ألترناكست الفرنسي** – ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد04، العدد01، 2011، ص 115.

الاستثمارات المحلية والأجنبية بها، وهو ما يسهم في التغلب على المعوقات التمويلية التي تواجهها وتحد من فرص نموها عن طريق قيد أسهمها في البورصة وفقا لقواعد قيد وإفصاح وتكلفة أقل مصممة خصيصا لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. تستهدف بورصة النيل دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من كافة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بدون التقيد بصناعة معينة أو حدود جغرافية بما في ذلك المؤسسات العائلية التي ترغب في التحول إلى شركات مساهمة ذات قاعدة مستثمرين واسعة لمساعدتها على النمو والتوسع وفقاً لشروط ميسرة وذات مرونة عالية مقارنة بالسوق الرئيسي. ولحماية حقوق المستثمرين والحفاظ على سلامة السوق فقد تم الإبقاء على شروط الإفصاح المطبقة على الشركات المقيدة بالسوق الرئيسي وخاصة فيما يتعلق بالإخطار عن الأحداث الجوهرية والقرارات الخاصة بالمساهمين، مع إعفائهم من بعض الشروط التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه، حيث يكتفي بتقديم القوائم المالية السنوية والنتائج ربع السنوية ونصف السنوية معتمدة من مجلس إدارة الشركة.[1]

ثانيا: مقارنة بين بورصة النيل والبورصة الرئيسية:

يمكن المقارنة بين بورصة النيل والبورصة الرئيسية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03–01): المقارنة بين بورصة النيل والبورصة الرئيسية

أوجه المقارنة	البورصة الرئيسية	بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة
رأس مال الشركة	5 مليون جنيه مصري	500.000 جنيه مصري
حجم الأسهم المعروضة	10–30 %	10% خلال سنة من القيد
عدد حاملي الأسهم	50–150 مساهم	25 مساهم خلال سنة من القيد
رسوم القيد	2 في الألف من رأس مال الشركة	0.5 في الألف من رأس مال الشركة
الراعي المعتمد	---	يلزم وجود راعي معتمد من قبل البورصة

المصدر: السراج حسين، دور **بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر**، المجلد10، العدد05، 2008، ص13.

[1] صديقي مليكة، عبد القادر **بسبع، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة): التجارب الدولية والعربية**، مجلة إدارة، المجلد23، العدد 02، السنة 2016، ص 22.

من خلال الجدول يتبين أن بورصة النيل تتميز بالمزايا التالية:[1]

1- **قواعد قيد أكثر مرونة:** توفر قواعد القيد ببورصة النيل شروط ميسرة للقيد مقارنة بالسوق الرئيسي، وذلك فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين وعدد الأسهم المطروحة للمستثمرين، بالإضافة إلى التاريخ المالي للشركة.

2- **قواعد افصاح أقل:** للتيسير على الشركات المتوسطة والصغيرة فقد تم إعفائهم من بعض شروط الإفصاح التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه، حيث يكتفي بتقديم القوائم المالية السنوية مراجعة من قبل محاسب قانوني معتمد، والنتائج ربع السنوية ونصف السنوية معتمدة من مجلس إدارة الشركة، وتكون مسؤولية الالتزام بقواعد القيد والإفصاح مشتركة بين الشركة والراعي المعتمد.

3- **قواعد مساعدة وتأهيل الشركات في عملية القيد وطرح الأسهم:**

- وجود مؤسسات استشارية(رعاة معتمدين) يؤهلون الشركات للقيد في البورصة بالتنسيق مع قطاع الشركات المقيدة كما يساعدون في عملية طرح الأسهم للاكتتاب.
- أيضا يساعد الرعاة المعتمدون الشركات المقيدة على الالتزام بقواعد القيد والإفصاح وإعداد التقارير الدورية.

4- **تكلفة أقل للقيد:** تم تخصيص تكلفة القيد للشركات المتوسطة والصغيرة بحيث لا تزيد عن نصف في الألف من رأس مال الشركة المقيدة بحد أدنى 500 جنيه مصري سنويا.

ثالثا: القواعد الفنية للتعامل في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

1- قواعد القيد في بورصة النيل:

يحق للشركات المتوسطة والصغيرة التي لا يزيد أ رسمالها عن 25 مليون جنيه و لا يقل على 500 ألف جنيه أن تقوم بقيد أسهمها في بورصة النيل وفقاً للقواعد التالية: [2]

[1] السراج حسين، مرجع سابق ، ص 13.

[2] حولي محمد، خالد إدريس، **أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة – نموذج بورصة النيل و بورصة ألترناكست الفرنسي–**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد01، العدد 02، سبتمبر2017، ص 192-193.

- أن تتعاقد الشركة مع أحد الرعاة المعتمدين من قبل الهيئة – العامة لسوق المال، ويكون الراعي المعتمد مسؤول عن مساعدة الشركة في مرحلة قيد أو ا رقها المالية في البورصة، كما يتولى مسؤولية التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح في البورصة، على أن يستمر إلتزام الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد.
- أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوبة قيدها.
- أن تكون الشركة مصدرة الأوراق المالية قد أصدرت القوائم الخاصة بها لسنة مالية – واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد.
- ألا تقل حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد عن % 50 من رأس المال المدفوع.
- أن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل وبقيمة اسمية للسهم تتراوح ما بين جنيه واحد وخمس جنيها.
- ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوبة قيدها عن 100 ألف سهم .
- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 10 % من مجموعة الأوراق المالية وألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم.

2– مراحل القيد في بورصة النيل:

يتم القيد في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق المراحل التالية: [1]

- **المرحلة الأولى:**

تختار المؤسسة راع معتمد ليساعدها في عملية التأهيل للقيد في بورصة النيل وطرح أسهمها للمستثمرين للحصول على التمويل.

[1] السراج حسن، مرجع سابق، ص 14-15.

- **المرحلة الثانية:**

بعد تعاقد الشركة مع ال ا رعي المعتمد، يبدأ في مساعدة الشركة في إعداد كافة المستندات المطلوبة لعملية القيد، كما يبدأ في تدريب العاملين لدى الشركة على كيفية إتباع قواعد القيد والإفصاح في البورصة ويتأكد من إلمامهم التام بكافة التزامات المفروضة عليهم اتجاه البورصة.

- **المرحلة الثالثة:**

تتقدم الشركة بالتعاون مع ال ا رعي المعتمد بطلب للقيد لإدارة القيد بالبورصة، وتقوم إدارة القيد بفحص الطلب ودراسته بدقة ثم بعد الموافقة المبدئية على الطلب تعرضه على لجنة القيد للحصول على الموافقة النهائية بالنسبة لقيد الشركة بالبورصة.

- **المرحلة الرابعة:**

بعد موافقة لجنة القيد تستطيع الشركة أن تقوم بطرح أسهمها للمستثمرين للحصول على التمويل المطلوب وذلك بالتعاون مع الراعي المعتمد.

المبحث الثالث: مساهمة بورصتي الجزائر ومصر في تمويل المؤسسات الاقتصادية

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى الانضمام للبورصة للاستفادة من مزاياها وتوفير التمويل اللازم قصد توسيع البدائل التمويل وتنويعها، وسنحاول من خلال هذا المبحث تقييم دور نجاعة البورصة الجزائرية مقارنة بنظيرتها المصرية ، وذلك من خلال تقييم أدائهما أولا واستعراض عينة من البورصتين ثانيا وصولا إلى متطلبات تطوير وتحسين أداء بورصة الجزائر بالاستفادة من تجربة بورصة مصر.

المطلب الأول: مبررات اختيار بورصة مصر كنموذج للمقارنة.

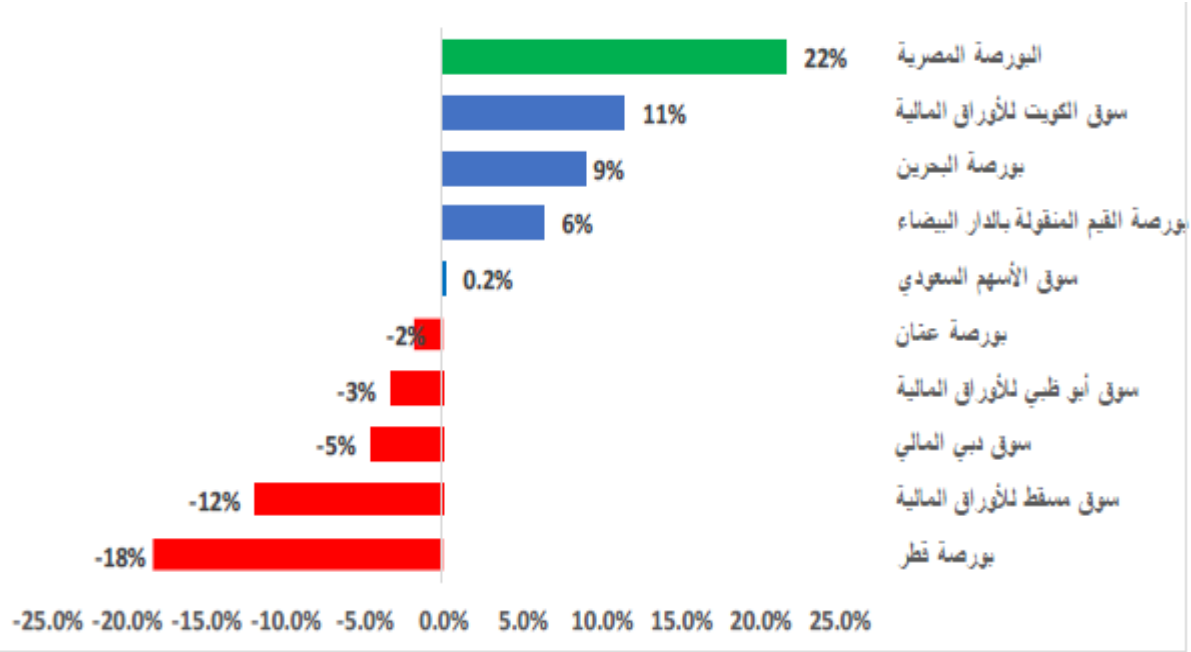
تعتبر بورصة مصر من أفضل الأسواق العربية الناشئة ويمكن ابراز مكانتها من خلال الجدولين المواليين:

الجدول رقم(03-02): تصنيف البورصات الناشئة حسب بعض مؤسسات التحليل (2014)

الدول	مورغان ستانلي انترناشيونال MSCI	كابيتال	فايننشال تايمز FTSE	ستاندرد آند بورز S&P	داو جونز Dow Jones
البرازيل	√		√	√	√
الشيلي	√		√	√	√
الصين	√		√	√	√
كولومبيا	√		√	√	√
التشيك	√		√	√	√
المجر	√		√	√	√
مصر	√		√	√	√
اليونان	√		√	√	
الهند	√		√	√	√
اندونيسيا	√		√	√	√
كوريا الجنوبية	√			√	
ماليزيا	√		√	√	√
المكسيك	√		√	√	√
البيرو	√		√	√	√
الفلبين	√		√	√	√
بولندا	√		√	√	√
قطر	√		√	√	

المصدر: خزان عبد الحفيظ، **الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: -مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016-**، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد03، العدد 12، جوان 2017، ص 100..

الشكل رقم (03–04): أداء مؤشرات البورصات العربية خلال عام2017:



المصدر: التقرير السنوي 2017 لبورصة مصر.

يتضح من خلال الشكل أن الأسواق العربية شهدت تبايناً في الأداء خلال تعاملات عام 2017 ، وقد استطاعت البورصة المصرية أن تتصدر كافة الأسواق العربية بارتفاع قدره 22 % وبفارق كبير عن أقرب البورصات إليها، حيث تلتها بورصة الكويت بارتفاع قدره 11 % ثم بورصة البحرين بارتفاع قدره 9 %.

- الموقع الاستراتيجي لمصر والذي يربط قارة إفريقيا بآسيا.
- تتميز مصر بالتنوع الاقتصادي، حيث استطاعت تنمية مختلف القطاعات الزراعية والصناعية والتجارية والخدماتية.
- تعتبر بورصة مصر من أقدم وأعرق البورصات نشأة في الأسواق العربية والعالمية .
- تعتبر بورصة مصر من أنشط البورصات العربية حسب الإحصائيات والبينات المقدمة من صندوق النقد العربي من حيث قيم التداول و عدد الشركات المدرجة.
- توفر الإحصائيات، البيانات والتقارير الخاصة بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة.

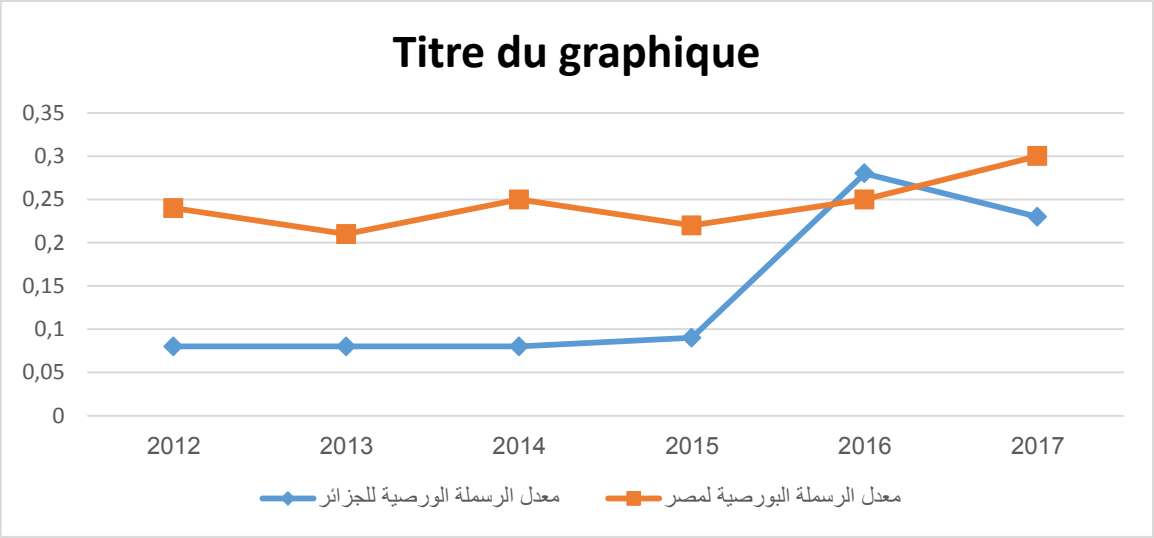
المطلب الثاني: تشخيص أداء بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة (2012-2017).

يمكن مقارنة أداء بورصة الجزائر و بورصة مصر من خلال المؤشرات التالية:

أولا: مؤشر حجم السوق: يقاس حجم السوق بمؤشرين:

1- **معدل الرسملة البورصية:** وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحمي الإجمالي ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسلمة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

الشكل رقم (03-05): مقارنة لمعدل الرسملة السوقية في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (01-03)

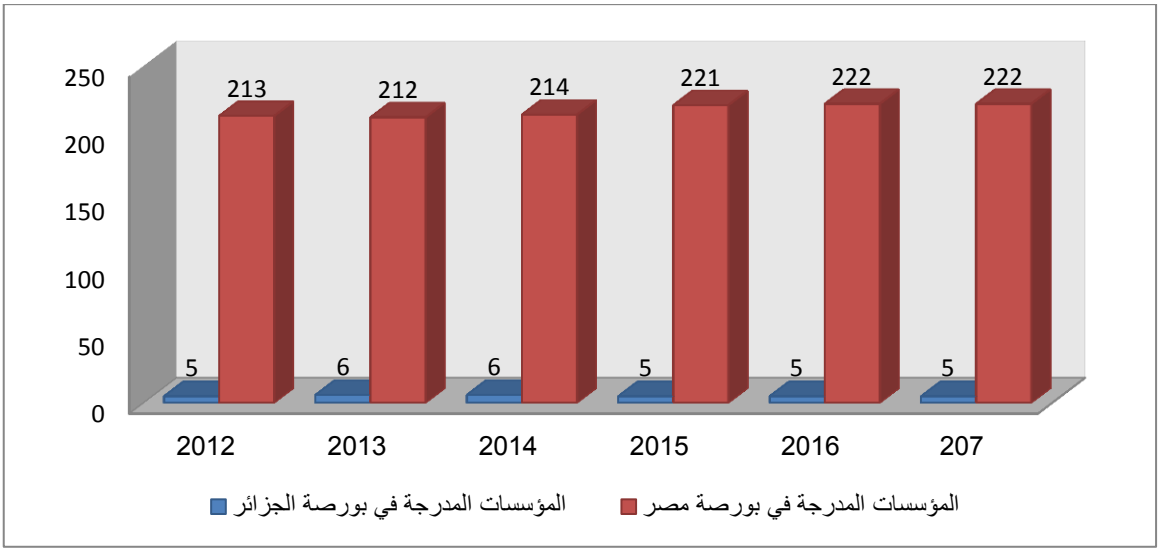
بالنظر إلى الشكل (03-05) نلاحظ أن معدل الرسملة السوقية في بورصة الجزائر منخفض جدا مقارنة بنظيره في بورصة مصر، حيث لم تتجاوز هذه النسبة في بورصة الجزائر 10 % خلال الفترة الممتدة من 2012-2015، إلى أنه شهد تحسنا خلال السنتين الأخيرتين أين بلغت على التوالي 0.28، 0.23.

في حين أن معدل الرسملة السوقية في بورصة مصر بلغ في متوسطه 25% وهي نسبة مقبولة وجيدة نسبيا.

2- مؤشر عدد الشركات

يعتبر زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة ذو دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية.

الشكل رقم(03-06): مقارنة لعدد الشركات في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات موقع بورصة الجزائر و بورصة مصر.

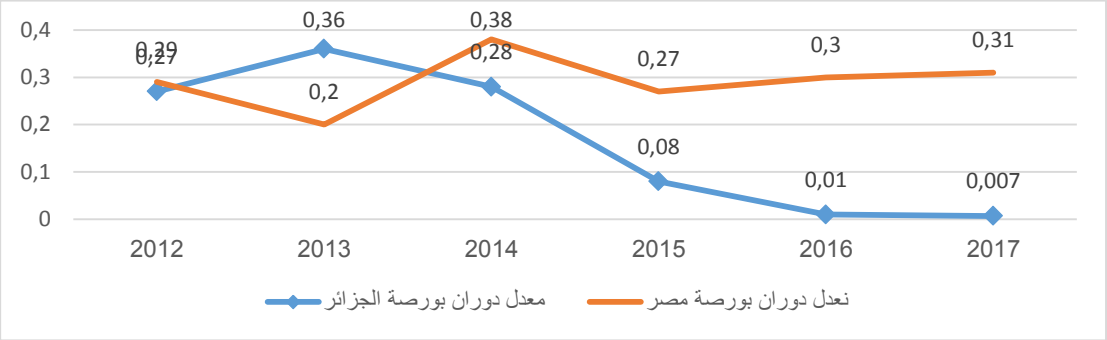
من خلال الشكل (03-06) نلاحظ الضعف الشديد في عدد المؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر والذي لم يتجاوز 6 مؤسسات، مقارنة بالمؤسسات المدرجة في بورصة مصر والذي تجاوز 200 مؤسسة وهو ما يعكس قوة هذا المؤشر بها.

ثانيا: مؤشر السيولة في بورصتين خلال الفترة 2012-2017

تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة ويمكن قياس السيولة من خلال مؤشرين:

1- **معدل الدوران:** يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران، ويقاس من خلال قسمة قيمة الأوراق المالية المتداولة على قيمة رأس المال السوقي.

الشكل رقم (03-07): مقارنة لمعدل الدوران في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017.

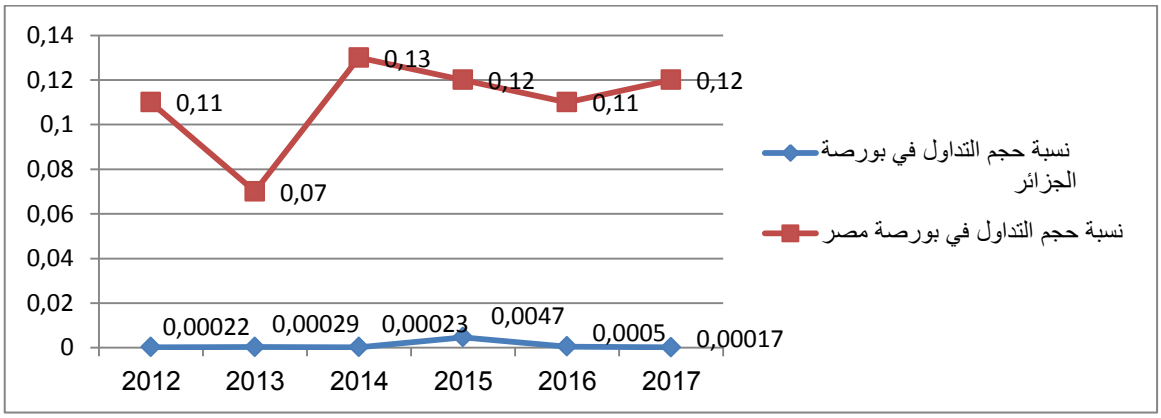


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق من 01 إلى 03.

من خلال الشكل (03-07) يلاحظ أن معدل الدوران في بورصة الجزائر بلغ نسبة متدنية خلال الفترة الممتدة من 2015-2017 أين بلغ 0.01، 0.007 على التوالي، وهو ما يعكس ضعف المعاملات في السوق في حين أن معدل الدوران في بورصة مصر بلغت نسب جيدة تراوحت في متوسطها 30% خلال الفترة 2012-2017 وهو ما يعكس نشاط التداول في السوق.

2- **نسبة حجم التداول**: تقيس هذه النسبة حجم تداول الأسهم المقيدة في بورصة الأوراق المالية ، وتعكس هذه النسبة سيولة الاقتصاد، وتقاس من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل رقم(03-08): مقارنة لنسبة حجم التداول في بورصتي الجزائر ومصر خلال الفترة 2012-2017.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات موقع بورصة الجزائر و بورصة مصر.

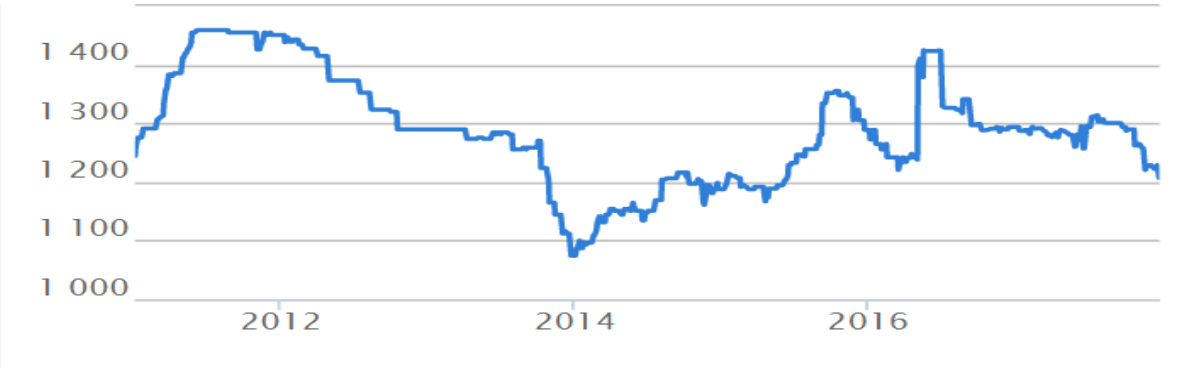
يلاحظ من خلال الشكل(03-08) الضعف الشديد في نسبة حجم التداول في الجزائر مقارنة ببورصة مصر التي بلغت فيها هذه النسبة في متوسطها 11 في المائة.

ثالثا: مقارنة لمؤشرات بورصتي الجزائر ومصر:

1- مؤشر الجزائر DZAIRINDEX

يقيس هذا المؤشر أداء بورصة الجزائر من خلال أسعار الأسهم لأربعة مؤسسات مكونة له.

الشكل رقم(03-09): تطور مؤشر DZAIRINDEX خلال الفترة 2012-2017



المصدر: موقع بورصة الجزائر

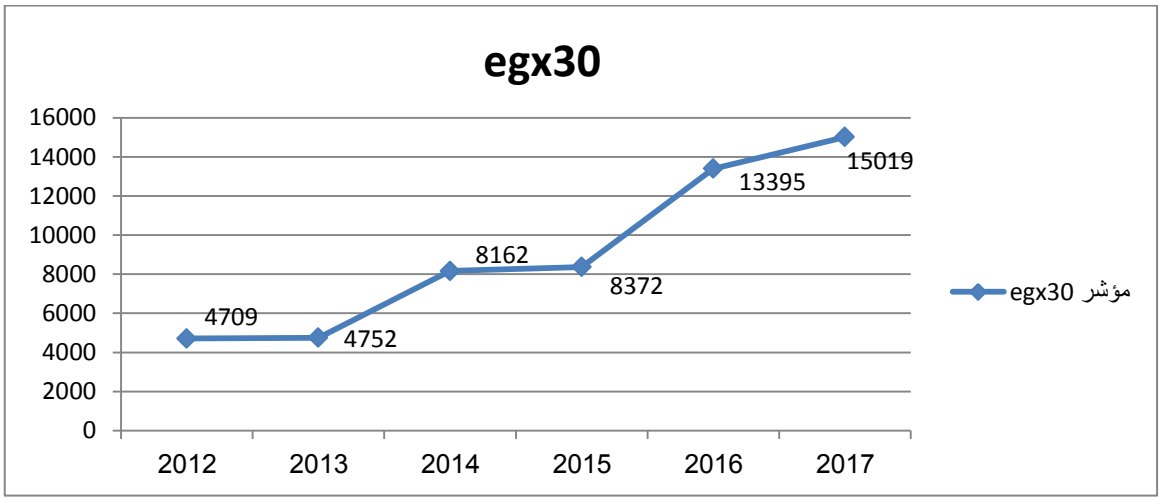
بالنظر إلى الشكل(03-09) يلاحظ أن مجال التغير في في قيمة المؤشر كان محصورا بين 1000 و 1500 نقطة خلال فترة الدراسة، حيث بلغ ذروته سنة 2012 بما يعادل 1450 نقطة ليلحق إلى أدنى مستوى لها نهاية سنة 2013، بقيمة 1073 نقطة ويرجع هذا الانهيار إلى التراجع الكبير لحجم وقيمة تداول شركة أليانس للتأمينات

إلا أنه استرجع تحسنه بداية من سنة 2014 وإلى غاية 2016 أين بلغ 1422.8 نقطة ويعود هذا التحسن إلى إدراج أسهم شركة بيوفارم.

2- مؤشر EGX30 بورصة مصر:

يعتبر هذا المؤشر أهم مؤشر في بورصة مصر والذي يضم في تكوينه 30 مؤسسة، كما يشترط تحقيق الشركة لأكثر من نسبة 50 % من أيام التداول.

الشكل رقم(03-10): تطور مؤشر EGX30 في بورصة مصر خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات موقع بورصة مصر.

يتبين من خلال الشكل رقم (03-10) أن مجال هذا المؤشر كان محصورا بين 4700 و 15000 نقطة كما يلاحظ التحسن الكبير الذي شهدته أين بلغ مستوى الزيادة 50%، وقد واصل المؤشر ارتفاعه سنة 2016 و 2017 وهي السنة التي بلغ فيها ذروته، حيث سجل 15019 نقطة، ويرجع هذا التحسن إلى ثقة المستثمرين في بورصة مصر.

المطلب الثالث: مقارنة لبعض المؤسسات الاقتصادية قبل وبعد الإدراج في بورصتي الجزائر ومصر (2012-2017)

أولا: تقديم عام للمؤسسات:

1- مؤسسة أن سي أ رويبة (NCA ROUIBA):

هي شركة جزائرية خاصة تأسست بموجب عقد مؤرخ في 8 أفريل 1966 في الجزائر العاصمة، في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية، برأس مال تأسيسي قدره 300.00 دج ، يقع مقرها بالمنطقة الصناعية الرويبة. وتمثل نشاطها عند التأسيس في إنتاج وتوزيع الخضر والفواكه المعلبة والحليب المعقم. وفي سنة 2003 تم تغيير الشكل القانوني للشركة من شركة محدودة المسؤولية إلى شركة ذات أسهم (SPA) ونظرا لهذا التحول تم في سنة 2005 تغيير نشاطها إلى إنتاج وتوزيع المشروبات والعصائر والذي يتماشى مع شكلها الجديد. وفي سنة 2011 صدر قرار من مجلس الإدارة بإدراج المؤسسة في بورصة الجزائر وتم الانضمام الفعلي و الشروع في تداول أسهمها من خلال طرح 25% من رأس مالها والذي قدر بـ 849195200 دج موزعة على 2122988 سهم في جوان 2013. والشكل الموالي يوضح تطور سعر الأسهم خلال الفترة 2012–2017 لشركة ان سي أ رويبة.[1]

2– مؤسسة بيوفارم الجزائر BIOPHARM SPA:

تمثل بيوفارم مختبر صيدلة جزائري وهو عبارة عن مجمع صناعي وتجاري، بدأ نشاطه سنة 1991، وتم تغيير شكلها القانوني إلى شركة مساهمة سنة 1993، يشمل نشاطها في مجال الصيدلة بكل فروعها، و تتمثل مهامها في استيراد ، تصدير، تصنيع وتوزيع المواد الصيدلانية، تم انضمامها إلى بورصة الجزائر سنة 2015.[2]

3– الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد والتصدير (FNAR)

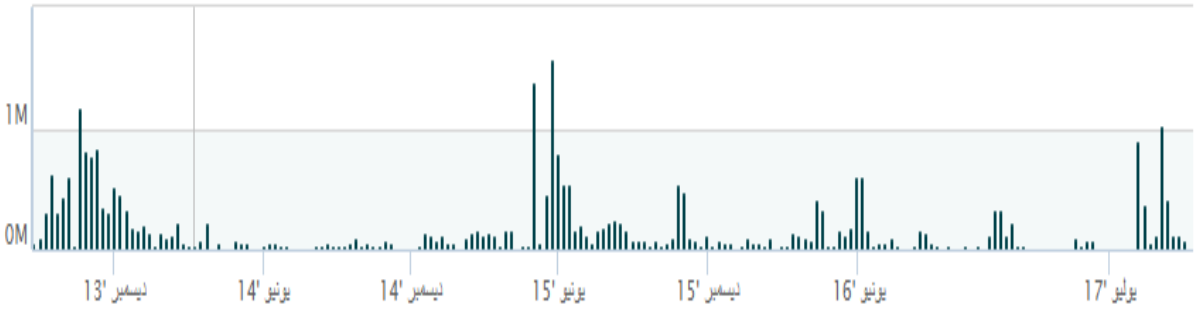
شركة الفنار للمقاولات العمومية والانشاءات والتجارة والاستيراد والتصدير (المعروفة باسم: الفنار للمقاولات)، هي شركة عامة مدرجة في البورصة المصرية منذ يناير 2013. شركة الفنار للمقاولات تعمل في قطاع السلع الرأسمالية مع التركيز على الإنشاءات والهندسة. يقع مقر شركة الفنار للمقاولات في الجيزة ، مصر ، وقد تم تأسيسها في يناير 2009.[3]

الشكل رقم(03–11): تطور أسعار أسهم الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد والتصدير (2013–2017)

[1] سعود وسيلة، قاسمي كمال، **حوكمة المؤسسات العائلية في الجزائر – دراسة حالة مؤسسة أن سي أ رويبة**، مجلة إليزا للبحوث والدراسات، المجلد03، العدد01، 2018، ص 242.

[2] بشوتي أسماء، شويح محمد، **مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في تقييم استراتيجية المؤسسة – دراسة حالة محمع بيوفارم الجزائر**، مجلة مراجعة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي المجلد 13، العدد 1 ،العام 2019، ص380.

[3] الموقع الإلكتروني: https://www.mubasher.info/markets/EGX/stocks/FNAR ، تاريخ الإطلاع 2020/11/01، سا 15:05

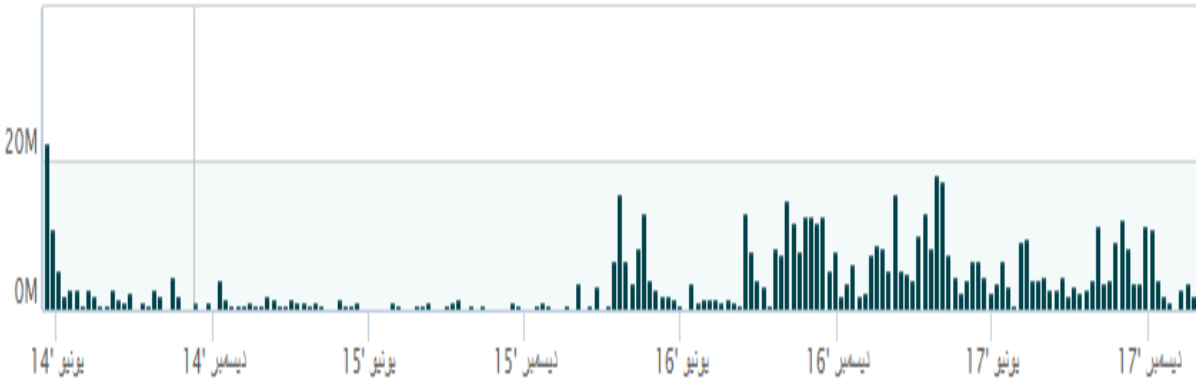


المصدر: الموقع الإلكتروني https://www.mubasher.info/markets/EGX/stocks/FNAR ، تاريخ الاطلاع 2020/11/01، سا 15:10.

4- العربية للإسمنت (ARCC):

العربية للإسمنت هي شركة عامة مدرجة في البورصة المصرية منذ مارس 2014. تعمل العربية للإسمنت في قطاع المواد مع التركيز على مواد البناء. يقع مقر العربية للإسمنت في القاهرة، مصر، وقد تم تأسيسها في مارس 1997.

الشكل رقم (03-12): تطور أسعار الأسهم للشركة العربية للإسمنت خلال الفترة 2014-2017.



المصدر: الموقع الإلكتروني: https://www.mubasher.info/markets/EGX/stocks/ARCC ،تاريخ الاطلاع، 2020/11/01، سا 15:30.

5– إعمار مصر للتنمية ش.م.م (EMFD)

إعمار مصر للتنمية ش.م.م (المعروفة باسم: إعمار مصر) هي شركة عامة مدرجة في البورصة المصرية منذ مارس 2015. تعمل شركة إعمار مصر ضمن قطاع العقارات مع التركيز على الأنشطة العقارية المتنوعة. يقع مقر شركة إعمار مصر في القاهرة ، مصر ، وقد تم تأسيسها في مارس 2005[1].

ثانيا: تحليل الأداء المالي للمؤسسات قبل وبعد الإدراج في بورصتي الجزائر ومصر(2012–2017):

تعد المؤشرات والنسب المالية من أقدم وأهم الأدوات التي تتيح تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة وتحليل أدائها.

1– نسب السيولة: تشير السيولة إلى قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل في تاريخ استحقاقها وتضم مجموعة من النسب أهمها نسبة السيولة العامة و نسبة السيولة الفورية.

1–1– نسبة السيولة العامة:

تعبر هذه النسبة عن مقارنة الأصول المتداولة مع الخصوم المتداولة و يمكن قياسها كما يلي:

نسبة السيولة العامة=الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة

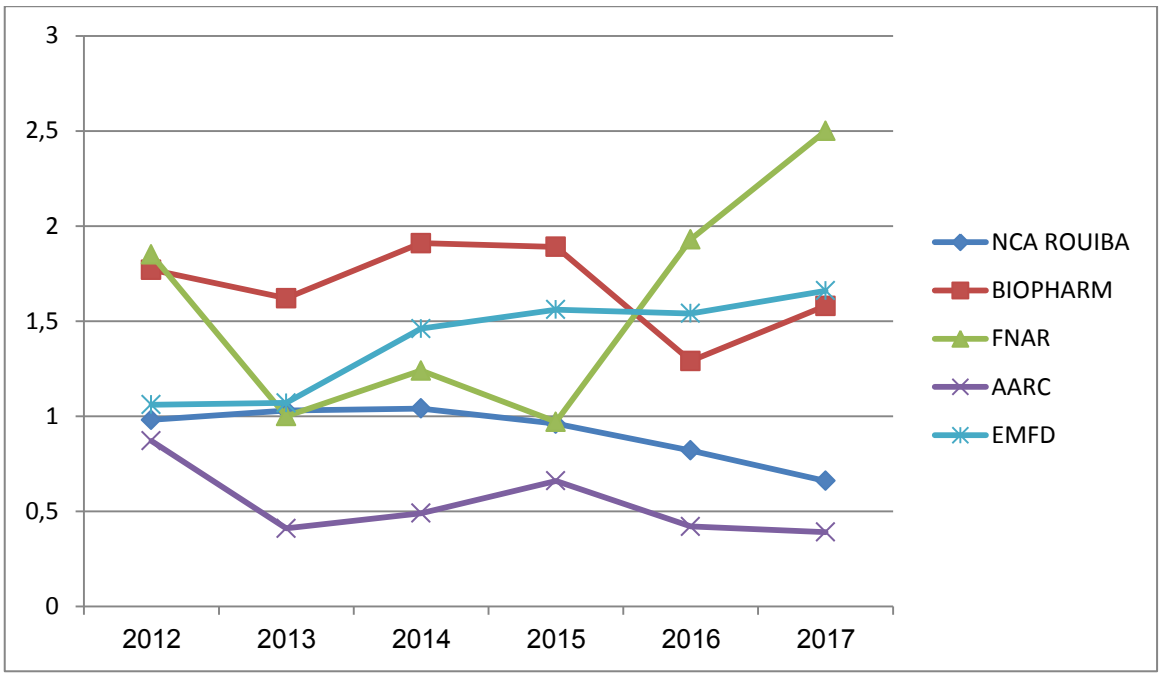
الجدول رقم(03–03): نسبة السيولة العامة للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012–2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA	0.98	1.03	1.04	0.96	0.82	0.66
BIOPHARM	1.77	1.62	1.91	1.89	1.29	1.58
FNAR	1.85	1	1.24	0.97	1.93	2.52
AARC	0.87	0.41	0.49	0.66	0.42	0.39
EMFD	1.06	1.07	1.46	1.56	1.54	1.66

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

[1] الموقع الالكتروني ، https://www.mubasher.info/markets/EGX/stocks/EMFD/profile، تاريخ الاطلاع، 2020/11/01، سا 18:05.

الشكل رقم(03-13): نسبة السيولة العامة للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (03-13).

يلاحظ من خلال الجدول(03-03) والشكل (03-13):

- مؤسسة NCA ROUIBA سجلت تحسنا في مستوى السيولة العامة في سنة الدخول 2013 والسنة الموالية 2014 مقارنة بالسنة السابقة لدخولها البوصة2012 ، إلا أنها سجلت انخفاضا في السنوات اللاحقة (2015-2017) وهي وضعية خطيرة على المؤسسة مما يستوجب مراجعتها لهيكلها المالي .
- مؤسسة BIOPHARM سجلت تحسنا في مستوى السيولة العامة في سنة الدخول إلى البورصة 2015) أين بلغت نسبتها 1.91 مقارنة بالسنتين السبقتين لدخولها 2013-2014 والتي بلغ فيهم 1.77، 1.62 على التوالي، كما سجلت انخفاضا في هذه الأخيرة في السنوات الموالية لدخولها البورصة إلا أنها تعتبر نسب مريحة للمؤسسة.
- مؤسسة FNAR سجلت انخفاضا في مستوى نسبة السيولة العامة والذي بلغ 1 سنة الدخول(2013) والسنتين المواليتين لها أين بلغت 0.97، 1.27 سنتي 2014-2015 على التوالي،

مقارنة بالنسبة للسنة السابقة لدخولها البورصة والتي قدرت ب 1.85. إلا أنها سجلت سنتي 2016-2017 ارتفاعا وتحسنا كبير في مستوى العام للسيولة العامة أين بلغت 1.93، 2.52 على التوالي وهي وضعية جيدة للمؤسسة.

- مؤسسة AARC سجلت انخفاضا في مستوى نسبة السيولة العامة في السنوات التي تلي دخولها البورصة والتي بلغت في متوسطها 0.47 خلال السنوات 2014-2017 وهي نسبة غير مريحة للمؤسسة.
- مؤسسة EMFDحافظت على مستوى جيد للسيولة العامة خلال السنوات التي تلي دخولها البورصة والتي بلغت في متوسطها 1.58 وهي نسبة مريحة للمؤسسة.

1-2- نسبة قابلية السيولة الفورية (الجاهزة) :

تقيس هذه النسبة قدرة السداد للمؤسسة بالاعتماد على النقدية الجاهزة والمتاحة(الصندوق والبنك) ، وذلك دون أن تكون هناك ضرورة لتصفية أو بيع المخزون في المدى القصير، ويمكن قياسها كما يلي:

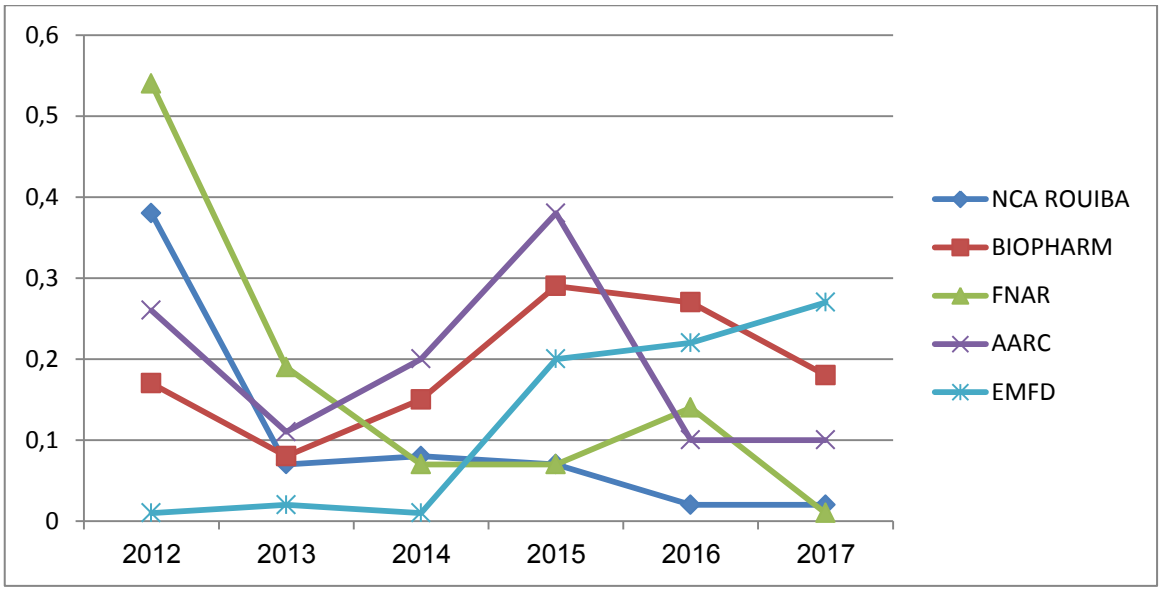
نسبة السيولة الفورية= النقدية الجاهزة/ الخصوم المتداول

الجدول رقم(03-04): نسبة السيولة الفورية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA	0.08	0.07	0.08	0.07	0.02	0.02
BIOPHARM	0.17	0.08	0.15	0.29	0.27	0.18
FNAR	0.54	0.19	0.07	0.07	0.14	0.01
AARC	0.26	0.11	0.20	0.38	0.10	0.10
EMFD	0.01	0.02	0.10	0.20	0.22	0.27

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل رقم(03-14): نسبة السيولة الفورية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (03-04).

من خلال الجدول رقم(03-04) والشكل رقم(03-14) نلاحظ:

- مؤسسة NCA ROUIBA سجلت نسبة سيولة فورية أقل من النسبة النموذجية قبل وبعد دخولها البورصة وهو ما قد يجعلها غير قادرة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في تواريخ استحقاقها بالاعتماد على نقديتها.
- مؤسسة BIOPHARM سجلت تحسنا في مستوى السيولة الفورية بعد دخولها البورصة أين بلغت نسبها (0.29، 0.27، 0.18) وهي نسب نموذجية وتجعلها قادرة على دفع مستحقاتها قصيرة الأجل بالاعتماد على النقدية الجاهزة.
- مؤسسة FNAR سجلت نسبة سيولة فورية عالية قبل دخولها البورصة(2012) والتي بلغت 0.54 وهو ما يعكس وجود أموال معطلة ومجمدة، أما في السنوات الموالية فقد سجلت انخفاضا كبيرا في هذه النسبة إلى أن بلغ 0.01 سنة 2017، وهو وضعية جد حرجة للمؤسسة مما يستوجب عليها رفع نقديتها الجاهزة.

- مؤسسة AARC سجلت نسبا جيدة ومريحة بعد دخولها للبورصة أين بلغت 0.20، 0.38 سنتي 2014-2015 على التوالي، إلا أنها سجلت انخفاضا في السنوات الموالية وهو ما قد يجعلها غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها .

مؤسسة EMFD سجلت نسبة نموذجية بعد دخولها البورصة حيث بلغت 0.20-0.22، 0.27 خلال السنوات 2015-2016، 2017 وهو ما يعني أنها لا تمتلك أموال معطلة وقادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

2- نسب التمويل والاستقلالية المالية:

تعبر هذه المجموعة من النسب عن الهيكل التمويلي للمؤسسة ومكوناته ومدى اعتمادها على المصادر المختلفة للتمويل سواء الخاصة أو الخارجية وتضم ما يلي:

2-1- نسبة التمويل الدائم:

تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الغير المتداولة للمؤسسة ويمكن قياسها كما يلي:

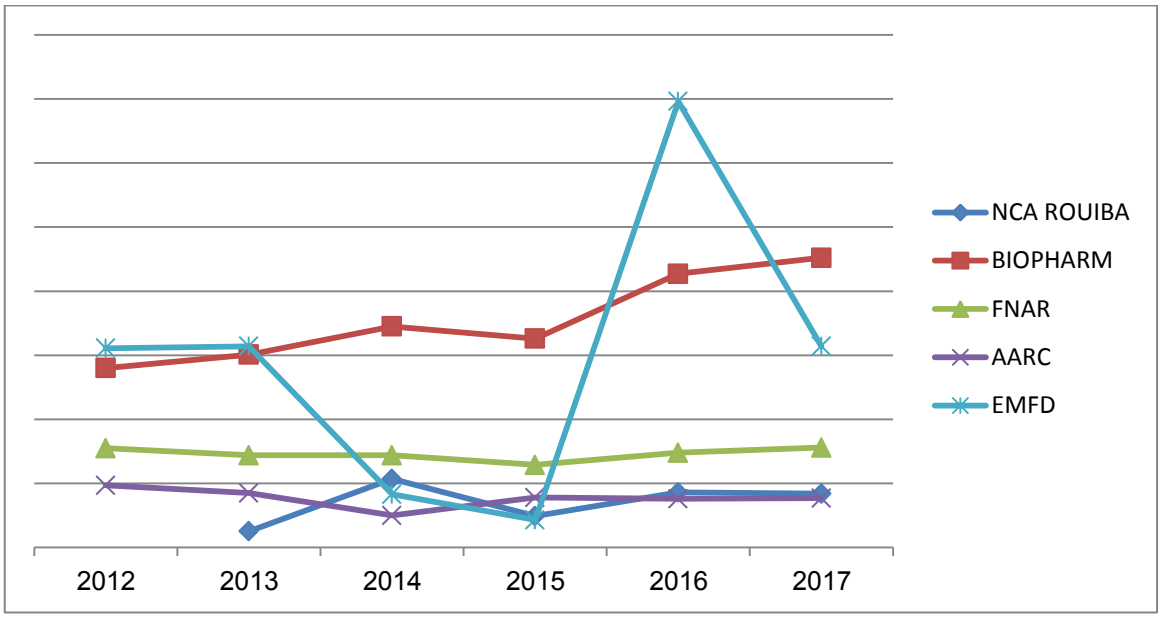
نسبة التمويل الدائم= (الأموال الخاصة+ الخصوم الغير متداولة)/ الأصول الغير متداولة

الجدول رقم(03-05): نسبة التمويل الدائم للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA		0.25	1.07	0.94	0.86	0.84
BIOPHARM	2.80	3.01	3.45	3.26	4.27	4.52
FNAR	1.55	1.44	1.44	1.29	1.48	1.56
AARC	0.97	0.85	0.50	0.78	0.76	0.77
EMFD	3.11	3.14	4.83	0.43	6.96	3.14

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل رقم(03-15): نسبة التمويل الدائم للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (03-05).

- سجلت كل من مؤسسة BIOPHARM، FNARو EMFD نسب أكبر من 1 وهذا يدل على الأموال الدائمة أكبر من الأصول الغير متداولة وفي هذه الحالة يمكن للمؤسسات ممارسة نشاطها بارتياح.

- سجلت كل من مؤسسة NCA ROUIBA و AARC نسبة أقل من 1 أي أن الأموال الدائمة غير كافية لتغطية الأصول الغير متداولة وهو ما قد يجعلها تواجه بعض الصعوبات في نشاطها.

2-2- نسبة التمويل الخاص:

تقيس هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها بأموالها الخاصة، وتقاس كما يلي:

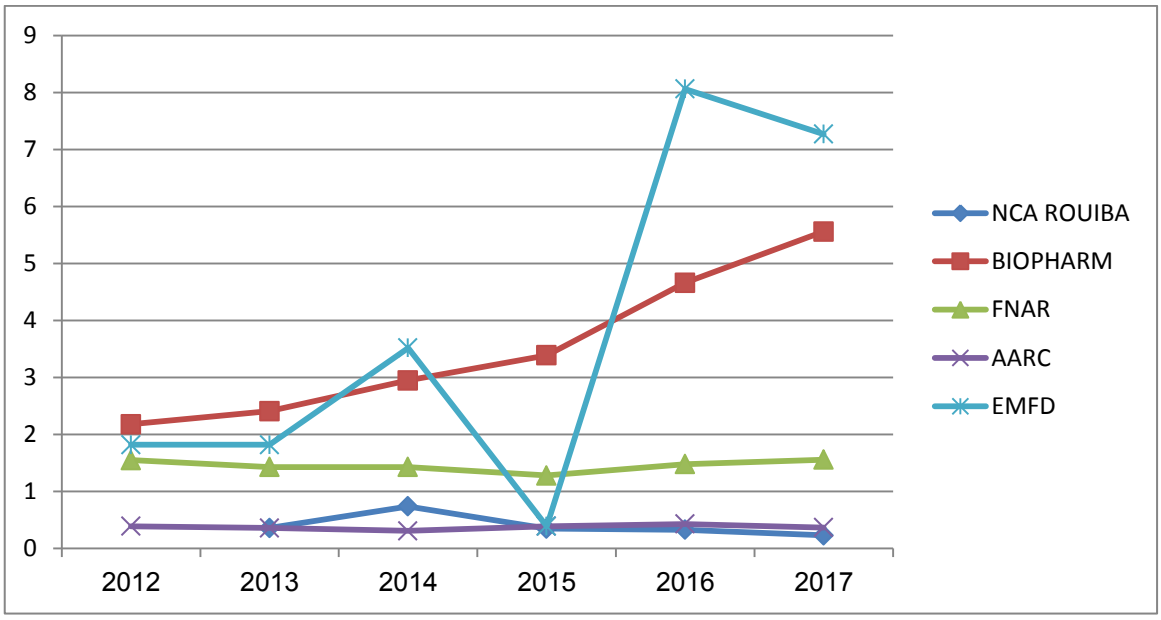
نسبة التمويل الخاص=الأموال الخاصة/ الأصول الغير متداولة

الجدول رقم (03-06): نسبة التمويل الخاص للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA		0.36	0.74	0.35	0.33	0.23
BIOPHARM	2.18	2.41	2.95	3.93	4.66	5.54
FNAR	1.55	1.43	1.43	1.28	1.48	1.56
AARC	0.39	0.36	0.31	0.39	0.43	0.37
EMFD	1.82	1.82	3.52	0.39	8.06	7.27

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل رقم(03-16): نسبة التمويل الخاص للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (03-06)

- سجلت كل من مؤسسة BIOPHARM ، FNARو EMFD نسب أكبر من 1 وهذا يدل على الأموال الخاصة أكبر من الأصول الغير متداولة وهذه وضعية تسمح لهم بالحصول على قروض إضافية بسهولة.

- سجلت كل من مؤسسة NCA ROUIBA و AARC نسبة أقل من 1 أي أن الأموال الخاصة غير كافية لتغطية الأصول الغير متداولة وهذا يعني أنها مشبعة بالديون.

2-3- نسبة الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها ويمكن قياسها من خلال المعادلة التالي:

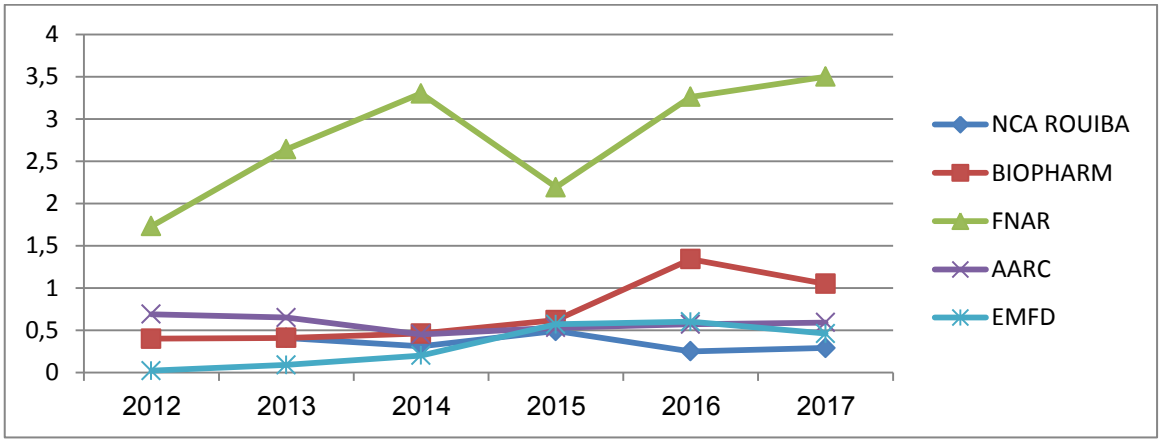
نسبة الاستقلالية المالية= الأموال الخاصة/ مجموع الديون

الجدول رقم (03-07): نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA		0.41	0.31	0.49	0.25	0.29
BIOPHARM	0.40	0.41	0.46	0.62	1.34	1.05
FNAR	1.73	2.64	3.33	2.19	3.26	3.59
AARC	0.69	0.65	0.45	0.53	0.57	0.59
EMFD	0.02	0.09	0.2	0.57	0.60	0.46

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل رقم(03-17): يبين نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (03-07).

– سجلت كل من مؤسسة NCA ROUIBA و AARC ، EMFD نسبة أقل من 1 قبل وبعد دخولها البورصة أي أن أموالها الخاصة أقل من الديون، الأمر الذي يجعل هذه المؤسسات في وضعية مشبعة بالديون ولا تستطيع الاقتراض إلا في حالات ضمان جديدة.

– سجلت مؤسسة BIOPHARM فقد سجلت تحسنا بعد دخولها البورصة أين بلغت هذه النسبة سنة 2016 و 2017 (1.34 و 1.05) على التوالي، مقارنة بسنة 2014 والتي بلغت فيها هذه النسبة 0.46.

– مؤسسة FNAR سجلت نسبا عالية فيما يخص الاستقلالية المالية وهو ما يجعلها قادرة على الاستدانة بسهولة وتسديد ديونها.

2–4– نسبة التمويل الخارجي:

تعبر هذه النسبة عن مدى اعتماد المؤسسة للتمويل بالاعتماد على الأموال الخارجية

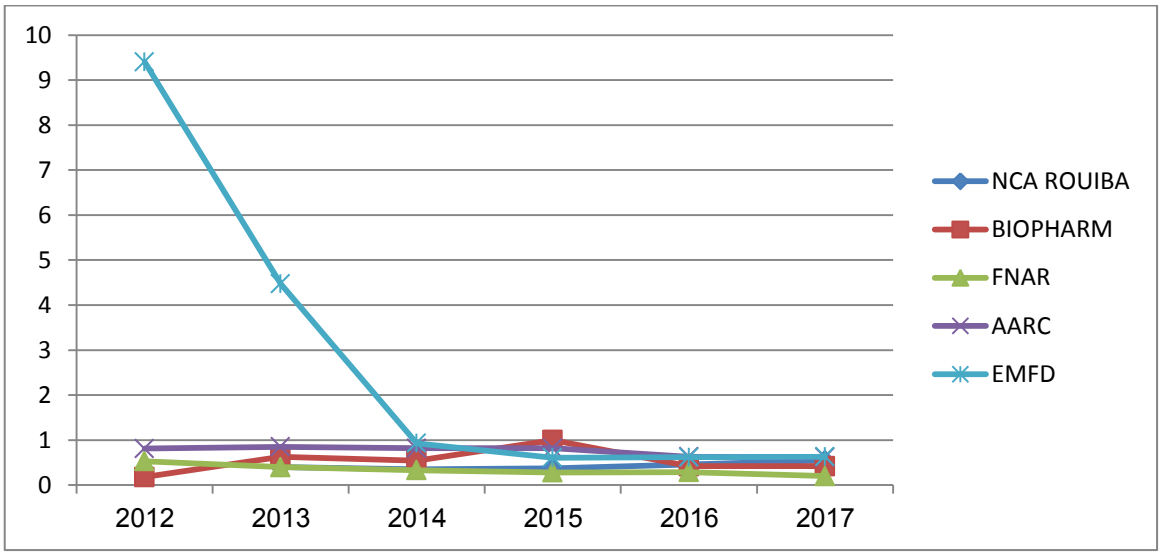
نسبة التمويل الخارجي= مجموع الديون/ مجموع الخصوم

الجدول رقم(03–08): نسبة التمويل الخارجي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012–2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA		0.40	0.35	0.37	0.46	0.55
BIOPHARM	0.18	0.63	0.54	1	0.42	0.41
FNAR	0.53	0.40	0.33	0.28	0.29	0.20
AARC	0.81	0.85	0.82	0.82	0.63	0.62
EMFD	9.40	4.47	0.93	0.61	0.62	0.63

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل رقم(03-18): نسبة التمويل الخارجي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدوب (**03-08**).

يلاحظ من خلال الجدول رقم(03-08) والشكل رقم(03-18) أن جميع المؤسسات المدروسة سجلت نسبة أقل من 1 وهي نسبة نموذجية مما يزيد من ثقة الممولين في المؤسسة.

3- نسب المردودية:

تقيس نسب المردودية قدرة المؤسسة على الاستخدام الأمثل لمواردها وتضم نسبتين هما:

3-1- المردودية الاقتصادية:

تعبر هذه النسبة عن كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها لتحقيق الأرباح وتقاس من خلال العلاقة التالية:

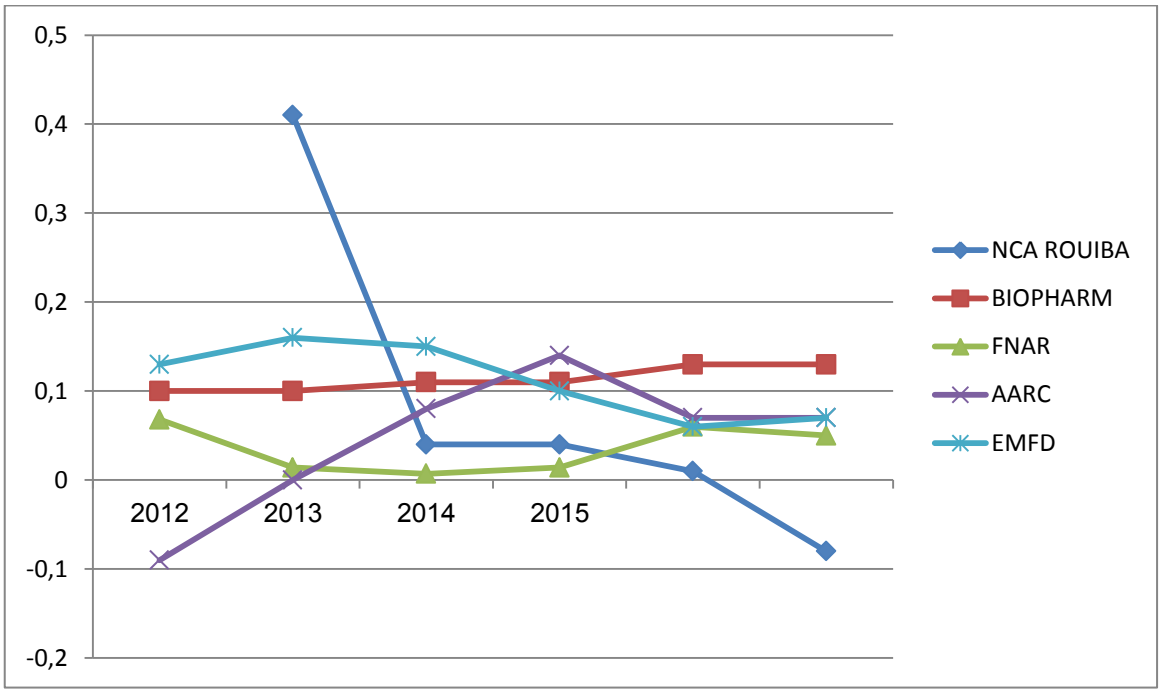
المردودية الاقتصادية= النتيجة الصافية/مجموع الأصول

الجدول رقم(03-09): نسبة المردودية الاقتصادية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA		0.41	0.04	0.04	0.01	-0.08
BIOPHARM	0.10	0.10	0.11	0.11	0.13	0.13
FNAR	0.068	0.014	0.007	0.01	0.06	0.05
AARC	0.13	0.16	0.15	0.11	0.06	0.06
EMFD	-0.09	7.85	0.08	0.14	0.07	0.07

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل رقم (03-19): نسبة المردودية الاقتصادية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول(03-09)

بالنظر إلى النسب المسجلة في الجدول رقم (03-09) و الشكل رقم (03-19) نلاحظ :

- مؤسسة NCA ROUIBA يتضح الانخفاض الكبير في مستوى المردودية الاقتصادية بعد دخولها البورصةأين بلغت 0.08-سنة 2017 ، وهو ما يعكس عدم كفاءتها في استغلال أصولها.
- شهدت مؤسسة BIOPHARM تحسنا في المردودية الاقتصادية بعد دخولها البورصة، أين بلغت هذه النسبة 0.13 سنة 2017 مقارنة بـ 0.10 سنة 2012.
- بالنظر إلى منحنى المردوية لمؤسسة AARC نلاحظ تسجيلها تحسنا خلال سنة الدخول للبورصة أين بلغت مستوى جيد إلى أن انخفضت بما يقارب 50 بالمائة خلال السنوات اللاحقة.
- سجلت مؤسسة EMFD نسب مردودية موجبة للمؤسسة بالرغم من انخفاضها مقارنة بالسنة السابقة لدخولها البورصة إلا أنها تعتبر مقبولة نسبيا.

3-2- المردودية المالية:

تمثل نسبة الربح المتحصل عليها مقابل كل وحدة نقدية من الأموال الخاصة المستعملة وتقاس بالعلاقة التالي:

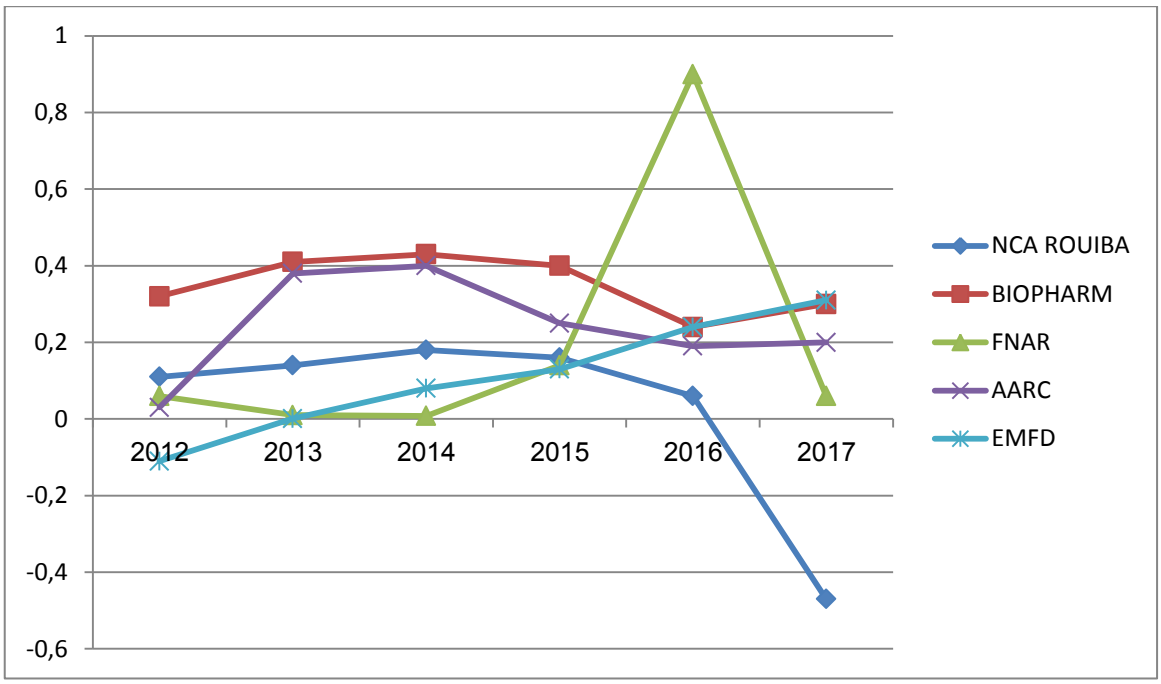
المردودية المالية= النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة

الجدول رقم(03-10): نسبة المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA	0.11	0.14	0.18	0.16	0.06	-0.47
BIOPHARM	0.32	0.41	0.43	0.40	0.24	0.30
FNAR	0.06	0.01	0.008	0.14	0.09	0.06
AARC	0.03	0.38	0.40	0.25	0.19	0.20
EMFD	-0.11	0.001	0.08	0.13	0.24	0.31

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل رقم (03-20): نسبة المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (03-10).

يلاحظ من خلال الجدول رقم (03-10) و الشكل رقم (03-20)

- تسجيل ارتفاع ملحوظ في المردودية المالية لمؤسسة NCA ROUIBA، حيث بلغت 0.14%، 0.18%، 0.16% خلال السنوات الموالية لدخولها البورصة إلا أنها شهدت انخفاض كبيرا جعلها في وضعية غير جيدة مما قد يؤدي الى انخفاض أسهمها.
- سجلت باقي المؤسسات نسب مردودية مالية موجبة ومتزايدة وهو ما يجعل وضعيتها جيدة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة عوائد أسهمها و تعزيز ثقة المستثمرين و المساهمين.

4- معدل العائد على حقوق الملكية:

تعتبر هذه النسبة من أهم النسب المالية التي يهتم بها الملاك والمستثمرون كونها تعكس ربحية السهم الواحد.

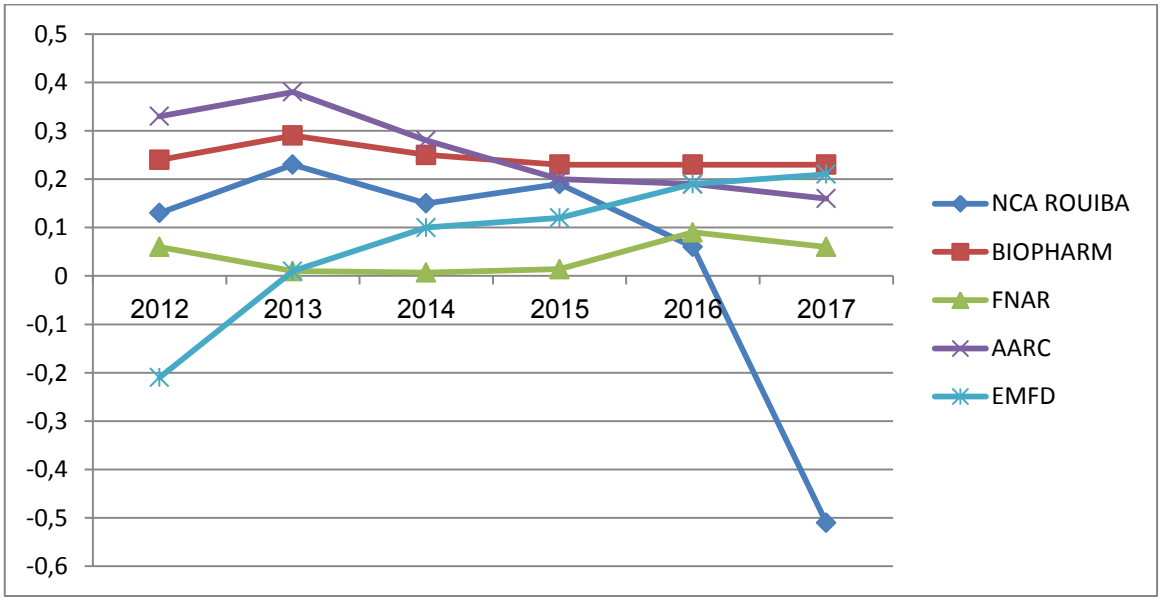
معدل العائد على حقوق الملكية= صافي الربح بعد الضريبة/حقوق الملكية

الجدول رقم(03-11): نسبة العائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA	0.13	0.23	0.15	0.19	0.06	-0.51
BIOPHARM	0.24	0.29	0.25	0.23	0.23	0.23
FNAR	0.06	0.01	0.007	0.014	0.9	0.06
AARC	0.33	0.38	0.28	0.20	0.19	0.16
EMFD	-0.21	0.01	0.10	0.12	0.19	0.21

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الملاحق (04 إلى 24).

الشكل(03-21): نسبة العائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (03-11).

باستثناء مؤسسة رويبة سنة 2017 والتي حققت فيها نتائج سلبية في ما يخص العائد على حقوق الملكية والتي بلغت فيها (-0.51%) فإن باقي المؤسسات وعلى مدار السنوات التالية لدخولها البورصة استطاعت تحقيق نتائج إيجابية وجيدة .

5- معدل العائد على الاستثمارات(الموجودات):

تعتبر هذه النسبة من أفضل النسب التي تستخدم لقياس الربحية خاصة عند المقابلة بين مؤسسات تختلف اختلافا كبيرا في أصولها العامة، وفي تركيبة الجانب الأيسر وفي أعبائها الضريبية، وذلك بحكم كونها معيارا نسبيا لقياس كفاءة الإدارة في استخدام موجودات المؤسسة الموضوعة بتصرفها من مختلف المصادر.

ويمكن قياسه من خلال العلاقة التالية:

معدل العائد على الاستثمار= صافي الربح قبل الضريبة/مجموع الاستثمارات

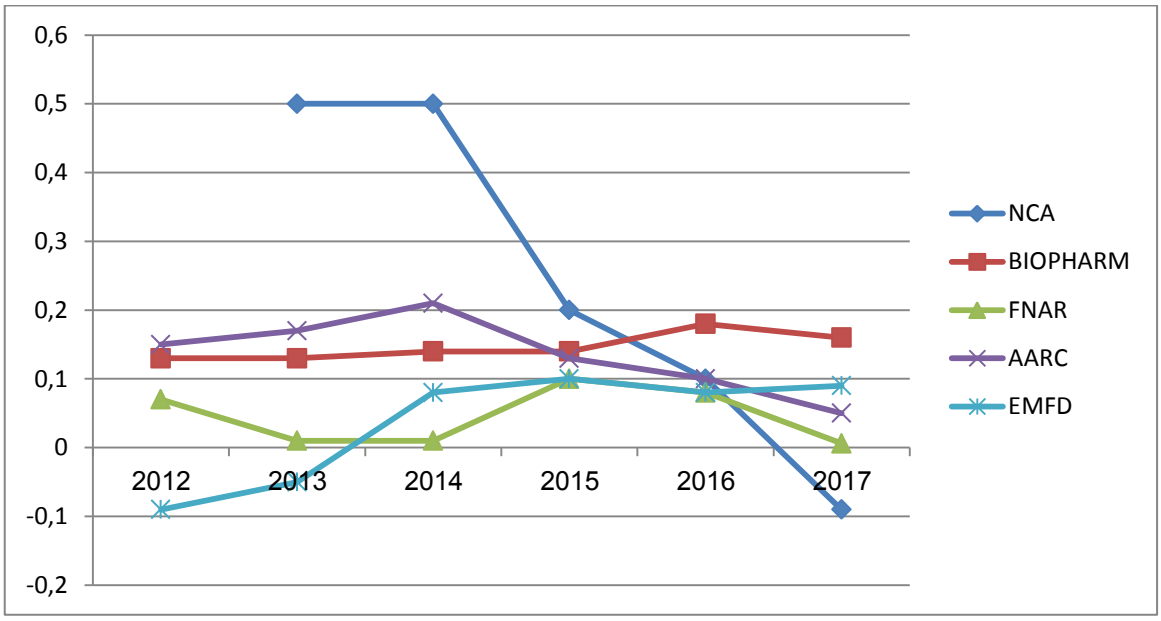
الجدول رقم(03–12): معدل العائد على الاستثمارات للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012–2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA	–	0.05	0.05	0.02	0.01	–0.09
BIOPHARM	0.13	0.13	0.14	0.14	0.18	0.16
FNAR	0.07	0.01	0.01	0.01	0.08	0.006
AARC	0.15	0.17	0.21	0.13	0.10	0.05
EMFD	–0.09	–0.05	0.08	0.10	0.08	0.09

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- الميزانية المالية السنوية للمؤسسات.
- جدول حسابات النتائج للمؤسسات .

الشكل رقم(03-22): معدل العائد على الموجودات للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم(03-12).

يلاحظ من خلال الشكل رقم(03-22) الانخفاض الكبير في معدل العائد على الموجودات في مؤسسة أن سي أ رويبة بعد إدراجها البورصة أين بلغ 0.09- سنة 2017 مقارنة بالسنوات السابقة والتي حققت فيها معدلات موجبة.

أما مؤسسة بيوفارم فقط شهدت تحسنا في هذا المعدل والذي بلغ 0.18 و 0.16 خلال سنتي 2016 و 2017 وهي نسبة جيدة للمؤسسة. فيما شهدت مؤسسة FNAR تذبذبا في معدل عائدها على الموجودات حيث شهد انخفاضا بعد إدراجها في البورصة أين بلغ 0.01 سنة 2015 ، ليشهد بعدها تحسنا ملحوظ حيث سجلت 0.08 سنة 2016، لتشهد بعدها انخفاضا كبيرا بلغ 0.006 سنة 2017.

مؤسسة AARC هي الأخرى سجلت انخفاضا محسوسا خلال الفترة 2012-2017 أين بلغ في متوسطه عائدها على موجوداتها 0.13 وهو معدل مقبول وجيد للمؤسسة، في حين شهدت مؤسسة EMFDتحسنا كبيرا بعد إدراجها البورصة بلغ معدل عائدها على الموجودات 0.09 سنة 2017 مقارنة 0.09- سنة 2012.

6- نسب السوق:

6-1- سعر السهم الى الربح السوقي (مكرر الربحية) (PER):

وتحدد نسبة السعر إلى الربح P/E المستوى السعري الذي يرغب المستثمرون دفعه لكل دينار أو جنيه من الأرباح الحالية للشركة، كما تشير إلى المدة الزمنية اللازمة لاسترداد المبلغ الذي دفعه المستثمر لشراء السهم على افتراض تحقيق الشركة للعائد نفسه في الأعوام المقبلة. وكلما ازدادت نسبة السعر إلى الربح للشركة دل ذلك على تضخم قيمة السهم السوقية. غير أن الشركة ذات النسبة المرتفعة لسعر السهم إلى الربح ستبقى جاذبة للمستثمرين، فيما لو ازدادت التوقعات لها بنمو مستقبلي كبير في العائدات .وبالمقابل كلما انخفضت نسبة السعر إلى الربح عن المتوسط لقطاع الشركة دل ذلك على انخفاض تقدير المستثمرين لقيمة السهم عن قيمته العادلة. وعلى المستثمر مراعاة أن سهم الشركة المنخفض في نسبة السعر للربح قد يعكس جانباً من سوء إدارة الشركة، أو أن هناك أسباباً جوهرية لعدم كونه استثماراً مجدياً.

سعر السهم الى الربح السوقي= السعر السوقي للسهم/ الربح عن كل سهم

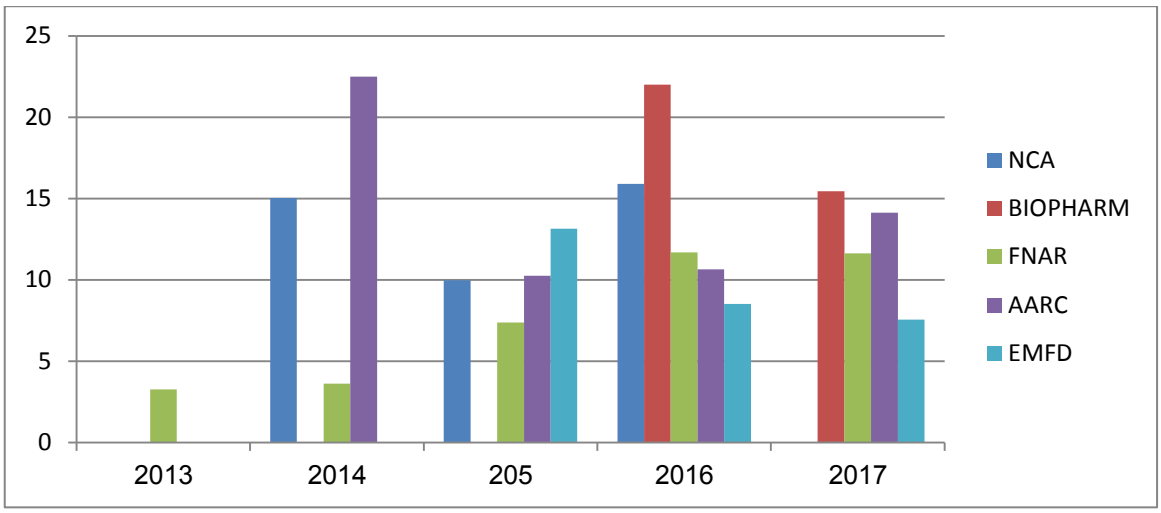
الجدول رقم(03-13): مكرر الربحية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA	-	-	15.03	9.98	15.90	-0.09
BIOPHARM	-	-	-	-	22	15.45
FNAR	-	32.6	36.2	7.37	11.68	11.62
AARC	-	-	22.5	10.25	10.65	14.12
EMFD	-	-	-	13.14	8.52	7.55

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- التقارير الشهرية لبورصة مصر.
- تقارير الشهرية لبورصة الجزائر.
- القوائم المالية للمؤسسات.

الشكل رقم(03-23): مكرر الربحية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (03-13)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (03-13) و الشكل رقم (03-23) أن متوسط نسبة سعر السهم إلى سعر السهم السوقي بعد الإدراج للمؤسسات في البورصة بلغت 13.6% مرة في أن سي أ رويبة في حين بلغ 18.25% مرة لمؤسسة بيوفارم. كما بلغ (7.36، 9.73، 16.38)مرة في المؤسسات FNAR EMFD AARCعلى التوالي وهو ما يعني أن مؤسسة AARC الأكثر جذبا للمستثمرين مقارنة بباقي مؤسسات مصر.

6-2- عائدات التوزيع إلى السهم (DY):

نسبة عائد توزيعات الأرباح Dividend yield أو نسبة توزيعات الأرباح للسهم هي توزيعات الأرباح للسهم، مقسومة على سعر السهم. وهو أيضًا إجمالي مدفوعات الأرباح السنوية للشركة مقسومًا على القيمة السوقية لها، على افتراض أن عدد الأسهم ثابت. غالبا ما يتم التعبير عنها كنسبة مئوية.

يستخدم عائد توزيعات الأرباح لحساب العائد على الاستثمار (الأسهم) مع الأخذ في الاعتبار فقط العوائد في شكل إجمالي أرباح الأسهم المعلنة من قبل الشركة خلال العام. ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية:

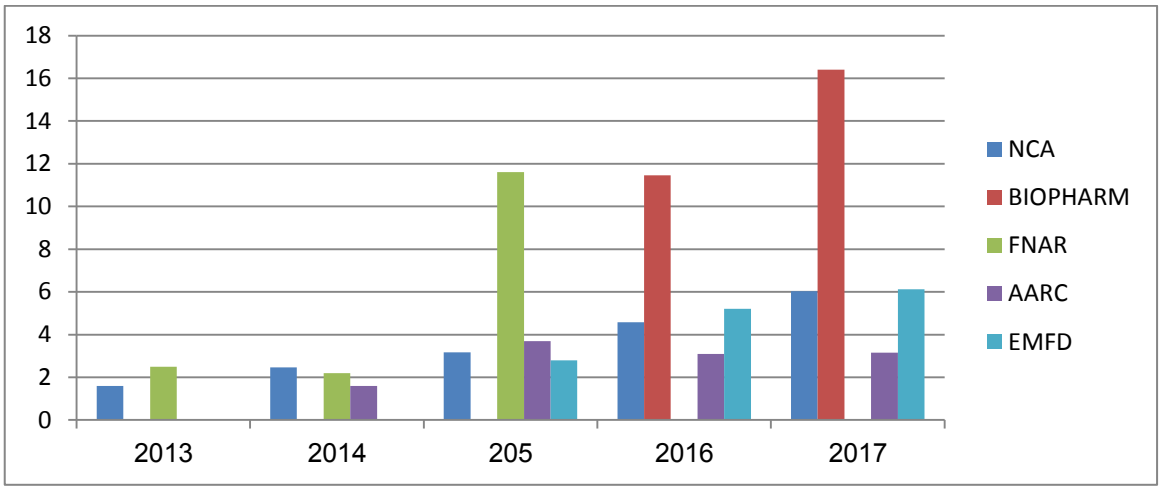
عائد التوزيعات للسهم= التوزيعات المدفوعة/ سعر السهم السوقي

الجدول رقم (03-14): عائد التوزيعات إلي سعر السهم السوقي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2012-2017.

السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NCA ROUIBA	-	1.59	2.47	3.17	4.57	6.03
BIOPHARM	-	-	-	-	11.45	16.41
FNAR	-	2.5	2.19	11.16	-	-
AARC	-	-	1.6	3.7	3.09	3.16
EMFD	-	-	-	2.80	5.20	6.12

- **المصدر**: من إعداد الطالب بالاعتماد على: - التقارير الشهرية لبورصة مصر.
- تقارير الشهرية لبورصة الجزائر
- القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة.

الشكل رقم (03-24): عائد التوزيعات إلى سعر السهم السوقي للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (03-14)

من خلال الشكل رقم (03-24) يتضح أن مؤسسة بيوفارم كانت الأكثر توزيعا في المؤسسات الجزائرية حيث بلغت 16% سنة 2017 ، كما كانت مؤسسة EMFD الأكثر توزيعا للأرباح في المؤسسات المصرية أين بلغت 6% سنة 2017.

المطلب الرابع: متطلبات تطوير بورصة الجزائر بالاستفادة من جهود تجربة بورصة مصر

واجهت البورصة المصرية العديد من التحديات خلال سنة 2012 نتيجة التطورات في المشهد السياسي وانعكاساتها على الأداء الاقتصادي، إلا أنه وبالرغم من ذلك استطاعت هذه الأخيرة تحقيق نتائج وأداء مميزين في الفترة الممتدة ما بين 2012-2017، وقد كان للحكومة والسلطات المسؤولة الفضل في ذلك من خلال الجهود المبذولة .

أولا: الجهود المبذولة في البورصة المصرية منذ سنة 2012:

يمكن ذكر أهم المحاور التي أولت لها إدارة بورصة مصر الاهتمام بغية تطويرها ونجاحها في ما يلي:[1]

1- وضع استراتيجية جديدة للبورصة المصرية:

ترسيخا لمبادئ العمل المؤسسي ورغبة في تحقيق أكبر قدر من التطوير للسوق المالي المصرية أطلقت البورصة المصرية استراتيجية جديدة للفترة 2013-2017 ، تستهدف وضع برنامج واقعي وطموح للتحرك بالسوق المصري من دائرة الأسواق التقليدية إلى دائرة الأسواق العصرية الحديثة، وتدعيم مكانة السوق كأحد أهم الأسواق الناشئة مع زيادة حجم المشاركة في عملية التنمية الاقتصادية، وترتكز الاستراتيجية في محاورها على:

- المحور الأول: يركز على تدعيم البنية التشريعية و التنظيمية للسوق.
- المحور الثاني: يركز على تطوير منظومة التداول وزيادة كفاءتها.
- المحور الثالث: يركز على تطوير البنية المعلوماتية والتكنولوجية.
- المحور الرابع: يركز على الترويج والتوعية المجتمعية.

[1] التقرير السنوي لبورصة مصر،2017، ص ص 02-05.

- المحور الرابع والخامس: يركزان على تعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتعزيز مكانتها على المستوى الدولي.

2– مجهودات تطوير وتحسين بيئة التداول:

واصلت إدارة البورصة جهودها في تطوير بيئة التداول وذلك من خلال ضمان استمرار التداول بلا أي توقف بالرغم من كل التقلبات التي شهدها عام 2013، كما انتهجت البورصة منهجا جديدا سنة 2013 لتحسين السيولة في السوق وذلك من خلال تنظيم لقاءات دوريا مباشرة بين مديري صناديق الاستثمار ومسؤولي علاقات المستثمرين بالشركات المقيدة، وذلك لاستعراض خطط الشركات خلال الفترات القادمة مما يتيح فرصة أفضل لمجتمع المستثمرين على أداء تلك الشركات.

3– التوجه إلى زيادة ذاتية التنظيم:

مع التطورات اللاحقة في أسواق المال في العالم والاتجاه العالمي نحو إعطاء البورصات مزيدا من الذاتية في التنظيم مما يسمح بتحقيق أكبر قدر من الكفاءة والفعالية، فقد بدأ هذا العام التنسيق مع الهيئة العامة للرقابة المالية للنظر في زيادة دور البورصة الرقابي والتنظيمي بهدف التحول تدريجيا إلى ذاتية التنظيم ومما يسمح للسوق المصري بالتوافق مع المعايير الدولية في هذا الشأن.

4– تطوير جوهري لسوق السندات:

من جانب آخر توجهت جهود البورصة لتفعيل سوق السندات بالاتفاق الذي تم مع وزارة المالية والبنك المركزي والمتعاملين الرئيسين والذي سوف يسمح بتخصيص نسبة من طروحات سندات الخزانة الحكومية للأفراد، بحيث يتم التعامل عليها بواسطة شركات الوساطة وهو ما سوف يسمح بتحقيق طفرة في أداء سوق السندات خلال الفترة المقبلة.

5– تطوير سوق خارج المقصورة:

من جانب آخر استهدفت إدارة البورصة تطوير سوق خارج المقصورة حيث أطلقت في مطلع عام 2013 مجموعة من الضوابط الخاصة بتنظيم وتبسيط إجراءات النقل للملكية بالسوق، وهو ما كان له الأثر في إنهاء كافة المشاكل المتعلقة بهذا الخصوص ، كما حاولت إدارة البورصة المصرية دراسة إمكانية

وضع إجراءات تنفيذية تسمح بتنفيذ عمليات نقل الملكية آليا من خلال شركات السمسرة الأعضاء بالبورصة مباشرة على أن يتم الإعلان عن تنفيذ تلك العمليات من خلالها.

6- التوجه نحو إدارة مؤسسية و تعزيز الحوكمة:

اتجهت البورصة المصرية للتحول إلى مؤسسة ذات مستوى حوكمة أعلى، حيث صدر قرار من السيد رئيس الوزراء بتعيين عضوين من ذوى الخبرة في مجلس إدارة البورصة المصرية لتعطى البورصة بذلك المثل للشركات المقيدة على أهمية وجود أعضاء غير تنفيذين من ذوى الخبرة ضمن أعضاء مجلس الإدارة.

كما ركزت إدارة البورصة على تطبيق نظام الإدارة المؤسسي وربطه بخطة استراتيجية تحكم منظومة العمل وتحدد الأهداف للسنوات الأربعة التالية (2017- 2013) وقد شهد العام الحالي إصدار البورصة المصرية لأول تقرير متابعة أداء عن الخطة الاستراتيجية في تكريس واضح لمبادئ الإدارة بالأهداف.

7- تحسين مستويات الإفصاح والشفافية:

شهد عام 2014 تطورات هيكلية في منظومة حماية المستثمرين حيث بدأ العالم بإطلاق قواعد جديدة للقيد والإفصاح، تستهدف تحقيق حماية أكبر للمستثمرين وتطبيق أوسع لقواعد الحوكمة، وشهد العام تحرك استراتيجي لإدارة البورصة في عدد من الأزمات التي واجهت السوق، بمطالبة الشركات المقيدة بتقديم إفصاح إضافي عن أوضاعها المالية والتشغيلية لإعطاء صورة أفضل للمستثمرين عن أوضاع الشركات، وتشير الاحصائيات إلى أن عدد الإفصاحات التي تقوم الشركة بنشرها قد ارتفع بشكل ملحوظ في إشارة إلى اهتمام إدارة البورصة بالتأكيد على تحسين مستويات الإفصاح للشركات المقيدة، حيث قفز متوسط الإفصاحات السنوية للسوق خلال الثلاث سنوات الأخيرة (2014 - 2012) إلى 9300 إفصاح مقارنة بنحو 5400 إفصاح سنوياً في المتوسط في السنوات السابقة على ذلك.

كما قررت لجنة القيد إلتزام البورصة بنشر كافة الإجراءات والقرارات المتعلقة بالعقوبات أو الغرامات الصادرة عن اللجنة، بخصوص الشركات المقيدة عند مخالفتها لقواعد القيد والإفصاح، وذلك على شاشات التداول وذلك لإبقاء المستثمرين على إطلاع مستمر على كافة الإفصاحات الخاصة بالشركات المقيدة.

8- تعميق البيئة التشريعية والتنظيمية:

شهد عام 2014 العديد من التطورات التشريعية والتنظيمية التي استهدفت تطوير وتحسين منظومة التداول في البورصة المصرية، وتمثلت أهم هذه التشريعات في ما يلي:

- بإصدار قواعد جديدة للقيد والإفصاح تستهدف تحقيق حماية أكبر للمستثمرين وتطبيق أوسع لقواعد الحوكمة بالإضافة إلى زيادة قدرة البورصة على استقطاب الشركات الواعدة.
- بالإضافة إلى تحقيق مرونة أكبر للشركات في القرارات الخاصة بزيادات رؤوس الأموال والتجزئة، لتصل الموافقات على بعض حالات زيادات رؤوس الأموال إلى 24 ساعة فقط.
- بتطوير قواعد العضوية لرفع كفاءة شركات الوساطة الأعضاء وتحقيق حماية أكبر للسوق من المخاطر المتعلقة بعمل شركات الوساطة مع التوسع في تطبيق مبادئ الحوكمة وتجنب تعارض المصالح.
- تعديل القواعد المنظمة لأسهم الخزينة والشطب الاختياري بهدف التوافق مع المعايير الدولية وفى الوقت ذاته زيادة مستويات حماية المستثمرين.
- وافق مجلس إدارة البورصة على اعتماد قواعد التحكيم لمنازعات سوق المال وذلك بهدف سرعة الفصل في المنازعات التي تنشأ بين أطراف السوق المختلفة كوسيلة اختيارية بموافقة الطرفين وذلك في ضوء قواعد التحكيم الصادرة من لجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي وهو الأمر الذى سوف يسهم في المزيد من التحسن في مناخ الاستثمار في مصر.
- تنفيذ عدد من التطورات الهيكلية بهدف تحسين منظومة التداول، حيث تم إدخال نظام الصفقات ذات الحجم الكبير Block Trading والذى بلغت تعاملاته خلال العام ما يقرب من 5.5 مليار جنيه.
- وعلى جانب سوق خارج المقصورة فقد عدلت البورصة الضوابط والإجراءات المنظمة لتعاملات نقل الملكية على الأوراق المالية غير المقيدة والمودعة مركزياً، لتتم بصورة إلكترونية مما يوفر الكثير من الوقت والجهد.

- كما قامت البورصة بإطلاق تقسيم جديد للأسواق يعتمد على تقسيم الشركات المقيدة إلى ثلاث مجموعات، وربط تلك التقسيمات بالأنشطة المتخصصة التي يمكن مزاولتها على تلك الأسهم وذلك تحقيقاً لمزيد من السيولة في السوق ودعماً لكفاءة وعدالة التعاملات.

9- تطوير البنية التكنولوجية:

ركزت البورصة على تحديث البنية التكنولوجية الخاصة بمنظومة التداول حيث تم تجديد التعاقد مع مؤسسة ناسداك أومكس العالمية لتقديم خدمات الدعم الفني لنظام التداول للمحافظة على تقدم البورصة من الناحية التكنولوجية، كما بدأت البورصة في تطوير مركز بياناتData Center يستهدف التحوط ضد أي مخاطر تعوق عمل نظام التداول.

كما تم إلزام الشركات بتحديث مواقعها بمعلومات الإفصاح والإفصاح الإلكتروني عن البيانات المالية والمعلومات الجوهرية التي تؤثر على مركزها المالي، وكذا وضع جدول زمني لإلتزام جميع الشركات بالإفصاح الإلكتروني.

10- تكثيف نشاطات الترويج لأهمية البورصة:

اتجهت بورصة مصر لتكثيف نشاط الترويج لجذب مجتمع الأعمال للقيد في السوق المصري وتغيير الثقافة السائدة عن البورصة المصرية، حيث تم عقد ما يزيد عن 10 ورش عمل بالتعاون مع عدد من منظمات الأعمال في مصر، بالإضافة إلى أكثر من 80 اجتماع مباشر مع الشركات الواعدة من مختلف المحافظات، وذلك للتعريف بأهمية القيد في البورصة المصرية.

11- الترويج الخارجي لسوق المال المصري:

شهد العام تنظيم لقاءات مكثفة للبورصة مع عدد من أكبر مؤسسات المال في العالم لتوضيح الفرص الاستثمارية في السوق المصري وتوضيح الصورة الحقيقية للاقتصاد المصري، وكان من أهم هذه اللقاءات اللقاء الذى نظمه في نيويورك بنك أوف نيويورك /ميرل لينش -والذى يُعد واحد من أكبر المؤسسات المالية في العالم- والذى شهد لقاءات مكثفة لرئيس البورصة المصرية مع عدد من المؤسسات المالية تبلغ حجم استثماراتها تريليونات الدولارات.

ثانيا: النتائج المحققة في بورصة مصر خلال الفترة 2012-2017

استطاعت بورصة المصرية تحقيق النتائج التالية خلال السنوات الممتدة من 2012-2017:[1]

1- أعلى مستوى في تاريخ البورصة للمؤشر يضع السوق المصري في المرتبة الأولي عربيا...ويحافظ على الصدارة منذ 2013 شهد السوق المصري تحسناً ملحوظاً في أداء المؤشرات الرئيسية للسوق حيث سجل المؤشر الرئيسي للبورصة EGX30 ارتفاعاً بنحو % 22 وهو ما جعله يحتل المرتبة الأولي على مستوي الدول العربية خلال 2017 ، وليحافظ السوق على أفضل أداء على مستوى العالم منذ يونيو 2013 وفقاً لمؤشرات مورجان ستانلي. كما سجل مؤشري EGX 70 و EGX 100 ارتفاعاً بنحو % 79 و% 80 على التوالي.

2- رابع أعلى مستوي للتداول في تاريخ البورصة في إشارة إلى التحسن الملموس الذى يشهده السوق قفزت احجام التداول في السوق لتسجل ارتفاعاً ملحوظاً خلال العام حيث كسرت قيمة التداول السنوي للسوق الرئيسي حاجز 296 مليار جنيه منهم 256 مليار جنيه في الأسهم فقط وهو رابع أعلى مستوى تداول يتحقق في تاريخ البورصة والأعلى منذ 2009 ، ويزيد بنحو % 40 مقارنة بالعام السابق عليه.

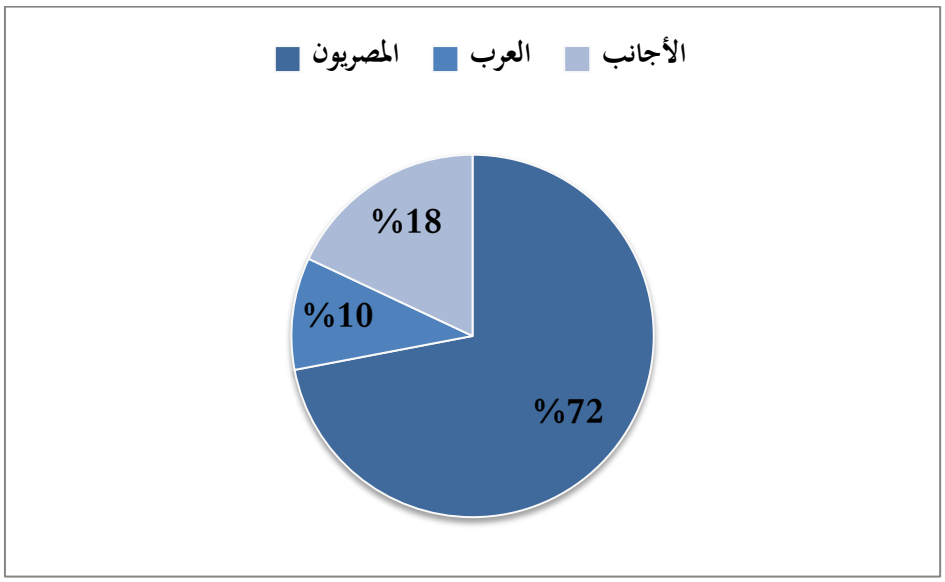
3- ما يزيد عن 200 مليار جنيه قفزة في رأس المال السوقي ليتجاوز حاجز 800 مليار جنيه للمرة الاولى في 9 سنوات، وساهم تحسن أداء السوق في ارتفاع رأس المال السوقي ليكسر حاجز 800 مليار جنيه بزيادة قدرها ما يزيد عن 200 مليار جنيه عن العام السابق وهو أعلى مستوى متحقق لرأس المال السوقي في 9 سنوات ويتفوق على مستواه في الأزمة العالمية في 2008.

4- ما يزيد عن 22 ألف مستثمر جديد...ونحو 1164 مؤسسة أجنبية جديدة تدخل السوق: نجح السوق في جذب ما يزيد عن 22 ألف مستثمر جديد هذا العام مقارنة بنحو 17 ألف مستثمر جديد العام السابق بزيادة تقترب من 29% في أعداد المستثمرين المكودين الجدد، والجدير بالذكر دخول نحو 1164 صندوق ومؤسسة أجنبية إلى السوق مقارنة بنحو 900 مؤسسة وصندوق

[1] التقرير السنوي لبورصة مصر، 2017، ص 10-13.

أجنبي في 2016 . والشكل الموالي: يوضح توزيع إجمالي عدد المستثمرين في بورصة مصر خلال سنة 2017.

الشكل رقم (03-25) : توزيع المستثمرين المحليين والأجنبيين في بورصة مصر لسنة 2017.



المصدر: التقرير السنوي لبورصة مصر، 2017، ص11.

5- ارتفاع حجم الشركات المقيدة خلال العام بنسبة 156%، فشهد السوق تحسناً ملحوظاً في عمليات القيد حيث قفزت قيمة رؤوس أموال الشركات المقيدة في السوق خلال العام إلى ما يزيد عن 2.4 مليار جنيه بارتفاع قدره 156% عن العام السابق عليه، من خلال قيد عدد 3 شركات، ومع الخطوات الحالية التي تقوم بها الحكومة في تفعيل برنامج الطروحات فمن المتوقع أن يشهد السوق خلال الفترة القادمة تحسناً ملحوظاً في هذا الملف.

6- 48 شركة تقوم بزيادة رأس مالها بما يزيد عن 10 مليار جنيه، مع التحسن في الأوضاع الاقتصادية والتوقعات الإيجابية بشأن الأداء الاقتصادي خلال الفترة القادمة، شهدت زيادات رؤوس الأموال تحسناً ملحوظاً خلال العام.

7- 6طروحات بقيمة 4 مليار جنيه والأجانب يستحوذون على 56%، استمر النشاط الملموس للطروحات العامة في السوق المصري بنحو 65% عن العام السابق، ويتميز هذا العام بجانبين شديدي الأهمية ولهما دلالات واضحة أولهما هو الزيادة الملحوظة في نسبة الأجانب الذين دخلوا إلى

الاكتتابات العامة حيث بلغت 56% بالإضافة إلى نسب التغطية المرتفعة التي شهدتها تلك التغطيات والتي بلغت 31 مرة في بعض الطروحات.

8- صافي مشتريات الأجانب يسجل 7.5 مليار جنيه في 2017، وأكثر من 13 مليار جنيه منذ نوفمبر 2016، أسهمت حملات الترويج التي تقوم بها إدارة البورصة في استعادة ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المصري بشكل كبير، حيث شهد العام حملات ترويج مكثفة في عدد من مراكز المال العالمية مثل لندن ونيويورك للقاء عدد من المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار، والتي تدير أصولا تقترب قيمتها من 5 تريليون دولار، وتم خلال لقاءات استعراض آخر المستجدات والتطورات التي شهدتها البورصة المصرية أبرز خطط التطوير التي تتبناها البورصة المصرية خلال الفترة المقبلة بالإضافة إلى استعراض التطورات الاقتصادية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي الذى تقوم به مصر. وقد انعكس ذلك بشكل كبير في تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المصري حيث سجل صافي مشتريات الأجانب والعرب في السوق المصري ما يزيد عن 7.5 مليار جنيه، وبلغ صافي مشترياتهم 13 مليار جنيه منذ نوفمبر 2016.

9- تضاعف الاستحواذ والصفقات لتتجاوز 6 مليار جنيه، حيث شهد نشاط الاستحواذ والصفقات ذات الحجم الكبيرة نشاطاً ملحوظاً خلال العام بحيث قفزت القيمة المسجلة للاستحواذ إلى نحو 1.7 مليار جنيه بارتفاع قدره % 229 عن العام السابق عليه، كما قفزت قيمة الصفقات ذات الحجم الكبير إلى ما يقرب من 4.4 مليار جنيه بارتفاع قدره % 124 عن العام السابق عليه.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم تناوله في هذا الفصل من ملامح رئيسية لكل من بورصتي الجزائر ومصر وتنظيمهما وتشخيص وتحليل لمؤشرات أدائهما خلال الفترة الممتدة ما بين 2012-2017، خلصنا إلى أنه وبالرغم من مرور ثلاثة عقود لتأسيس وتنظيم بورصة الجزائر فإن أداءها كان ضعيفا جدا مقارنة ببورصة مصر.

كما خلصنا إلى أن بورصة الجزائر وبالرغم من أدائها الضعيف فقد كان لها الأثر الإيجابي على الأداء المالي لمؤسسة بيوفارم، في حين أن إدراج مؤسسة أن سي أ رويبة لم يساعدها على تحسين أداءها المالي، حيث أنها حققت نتائج أفضل قبل إدراجها بالبورصة وهو ما كان قد خولها للإدراج. أما فيما يخص المؤسسات المصرية (شركات مساهمة) فقد توصلنا إلى أن إدراجها في بورصة مصر كان له الأثر الإيجابي عليها أين حققت نسب التحليل المالي نسب جيدة ومقبولة.

ومن خلال تحليلنا لعوامل نجاح بورصة مصر التي يمكن الاستفادة منها في الجزائر فقد تبين أن هذا الأداء والنجاح كان نتيجة لتظافر الجهود الكبيرة من إدارة بورصة مصر، والتي استطاعت وضع استراتيجية متكاملة على مختلف الأصعدة والجوانب القانونية، التنظيمية، التكنولوجية والثقافية لبلوغ مكانة مهمة في الأسواق العربية والناشئة وهو ما سينعكس بالإيجاب على مؤسساتها ومستثمريها.

خاتمة

لقد تطرقا من خلال هذه الدراسة إلى معالجة دور البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر مقارنة بمصر خلال الفترة 2012-2017، وبغية الإجابة على جوهر إشكاليتنا قمنا بتقسيم الدراسة إلى جانبين ،أحدهما نظري تم التطرق فيه فصل خاص بالجوانب النظرية للبورصة و فصل ثان لآلياتها في تمويل المؤسسات كإحدى المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة، والآخر جانب تطبيقي تطرقنا فيه إلى إسقاط لما جاء في الجانب النظري من خلال دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصتي الجزائر ومصر، تمثلت في مؤسستين جزائريتين وثلاث مؤسسات مصرية وكذا مقارنة أدائهما، وفي الاخير حاونا من خلال هذه الدراسة الاستفادة من هذه التجربة كونها إحدى أفضل البورصات العربية من خلال استخلاص أهم الدروس المفيدة لبورصة الجزائر.

وفي إطار بلوغ أهداف الدراسة والإجابة على كل التساؤلات المطروح ، تم وضع الفرضيات واختبارها ومن ثم عرض النتائج التي توصلت إليها الدراسة وطرح أهم الاقتراحات من أجل الاستفادة من نتائج الدراسة في تفعيل بورصة الجزائر باعتبارها آلية مهمة للاقتصاد، حيث أن تنشيط وتطوير هذه الأخيرة بات ضرورة حتمية خاصة في ظل ظروف اقتصادية تسودها المنافسة العالمية.

أولا: اختبار الفرضيات:

أظهرت الدراسة أن صحة فرضيات الدراسة كما يلي:

- **الفرضية الأولى:**

إن توفير الإطار التشريعي والتنظيمي والرقابي للبورصة لا يكفي وحده لإنشاء بورصة ذات كفاءة وفعالية في الاقتصاد، بل يستلزم إلى جانب ذلك توفر العديد من المتطلبات أهما توفر المعلومات للجميع بدون تكاليف باهضة وبعدالة لجميع المتعاملين من جهة و ضرورة توفر عامل رشادة السلوك للمستثمر من جهة أخرى، وعليه فإن هذه الفرضية (**خاطئة**).

- **الفرضية الثانية:**

إن البورصة مصدر تمويلي مهم للمؤسسة، إلا أنه ليس هناك ما يسمى بالمصدر التمويلي الأمثل للمؤسسة ، بل إن كل مؤسسة وما يلائمها في تحديد هيكلها المالي، حيث تخضع المؤسسة إلى توفير احتياجاتها التمويلية بما يتلاءم وقدراتها وفق الاعتبارات المحددة لذلك ، وإن سعيها في ذلك لا يحتم

عليها اختيار مصدر تمويلي وحيد، بل إنه من المستحسن عند تحديد هيكلها التمويلي التنويع في المصادر، وعليه لا يمكن القول أن البورصة هي المصدر الأفضل للمؤسسة. ومنه الفرضية (**خاطئة**).

- **الفرضية الثالثة:**

من خلال ما تم استعراضه في الفصل الثالث تبين أن أداء بورصة الجزائر كان ضعيف جدا مقارنة ببورصة مصر، و هو ما انعكس على فعاليتها في تمويل المؤسسات الاقتصادية، أين تبين أن دورها كان نسبيا، حيث أن الوضعية المالية لمؤسسة أن سي أ رويبة لم تسجل تحسنا بعد إدراجها البورصة، في حين استطاعت مؤسسة بيوفارم الجزائر تحقيق نتائج جيدة، كما لوحظ أن أداء ببورصة مصر كان جيداً وهو ما انعكس على دورها في تمويل المؤسسات المدرجة بها، أين حققت جميع المؤسسات المصرية محل الدراسة نتائج جيدة ، وعليه فإن الفرضية (**خاطئة**).

ثانيا: النتائج:

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن ذكرها على النحو التالي:

- للبورصة أهمية كبيرة على مستوى الاقتصاد بشكل عام والمؤسسات الاقتصادية بشكل خاص، وتتمثل هذه الأهمية في كونها قناة تمويلية مباشرة تشكل همزة وصل تسمح بتعبئة المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو الاستثمار وأصحاب العجز المالي.
- توفر البورصة على عدد كبير من المؤسسات المدرجة ضمنها دليل على أن هذه المؤسسات تتمتع بالكفاءة والشفافية وإلا لما استطاعت الولوج إليها.
- للمؤسسة الاقتصادية مجموعة متنوعة ومتعددة من فمنها ماهو داخلي مثل الاهتلاكات و المؤونات و الأرباح الخارجية ومنها ما هو خارجي مثل الائتمان المصرفي، التمويل التأجيري، الائتمان التجاري، إضافة إلى البورصة.
- إدراج المؤسسة في البورصة يمنح لها العديد من المزايا أهمها مساهمته في تحسين أدائها وتصحيح مركزها المالي.

- على الرغم من مرور ما يقارب ثلاثة عقود على إنشاء بورصة الجزائر وتوفير الأطر التشريعية والتنظيمية والرقابية إلا أن أداءها لا يزال ضعيفا جدا وهذا راجع لقلة عدد الشركات المدرجة إذ لم يتجاوز عددهم 06 مؤسسات.
- تعتبر بورصة مصر من أفضل البورصات العربية من حيث الأداء خلال سنة 2017 ويرجع ذلك إلى الوعي بأهمية هذه الأخير والرغبة في الاستفادة من مزاياها.
- لم تسجل مؤسسة أن سي أ رويبة تحسنا في وضعيتها المالية بعد إدراجها في البورصة.
- سجلت مؤسسة بيوفارم الجزائر تحسنا في وضعيتها المالية بعد إدراجها في البورصة.
- سجلت مؤسسات FNAR- ARRC- EMFD المصرية نتائج جيدة وتحسنا في وضعيتها المالية بعد إدراجها في البورصة.
- نجاح بورصة مصر وتحقيقها لنتائج جيدة راجع لتظافر جهود إدارة البورصة والاستراتيجية الشاملة التي تبنتها في سبيل تطويرها وتنشيطها.

ثالثا: التوصيات:

في إطار ما تم تناوله ارتأينا تقديم بعض التوصيات ، ويمكن صياغتها على النحو التالي:

- تعميق البيئة القانونية والتشريعية والتنظيمية بما يتلاءم وتطوير وتحسين منظومة التداول في بورصة الجزائر وذلك من خلال اصدار قواعد للقيد والإفصاح بما يتواكب مع التطورات في السوق المحلي والأجنبي، خاصة فيما يخص شروط إدراج المؤسسات بها.
- وضع استراتيجية جديدة من قبل السلطات المسؤولة عن إدارة البورصة بغية تطويرها وتنشيطها.
- تحديث البنية التكنولوجية الخاصة بنظام التداول من خلال التعاقد مع مؤسسة خاصة بذلك.
- التوجه نحو تعزيز الحوكمة من خلال توفير خبراء في مجلس إدارة بورصة الجزائر ذوي كفاءة في تسيير وتنظيم العمل بها.
- تكثيف الترويج لأهمية البورصة وآليات التعامل بها، من خلال تنظيم ورشات ولقاءات مع المؤسسات الجزائرية وذلك لاستقطاب أكبر عدد منهم.

- تشجيع المؤسسات الاقتصادية على الإدراج في البورصة من خلال تقديم التحفيزات والإعفاءات الضريبية بغية إعادة الحيوية لبورصة الجزائر.
- ضرورة تنويع الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر، وتبني الأدوات المالية الإسلامية مثل الصكوك الإسلامية وذلك لتوافقها والمعتقدات الدينية للمجتمع الجزائري.
- توفير مناخ استثماري بما يلائم المستثمرين المحليين والأجنبين، وكذا توفير الأطر القانونية و التنظيمية لحمايتهم.
- ضرورة تكوين وتأهيل باحثين و متخصصين ذوي كفاءة عالية في تسيير بورصة الجزائر من أجل تطويرها وتنشيطها.
- نشر الوعي وثقافة الاستثمار في البورصة لدى الأفراد من خلال الإعلام السمعي والبصري، وكذا المؤتمرات والملتقيات العلمية في الجامعات.
- ضرورة الاستفادة من تجارب الدول العربية والأجنبية الرائدة والناجحة في مجال التمويل بالاعتماد على البورصة.

رابعا: آفاق البحث:

بعد الانتهاء من هذه الدراسة، ظهرت بعض الإشكاليات التي من شأنها أن تشكل آفاق بحث جديد ومواضيع لدراسة مستقبلية ويمكن ذكرها على النحو التالي:

- دور سوق الأوراق المالية الإسلامية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (ماليزيا نموذجا).
- متطلبات تفعيل بورصة الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (بورصة النيل نموذجا).
- دراسة مفاضلة بين التمويل المصرفي والأسواق المالية للمؤسسات الاقتصادية.
- صيغ التمويل الإسلامي كآلية مستحدثة لتمويل المؤسسات الناشئة.

قائمة المراجع

أولا. مراجع باللغة العربية:

أ. الكتب:

1- أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998.

2- أحمد شعبان محمد علي، **الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية**، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013.

3- أندوراس عاطف وليم، **أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالية ومتطلبات تطويرها**، دار الفكر الجامعي، مصر، الإسكندرية، 2007.

4- أندوراس عاطف وليم، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، الطبعة1، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2006.

5- أوزيل محمود أمين ويوسف البطريق، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، مصر، 2002.

6- البراوي شعبان محمد إسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية**، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001.

7- برهوم أسماء، **البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة –دراسة تجارب أجنبية-** ، ط1، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية،مصر، 2016.

8- بن الضيف محمد عدنان، **مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية**،ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع ، الأردن، 2013.

9- بن ساسي إلياس، يوسف قريشي، **التسيير المالي ج2**، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2011.

10- بن سعود خالد الرشود، **العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية**، دار كنوز إشبيليا، الرياض،السعودية، 2013.

11- بن سليمان مبارك آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية،2005.

12- بن يسمينة عزيزة، **اقتصاد المؤسسة ج1**،ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع،الأردن، 2017.

13- بوراس أحمد، **أسواق رأس المال**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.

14- بيسوني عبد الأول، **مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة(دراسة فقهية مقارنة)**، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007.

15- التميمي أرشد فؤاد، أسامة عزمي سليم، **الاستثمار بالأوراق المالية**، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع،الأردن،2004.

16- التميمي أرشد فؤاد، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان،2010.

17- التميمي أرشد فؤاد، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري، الأردن، 2011.

18- جبار محفوظ، **تنظيم وإدارة البورصة**، ط01،دار هومة للنشر، ، الجزائر، 2002.

19- جردان طاهر، **أساسيات الاستثمار**، ط01، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2009.

20- جلال الدين أدهم ابراهيم ، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الاقتصادية**، ط01،دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة،مصر، 2015.

21- الجنابي حيدر عباس عبد الله، **الأسواق المالية والفشل المالي**، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.

22- جيهان جمال، **عالم البورصة (رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)**، القاهرة، مصر، 2009.

23- الحسناوي سالم صلال رامي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، ط10، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2017.

24- حمدي عبد العظيم، **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم**، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، القاهرة، 2012.

25- الحمزة عبد القادر، **أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية**، ط01، دار الكتاب الحديث، القاهرة،مصر، 2010.

26- الحناوي محمد صالح وآخرون، **بورصة الأوراق المالية – بين النظرية والتطبيق**، ط01، الدار الجامعية، الاسكندرية،مصر، 2002.

27- الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002.

28- الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية التحليل المال للمشروعات**، الدار الجامعية، الإسكندرية،مصر، 2005.

29- الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية،مصر، 2007.

30- الحناوي محمد صالح، وأخرون ، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، الاسكندرية،مصر، 2004.

31- حنفي عبد الغفار، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،مصر 2002.

32- حنفي عبد القادر، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

33- خبابة نور الدين، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية، بيروت،1997.

34- خربوش حسني علي وآخرون، **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتمويل**،ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، القاهرة،مصر،2012.

35- الخضيري محسن أحمد، **كيف تتعلم البورصة في 24سا**، أتراك للنشر والتوزيع، ط02، القاهرة، مصر،1999.

36- الخليل أحمد بن محمد، **الأسهم والسندات وأحكامهما في الفقه الإسلامي**،ط01، دار ابن الجوزي، السعودية،2003.

37- دادي ناصر عدون، **اقتصاد المؤسسة** ، ط2، دار المحمدية العامة، الجزائر، د س.

38- دادي ناصر عدون، **دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة**، ط1،دار المحمدية العامة ، الجزائر، د س.

39- دادي ناصر عدون، يوسف مامش، **أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**،ط1، دار المحمدية، الجزائر،2008.

40- دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

41- دريد كمال آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، الباروزي للنشر، الأردن، ط02 ، 2009.

42- الدعمي عباس كاضم، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

43- رامي محمد كمال، **الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية**،ط01، دار طيبة الخضراء، السعودية، 2019.

44- الربضي ديما وليد حنا، **الأسواق المالية تركيبتها، كفائتها، سيولتها، والتجربة العربية**، ط01 ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة اليرموك-الأردن، 2015.

45- الزحيلي وهبة، **المعاملات المالية المعاصرة** ،دار الفكر، دمشق،2006.

46- زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط 1، القاهرة، 2007.

47- السعايدة فيصل، نضال فريد، **الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي**،ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2004.

48- سويلم محمد علي، **أدوات الاستثمار في البورصة-دراسة مقارنة-**، ط01،دار المطبوعات الجامعية، جامعة الإسكندرية، ، مصر، 2013.

49- شبير محمد عثمان، **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

50- الشعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2015.

51- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1998.

52- صافي خالد صالح، **رقابة تسيير المؤسسة في ظل اقتصاد السوق**، ديوان المطبوعات الجامعية، 2007.

53- صافي وليد، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

54- صخري عمر، **اقتصاد المؤسسة**،ط3، ديوان المطبوعات الجامعية،2003.

55- صمويل عبود، **اقتصاد المؤسسة**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1984.

56- الصيرفي محمد، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،مصر،2008.

57- طارق عبد العال، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية للطبع والتوزيع، مصر، 2000.

58- الطوال عبير الصفدي، **التأجير التمويلي مستقبل صناعة التمويل**، ،دار المناهج للنشر والتوزيع، جدة السعودية،2016.

59- العامري محمد علي إبراهيم، **إدارة محافظ الإستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

60- عبد الحميد رضوان سمير، **أسواق الأوراق المالية**، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.

61- عبد الحي هشام أحمد، **الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية– دراسة تطبيقية فقهية**، ط01، منشأة المعارف، مصر، 2011.

62- عبد العزيز أمين، **الأسواق المالية**، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، ط01، القاهرة، مصر، 2007.

63- عبد ربه هبة عبد الحليم، أحمد علي بكري، **علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية**، ط01، دار الوفاء الدنيا للطباعة، مصر، 2015.

64- عبد ربه هبة عبد الحليم، أحمد علي بكري، **علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية**، ط01، دار الوفاء الدنيا للطبعة، الإسكندرية، مصر، 2015.

65- عجام هيثم، **التمويل الدولي**، ط01، دار زهران للنشر والتوزيع ، عمان، 2010.

66- العدوي محمد شكري الجميل، **بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة**، كلية الشريعة والقانون، ط01،جامعة الأزهر، الإسكندرية، مصر، 2014.

67- عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية(البورصات)**، دارأسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

68- عصران جلال عصران، **تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارن**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.

69- العقل مفلح محمد، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**،ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، دار أجنادين للنشر والتوزيع، 2006.

70- عوض محمد عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة –أسهم–سندات– أوراق مالية**، الطبغة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

71- عيد عادل عبد الفضيل، **الصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة مقارنة**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية،مصر، 2015.

72- غول فرحات، **الوجيز في اقتصاد المؤسسة**،ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع،2008الجزائر.

73- فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**،ط01،، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006.

74- قحف منذر، **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**، ط2 ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000.

75- قدي عبد المجيد، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ط02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

76- قرياقص رستمية، أسواق رأس المال –المؤسسات– أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1999.

77- متولي السيد عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط01، دار الفكر، الأردن، 2010.

78- متولي عبد القادر، **الأسواق المالية في عالم متغاير**، ط01الدار الجامعية، مصر، 2009.

79- محب خله توفيق، **اقتصاديات التمويل الإداري**، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر،2014.

80- محمود عبد الرزاق، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2013.

81- المرسي جمال الدين، أحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

82- المرشدي فهد بن بادي، **الصكوك ،أحكامها وضوابط و إشكالاتها دراسة شرعية نقدية**،ط01، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2014.

83- مصطفى محمد عبده محمد، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، ط01، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 1998.

84- مصيطفى عبد اللطيف، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتب حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان،2015.

85- المهيلمي عبد المجيد، **التحليل الفني للأسواق المالية**، ط05، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.

86- الموسوي حيدر يونس، المصارف الإسلامية –أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.

87- المومني غازي فلاح، **إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

88- نبيه نسرين عبد الحميد، **البورصة (ماهيتها– تاريخها– مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية**، ط01، مصر، 2012.

89- نصار محمود أحمد محمد، **الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية (الشركات، المضاربة، الأسهم، السندات والصكوك)**، دار الكتب العلمية، بيروت،لبنان، 2010.

90- الهندي منير إبراهيم، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية،مصر، 1999.

91- وفاء محمد حسين عبد الباسط، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية**، ط01، دار النهضة، القاهرة،مصر، 1996.

92- ياسين محمد يوسف، **البورصة – عمليات البورصة– تنازع القوانين–اختصاص المحاكم**، ط02، منشورات دار الحلبي، بيروت،لبنان، 2006.

ب. الأطروحات:

1- الأغا تغريد، **دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر03، 2015-2016.

2- التويجري صالح بن عبد الله، **مسؤولية الوسيط في سوق الأوراق المالية في النظام السعودي– دراسة مقارنة–، قسم الشريعة والقانون**، أطروحة دكتوراه ،كلية العدالة الجنائية ، قسم الشريعة والقانون، ، تخصص الشريعة والقانون ، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية الرياض، السعودية،2013 - 2014.

3- زرموت خالد، **تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفائتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2015/2010**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم اقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر03، 2015-2016.

4- زودة عمار، **الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية وآفاق تطويرها في الجزائر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، أم البواقي، 2016-2017.

5- سحنون جمال الدين، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس الجزائر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر03، 2008/2007.

6- شريط صلاح الدين، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية– مع إمكانية تطبيقها في على الجزائر**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر03، 2011-2012.

7- شيخي بلال، **تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية الواقع والآفاق**، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2010-2011.

8- طوبال لطيفة، **أسواق الأوراق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة البورصات العربية في ظل العراقيل القانونية والتحديات الهيكلية**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم اقتصادية وعلوم التسيير العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وتقنيات كمية، جامعة الجزائر 03، 2016-2017.

9- طويل آسيا، **المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل تحديات العولمة قطاع البتروكيماويات (دراسة حالة المؤسسة سوناطراك– أوبك)**، أطروحة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة الجزائر 03، 2014.

10- عليش فطيمة، **تقدير العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية (مصر، السعودية، الجزائر)**،أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة يحي قارس، مدية، 2018-2019.

11- عيواج مختار، **بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية –دراسة حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2012-2013.

12- مخلخل زوينة، **مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلي بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب –بسكرة–**، أطروحة دكتوراه (غ م)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2019-2020.

ج. المجلات العلمية:

1- الأغا تغريد، **تحليل أداء بورصة الجزائر 2010–2016**، مجلة المدبر، المجلد 05، العدد01، جوان 2016.

2- براق محمد، بن صوشة ثامر، **مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات اقتصادية-، المجلد07، العدد02، 2013.

3- بشوتي أسماء، شويح محمد، **مساهمة بطاقة الأداء المتوازن في تقييم استراتيجية المؤسسة – دراسة حالة مجمع بيوفارم الجزائر**، مجلة مراجعة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، المجلد 13، العدد 1 ، 2019.

4- بغداد شعيب، **الأسس النظرية لهياكل تمويل المؤسسات ومصادر تمويلها–دراسة حالة هياكل دعم المؤسسات المصغرة في الجزائر**، مجلة المالية والأسواق، المجلد04، العدد02، 2017.

5- بفليطح ريمة، **اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر– تحليل سلوك المؤشر index dzair** ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد10، العدد17، 2017.

6- بلجراف سامية، **طبيعة وحدود مسؤولية الوسيط في بورصة القيم المنقولة**، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، 2016.

7- بن الضيف محمد عدنان، **نظم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد07، العدد02، 2013.

8- بن زعيمة فاطمة الزهراء، **أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي لمؤسسة باتيميتال بولاية عين الدفلى 2015-2019**، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 07، العدد 03، جوان 2017.

9- بن شني عبد القادر، **أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مجلة المالية والأسواق، المجلد02، العدد02، 2015.

10- بن عبيد فريد، قسوري انصاف، **أليات التمويل بالقرض السندي**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد02،العدد04، 2017.

11- بن عمارة نوال، **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية**، مجلة الباحث، المجلد09، العدد09، 2011.

12- بن لخضر مسعودة، اينال فوزي، **تحليل الكفاءة السعرية لسوق الجزائر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف**، مجلة المشكاة في اقتصاد التنمية والقانون، المجلد05، العدد01، 2020.

13- بن لطرش خالد، **اختبار ربخية التحليل الفني في البورصة الفرنسية خلال الفترة (2000-2019)**، مجلة المالية والأسواق، المجلد07، العدد02، 2020.

14- بن معاوي سميحة، جميلة الجوزي، **دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر على أدائها المالي حالة شركة أن سي أ رويبة**، مجلة دراسة اقتصادية، المجلد 18،العدد01، 2020.

15- بن يونس ياسر، **دراسة تحليلية إحصائية لأثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2018**، مجلة المالية والأسواق، المجلد08، العدد01، 2021.

16- بودريوة أمينة، **واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري**، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد07، العدد01، 2019.

17- جمام محمد، أميرة دباش، **أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية –دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل–**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد02، العدد02، 2015.

18- حشماوي محمد، **أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز–**، مجلة المقاولة، المجلد 01، العدد01، 2012.

19- حشماوي محمد، سعيدي حنان، **أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي**، المجلد05، العدد01، 2018.

20- حملة عز الدين حملة، عثمان علام، **بورصة الجزائر بين الركود وآليات التفعيل**، مجلة الريادة، المجلد 04، العدد02، 2018.

21- حولي محمد، خالد إدريس، **أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة – نموذج بورصة النيل و بورصة ألترناكست الفرنسي–**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد01، العدد 02، سبتمبر2017.

22- خزان عبد الحفيظ، **الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016**، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد03، العدد12، 2017.

23- خزان عبد الحفيظ، **الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: –مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016–**، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد03، العدد 12، جوان 2017.

24- خضير عقبة، زهواني رضا، **اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013–2017)**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد،1، 2019.

25- دادن عبد الغفور، إبراهيم بختي، **إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005–2009)**، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد02، العدد07، 2014.

26- دعاس مصعب، أيمن فريد، **الخيارات الاستراتيجية وأثرها على الهيكل المالي– دراسة حالة مؤسسة نفطال – تبسة–**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 05، العدد01، 2020.

27- دغال رشيد، **دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة**، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية،المجلد08، العدد 01 ، 2018.

28- دغموم هشام، **واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999–2015**، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد20، العدد 01، 2016.

29- رحال إيمان، **تفعيل دور سوق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي**، أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد10، العدد01، 2016.

30- الزعبي حمو، **الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية – التجربة الماليزية–أهمية الابتكارات المالية الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي :صكوك الاستثمار الإسلامية نموججا،** مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية،المجلد02، العدد02، ديسمبر2017 .

31- زودة عمار، **التمويل التأجيري في الجزائر، واقعه ومتطلبات تطويره،** مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد05، العدد01، 2018.

32- سحنون جمال الدين، سمرود زبيدة، **دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن(دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية ANESRIF للفترة 2017–2018،** مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد06، العدد03، 2020.

33- السراج حسين، **دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر،** المجلد05، العدد02، ديسمبر 2008.

34- سعود وسيلة، قاسمي كمال، **حوكمة المؤسسات العائلية في الجزائر – دراسة حالة مؤسسة أن سي أ رويبة،** مجلة إليزا للبحوث والدراسات، المجلد03، العدد01، 2018.

35- سي الطيب محمد أمبن، **النظام القانوني لأوامر البورصة في التشريع الجزائري،** مجلة البحوث القانونية والسياسية، المجلد02، العدد 11، الجزائر، 2018.

36- شقبقب عيسى، أزغار يحي، **محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية،** المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، المجلد07، العدد01، 2016.

37- الشكرجي بشار ذنون، ميادة صلاح الدين تاج الدين، **التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الإستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي،** مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، الجلد6، العدد17، جامعة تكريت، 2010.

38- شليحي كريمة، **الاستثمار عن طريق إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية،** مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، المجلد05، العدد02، 2018.

39- شمام عبد الوهاب، زودة عمار، **الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور،** مجلة ميلاف، المجلد02، العدد 01، ديسمبر، 2016.

40- صديقي مسعود، خالد ادريس، **أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة – نموذج بورصة النيل المصرية وبورصة ألترناكست الفرنسي –** ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد04، العدد01، 2011.

41- صديقي مليكة، عبد القادر بسبع، **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة): التجارب الدولية والعربية**، مجلة إدارة، المجلد23، العدد02، السنة 2016.

42- عبو عمر، **دور الشموع اليابانية في معرفة اتجاه السوق المالي**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد07، العدد09، 2011.

43- العربي نعيمة، **أهمية الوساطة المالية في البورصة**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية- ، المجلد 02، العدد01، 2008.

44- العرمان محمد سعد، **الجوانب القانونية لإدراج أسهم الشركة المساهمة الخاصة في السوق المالي وفقا للقانون الإماراتي دراسة تحليلية**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية،المجلد13، العدد04، 2020.

45- العمري صفية، الجوزي جميلة، **اختبار فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية المغاربية عند المستوى الضعيف دراسة حالة (الجزائر، المغرب، تونس)**، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والإندماج في الاقتصاد الدولي، المجلد12، العدد23، 2017.

46- عيواج مختار، **الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق الأسهم السعودية**، مجلة معارف، المجلد12، العدد22، 2017.

47- غانم عبد الله، عبد الحفيظ خزان، **أسواق الأوراق المالية(نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها)**، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد8، العدد11، جامعة بسكرة، 2016.

48- قبلان حسين، **مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد11، العدد11، 2011.

49- قدي عبد المجيد، سايغي مريم، **قراء الأوضاع الاقتصادية باستخدام المؤشرات البورصية مع دراسة حالة مؤشر ستاندر أند بورز 500**، مجلة معارف، المجلد11، العدد 20، 2016.

50- قسول كمال، محمد زبير، **اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية وفق الصيغة الضعيفة: دراسة تطبيقية على بورصة ماليزيا**، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد07، العدد02، 2021.

51- قنوش مولود، **دراسة تحليلية لكفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق، مجلة المالية والأسواق**، المجلد07، العدد03، 2020.

52- محي الدين سمير، **معضلة الورصة في الجزائر بين ظاهرة الجمود وآليات الفعيل**، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد05، العدد01، 2021.

53- مخانشة آمنة، **تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها، مجلة الاجتهاد القضائي**، المجلد8، العدد11، 2016.

54- مداحي محمد، ترقو محمد، **العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي)– دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII ببورصة إندونيسيا"**، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، الجلد03، العدد05، 2017.

55- مسعودي محمد لمين، **بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدةالأمريكية، كلية الحقوق والعلوم السياسية**، مجلة الباحث للدراسات الأكادمية، المجلد02، العدد02، 2015.

56- معيزة مسعود مير، هباش فارس، **نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للم ص م في ظل اقتصاد الاستدانة**، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد05، العدد02، 2016.

57- مفتاح صلاح و معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة سوق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفائتها)**، مجلة الباحث، المجلد07، العدد07 ،2010.

58- مونة يونس، نذير نجماوي، **أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية**، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد02، 2021.

59- نمر ربيحة، **دور البورصة في تفعيل التنمية الاقتصادية**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، المجلد01، العدد01، 2016.

د.الملتقيات والمؤتمرات والندوات:

1- بوسالم أبو بكر، شعشوع أحمد، بورنان مصطفى، **معايير تقييم الاستثمار في أسواق الأوراق المالية،** مداخلة في الملتقى العلمي الوطني:النظام المالي وإشكالية تنمية الاقتصاديات النامية، المسيلة، 2019.

2- بوشنين ليلي، **دور منتجات الهندسة المالية في استقرار الأسواق المالية –حالة صناديق استثمار السوق المالي السعودي–،** بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 5 و6 ماي 2014.

3– بونقاب مختار، زواويد لزهاري، **الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة دراسة تجارب بعض الدول،** ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول : الآليات الحديثة لتمويل التنمية الاقتصادية :نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر، يومي 26 و 21 أفريل 2، 72، جامعة الصديق بن يحي، جيجل، ص 08.

4- الحداد أحمد بن عبد العزيز ، **الأسهم والسندات تصور وأحكام،** مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم قرى، السعودية، 2007.

5- حفصي رشيد، نبيل حليمي، **دور السوق المالي في تمويل النمو الاقتصادي الجزائري،** مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة المسيلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسير، يومي 05/04 فيفري2019.

6- الرافعي حسن محمد، **سوق الأوراق المالية من المخاطرة إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد المالي،** ملتقى دولي حول متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية ، جامعة بشار،2010.

7- رحماني سناء، ديلمي فتيحة، **الصكوك الإسلامية كبديل غر تقليدي للتمويل،** ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول :النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، يومي 04 و 05 فيفري 2019.

8- زيدان محمد، نورين بومدين، **دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق،** مداخلة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية–، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 22/21 نوفمبر2006.

9- عزايزية سارة، عبد العزيز قتال، **الصعوبات والعراقيل والعراقيل التي تواجه المؤسسات والمتوسطة في الجزائر**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الوطني حول: إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 06و07 ديسمبر 2017.

[10] معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، **الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة 08 ماي 1945،قالمة ،الجزائر، يومي 03 و04 ديسمبر 2012، ص242.

هـ. التقارير والمنشورات:

1- التقارير الشهرية لبورصة مصر.

2- تقارير الشهرية لبورصة الجزائر.

3- التقرير السنوي 2017 لبورصة مصر.

4- التقرير السنوي لسلطة ضبط السوق المالي، 2010.

و. القوانين:

1- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، القرار المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم نظام رقم 03-02 المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس 2003 والمتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات.

2- المادة 715، مكرر42، القانون التجاري الجزائري.

3- المادة 715، مكرر45، القانون التجاري الجزائري.

ثانيا. مراجع باللغة الأجنبية:

أ. الكتب:

1- Betrand J, Bruno Solnik, Christophe Péristophe, **Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques**, dunod 6 édition , france, 2014.

2- Bouyakoub F. **l'entreprise et le financement bancaire**. casbah .édition .Alger .2000

3- Dominique R**, Analyse économique et gestion de l'entreprise,** Dunod, Paris, 2000

4- Farouk H et pierre CONSO, **Gestion financier de l éntreprise**, Dunod, paris, 11 édition, 2005.

5- Francis J, **Management of Investments japan**, Mc Graw-hill, Inc, Amérique, 2003.

6- Jack M, **Les Marches Boursiers**, 3eme edition, Verreul, Paris, 1997.

7- Lawrence G, Michael Joehnk, Gérard Desmuliers, Frédéric Herbin, Octave Gokung, Geoges Langlois**, Investissement et marchés financiers**, Pearson éducation,, 9eme édition, Paris, 2005.

8- , Picon O, **labours ses mécanism gérer son portefeuille**, réussir ses placement, Dalloz, 2004.

9- picon O, **la bourse: comment gérer votre port feuille**, Delemas,1998.

10- Patrice F, **Marchés des changes**, Pearson Education France, Paris, 2009.

11- Patrick T, **Les indices boursiéres sur action**, Economica, Paris, 1996.

12- Vailles R, **Savoir investor en bource internet**, 2eme edition, Vuibert, France, 2005.

ب. المجلات والدوريات:

1. Drissi A**, l'enterprise algérienne et la bourse –quel interet apercu sur l éxpérience tunisienne dans le "marché alternative**", revue enterprise;n05,2016.
2. Mohd Z, et al**, The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market**, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12).2011.
3. Smaoui H, Mohsin K, **The Determinants of Sukuk Market Development**, Article in Emerging Markets Finance and Trade · November 2016.
4. Titan, A. G, **Efficient Market Hypothesis : Review of Specialized Literature and Empirical Research** , Elsevier INC : Procedia Economics and Finance, Vol 32.2015.

5. Vivek R et al, **STOCK MARKET FORECASTING TECHNIQUES: LITERATURE SURVEY**, International Journal of Computer Science and Mobile Computing, Vol.5 Issue.6, June- 2016.
6. ZAIDA H**, THE AS A FINANCING TOOL FOR SMALL AND MEDIUM –SIZED ENTERPRISES –SMES- IN ALGERIA,** ECONOMIC SCIENCES MANAGMEMENT AND COMMERCIAL SCIENCES REVIEW, VOLUM 13, N02.

ج. أطروحات:

1. Alswaidan M W, **AN INVESTIGATION OF SUKUK STRUCTURE RISK**, The thesis is submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of Doctor in Economics and Finance of Philosophyk, University of Portsmouth, JUNE 29, 2017.
2. BERRAG M**, Le marché financier en Algérie**, la réalité et les espérances ,magistère en science de gestion, école supérieur de commerce, Juillet 1993.
3. Chaouani S**, LA PERFORMANCE DES INTRODUCTIONS EN BOURSE: Une étude des déterminants et des effets de la cotation sur la place de Paris**, thèse doctorat en sciences économiques, Université des Sciences et Technologies de Lille1, 2009.

ثالثا: المواقع الإلكترونية:

1- موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/03/15، سا 16:10، متاح على الرابط التالي:

https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141

2- موقع بورصة الجزائر ،تاريخ الاطلاع 2020/03/17، سا 18:00، متاح على الرابط التالي:

https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152

3- موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع، 2020/03/18، سا 14:06،

https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141

4- موقع سلطة ضبط السوق المالي، تاريخ الاطلاع 2020/03/25، سا 17:30.

https://www.cosob.org/ar/opcvm/

5- موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/03/22،سا 15:00ا
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154L,RU

6- موقع بورصة الجزائر ، تاريخ الاطلاع 2021/05/05متاح على الرابط التالي،:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145

7- موقع بورصة الجزائر. تاريخ الاطلاع2020/04/20، سا 12:59،
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148

8- موقع بورصة الجزائر، ،تاريخ الاطلاع: 2020/10/12، سا 11:37.
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147

9- موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/10/12، سا 11:05.
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147

10- موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/04/04، سا 15:06، متاح على الرابط التالي:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=176

11- الموقع الالكتروني لبورصة الأوراق المالية المصرية، . تاريخ الاطلاع 2020/10/13، سا 15:24.
https://www.egx.com.eg/ar/Committees.aspx

12- بورصة الأوراق المالية المصرية، ، تاريخ الاطلاع 2020/10/13 ، سا 15:45.
https://www.egx.com.eg/ar/Trading_System.aspx

13- الموقع الإلكتروني https://www.mubasher.info/markets/EGX/stocks/FNAR ، تاريخ الاطلاع 2020/11/01، سا 15:10.

14- الموقع الإلكتروني: https://www.mubasher.info/markets/EGX/stocks/ARCC ،تاريخ الاطلاع، 2020/11/01، سا 15:30.

15- الموقع الإلكتروني ، https://www.mubasher.info/markets/EGX/stocks/EMFD/profile ، تاريخ الاطلاع، 2020/11/01، سا 18:05

16- تاريخ الاطلاع 20 سبتمبر 2020 الساعة 19.08:
http://www.pcma.ps/authority/Collaboration/Pages/IOSCO.aspx .

17- خضر حسان، **قواعد وإجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية**، المعهد العربي للتخطيط، تاريخ الاطلاع 2020/02/20، سا 15:21:

https://www.arab-api.org/ar

18- الموقع الإلكتروني، https//m.easy-forex.com,idex.php تاريخ الاطلاع 09/15/ 2019، سا 10.56.

19- الموقع الإلكتروني، http://www.avatrad.ae/technical-analysis تاريخ الاطلاع 09/20/ 2019،سا 16:08.

20- محمد عواطف أيمن ، **مزايا وعيوب التمويل بالسندات**، تاريخ الاطلاع: 2020/12/20، سا 13:28، متاح على الرابط التالي:

https://ar.triangleinnovationhub.com/debentures-meaning-features

الملاحق

الملحق رقم (1): إجمالي بيانات التداول في بورصة الجزائر (2012–2017)

السوق	2012	2013	2014	2015	2016	2017
السوق الرسمي	36 038865	49116990	41 410340	1251956825	805500430	302261260
السوق السندي	637148095	51911000	107536000	7580000	–	–
سوق سندات الخزينة العمومية	502700000	–	8246328000	16978870360	11604764510	23746484050
المجموع (القيمة المتداولة)	1175886960	101027990	8395274340	18238407185	12410264940	24048745310
السوق الرسمي	49471	120681	90111	2213143	788860	468145
السوق السندي	118356	6908	11839	758	–	–
سوق سندات الخزينة العمومية	500	–	8215	116822	11835	26263
المجموع(حجم التداول)	168327	127589	110165	2230723	800695	494408

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

الملحق (02) الرسملة البورصية في بورصة الجزائر

السنوات	حجم التداول	القيم المتداولة	الرسملة البورصية
2012	49471	36038865	13028721575
2013	120681	49116990	13819991460
2014	90111	41410340	14793245795
2015	2213143	1251956825	15429078190
2016	788860	805500430	45778197740
2017	468145	30226260	40587792120

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

الملحق (03) إجماليات التداول في بورصة مصر خلال الفترة 2012-2017.

مؤشرات البورصة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
أولا: إجماليات التداول						
قيمة التداول (بالمليار جنيه)	**185**	**162**	**291**	**248**	**285**	**332**
السوق الرئيسي	166	146	265	226	265	296
أسهم	108	88	189	117	182	256
صفقات	20	29	8	20	6	21
سندات	38	29	67	89	78	18
بورصة النيل	0.2	0.75	0.8	0.6	0.9	0.7
خارج المقصورة	18.2	15	26	21	19	36
كمية التداول (بالمليار)	**34**	**29**	**57**	**45**	**69**	**78**
السوق الرئيسي	33	27	56	43	66	76
بورصة النيل^	0.08	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6
خارج المقصورة	1.4	1.7	1.3	1.8	2.0	1.4
عدد العمليات (بالمليون)	**6.2**	**4.8**	**7.3**	**4.9**	**6.0**	**7.0**
السوق الرئيسي	6.2	4.7	7.2	4.7	5.9	6.9
بورصة النيل	0.03	0.1	0.11	0.09	0.1	0.09
خارج المقصورة	0.04	0.02	0.06	0.03	0.03	0.03
متوسط قيمة التداول اليومي (بالمليون جنيه)	**518**	**428**	**883**	**567**	**820**	**1,183**
السوق الرئيسي (بدون صفقات أو سندات)	442	363	776	478	741	1,033
بورصة النيل	1	3	3	3	4	3
خارج المقصورة	75	62	104	86	76	147
معدل دوران السهم (%) **	***29**	***21**	***38**	***27**	***30**	***31**
عدد أيام التداول	**245**	**243**	**244**	**244**	**245**	**244**
ثانيا: أداء الشركات المقيدة في السوق الرئيسي						
عدد الشركات المقيدة	**213**	**212**	**214**	**221**	**222**	**222**
متوسط حجم الشركة (بالمليون جنيه) ***	**1,763**	**2,013**	**2,337**	**1,945**	**2,709**	**3,716**
عدد الشركات المتداولة	**204**	**206**	**206**	**217**	**213**	**213**
نسبة الشركات المتداولة من إجمالي الشركات المقيدة (%)	**96**	**97**	**96**	**97**	**96**	**96**
رأس المال السوقي نهاية العام (بالمليار جنيه) ****	**376**	**427**	**500**	**430**	**602**	**825**
رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%)	**24**	**21**	**25**	**22**	**25**	**30**
نصيب الأجانب غير العرب في إجمالي قيمة التداول (%)^^^	**20**	**19**	**13**	**19**	**16**	**18**
نصيب العرب في إجمالي قيمة التداول (%)^^^	**8**	**8**	**8**	**8**	**10**	**10**
ثالثا: أداء الشركات المقيدة في بورصة النيل						
عدد الشركات المقيدة	**22**	**24**	**33**	**31**	**32**	**32**
عدد الشركات المتداولة	**16**	**21**	**25**	**27**	**27**	**28**
رأس المال السوقي نهاية العام (بالمليار جنيه) ****	**1.05**	**1.4**	**1.1**	**1**	**1.4**	**1.2**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة مصر

الملحق رقم (04): الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2012–2013

ACTIF	NOTE	31/12/2013	31/12/2012	VAR
TOTAL ACTIF NON COURANT		**3 190 938**	**2 440 688**	**31%**
Immobilisations incorporelles nettes	**1**	**20 131**	**20 953**	**-4%**
Immobilisations incorporelles brutes		43 779	37 601	16%
Amortissement des immobilisations incorporelles		-23 647	-16 648	42%
Immobilisations corporelles nettes	**2**	**3 129 951**	**2 384 759**	**31%**
Terrains nets		398 571	398 571	0%
Terrains bruts		398 571	398 571	0%
Bâtiments nets		347 833	312 423	11%
Bâtiments bruts		447 994	392 342	14%
Amortissement des bâtiments		-100 161	-79 919	25%
Autres immobilisations corporelles nettes		2 237 445	1 596 060	40%
Autres immobilisations corporelles brutes		3 760 501	2 828 836	33%
Amortissement des autres immobilisations corporelles		-1 523 056	-1 232 776	24%
Immobilisations encours nettes		146 103	77 705	88%
Immobilisations encours brutes		146 103	77 705	88%
Immobilisations financières	**3**	**40 856**	**34 976**	**17%**
Prêts et autres actifs financiers non courants		3 060	5 010	-39%
Impôts différés actif		37 796	29 966	26%
TOTAL ACTIF COURANT		2 291 645	2 154 111	6%
Stocks et encours nets	**4**	**1 059 613**	**907 408**	**17%**
Stocks et encours nets		1 122 849	1 024 425	10%
Provisions de dépréciation des Stocks		-63 237	-117 017	-46%
Créances et emplois assimilés		1 057 668	1 063 842	-1%
Clients nets	**5**	**790 347**	**680 919**	**16%**
Clients bruts		928 052	818 936	13%
Provisions de clients		-137 705	-138 017	0%
Autres débiteurs	**6**	**172 860**	**162 783**	**6%**
Impôts et assimilés	**7**	**70 429**	**187 776**	**-62%**
Autres créances et emplois assimilés	**8**	**24 031**	**32 364**	**-26%**
Disponibilités et assimilés		**174 364**	**182 862**	**-5%**
Placements et autres actifs financiers courants		4 788	0	
Trésorerie	**9**	169 576	182 862	-7%
Provisions de dépréciation des disponibilités		0	0	
TOTAL GENERAL ACTIF		**5 482 583**	**4 594 800**	**19%**

المصدر: الموقع الرسمي لشركة أن سي أ رويبة

الملحق رقم (05): الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2012-2013

PASSIF	NOTE	31/12/2013	31/12/2012	VAR
CAPITAUX PROPRES		**1 754 898**	**1 585 472**	**11%**
Capital émis		849 195	849 195	0%
Capital non appelé		-	-	-
Primes et réserves		676 834	564 163	20%
Ecarts de réévaluations		-	-	-
Résultat net		228 870	168 603	36%
Autres capitaux propres		-	3 511	100%
PASSIFS NON COURANTS	**1**	**1 506 577**	**1 506 577**	**82%**
Emprunts et dettes financières	2	1 494 707	1 494 707	111%
Impôts (différés et provisionnées)		3 645	3 645	
Autres dettes non courantes		-	-	
Provisions et produits constatés d'avance	3	8 225	8 225	-93%
PASSIFS COURANTS		**2 221 108**	**2 221 108**	**2%**
Fournisseurs et comptes rattachés	4	1 334 091	1 334 091	19%
Impôts	5	172 217	172 217	1%
Autres dettes	**6**	**516 970**	**516 970**	**34%**
Échéances à moins d'un an sur emprunts bancaires à moyen terme		265 850	265 850	81%
Autres passifs		251 120	251 120	5%
Trésorerie passif	7	197 830	197 830	-61%
TOTAL GENERAL PASSIF		**5 482 583**	**5 482 583**	**19%**

المصدر: الموقع الرسمي الشركة أن سي أ رويبة

الملحق رقم (06): الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2014–2015

ACTIF	NOTE	2015 NET	2014 NET
ACTIF NON COURANT			
Immobilisations incorporelles	**4.1**	**27 151 416**	**13 181 038**
Immobilisations corporelles	**4.2**	**5 244 711 770**	**4 486 129 061**
Terrains		1 183 751 184	1 183 751 184
Bâtiments		751 767 309	797 757 546
Autres immobilisations corporelles		3 157 978 766	2 351 166 839
Immobilisations en concession		-	-
Immobilisations encours		151 214 512	153 453 493
Immobilisations financières	**4.3**	**30 694 806**	**54 539 112**
Autres participations et créances rattachées		-	-
Autres titres immobilisés		-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		2 034 391	1 614 391
Impôts différés actif		28 660 415	52 924 721
TOTAL ACTIF NON COURANT		**5 302 557 992**	**4 553 849 211**
ACTIF COURANT			
Stocks et encours	**4.4**	**1 164 305 624**	**1 043 003 061**
Créances et emplois assimilés		**1 633 134 795**	**1 386 693 346**
Clients	**4.5**	1 403 362 966	1 158 815 158
Autres débiteurs	**4.6**	80 974 412	134 907 092
Impôts et assimilés	**4.7**	97 145 337	65 911 892
Autres créances et emplois assimilés	**4.8**	51 652 079	27 059 205
Disponibilités et assimilés		**240 206 347**	**226 128 876**
Placements et autres actifs financiers courants		7 539 490	14 335 010
Trésorerie	**4.9**	232 666 857	211 793 866
TOTAL ACTIF COURANT		**3 037 646 766**	**2 655 825 284**
TOTAL GENERAL ACTIF		**8 340 204 758**	**7 209 674 495**

المصدر: الموقع الرسمي لشركة أن سي أ رويبة

الملحق رقم (07): الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2014-2015

PASSIF	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 030 016 538	820 783 885
Ecarts de réévaluation		-	-
Résultat net		188 985 195	310 853 613
Autres capitaux propres		-	282 440
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	**5.1**	**2 068 196 733**	**1 981 114 938**
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	**5.2**	3 117 402 307	2 676 780 567
Impôts (différés et provisionnées)	**5.3**	5 143 251	1 728 774
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	**5.3**	8 613 837	3 640 997
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		**3 131 159 396**	**2 682 150 338**
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	**5.4**	1 367 058 312	1 255 300 864
Impôts	**5.5**	40 632 773	163 080 164
Autres dettes	**5.6**	1 134 931 902	718 996 498
Trésorerie passif	**5.7**	598 225 643	409 031 693
TOTAL PASSIFS COURANTS		**3 140 848 630**	**2 546 409 218**
TOTAL GENERAL PASSIF		**8 340 204 758**	**7 209 674 495**

المصدر: الموقع الرسمي شركة أن سي أ رويبة

الملحق رقم (08): الميزانية المالية (جانب الأصول) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2016-2017

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS					
ACTIF	**NOTE**	**2017 BRUT**	**2017AMO&PROV**	**2017 NET**	**2016 NET***
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	**4.1**	**92 865 682**	**59 039 534**	**33 826 148**	**28 075 741**
Immobilisations corporelles	**4.2**	**8 907 092 853**	**3 579 799 924**	**5 327 292 929**	**5 686 914 402**
Terrains		1 183 751 184	0	1 183 751 184	1 183 751 184
Bâtiments		922 838 083	263 177 272	659 660 811	705 651 060
Autres immobilisations corporelles		6 787 766 703	3 316 622 652	3 471 144 052	3 082 701 497
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations encours		12 736 882	0	12 736 882	714 810 661
Immobilisations financières	**4.3**	**113 301 317**	**0**	**113 301 317**	**27 549 692**
Autres participations et créances rattachées		0	0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		775 000	0	775 000	1 907 916
Impôts différés actif		112 526 317	0	112 526 317	25 641 777
TOTAL ACTIF NON COURANT		**9 113 259 852**	**3 638 839 458**	**5 474 420 394**	**5 742 539 835**
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	**4.4**	**1 298 871 559**	**119 541 388**	**1 179 330 172**	**981 513 129**
Créances et emplois assimilés		**2 090 946 596**	**182 450 329**	**1 908 496 267**	**2 435 117 695**
Clients	4.5	1 956 926 614	182 450 329	1 774 476 285	2 360 103 963
Autres débiteurs	4.6	52 269 968	0	52 269 968	20 196 464
Impôts et assimilés	4.7	68 623 477	0	68 623 477	36 676 419
Autres créances et emplois assimilés	4.8	13 126 537	0	13 126 537	18 140 849
Disponibilités et assimilés		**132 516 862**	**0**	**132 516 862**	**121 221 865**
Placements et autres actifs financiers courants	4.9	6 371 400	0	6 371 400	7 114 730
Trésorerie	4.10	126 145 462	0	126 145 462	114 107 135
TOTAL ACTIF COURANT		**3 522 335 017**	**301 991 717**	**3 220 343 300**	**3 537 852 689**
TOTAL GENERAL ACTIF		**12 635 594 869**	**3 940 831 174**	**8 694 763 694**	**9 280 392 524**

Etats financiers retraités

المصدر: الموقع الرسمي شركة أن سي أ رويبة

الملحق رقم (09): الميزانية المالية (جانب الخصوم) لمؤسسة رويبة nca سنتي 2016–2017

BILAN ARRETE AU 31.12.2017
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2017	31.12.2016*
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 222 871 347	1 091 622 483
Ecarts de réévaluation		-	-
Résultat net		(702 610 250)	130 675 438
Autres capitaux propres		-	573 426
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	**5.1**	**1 369 456 097**	**2 072 066 347**
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	**5.2**	2 486 785 886	2 903 896 190
Impôts (différés et provisionnées)	**5.3**	10 995 189	9 230 686
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	**5.3**	15 746 232	9 563 188
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		**2 513 527 307**	**2 922 690 065**
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	**5.4**	1 970 597 393	1 809 080 211
Impôts	**5.5**	3 194 534	19 201 886
Autres dettes	**5.6**	135 485 524	242 902 928
Trésorerie passif	**5.7**	2 702 502 840	2 214 451 087
TOTAL PASSIFS COURANTS		**4 811 780 290**	**4 285 636 112**
TOTAL GENERAL PASSIF		**8 694 763 694**	**9 280 392 524**

Etats financiers retraités

المصدر: الموقع الرسمي شركة أن سي أ رويبة

الملحق رقم (10): الميزانية المالية لمؤسسة FNARسنتي 2012-2013

شركة الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد والتصدير
" شركة مساهمه مصريه "
خاضعة لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981 وتعديلاته
قائمة المركز المالي في 31 ديسمبر 2013
****

البيـــــــان	ايضاح رقم	2013 /12 /31 جنيه مصرى	2012 /12 /31 جنيه مصرى
الأصول طويلة الأجل			
أصول ثابتة بالصافى	3	6,080,536	5,259,729
مجموع الأصول طويلة الأجل		**6,080,536**	**5,259,729**
الأصول المتداولة			
مخـــــزون	4	19,472	-
أعمال تحت التنفيذ	5	961,397	-
مدينون وأرصدة مدينة اخري	6	1,747,501	2,077,019
أصول ضريبية مستحقة	7	143,011	75,850
نقدية بالصندوق والبنوك	8	690,322	2,552,034
مجموع الأصول المتداولة		**3,561,703**	**4,704,903**
الإلتزامات المتداولة			
دائنون وأرصدة دائنة أخرى	9	707,810	1,041,249
إلتزامات ضريبية مستحقة	10	29,718	173,366
مجموع الإلتزامات المتداولة		**737,528**	**1,214,615**
رأس المال العامـــل		**2,824,175**	**3,490,288**
إجمالي الاستثمـــار ويتم تمويله على النحو التالى :-		**8,904,711**	**8,750,017**
حقوق المساهمين			
رأس المال المدفوع	11	8,000,000	8,000,000
إحتياطى قانونى		36,777	9,306
أرباح مرحلة	12	698,764	176,824
صافي الربح		130,150	549,411
إجمالي حقوق المساهمين		**8,865,691**	**8,735,541**
الإلتزامات طويلة الأجل			
إلتزامات ضريبية مؤجلة	13	39,020	14,476
إجمالي تمويل رأس المال العامل و الأصول طويلة الأجل		**8,904,711**	**8,750,017**

- الإيضاحات المتممة تعتبر جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية وتقرأ معها ويتم الإفصاح عن تفاصيل كل حساب بالإيضاحات المتممة للقوائم المالية وفقاً لمتطلبات الإفصاح الواردة بمعايير المحاسبة المصرية
- تقرير مراقب الحسابات مرفق .

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والتصدير

الملحق رقم (11): الميزانية المالية لمؤسسة FNARسنتي 2014-2015

شركة الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والإستيراد والتصدير
" شركة مساهمه مصريه "
خاضعة لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981 وتعديلاته
قائمة المركز المالي عن السنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2015
****

	إيضاح رقم	2015/12/31 جنيه مصرى	2014 /12 /31 جنيه مصرى
الأصول طويلة الأجل			
أصول ثابتة بالصافى	3	6,971,908	6,160,446
مجموع الأصول طويلة الأجل		**6,971,908**	**6,160,446**
الأصول المتداولة			
مخـــزون		-	19,633
أعمال تحت التنفيذ	4	-	98,737
مدينون وأرصدة مدينة اخري	5	2,428,864	2,728,252
نقدية بالصندوق والبنوك	6	140,089	178,092
مجموع الأصول المتداولة		**2,568,953**	**3,024,714**
الالتزامات المتداولة			
دائنون وأرصدة دائنة آخرى	7	337,080	166,229
إلتزامات ضريبية مستحقة	8	53,578	41,328
مجموع الإلتزامات المتداولة		**390,658**	**207,557**
رأس المال العامـــل		2,178,295	2,817,157
إجمالي الاستثمـــار ويتم تمويله على النحو التالى :-		**9,150,203**	**8,977,603**
حقوق الملكية			
رأس المال المدفوع	9	8,000,000	8,000,000
إحتياطى قانونى		46,849	43,285
أرباح مرحلة	10	890,129	822,406
صافي الربح		135,293	71,287
إجمالي حقوق الملكية		**9,072,271**	**8,936,978**
الالتزامات طويلة الأجل			
إلتزامات ضريبية مؤجلة	11	77,932	40,625
إجمالي الإستثمار		**9,150,203**	**8,977,603**

- الإيضاحات المتممة تعتبر جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية وتقرأ معها ويتم الإفصاح عن تفاصيل كل حساب بالايضاحات المتممة للقوائم المالية وفقاً لمتطلبات الإفصاح الواردة بمعايير المحاسبة المصرية .
- تقرير مراقب الحسابات مرفق .

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والتصدير

الملحق رقم (12): الميزانية المالية لمؤسسة FNARسنتي 2016–2017

شركة الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والإستيراد والتصدير
" شركة مساهمه مصريه "
خاضعة لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وتعديلاته
قائمة المركز المالي في ٣١ ديسمبر ٢٠١٧
****

	ايضاح رقم	٢٠١٧/١٢/٣١ جنيه مصرى	٢٠١٦/١٢/٣١ جنيه مصرى
الأصول الغير متداولة			
أصول ثابتة بالصافى	(٣-٢/٤)	٦,٣٨٦,٩٨٤	٦,٠٣٥,٨٢١
أصول ضريبية مؤجلة	(٩-٢/١٢)	٣٦,٩٧٣	٦٣,٥٠٧
مجموع الأصول الغير متداولة		٦,٤٢٣,٩٥٧	٦,٠٩٩,٣٢٨
الأصول المتداولة			
العملاء	(٢/٨)	٢,٠٢٧,٦٦٨	٤,٠٤٥,٦٠٠
أعمال تحت التنفيذ	٤	٣٧٠,٧٢٤	٢٦١,٥١٢
مدينون وأرصدة مدينة اخري	(٥-٢/٨)	٤,٥٨٧,٨٧١	٣,١٠٩,٣٣٤
النقدية وما فى حكمها	(١٠-٢/١٣)	٣٢,٣٤٤	٥٩٢,٢٨٣
مجموع الأصول المتداولة		٧,٠١٨,٦٠٧	٨,٠٠٨,٧٢٩
مجموع الاصول		١٣,٤٤٢,٥٦٤	١٤,١٠٨,٠٥٧
الالتزامات وحقوق الملكية			
حقوق الملكية			
رأس المال المدفوع	٧	٨,٠٠٠,٠٠٠	٨,٠٠٠,٠٠٠
إحتياطى قانونى		٩٨,٧٨٤	٥٣,٦١٤
أرباح مرحلة	٨	١,٨٧٦,٨٧٧	١,٠١٨,٦٥٧
صافي الربح		٦٨٩,٧٧٦	٩٠٣,٣٩٠
مجموع حقوق الملكية		١٠,٦٦٥,٤٣٧	٩,٩٧٥,٦٦١
الالتزامات المتداولة			
دائنون وأرصدة دائنة أخرى	(١٠-٢/٩)	٢,٤٩٠,٦١٣	٣,٦٢٦,٣٢٤
إلتزامات ضريبية مستحقة	١١	٢٨٦,٥١٤	٥٠٦,٠٧٢
مجموع الالتزامات المتداولة		٢,٧٧٧,١٢٧	٤,١٣٢,٣٩٦
مجموع الالتزامات وحقوق الملكيه		١٣,٤٤٢,٥٦٤	١٤,١٠٨,٠٥٧

- الإيضاحات المتممة تعتبر جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية وتقرأ معها ويتم الإفصاح عن تفاصيل كل حساب بالايضاحات المتممة للقوائم المالية وفقاً لمتطلبات الإفصاح الواردة بمعايير المحاسبة المصرية .
تقرير مراقب الحسابات مرفق .

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والتصدير

الملحق رقم (13): الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة بيوفارم للسنوات 2012-2013-2014

ACTIF (en millions de dinars)	2012	2013	2014
ACTIFS NON COURANTS			
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif			
Immobilisations incorporelles	29	22	22
Immobilisations corporelles			
Terrains	2 452	1 532	1 532
Bâtiments	716	567	749
Autres immobilisations corporelles	323	527	1 004
Immobilisations en concession	0		
Immobilisations encours	136	501	109
Immobilisations financières			
Titres mis en équivalence			
Autres participations et créances rattachées	0		
Autres titres immobilisés			
Prêts et autres actifs financiers non courants	112	224	233
Impôts différés actif	32	43	88
TOTAL ACTIF NON COURANT	3 800	3 416	3 737
ACTIF COURANT			
Stocks et encours	11 360	13 784	12 886
Créances et emplois assimilés			
Clients	7 666	11 348	12 695
Autres débiteurs	86	731	786
Impôts et assimilés	413	819	123
Autres créances et emplois assimilés			28
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants	117		
Trésorerie	2 038	1 491	2 363
TOTAL ACTIF COURANT	21 680	28 172	28 880
TOTAL GENERAL ACTIF	25 480	31 588	32 617

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة بيوفارم الجزائر

الملحق رقم (14): الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة بيوفارم للسنوات 2012-2013-2014

PASSIF (en millions de dinars)	2012	2013	2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	3 000	5 104	5 104
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés	5 092	3 142	5 948
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence			
Résultat net - Résultat net du groupe	2 615	3 395	3 854
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Part de la société consolidante			
Part des minoritaires			
TOTAL I	10 707	11 642	14 907
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières	298	319	968
C/C associés non courants	1 692	1 850	1 480
Impôts (différés et provisionnés)	1	26	5
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance	570	414	212
TOTAL II	2 561	2 609	2 665
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	9 497	13 368	12 067
Impôts & Taxes exploitation	934	1 030	393
Autres dettes	901	1 489	1 337
Trésorerie passif	880	1 452	1 250
TOTAL III	12 212	17 338	15 046
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	25 480	31 588	32 617

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة بيوفارم الجزائر

الملحق رقم (15): الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة بيوفارم سنتي 2014–2015

LIBELLE	BRUT 2015	AMO/PROV 2015	NET 2015	NET 2014	VARIATION
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	280 687 484	220 488 312	60 199 172	22 238 787	37 960 385
Immobilisations corporelles					
Terrains	1 532 487 550		1 532 487 550	1 532 487 550	
Bâtiments	1 514 374 612	738 760 900	815 613 712	748 585 961	67 027 751
Autres immobilisations corporelles	2 758 538 504	1 749 133 419	1 019 405 085	1 083 671 643	15 733 443
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours	282 386 348		282 386 348	109 311 984	173 074 363
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants	289 520 996		289 520 995	233 483 681	56 037 315
Impôts différés actif	87 522 687		87 522 687	87 631 864	-109 177
Comptes de liaison					
TOTAL ACTIF NON COURANT	6 855 518 182	2 768 382 631	4 087 135 551	3 737 411 471	349 724 080
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	13 952 634 561	595 297 973	13 357 336 588	12 886 106 870	481 229 718
Créances et emplois assimilés					
Clients	14 706 803 159	542 463 082	14 164 340 087	12 634 947 654	1 459 392 433
Autres débiteurs	895 204 731		895 204 731	786 072 843	109 131 887
Impôts et assimilés	336 243 295		336 243 295	122 705 539	213 537 756
Autres créances et emplois assimilés				27 523 089	-27 523 089
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	5 345 545 993		5 345 545 993	2 362 561 897	2 982 981 095
TOTAL ACTIF COURANT	35 246 431 748	1 137 761 055	34 108 670 693	28 879 920 812	5 228 749 882
TOTAL GENERAL ACTIF	42 101 949 930	13 906 143 686	38 195 806 244	32 617 332 282	5 578 473 962

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة بيوفارم.

الملحق رقم (16): الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة بيوفارم سنتي 2014–2015

LIBELLE	Net 31-12-15	Net 31-12-14	VARIATION
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	5 104 375 000	5 104 375 000	
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	6 396 030 334	5 947 829 615	448 200 719
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	4 453 571 856	3 854 368 188	599 203 668
Autres capitaux propores - Report à nouveau	3 298 165 043		3 298 165 043
TOTAL I	19 252 142 233	14 906 572 803	4 345 569 430
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières	880 422 450	967 604 509	-87 182 059
Impôts (différés et provisionnés)	11 723 546	4 629 978	7 093 568
Autres dettes non courantes		0	
Provisions et produits constatés d'avance	76 450 802	212 469 415	-136 018 613
TOTAL II	968 596 798	1 184 703 902	-216 107 105
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés	13 397 281 757	12 066 505 362	1 330 776 395
Impôts	604 864 872	416 976 132	187 888 740
Autres dettes	2 376 897 941	2 792 284 478	-415 386 537
Trésorerie passif	1 596 022 642	1 250 289 604	345 733 038
TOTAL III	17 975 067 213	16 526 055 577	1 449 011 636
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	38 195 806 244	32 617 332 282	5 578 473 962

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة بيوفارم

الملحق رقم (17): الميزانية المالية (الأصول) لمؤسسة بيوفارم سنتي 2016–2017

BILAN (ACTIF) CONSOLIDE

LIBELLE	BRUT	AMO/PROV	NET 2017	NET 2016
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	330 076 830	252 950 556	77 126 273	68 448 897
Immobilisations corporelles				
Terrains	1 532 487 549		1 532 487 549	1 532 487 549
Bâtiments	1 578 647 540	906 301 354	672 346 186	798 102 797
Autres immobilisations corporelles	3 917 101 498	2 161 773 984	1 755 327 514	1 393 890 499
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours	159 465 135		159 465 135	51 734 077
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées	4 804 000		4 804 000	4 804 000
Autres titres immobilisés	50 000 000		50 000 000	50 000 000
Prêts et autres actifs financiers non courants	171 559 072		171 559 072	285 736 387
Impôts différés actif	237 588 053		237 588 053	88 092 596
TOTAL ACTIF NON COURANT	**7 981 729 679**	**3 321 025 894**	**4 660 703 785**	**4 273 296 804**
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	18 032 992 839	390 448 791	17 642 544 047	13 565 901 648
Créances et emplois assimilés				
Clients	17 389 472 209	388 791 747	17 000 680 461	14 849 463 750
Autres débiteurs	3 265 215 660		3 265 215 660	1 601 406 534
Impôts et assimilés	115 144 805		115 144 805	419 604 287
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	147 146 963		147 146 963	
Trésorerie	5 761 374 957		5 761 374 957	5 545 508 240
TOTAL ACTIF COURANT	**44 711 347 435**	**779 240 539**	**43 932 106 895**	**35 981 884 461**
TOTAL GENERAL ACTIF	**52 693 077 115**	**4 100 266 434**	**48 592 810 680**	**40 255 181 266**

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة بيوفارم

الملحق رقم (18): الميزانية المالية (الخصوم) لمؤسسة بيوفارم سنتي 2016–2017

BILAN(PASSIF) CONSOLIDE

LIBELLE	2017	2016
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	8 242 335 959	5 721 193 070
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	6 498 667 964	5 552 092 789
Autres capitaux propres - Report à nouveau	8 266 008 327	6 920 096 727
Part de la société consolidante (1)	**27 941 842 568**	**23 166 468 918**
Part des minoritaires (1)	**169 544 683**	**131 288 668**
TOTAL I	**28 111 387 251**	**23 297 757 587**
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	368 427 245	620 177 696
Impôts (différés et provisionnés)	150 871 602	24 186 219
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	18 517 588	64 886 113
TOTAL II	**537 816 436**	**709 250 030**
PASSIFS COURANTS :		
Fournisseurs et comptes rattachés	15 086 479 693	12 532 748 319
Impôts	476 678 609	872 956 150
Autres dettes	2 421 458 816	2 408 723 545
Trésorerie passif	1 958 989 873	433 745 633
TOTAL III	**19 943 606 992**	**16 248 173 648**
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	**48 592 810 680**	**40 255 181 266**

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة بيوفارم

الملحق رقم (19): الميزانية المالية لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2012-2013

(جميع المبالغ بالجنيه المصري)	إيضاح	٢٠١٣	٢٠١٢
الأصول غير المتداولة			
الأصول الثابتة – بالصافى	٥	٢,٦٤٦,٦٨٩,٨٧٨	٢,٧٩٦,٢٧٢,١٩٩
مشروعات تحت التنفيذ	٦	١٣٨,٤٣٥,٠٤٥	٨,٩٠٤,١٠٦
أصول غير ملموسة - بالصافى	٧	١٥٤,١٨٢,٢٥٨	١٧٦,٧٠٢,٢٥٧
استثمارات فى شركات تابعة	٨	٩,١٧٦,٣٠٧	٩,١٧٦,٣٠٧
استثمارات فى شركات مشتركة	٩	٣١,٢٥٠	-
إجمالي الأصول غير المتداولة		٢,٩٤٨,٥١٤,٧٣٨	٢,٩٩١,٠٥٤,٨٦٩
الأصول المتداولة			
المخزون	١٠	٩٦,١٦٧,٩٤١	٦٧,٣٢٨,٣٦٢
مدينون وأرصدة مدينة أخرى	١١	٣٥,١٩٣,٠٢٧	٣٣٥,٥٠٧,٢٩٤
مستحق من أطراف ذات علاقة	١٢	١٧,٢٣٣,٦١٦	١٠,٦٩٣,٢٥٨
نقدية وأرصدة لدى البنوك	١٣	١٥٧,٩٢٤,١٤٥	١٦١,٠٥٨,٢٧٧
إجمالي الأصول المتداولة		٣٠٦,٥١٨,٧٢٩	٥٧٤,٥٨٧,١٩١
الالتزامات المتداولة			
المخصصات	١٤	٧,١١٠,٨٢٩	٩٢٤,٦٦٥
التزامات ضرائب الدخل الجارية		٥١٨,٢٧٨	-
دائنون تجاريون وأرصدة دائنة أخرى	١٥	٣١٤,٤٩١,٦١٠	٢٤١,٩٦١,٤٣٥
مستحق لأطراف ذات علاقة	١٢	١,٩٢١,٦٤٩	٨٠٠,٠١٦
الجزء المتداول من القروض	١٦	٣٣٧,٩٧٠,٥١٥	٣٤٦,٨٤٨,٤٨٠
الجزء المتداول من الالتزامات طويلة الأجل	١٧	٦٩,٤٣٨,٠٠٠	٦٩,٤٣٨,٠٠٠
إجمالي الالتزامات المتداولة		٧٣١,٤٥٠,٨٨١	٦٥٩,٩٧٢,٥٩٦
صافى العجز فى رأس المال العامل		(٤٢٤,٩٣٢,١٥٢)	(٨٥,٣٨٥,٤٠٥)
إجمالي الاستثمار		٢,٥٢٣,٥٨٢,٥٨٦	٢,٩٠٥,٦٦٩,٤٦٤
يتمثل في :			
حقوق الملكية			
رأس المال المدفوع	١٨	٧٥٧,٤٧٩,٤٠٠	٧٥٧,٤٧٩,٤٠٠
احتياطى قانونى	١٩	١١٨,٧٧٩,٩٨٦	٧٦,٩٢٦,٠٥١
أرباح مرحلة		٢١٣,٠٩٥,٣٩١	٣٥٩,٢٦٢,٠٠٢
إجمالي حقوق الملكية		١,٠٨٩,٣٥٤,٧٧٧	١,١٩٣,٦٦٧,٤٥٣
الالتزامات غير المتداولة			
قروض	١٦	٥٢٠,٦٨٠,٩٤٧	٧٨٧,٥٤٥,٣٠٥
التزامات ضريبية مؤجلة	٢٠	٣٣٦,٩٩١,٤٤٦	٣١٧,٠٩٤,٧٠٦
التزامات طويلة الأجل	١٧	٥٧٦,٥٥٥,٤١٦	٦٠٧,٣٦٢,٠٠٠
إجمالي الالتزامات غير المتداولة		١,٤٣٤,٢٢٧,٨٠٩	١,٧١٢,٠٠٢,٠١١
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات غير المتداولة		٢,٥٢٣,٥٨٢,٥٨٦	٢,٩٠٥,٦٦٩,٤٦٤

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة الشركة العربية للاسمنت

الملحق رقم (20): الميزانية المالية لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2014-2015

في ٣١ ديسمبر ٢٠١٥

	إيضاح رقم	٣١ ديسمبر ٢٠١٥ جنيه مصرى	٣١ ديسمبر ٢٠١٤ جنيه مصرى
الأصول طويلة الأجل			
الأصول الثابتة (بالصافى)	(٥)	٢ ٥٣٤ ٠٧٨ ٦٧٥	٢ ٦٦٥ ٣٤٩ ٤٠٧
مشروعات تحت التنفيذ	(٦)	١٢٤ ٧٥٦ ٨٠٧	٩٨ ٤١٤ ٢٤٣
الأصول غير الملموسة (بالصافى)	(٧)	١٠٩ ١٤٢ ٢٥٩	١٣١ ٦٦٢ ٢٥٩
إستثمارات فى شركات تابعة	(٨)	٢٠ ٩٧٦ ٣٠٧	٩ ١٧٦ ٣٠٧
إستثمارات فى شركات مشتركة	(٩)	١٢٥ ٠٠٠	٣١ ٢٥٠
إجمالى الأصول طويلة الأجل		٢ ٧٨٩ ٠٧٩ ٠٤٨	٢ ٩٠٤ ٩٣٣ ٤٩٦
الأصول المتداولة			
المخزون	(١٠)	١٩٩ ٠٤٢ ٦٣٤	٢٠١ ٠٣٨ ٢٢٠
مدينون وأرصدة مدينة أخرى	(١١)	٥٨ ٥٩٦ ٦٧٦	٥٠ ٧٧٠ ٢٠١
المستحق من الشركات التابعة والأطراف ذات العلاقة	(١٢)	١٤ ٩٢٦ ٨٩٧	١٧ ٣٥٣ ٤٤٣
نقدية بالخزينة ولدى البنوك	(١٣)	٣٦٤ ٨٣٨ ٦٨٦	١٥٩ ٠٦٠ ٤٤٧
إجمالى الأصول المتداولة		٦٣٤ ٤٠٤ ٨٩٣	٤٢٥ ٢٢٢ ٣١١
الإلتزامات المتداولة			
مخصصات	(١٤)	١٥ ٨٤٣ ٩٢٣	٨ ٧٧٠ ٠٦٩
ضريبة الدخل الجارية	(٢٥)	٧١ ٥٥٦ ١٨٨	١٣٤ ٩٢٣ ٣٤٥
دائنون وأرصدة دائنة أخرى	(١٥)	٥٢٢ ٣١٢ ٠٠٤	٣٣٤ ١٢٦ ٦٧٥
المستحق الى الشركات التابعة والأطراف ذات العلاقة	(١٢)	٥٢ ٢١٩ ٢٠٣	٥ ٥٥٨ ٣٢٣
الجزء المتداول من القروض طويلة الأجل	(١٦)	٢٠٦ ٢٩٧ ٤٠٠	٢٩٤ ٠٦٥ ٣٣٨
الجزء المتداول من الإلتزامات الأخرى طويلة الأجل	(١٧)	٨٦ ٤٣٠ ٠٠٠	٧٧ ٩٣٤ ٠٠٠
إجمالى الإلتزامات المتداولة		٩٥٤ ٦٥٨ ٧١٨	٨٥٥ ٣٧٧ ٧٥٠
(زيادة الإلتزامات المتداولة عن الأصول المتداولة)		(٣٢٠ ٢٥٣ ٨٢٥)	(٤٣٠ ١٥٥ ٤٣٩)
إجمالى الإستثمار		٢ ٤٦٨ ٨٢٥ ٢٢٣	٢ ٤٧٤ ٤٧٨ ٠٢٧
يتم تمويله على النحو التالى:			
حقوق الملكية			
رأس المال المصدر والمدفوع	(١٨)	٧٥٧ ٤٧٩ ٤٠٠	٧٥٧ ٤٧٩ ٤٠٠
إحتياطي قانوني	(١٩)	١٥٦ ٠٩٣ ٠٤٢	١٢٩ ٤٤٧ ٥٨٩
أرباح مرحلة	(٣٠)	١٧٨ ٦٢٦ ٨٧٦	٣٥ ٠٥٨ ٩٩٣
صافى أرباح العام		٢٨٩ ٤٤٣ ٢٩٣	٣٧٣ ١٣٠ ٥٦٤
إجمالى حقوق المساهمين		١ ٣٨١ ٦٤٢ ٦١١	١ ٢٩٥ ١١٦ ٥٤٦
إلتزامات طويلة الأجل			
قروض	(١٦)	٣٥٧ ٥٨٤ ٢٣٧	٣٤١ ٧٣٩ ٧٧٠
إلتزامات ضريبية مؤجلة	(٢٠)	٣٢٩ ٢٠٨ ٣٧٥	٣٥١ ١١٨ ٩٩٩
الإلتزامات الأخرى	(١٧)	٤٠٠ ٣٩٠ ٠٠٠	٤٨٦ ٥٠٢ ٧١٢
إجمالي الإلتزامات طويلة الأجل		١ ٠٨٧ ١٨٢ ٦١٢	١ ١٧٩ ٣٦١ ٤٨١
إجمالي تمويل رأس المال العامل والأصول طويلة الأجل		٢ ٤٦٨ ٨٢٥ ٢٢٣	٢ ٤٧٤ ٤٧٨ ٠٢٧

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة الشركة العربية للاسمنت

الملحق رقم (21): الميزانية المالية(أصول) لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2016-2017

الشركة العربية للأسمنت - "شركة مساهمة مصرية"
قائمة المركز المالي المستقلة
في 31 ديسمبر 2017

جنيه مصري	إيضاح رقم	31 ديسمبر 2017	31 ديسمبر 2016 معدلة
الأصول			
الأصول غير المتداولة			
الأصول الثابتة	11	2 356 184 632	2 516 798 377
مشروعات تحت التنفيذ	12	249 232 824	17 670 237
الأصول غير الملموسة	13	396 151 869	446 828 118
إستثمارات فى شركات تابعة	14	37 476 057	21 226 057
إستثمارات في مشروع مشترك	15	125 000	125 000
إجمالي الأصول غير المتداولة		**3 039 170 382**	**3 002 647 789**
الأصول المتداولة			
المخزون	16	252 820 286	276 298 105
مدينون تجاريون	17	--	11 270 053
مدينون وأرصدة مدينة أخري	18	77 821 035	91 510 565
المستحق من الأطراف ذات العلاقة	30	9 388 845	13 488 544
أرصدة النقدية والبنوك	19	117 204 564	130 477 594
إجمالي الأصول المتداولة		**457 234 730**	**523 044 861**
إجمالي الأصول		**3 496 405 112**	**3 525 692 650**

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة الشركة العربية للاسمنت

الملحق رقم (22): الميزانية المالية(الخصوم) لمؤسسة العربية للاسمنت سنتي 2016-2017

الشركة العربية للأسمنت - "شركة مساهمة مصرية"
قائمة المركز المالي المستقلة
عن السنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2017

جنيه مصري	إيضاح رقم	31 ديسمبر 2017	31 ديسمبر 2016 معدلة
حقوق الملكية			
رأس المال والاحتياطيات			
رأس المال المصدر والمدفوع	20	757 479 400	757 479 400
إحتياطي قانوني	21	209 622 582	185 037 371
الأرباح المرحلة	22	337 441 529	349 798 741
إجمالي حقوق الملكية		**1 304 543 511**	**1 292 315 512**
الإلتزامات غير المتداولة			
قروض	23	601 101 209	463 562 238
أوراق دفع	24	7 000 000	--
إلتزامات ضريبية مؤجلة	3-9	335 984 957	338 733 747
الإلتزامات الأخرى	26	92 968 685	196 149 919
إجمالي الإلتزامات غير المتداولة		**1 037 054 851**	**998 445 904**
الإلتزامات المتداولة			
دائنون تجاريون	24	444 906 945	343 566 759
تسهيلات إئتمانية	1-23	290 586 491	64 417 675
ضريبة الدخل الجارية	2-9	--	116 414 725
الجزء المتداول من القروض طويلة الاجل	23	167 535 000	371 986 732
الجزء المتداول من الإلتزامات الأخرى طويلة الاجل	26	114 462 000	146 462 000
دائنون وإرصدة دائنة أخري	28	113 753 476	174 444 914
المستحق لأطراف ذات علاقة	30	7 880 187	8 455 289
مخصصات	25	15 682 651	9 183 140
إجمالي الإلتزامات المتداولة		**1 154 806 750**	**1 234 931 234**
إجمالي الإلتزامات		**2 191 861 601**	**2 233 377 138**
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات		**3 496 405 112**	**3 525 692 650**

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة الشركة العربية للاسمنت

الملحق رقم (23): الميزانية المالية لمؤسسة إعمار مصر للتنمية سنتي 2012–2013

شركة إعمار مصر للتنمية (شركة مساهمة مصرية)

الميزانية

في ٣١ ديسمبر ٢٠١٣

	ايضاح	٢٠١٣ جنيه مصري	٢٠١٢ جنيه مصري
اصول غير متداولة			
أصول ثابتة	(٣)	٤٥٩,٣٤٨,٠٢٣	٤٧٤,٢٦٥,٦٧٩
أصول ثابتة تحت الانشاء	(٤)	٥,٤٣٨,٦٤٦	٨,٢٣٣,٢٩٥
استثمار عقاري	(٥)	١١,٤٣١,٦١٦	-
اصول ضريبيه مؤجله	(١٩)	٦٩,٨٠٨,٣٥٤	-
إجمالي أصول غير متداولة		٥٤٦,٠٢٦,٦٣٩	٤٨٢,٥٩٨,٩٧٤
اصول متداولة			
عقارات لغرض التطوير	(٦)	٩,٨٩٨,٥٠٥,٤٣٩	٨,٩١٠,٣١٨,٧٥٠
عملاء	(٧)	٦٣٤,٨٠٨,٧١٧	٥٢١,٨٧٥,٤٢٣
مستحق من أطراف ذات علاقة	(٢٩)	٤١,٤٣٩	٤١,٤٣٩
مستحق من مصلحه الضرائب		٣٢٩,٧٦٢	-
مصروفات مدفوعة مقدماً وأرصدة مدينة اخرى	(٨)	٢٦٤,٠٢٩,٥٠٤	٣٤٣,٤١٨,٠٣٥
النقدية بالصندوق ولدى البنوك	(٩)	٣٠٨,٠٥٥,٧٢٤	١٥١,٧٦٣,٠٦٩
إجمالي الأصول المتداولة		١١,١٠٥,٧٧٠,٥٨٥	٩,٩٢٧,٤١٦,٧١٦
إلتزامات متداولة			
مخصصات	(١١)	٣٠١,٤٠٣,٦٨٢	٢٦٧,٦٨٤,٢٥٦
تسهيلات ائتمانية	(١٣)	١,٦٣٩,٩٩١,٩٢٢	١,٥٤٢,٧٦٧,٧٤١
موردون ، مصروفات مستحقة وأرصدة دائنة أخرى	(١٤)	٩٤٥,١٩٥,٤٦٩	٩٢٦,٥٩٧,٥٢٣
مستحق الي مصلحة الضرائب	(١٥)	١٢,١٧٠,٥٠٥	٦,٦٦٠,١٦٦
عملاء دفعات مقدمة	(١٠)	٥,٠٥٥,٨٤٧,٩١٥	٤,٥٥٣,٨٠٤,٣٠٣
دائنو شراء أراضي	(١٢)	١٥٦,٩٠٩,٩٤٠	٣٢٦,٦٤٢,١٨٠
قروض قصيرة الأجل	(٢٠)	٤٣٤,٧١٨,٨٧١	٢٥٣,٩٩٠,١٣٠
مستحق إلي أطراف ذات علاقة	(٢٩)	١,٧٩٩,٢٦٦,٧٠٠	١,٤٧٤,١١٩,٧٣٩
إجمالي التزامات متداولة		١٠,٣٤٥,٥٠٥,٠٠٤	٩,٣٥٢,٢٦٦,٠٣٨
رأس المال العامل		٧٦٠,٢٦٥,٥٨١	٥٧٥,١٥٠,٦٧٨
اجمالي الأستثمار		١,٣٠٦,٢٩٢,٢٢٠	١,٠٥٧,٧٤٩,٦٥٢
يتم تمويله علي النحو التالي:			
حقوق الملكية			
رأس المال المدفوع	(١٦)	٨٧٨,٣٣٨,٠٠٠	٦٩٩,٢٦٩,٠٠٠
إحتياطي قانوني	(١٧)	١٩٦,٤٩١	١٩٦,٤٩١
مدفوعات تحت حساب زيادة راس المال	(١٦)	١١٩,٥٤٤,٠٠٠	١٧٩,٠٦٩,٠٠٠
(خسائر متراكمة)		(٤١٣,٥٠٧,٧٣٩)	(٣١٤,٧٧٦,١٨١)
أرباح / (خسائر) العام		١,٠٢٦,٢٤٥	(٩٨,٧٣١,٥٥٨)
اجمالي حقوق الملكية		٥٨٥,٥٩٦,٩٩٧	٤٦٥,٠٢٦,٧٥٢
التزامات غير متداولة			
دائنو شراء أراضي	(١٢)	٥٧٤,٥١١,٠٣٥	٣٦٠,٧٤٥,١٨٧
قروض طويلة الأجل	(٢١)	١٤٦,١٨٤,١٨٨	٢٣١,٩٧٧,٧١٣
إجمالي إلتزامات غير متداولة		٧٢٠,٦٩٥,٢٢٣	٥٩٢,٧٢٢,٩٠٠
إجمالي تمويل رأس المال العامل والأصول غير المتداولة		١,٣٠٦,٢٩٢,٢٢٠	١,٠٥٧,٧٤٩,٦٥٢

مراقب الحسابات عضو مجلس الإدارة رئيس مجلس الإدارة

المصدر: الموقع الرسمي مؤسسة الشركة العربية للاسمنت

الملحق رقم (24): الميزانية المالية لمؤسسة إعمار مصر للتنمية سنتي 2014–2015

شركة إعمار مصر للتنمية (شركة مساهمة مصرية)

الميزانية

في ٣١ ديسمبر ٢٠١٥

	إيضاح	٢٠١٥/١٢/٣١ جنيه مصري	٢٠١٤/١٢/٣١ جنيه مصري
أصول غير متداولة			
أصول ثابتة	(٣)	٥١٠,٨٧١,٧٤٥	٥٣١,٥٥١,٠١٥
أصول ثابتة تحت الانشاء	(٤)	٦٥,٩٨٣,٠٢٢	٤٥,٧٣٢,١٢٦
استثمار عقاري	(٥)	٧٩,٢٨١,٣٥٦	٨٤,٨٦٦,٤٤٢
استثمارات محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق	(٧)	٨٦٧,٨٣٥,٦٣٦	-
أصول ضريبية مؤجلة	(٢١)	٨٩,٣٢٤,٨٥٢	٩٦,٣٢٤,٣٢٤
إجمالي أصول غير متداولة		١,٦١٣,٢٩٦,٦١١	٧٥٨,٤٧٤,٤١٧
أصول متداولة			
عقارات لغرض التطوير	(٦)	٩,٨٧٦,٧٥٠,٢٠٨	٩,٨٠٩,٤٧٥,٤٧٤
استثمارات محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق	(٧)	١,٠٦٨,٣٨٥,٧٤٥	-
عملاء و أوراق قبض	(٨)	١,٣٨٠,٨٩١,٦٣٥	٨٦٢,١٧٧,٣٢٣
مستحق من أطراف ذات علاقة	(٣٣ ب)	٢,٨١٨	١٣,١٢٦
مصروفات مدفوعة مقدماً وأرصدة مدينة أخرى	(٩)	١,٤٨١,٧٣٢,٠٢١	٧٧٧,٦٧٩,٩٨٤
النقدية بالصندوق ولدى البنوك	(١٠)	٢,٠٩٢,٥٦٩,٧٠٤	٨٧١,٩٠٠,٤٠٤
إجمالي الأصول المتداولة		١٥,٩٠٠,٣٣٢,١٣١	١٢,٣٢١,٢٤٦,٣١١
التزامات متداولة			
مخصصات	(١٢)	٥٠,٥٢١,٦٩٠	٥٣,٠٠٤,٩٧٠
تسهيلات ائتمانية	(١٤)	١٣٢,٥٥٠,٥١٩	٨١٥,١٦٦,٣٦٣
موردون ، مصروفات مستحقة وأرصدة دائنة أخرى	(١٥)	٢,١٥٢,٦٠٥,٩٤٢	١,٤٢٣,٩٣١,١٦٩
ضرائب دخل مستحقة		١٤,٧٢٨,٥٣٢	-
تأمينات ضمان أعمال	(١٧)	١٨٩,٢٥٨,٣٦٠	٢٠٧,٣٧١,٨٧٤
عملاء دفعات مقدمة	(١١)	٧,٣٣٠,١٧٥,١٦١	٥,٧٣٣,٨٢٢,٥٢٩
دائنو شراء أراضي- الجزء المتداول	(١٣)	٢٤٧,٦٦٤,٦٠٩	١٦٦,٩٩٨,١٠٣
قرض مستحق إلى أطراف ذات علاقة	(٢٢)	٤,٨٤٢,٠٨٣	٤,٤٤٥,٢٩٢
مستحق إلى أطراف ذات علاقة	(٣٣ ب)	٩,٢٥٠,٢٥٥	٤,٨١٢,٨٠٢
إجمالي التزامات متداولة		١٠,١٣١,٥٩٧,١٥١	٨,٤١٠,٠٥٣,١٠٢
رأس المال العامل		٥,٧٦٨,٧٣٤,٩٨٠	٣,٩١١,١٩٣,٢٠٩
اجمالي الاستثمار		٧,٣٨٢,٠٣١,٥٩١	٤,٦٦٩,٦٦٧,٦٢٦
يتم تمويله على النحو التالي:			
حقوق الملكية			
رأس المال المدفوع	(١٨)	٤,٦١٩,٣٣٨,٠٠٠	٨٧٨,٣٣٨,٠٠٠
احتياطي قانوني	(١٩)	٢١,١٤٥,١٢٠	٢٤٧,٨٠٣
المدفوع تحت حساب زيادة رأس المال	(١٨)	-	٣,١٤١,٠٠٠,٠٠٠
أسهم الخزينة	(١٨)	(٣٤٢,٥٠٣,٨٤٠)	-
علاوة اصدار		١,٦٠٢,٧٩٠,٠٠٨	-
(خسائر متراكمة)		(١٥,٤٨٣,٧٩٦)	(٤١٢,٥٣٢,٨٠٦)
أرباح العام		٨٥٤,٦٧٣,٠٨٤	٤١٧,٩٤٦,٣٢٧
اجمالي حقوق الملكية		٦,٧٣٩,٩٥٨,٥٧٦	٤,٠٢٤,٩٩٩,٣٢٤
التزامات غير متداولة			
دائنو شراء أراضي	(١٣)	٤٧١,١١٥,٥٧٣	٦٣٥,٣٤٠,٥٩٤
التزامات نهاية الخدمة	(٢٣)	١٢,٢٩١,٥٩٦	٨,٨٥٢,٦٨٨
تسهيلات ائتمانية	(١٤)	١٥٨,٦٦٥,٨٤٦	٤٧٥,٠٢٠
إجمالي التزامات غير متداولة		٦٤٢,٠٧٢,٠١٥	٦٤٤,٦٦٨,٣٠٢
إجمالي تمويل رأس المال العامل والأصول غير المتداولة		٧,٣٨٢,٠٣١,٥٩١	٤,٦٦٩,٦٦٧,٦٢٦

عضو مجلس الإدارة — رئيس مجلس الإدارة

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة إعمار مصر للتنمية

الملحق رقم (25): الميزانية المالية لمؤسسة العربية للإسمنت سنتي 2016-2017

	ايضاح	٢٠١٧ جنيه مصري	٢٠١٦ جنيه مصري
الأصول			
أصول غير متداولة			
أصول ثابتة	(٤)	٥٣٩,٦١٦,٤٩٥	٤٨١,٦٧٣,٣٢٢
أصول ثابتة تحت الانشاء	(٥)	٣٠١,٩٨٨,٤٩٨	١٤٢,٨٩٧,٤٤٣
استثمارات عقارية	(٦)	١١٨,٠٥٧,١٤٦	٨٤,٥٩٢,٤٢٢
أصول ضريبية مؤجلة	(٣٠)	١٩٨,٠٩٩,٠٨٥	١٤٣,٣٤٥,٦٧٧
إجمالي الأصول غير المتداولة		١,١٥٧,٧٦١,٢٢٤	٨٥٢,٥٠٨,٨٦٤
أصول متداولة			
عقارات لغرض التطوير	(٧)	١١,٧٣٦,٧٢٧,٠٣٩	١٠,٧٥٣,٦٨٠,٨٨٣
استثمارات محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق	(٨)	٥,٢٦٩,٨٩٥,٦٨٦	٣,٥٠٦,٤٦٠,١٩٥
عملاء وأوراق قبض	(٩)	٢,٢٤٢,٨٧٤,٥٩٢	٢,٠٣٤,٥٧٧,٧٥١
مستحق من أطراف ذات علاقة	(١٠ أ)	٢,٨١٨	٢,٨١٨
مصروفات مدفوعة مقدماً ومدينون متنوعون وأرصدة مدينة أخرى	(١١)	٣,٦٠٤,٣٢٥,٠٠٥	٢,١١٨,٢٧٥,٧٤٠
النقدية بالصندوق ولدى البنوك	(١٢)	٤,٩٩٠,١٦٧,٤٦٢	٣,٠٧٧,٠٧٨,٢٩٥
إجمالي الأصول المتداولة		٢٧,٨٤٣,٩٩٢,٦٠٢	٢١,٤٩٠,٠٧٥,٧٨٢
إجمالي الأصول		٢٩,٠٠١,٧٥٣,٨٢٦	٢٢,٣٤٢,٥٨٤,٦٤٦
حقوق الملكية والالتزامات			
حقوق الملكية			
رأس المال	(٢١)	٤,٥٢٩,٣٣٨,٠٠٠	٤,٥٢٩,٣٣٨,٠٠٠
احتياطي قانوني	(٢٢)	١٤٨,٠٥٧,٤١٤	٦٣,٨٧٨,٧٧٤
علاوة اصدار		١,٣٥٠,٢٨٦,١٦٨	١,٣٥٠,٢٨٦,١٦٨
ارباح مرحلة		٢,٣٩٥,٨٤٩,٧٨٠	٧٩٦,٤٥٥,٦٣٤
ارباح العام		٢,٣٠٠,٢٧٠,٣٢٤	١,٦٨٣,٥٧٢,٧٨٦
اجمالي حقوق الملكية		١٠,٧٢٣,٨٠١,٦٨٦	٨,٤٢٣,٥٣١,٣٦٢
الالتزامات			
التزامات غير متداولة			
تسهيلات ائتمانية	(١٣)	١٠,٨٢٠,٠٦٤	٣٣,٩٤٨,٠٢٩
التزامات نهاية الخدمة	(١٤)	٢٧,٨١٩,٤١٣	٢٠,١١٥,٢٠٩
إجمالي الالتزامات غير المتداولة		٣٨,٦٣٩,٤٧٧	٥٤,٠٦٣,٢٣٨
التزامات متداولة			
مخصصات	(١٥)	٩٣,٨٤٥,٢٧٥	٥٣,٥٥٨,٧٠٣
موردون ومصروفات مستحقة وأرصدة دائنة أخرى	(١٦)	٤,٩١٩,٥٦١,١٧١	٣,٤٣٠,٢٠٣,٠٦١
مستحق إلى أطراف ذات علاقة	(١٠أ)	١٠٦,٦٦٥,١٢٠	٧٨,٢٠٣,٩٤٣
ضرائب دخل مستحقة		٢٣٧,٨١٢,٨٨١	١٣٦,٦٨٣,١٥١
عملاء دفعات مقدمة	(١٨)	١٢,٥٨٩,٩٢٥,٧٧٦	٩,٣٨٢,٥٤٦,٢٤٧
تأمينات ضمان أعمال	(١٩)	٢٦٤,٨٧١,٠٨٤	٢١٤,٠٢١,٩٥٤
تسهيلات ائتمانية	(١٣)	١٥,٦٨٢,٤٢١	٢٧,١١٤,٣٩٠
قرض مستحق إلى أطراف ذات علاقة	(١٠ ب)	١٠,٩٤٨,٩٣٥	١١,٢٩٦,١٢٧
دائنو شراء أراضي	(٢٠)	-	٥٣١,٣٦٢,٤٧٠
إجمالي الالتزامات المتداولة		١٨,٢٣٩,٣١٢,٦٦٣	١٣,٨٦٤,٩٩٠,٠٤٦
إجمالي الالتزامات		١٨,٢٧٧,٩٥٢,١٤٠	١٣,٩١٩,٠٥٣,٢٨٤
إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية		٢٩,٠٠١,٧٥٣,٨٢٦	٢٢,٣٤٢,٥٨٤,٦٤٦

عضو مجلس الإدارة

رئيس مجلس الإدارة

المصدر: الموقع الرسمي لمؤسسة إعمار مصر للتنمية