جامعة الدكتور يحي فارس المدية
كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

دراسة شاملة للأسواق المالية المنظمة
دراسة مقارنة بورصة الجزائر و تونس

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : مالية و بنوك

من إعداد الطالبتان :

- عمور حدة
- تيغوري فاطمة الزهراء

تحت إشراف الدكتورة

سعيدي فاطمة الزهراء

أمام لجنة المناقشة

الاسم و اللقب	الرتبة	المؤسسة الأصلية	ملاحظات
عامر كمال	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	رئيسا
سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذ محاضر"أ"	جامعة المدية	مقررا
حميدي كلثوم	أستاذ محاضر "ب"	جامعة المدية	عضو ممتحنا

السنة الجامعية

2017/2016

شكر و تقدير

بعد الحمد و الشكر لله تعالى الذي وفقني لإنجاز هذا العمل و هداني نعمة نافعة ألا و هي نعمة العلم.

لا يسعنا و قد أنهينا هذه الدراسة إلا أن نعبر عن صدق الثناء و عميق التقدير للدكتورة سعيدي فاطمة الزهراء المشرفة على الدراسة، التي كانت لتوجيهاتها القيمة و عطائها المخلص الإسهام الأكبر في أن ترى هذه الدراسة نور.

كما نتقدم بالشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بالإطلاع و مناقشة المذكرة مقدرين جهودهم المعبر عنها بالتصويبات السديدة التي أثرت ما جاء بمضمون المذكرة ، كما نتوجه بالشكر إلى أساتذتنا في قسم العلوم الاقتصادية في جامعة المدية ، اللذين نهلنا من علمهم ، كما نشكر كل من أسدى لنا نصيحة أو قدم لنا معلومة تخص بحثنا أو قدم لنا نصيحة علمية قادتنا إلى المعلومة السليمة التي تخدم هذه الدراسة، إلى كل هؤلاء الشكر و بالغ التقدير ونسأل الله أن يحقق لهم رضا الخالق و تقدير الخلق .

حدة *فاطمة الزهراء

الإهداء

بعد أن من الله علي بانجاز هذا العمل المتواضع، فإن الكلمات قليلة أذا ما فكرت في إهدائها إلى أشخاص منحوني أعز ما لديهم..و أغلى ما يمكن للإنسان أن يحتفظ به مع مرور سنوات عمره...

والدي العزيز..قدوتي و مصدر عطائي في مشوار دربي..أطال الله في عمره.

والدتي العزيزة..التي أضاءت لي سراج ليلي الطويل...أطال الله في عمرها.

أخوتي الأعزاء الذين وقفوا دوما إلى جانبي .

صديقتي التي شاركتني في هذا العمل المتواضع.

لكل هؤلاء و الآخرين في القلب..أهدي ثمرة جهدي البسيط..بكل تقدير

عمور حدة

إهداء

بعد الصلاة و السلام على الحبيب المصطفى أهدي عملي المتواضع

إلى جنتي فوق الأرض إلى من سهرت عليا عندما نامت كل العيون

إلى من منحتني دفئ قلبها ووهبتني من حنانها حبا لا ينتهي

أمي الغالية

إلى الرجل الرائع و القلب الودود إلى أحن و أرق فؤاد إلى فخري و أملي في الحياة أبي الحبيب

إلى الذين لا تكتمل فرحتي من دونهم إلى من شاركوني دفئ البيت إلى

إخوتي محمد ،أحمد ،عابد ،إسحاق ،شيماء، ماريا،سيف عبد المجيد،

عبد المالك

إلى الأخت و الصديقة التي جمعتني بها الحياة نصيرة

إلى من جمعتني بهم الحياة و عشت معهم مرارة الأيام وابتسمت معهم رغم البعد

و الحرمان إلى الأميرات اللواتي عرفتهم في مملكة الزمان نجوى ،إلهام ،أمينة ،

ليلى ، سارة ،نجلاء،حنان، إيمان

إلى صديقتي التي شاركتني هذا العمل المتواضع متمنية لها التوفيق و النجاح

في حياتها العلمية و العملية عمور حدة

إلى كل العاملين في مكتبة جامعة المدية لتعاونهم معنا

إلى من ساعدني من قريب أو بعيد بكلمة طيبة أو ابتسامة

تيفوري فاطمة الزهراء

المستخلص

المستخلص :

أصبحت البورصة تحتل مكانة بارزة في الاقتصاد العالمي المعاصر ،و تشكل هذه الأخيرة الركيزة الأساسية لكونها تحقق السيولة و تقلل المخاطرة فضلا عن الإدارة الجيدة للشركات ،وتعتبر الأسهم و السندات من بين الأوراق المالية المتداولة فيها، يتدخل فيها مجموعة من المتدخلين من بينهم المستثمر الذي يعتمد على المعلومات المتوفرة حول الورقة المالية لاتخاذ قرار الاستثمار.

وتعتبر بورصة كل من الجزائر و تونس من بين الأسواق التي تم إنشائها بغرض التمويل ، إلا أن الواقع يبرز عكس ذلك من خلال دراسة كل من القيمة السوقية و نشاط التداول المحققة في كل من بورصة تونس و الجزائر ،كما تشترك هذه الأخيرة في قلة ثقافة الادخار لدى الأفراد ،و عدم وصول المعلومات حول الشركات المدرجة في الوقت المناسب ،مما ساهم في نفور المستثمرين من التعامل في هذه البورصات، حيث مازالت تعاني الركود الذي يميزها مما يجعل السلطات في تلك الدول تسعى إلى تنشيطها من خلال سن المشرع لقوانين بغرض إنعاش القطاع المالي.

لذالك يمكن لبورصات دول الدراسة أن تؤدي الدور المنوط بها إذا توفر المناخ الملائم للاستثمار المالي خاصة معايير الشفافية و الإفصاح ،فضلا عن التعاون مع الهيئات الدولية و الإقليمية المتخصصة في هذا المجال للاستفادة من الدعم المادي و الفني ،إلى جانب توعية الفرد و تحفيزه بأهمية البورصة و مدى توفير الضمانات الكافية .

الكلمات المفتاحية : البورصة ، المؤشرات ، الأوراق المالية

Summary:

The stock market has become a prominent pillar in the modern global economy. The latter is the main pillar in that it achieves liquidity, reduces risk as well as good corporate governance. Shares and bonds are among the traded securities. Information available about the investment decision security.

Algeria and Tunisia are among the markets that have been established for financing purposes. However, the reality is highlighted by the study of both the market value and the trading activity of the Bourse of Tunis and Algeria, and the lack of a culture of savings among individuals , And the lack of information on the listed companies in a timely manner, which contributed to the reluctance of investors to deal in these bourses, where is still suffering the recession that distinguishes them, which makes the authorities in those countries seek to activate them through the enactment of laws to revive the financial sector.

Therefore, the stock exchanges of the study countries can play the role assigned to them if the appropriate climate for financial investment, especially the standards of transparency and disclosure, as well as cooperation with international and regional bodies specialized in this area to benefit from material and technical support, as well as awareness of the individual and stimulate the importance of the stock market and The extent to which adequate safeguards are provided.

Key words:bourse ,indexes, finance paper

الفهرس

العنوان	الصفحة
شكر وعرفان.....	
إهداء.....	
ملخص	
فهرس	II
قائمة الجداول و الأشكال.....	V
مقدمة	أ-ح
الفصل الأول :الإطار النظري للبورصة	
مقدمة الفصل.....	02
المبحث الأول :نشأة البورصة و مقوماتها	03
المطلب الأول :نشأة البورصة	03
المطلب الثاني : خصائص البورصة.....	06
المطلب الثالث: مقومات إنشاء البورصة.....	07
المبحث الثاني :المتدخلون في البورصة	10
المطلب الأول : هيئات الرقابة و التسيير.....	10
المطلب الثاني : الوسطاء.....	11
المطلب الثالث : الشركات المدرجة	14
المبحث الثالث : الأهمية الاقتصادية للبورصة	18
المطلب الأول : دور البورصة في تجميع و تخصيص الادخار	18
المطلب الثاني : دور البورصة في تجميع و تخصيص الاستثمار	22
خاتمة الفصل.....	25
الفصل الثاني : آليات التعامل في البورصة	
مقدمة الفصل.....	27
المبحث الأول : التسعير في البورصة.....	28
المطلب الأول : الأوامر في البورصة و تكاليف تنفيذها	28
المطلب الثاني : التسعيرة المستمرة.....	31

المطلب الثالث : التسعيرة بالتثبيت.....	33
المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في البورصة.....	35
المطلب الأول :أدوات الملكية	35
المطلب الثاني : أدوات المديونية	40
المطلب الثالث : العقود المشتقة	44
المبحث الثالث : مؤشرات البورصة	49
المطلب الأول :تعريف المؤشر.....	49
المطلب الثاني : كيفية بناء المؤشر.....	52
المطلب الثالث : كيفية حساب المؤشر.....	54
خاتمة الفصل.....	59
الفصل الثالث : دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و تونس	
مقدمة الفصل.....	61
المبحث الأول : نشأة بورصة الجزائر و الهيئات المكونة لها.....	62
المطلب الأول : نشأة و تنظيم بورصة الجزائر	62
المطلب الثاني : الهيئات المكونة لبورصة الجزائر	63
المبحث الثاني : نشأة بورصة تونس و الهيئات المكونة لها	70
المطلب الأول : نشأة و تنظيم بورصة تونس	70
المطلب الثاني : الهيئات المكونة لبورصة تونس	72
المبحث الثالث : مقارنة بين بورصة الجزائر و تونس	76
المطلب الأول : المقارنة من حيث شروط الإدراج	76
المطلب الثاني :المقارنة من حيث عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية ،نشاط التداول	78
المطلب الثالث :معوقات بورصة الجزائر و تونس و آليات تفعيلهما	85
خاتمة الفصل	89
خاتمة	91
قائمة المراجع	95

قائمة الأشكال والجداول

أولا :قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-2)	ترتيب أوامر البيع و الشراء و مقابلتها بالأسعار	32
(2-2)	كيفية تحديد سعر التوازن	32
(1-3)	أوجه الشبه و الاختلاف في شروط الإدراج لكل من تونس و الجزائر	78
(2-3)	عدد الشركات المدرجة	79
(3-3)	القيمة السوقية بالدينار و الدولار	80
(4-3)	أحجام التداول بالدينار و الدولار	81
(5-3)	عدد أيام التداول	82
(6-3)	تطور عدد الأسهم	83
(7-3)	متوسط التداول اليومي	83
(8-3)	معدل دوران السهم	84

ثانيا : قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1_3)	الهيكل التنظيمي ل COSOB	63

مقدمة

ارتبطت نشأة البورصات بظروف و احتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها حيث عرفت هذه الأسواق تطورا كبيرا خلال فترة السبعينات و الثمانينات ،و كان للتغيرات الهيكلية المرتبطة بفلسفة الإصلاحية لبعض الدول المتقدمة الفضل في تطوير الاقتصاديات المحلية فيها مما نجم عنه إدماجها في الأسواق المالية الأخرى و خاصة في الدول النامية .

تعتبر البورصة الركيزة الأساسية في تحريك اقتصاديات الدول و خاصة النامية منها ، حيث تلعب هذه الأخيرة دورا بارزا في تسريع وتيرة التنمية الاقتصادية من خلال الإيفاء بالمتطلبات التمويلية لها ، خاصة في الدول المتقدمة نظرا لاتساع دائرة النشاط الاقتصادي من جهة وحاجة الإنتاج إلى تجميع موارد مالية ضخمة تفوق قدرات المدخرين الأفراد من جهة أخرى ، من خلال تجميع الموارد المالية و تحويلها من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ، وإتاحة فرص استثمارية متنوعة أمام الأفراد ،و تتم فيها مجموعة من العمليات متاحة لجميع المستثمرين دون تحديد ، من خلال الأوامر التي تصدر من طرفهم إلى الوسطاء المعتمدين ليقوموا بتنفيذها ، ليتم تحديد تسعير الأوراق وفقا لقانون العرض و الطلب .

لقد لوحظ في السنوات الأخيرة اهتمام كل من الدول العربية و النامية بتنمية أسواقها المالية نظرا للدور الذي يمكن أن تلعبه في تنمية الاقتصاد، حيث أنه لا يمكن للبورصة أن تؤدي الدور الفعال إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تسهم في تقييم الشركات المدرجة ، و من هذا المنطلق فإن واقع الأسواق المالية المنظمة في الدول النامية و من بينها الجزائر و تونس تواجه عدة صعوبات و عراقيل تقلل من قدرة هذه الأسواق للقيام بدورها الرئيسي المتمثل في تجميع المدخرات و تحويلها إلى استثمارات جديدة .

من خلال هذا الطرح نقوم بصياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي : .

أولا إشكالية البحث

ما هو واقع الأسواق المالية المنظمة في كل من الجزائر و تونس ؟

ثانيا: الأسئلة الفرعية

إن هذه الإشكالية العامة قادتنا إلى عرض التساؤلات الفرعية التالية :

1_ ما المقصود بالبورصة ، و ما هي الأدوات المتداولة فيها ؟

2_ ما هي آليات التعامل في البورصة ؟

3_ ما هي أهم الفروقات بين بورصة الجزائر و تونس ؟

ثالثا:فرضيات البحث

للإجابة على التساؤلات السابقة والتي تمثل إشكالية البحث قمنا بصياغة الفرضية العامة التالية :

1_ البورصة هي آلية لتداول الأوراق المالية عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما عارض للورقة المالية و آخر طالب لها .

2_ يتم التعامل في البورصة وفق آليات من خلالها يتم تسعير الورقة المالية و المتمثلة في أسهم وسندات المطروحة للتداول ،كذالك يتم تحديد المؤشرات المتعامل بها في البورصة .

3_ هناك عدة فروقات بين كل من بورصة الجزائر وتونس من حيث :(شروط الإدراج ،الشركات المدرجة ، القيمة السوقية ، نشاط التداول).

رابعا: أهمية البحث

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال :

- ✓ الدور الذي تقوم به البورصة في الإيفاء بمتطلبات التمويلية لعملية التنمية الاقتصادية .
- ✓ تدني كفاءة وفعالية البورصة في الدول المتخلفة .
- ✓ تعتبر البورصة المكان الأفضل لاستثمار الأموال الفائضة في مجالات و مشاريع تنموية لدفع عجلة التنمية و القضاء على مختلف المعاملات المالية غير القانونية .

خامسا : أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث فيما يلي :

- ✓ يتمحور هدف هذا البحث في إظهار الحاجة الماسة للبورصة خاصة في الدول المتخلفة لحاجتها إلى تمويل لتحريك عجلة الاقتصادية الخاصة بها .
- ✓ عرض أوضاع السوق المالي المنضم في الجزائر مقارنة مع تونس بهدف التعرف على أهم المعوقات التي تعرقل فعالية السوق المالي في الجزائر .
- ✓ تقديم آليات لتفعيل السوق المالي في كل من الجزائر و تونس .

سادسا :صعوبات البحث

واجهتنا مجموعة من الصعوبات:

- ✓ تضارب الإحصائيات واختلافها من هيئة لأخرى فإحصائيات صندوق النقد العربي تختلف مع إحصائيات دولة الجزائر .

سابعا : منهج البحث

طبيعة الموضوع تقتضي ضرورة الاعتماد على المنهج التاريخي ، بأداة الوصف و التحليل ، وذلك بغرض وصف الإطار النظري للسوق المالية المنضمة ، و المنهج التحليلي فقد تم الاعتماد علية لتحليل الجداول و الأرقام الخاصة الخاصة بالأسواق المنظمة لكل من تونس و الجزائر .

ثامنا : دوافع اختيار الموضوع

هناك مجموعة من الأسباب دفعتنا لاختيار البحث في هذا الموضوع منها :

- ✓ الرغبة الشخصية للبحث في موضوع البورصة .
- ✓ أهمية الموضوع بالنسبة للوقت الحالي .
- ✓ البحث في أسباب انخفاض فعالية وكفاءة البورصة في الجزائر .

تاسعا: الدراسات السابقة

1_ **نواري كريمة ، إمكانيات ربط البورصات العربية (دراسة حالة بورصة الجزائر ، تونس ، المغرب)** ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر ، تخصص مالية وبنوك ، جامعة المدية ، 2015 ، تضمنت هذه الدراسة ما يلي :

إمكانية الربط بين الأسواق المالية العربية من خلال التطرق إلى مختلف الجوانب التي تتعلق بالموضوع من حيث الأهمية و متطلبات و العوائق التي تواجهه و تحد من إمكانية ترابطها .

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن الترابط و التكامل بين الأسواق المالية العربية من شأنه أن يذلل العديد من العوائق و يفتح المجال أمام قيام استثمارات عربية بينية ، و تختلف هذه الدراسة عن موضوعنا في أنها قامت بدراسة إمكانية التكامل بين البورصات العربية أما دراستنا فحاولنا فيها التعرف على السوق المالي المنظم و من خلاله تعرضنا إلى المقارنة بين بورصتي كل من تونس و الجزائر و إيجاد أهم المعوقات التي تواجه تطورهما .

2_ **تقيدة عبد الله ، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية و القانونية و إمكانية تطويرها دراسة مقارنة بورصة الجزائر مع عينة من الدول العربية** ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر ، تخصص مالية و بنوك ، جامعة المدية ، 2013 ،و قد تمحورت الدراسة حول ما يلي :

أن عدم نجاح بورصة الجزائر لحد الساعة ، يعود بشكل كبير إلى ما يتواجد في محيطها من معوقات و عراقيل أثرت على أدائها سلبا أكثر مما تعانيه هذه البورصة من إختلالات وعراقيل داخلية لذلك يتوجب الإسراع في إصلاح محيطها حتى يتسنى في تأدية دورها المنوط بها ، و قد حاولنا من خلال هذه الدراسة تقديم ما يمكن تقديمه واقتراح تدابير لتفعيل و تنشيط هذا الأداة على مستوى محيطها أو في حد ذاتها حتى تصبح أداة فعالة لتمويل الاقتصاد ، وتختلف هذه الدراسة عن دراستنا في أن هذه الأخيرة قامت بدراسة شاملة حول بورصة الجزائر من معوقات و إمكانية تطويرها ، عكس ذلك في موضوعنا الذي تناولنا فيه كل من بورصة الجزائر و تونس ، و أهم المعوقات التي تواجههما ،و فعالية تطويرهما.

3_ صليحة بولحية ، تقييم أداء بورصة الجزائر 2000-2011 ،مذكرة ماستر ، تخصص مالية و بنوك، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2014، هدفت الدراسة إلى :

تقييم أداء بورصة الجزائر في الفترة الممتدة من 2000-2011 من خلال استخدام جملة من المؤشرات و المتمثلة في مؤشر السوق و مؤشر عدد الشركات المدرجة و حجم التداول .

و توصلت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر تعد غير نشطة مقارنة بباقي البورصات العربية وذلك نتيجة جملة من المعوقات التي تجعلها ضعيفة الأداء ويكمن الاختلاف بين الدراستين في أن هذا الموضوع تناول أداء بورصة الجزائر في الفترة من 2000-2011 وذلك باستخدام مؤشرات مختلفة ، عكس دراستنا التي حاولنا التعرف على أداء كل من البورصتين الجزائر و تونس من خلال دراسة مقارنة بينهما من حيث شروط الإدراج و نشاط التداول الشركات المدرجة و القيمة السوقية.

4_بوكساني رشيد ،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها خلال 1999-2003،رسالة دكتوراه ، جامعة الجزائر ،2006، هدفت الدراسة إلى :

معرفة تطورات و أداء الأسواق المالية العربية ، حيث تدور إشكالية البحث حول " ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق الأوراق المالية فعالة و ما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية و ما هي سبل تطويرها قصد ترابطها .

و من نتائج هذه الدراسة تعتبر التشريعات و التنظيمات للأسواق المالية حجر الزاوية لبناء و فعالية السوق ، وعدم كفاءة الأسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه و تطوير التنمية و توطيد الاستقرار الاقتصادي ، و جوهر الاختلاف بين الدراستين الأولى شملت

أهم المعوقات التي عرقلت البورصات العربية في تطويرهما و سبل تفعيلهما ، أما دراستنا تخصصت في دراسة مقارنة بورصة تونس و الجزائر و أهم المعوقات التي عرقلت السير الحسن وآليات التطوير.

6_سامي مباركي ، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة :الجزائر ، المغرب و تونس ، مذكرة ماجستير ،تخصص اقتصاد التنمية ، جامعة باتنة ، 2004، و تلخصت الدراسة في :

تطوير البورصات العربية من منطلق الدور المحوري الذي أصبحت تلعبه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية و الخارجية و توجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة ، توضيح دور و مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصاديات الدول المغاربية :الجزائر ، تونس و المغرب .

وكان من نتائج الدراسة ما يلي : على مستوى سوق الإصدارات يعتبر دورها محدودا بسبب هيمنة القطاع المصرفي و الدعم الحكومي للشركات العمومية خاصة في الجزائر ،على التمويل في هذه البلدان ، انخفاض الطلب في البورصات دول الدراسة لقلة ثقافة الادخار من جهة ،و لقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي ، حيث كان الاختلاف بين الدراستين في أن الموضوع الأول شمل دراسة مقارنة بين الدول المغاربية في تنشيط الاستثمارات أما موضوعنا شمل دراسة المقارنة بين بورصة الجزائر و تونس.

عاشرا : أقسام البحث

لمحاولة الإلمام بجوانب الموضوع و الإجابة على الإشكالية الرئيسية تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول على النحو التالي :

تضمن الفصل الأول الإطار النظري للبورصة وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث تمثل المبحث الأول في نشأت البورصة و أهم خصائصها ، أما المبحث الثاني فقد اشتمل على المتدخلون في البورصة من شركات مدرجة ووسطاء ماليين كذلك هيئات الرقابة ، أما المبحث الثالث فقد تطرقنا في غلى دور البورصة في تخصيص و تجميع كل من الاستثمار و الادخار.

أما الفصل الثاني فكان عبارة عن تقديم لآليات التعامل في البورصة و احتوى على ثلاث مباحث ، المبحث الأول كان عبارة شرح لكيفية التسعير في البورصة و أهم الأوامر فيها ، و البحث الثاني كان تقديم للأوراق المالية المتداولة في البورصة ، و تلخص المبحث الثالث في التطرق لأهم المؤشرات و كيفية بناءها واحتسابها .

و مثل الفصل الثالث عرض موجز لكل من بورصتي الجزائر و تونس إضافة إلى دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و تونس من حيث آلية التداول ، عدد الشركات المدرجة ، حجم التداول ، القيمة السوقية ،و إظهار أهم الفروقات بينهما و العراقيل التي تمنع تطور السوق المالي المنظم في الجزائر وسبل تفعيلها .

الفصل الأول:

الإطار النظري للبورصة

تمهيد الفصل :

يوجد في كل دول العالم تقريبا بورصة تتشابه معظمها في المهام و لكن تختلف من حيث الحجم و أسلوب إدارتها و طبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها ، و شروط الإدراج ، إذ تختلف هذه الأخيرة من سوق لأخر و من دولة إلى أخرى فهناك من يضع شروط خاصة حول تأسيس الشركات و مدى تطبيق بنود قانون الشركات و التشريعات المنظمة لعمل الشركات من أرباح الشركات ، حجم أصولها ، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب ، عدد المساهمين و سمعة الشركة على المستوى الوطني و على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه ، و عليه قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مبحث كالتالي :

_ المبحث الأول : الإطار النظري للبورصة .

_ المبحث الثاني : المتدخلون في البورصة .

_ المبحث الثالث : الأهمية الاقتصادية للبورصة .

المبحث الأول : نشأة ، خصائص و مقومات إنشاء البورصة

تعتبر بورصة الأوراق المالية من أهم أقسام السوق المالي الثاني و الرسمي ، حيث تخضع لرقابة الحكومة لتنظيم عمليات التداول للأوراق المالية بيعا و شراء أو انتقال ملكيتها من مستثمر لأخر دون خداع ، أو غش أو تدليس سواء من جانب العاملين في البورصة أو من قبل الشركات المتداول أسهمها أو سنداتها في بورصة الأوراق المالية .

المطلب الأول : نشأة و تعريف البورصة

قبل التطرق إلى مفهوم البورصة و تحديد صفاتها و مقوماتها و إنشاءها لا بد لنا في البداية التطرق إلى ظروف نشأتها و تطورها التاريخي .

1_نشأة البورصة

يرجع تاريخ نشأة الأسواق المالية إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد 5(ق،م) ، و كذالك أنشأ اليونانيون متجرا للمقايضات في (أثينا) و كانت هناك أسواق للعرب في الجاهلية ، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن و صيفية إلى الشام كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه (بازار) ، يعرض فيها التجار أمتعتهم و يتفقون فيها على الأسعار ، ففي نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة و الصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك ، و أقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن و المراكز التجارية العالمية في ذلك الحين و هي مدينة بروج البلجيكية[1]

أصبح هذا المكان مرغوبا من جانب الإيطاليين ، و صار مهبط التجار و رجال الأعمال ، ففي عام 1300 م أقيمت بورصة في مدينة بروج ، واحتفظت بمركز الصدارة في المال و التجارة إلى سنة 1485 م إلى أن أقيمت بورصة أنفرس في مدينة أنتوب الفلندرية حيث تم توسيعها في 1531 م فاتسعت التجارة من كل صوب و حدب .[2]

[1] شمعون شمعون ، **البورصة** ، دار همة للطباعة و النشر و التوزيع ، الطبعة الثانية ،لبنان ، 1999،ص 7 .

[2] حمدي عبد العظيم ، **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات و الجرائم** ، المكتب الجامعي الحديث ،بدون طبعة ،الإسكندرية ، 2012 ، ص 12.

حيث تتابع إنشاء البورصات في عدد من الدول ، فأنشأت في(ليون) بورصة عام 1554 م[1]، و في (أمستردام) أنشأت بورصة مع تأسيس شركة الهند الشرقية عام 1602 م ، وهذه الشركة تماثل الشركات المساهمة الحالية ، و التي كانت تصدر الأسهم و السندات لتمويل نشاطها لصالح المؤسسين ، ثم أنشأت بورصة (لندن) عام 1666 م ، ثم في (باريس) عام 1808 م ، و قيل : 1724 م ، أما في أمريكا فقد أنشأت أول سوق مالية رسمية عام 1821 م في (وول ستريت) .

أما أهم البورصات التي أنشأت بورصة (الإسكندرية) عام 1883 م ، و بورصة (القاهرة) عام 1890 م ، ثم سوق بيروت للأوراق المالية عام 1920 م ، و افتتح في المغرب 1967 م (بورصة القيم) بالدار البيضاء ، ثم شهدت الكويت افتتاح بورصة الأوراق المالية عام 1977 م ، ثم تبعها إنشاء سوق (عمان) في الأردن عام 1978 م ، ثم في المملكة العربية السعودية سنة 1984 م ، ثم في دولة البحرين سنة 1988 م ، ثم في سلطنة عمان قام سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989 ، ثم في العراق عام 1993 م .[2]

2_تعريف البورصة

اختلفت و تعددت المفاهيم حول البورصة ، حيث أن هناك من يعتبرها سوق مالي ذو مكان و زمان محدد و هناك من يعتبرها مكان لالتقاء المشترين و البائعين ، و من هنا نتعرض لبعض منها فيها يلي :

التعريف الأول :

"سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية "[3]

التعريف الثاني :

هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون و البائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية طويلة الأجل ، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد استثمارها فيها .[4]

---

[1] Deschamel jean pierre gizarde , **la bourse en clair**,bruno ,paris, ellipes ,2009,p57.

[2] ياسر إبراهيم بن محمد الخضيري ، **المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية** ، رسالة ماجستيرفي الفقه ،كلية الشريعة بالرياض، قسم فقه السعودية ، 1429 هـ ، ص 25 .

[3] زكريا سلامة عيسى شنطاوي ، **الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية (من المنظور الإسلامي)**، دار النفائس للنشر و التوزيع ،بدون طبعة ، الأردن ،2009 ، ص 27.

[4] أحمد محمد لطفي أحمد ، **معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية** ، دار الفكر الجامعي ،بدون طبعة، الإسكندرية ، 2006 ، ص 15.

التعريف الثالث :

"كما يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع و شراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال،ولكن مع نمو شيكات ووسائل الاتصال ، قد أدى ذلك إلى أهمية التواجد في مقر السوق، و يمكن كذلك التعليل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول " .[1]

التعريف الرابع :

عرفت البورصة أو بورصة الأوراق المتداولة في القانون التجاري الفرنسي بأنها " المكان الذي يلتقي فيه وكلاء الصرف تحت رقابة السلطات العمومية " ،كما عرفت بأنها " مكان تبادل و لقاء _ أي هي سوق _ بين العرض و الطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل و المتمثلة في القيم المتداولة ، خاصة الأسهم و السندات " .[2]

التعريف الخامس :

البورصة " سوق منظم تنعقد في مكان معين ، في أوقات دورية بين المتعاملين بيعا و شراء بمختلف الأوراق المالية و بالمثاليات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد " . [3]

التعريف السادس :

البورصة هي : هي سوق تداول الأوراق المالية سوق يعني يجب توافر أربعة عناصر و هي (البائع ، المشتري ، السلعة ، المكان) .[4]

---

[1] محمد يوسف ياسين ، **البورصة (عمليات البورصة،تنازع القوانين ، اختصاص المحاكم)**، منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، بيروت ، لبنان ، 2004 ، ص 14 .

[2] جبار محفوظ ، **البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية** ، الطبعة الأولى ،بدون دار نشر، الجزائر ، 2002 ، ص 44 .

[3] عبد القادر الحمزة ، **أساسيات البورصة** ، دار الكتاب الحديث ،بدون دار نشر ،بدون طبعة ،الإسكندرية، 2009 ، ص 5 .

[4] نسرين عبد الحميد نبيه ، **البورصة (ماهيتها_ تاريخها_ مستقبلها)** ، المكتب الجامع الحديث ،بدون طبعة، الإسكندرية ،2012 ، ص 11 .

التعريف السابع :

كما يوجد لكل بضاعة سوق ، لتبادلها و تسمح بالتقاء البائعين و المشترين [1]، كذلك للمال سوق يباع و يشترى فيها يسمى بسوق الأوراق المالية ، وقد تستعمل مصطلحات سوق القيم المنقولة أو بورصة القيم المنقولة أو اختصار البورصة للدلالة على نفس الشيء ، كما يستعمل مصطلح البورصة للإشارة للمكان الذي تتم فيه عمليات بيع و شراء القيم المنقولة سواء تم ذلك تقليديا في قاعة تبادل أو عبر أجهزة حاسوب كما هو حالة التبادل الالكتروني .[2]

المطلب الثاني : خصائص بورصة الأوراق المالية

للبورصة مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأسواق المالية الأخرى حيث يتم التعامل داخلها على أساس خصائص و مواصفات نظرية غير ملموسة على عكس ما هو موجود في الأسواق الأخرى نذكر منها ما يلي :[3]

- ✓ البورصة تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى ، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين ، و هناك شروط و قيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها ، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في البورصة و توفر للمتعاملين المعلومات الضرورية ؛
- ✓ التداول في البورصة يتم بتوفير المناخ الملائم ، و كذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب ؛
- ✓ التداول في البورصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية ؛
- ✓ تتميز البورصة بالمرونة و بإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للبورصة بكونها تتميز عن غيرها من بورصة السلع بأنها واسعة تتم فيها صفقات كبيرة و ممتدة ، و قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت ؛

---

[1] Karyotis cathrine **, l éssentiel de la bourse** , paris , gualino ,2009,p 11.

[2] سامية زيطاري ، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة : حالة أسواق الأوراق المالية العربية** ، أطروحة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية تخصص القياس الاقتصادي ، جامعة الجزائر ، 2004 ، ص 12 .

[3] وليد صافي ،أنس بكري ، **الأسواق المالية و الدولية** ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ،بدون طبعة، الأردن ، 2009 ، ص 34 .

- ✓ الاستثمار في البورصة يتطلب توفر المعلومات السوقية ، و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة .[1]

كذالك هناك خصائص أخرى للبورصة تتمثل فيما يلي :

- ✓ البورصة ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ، و تكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل ؛
- ✓ الاستثمار في البورصة قد يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتما مخاطر سعرية ، سوقية، و تنظيمية مختلفة ، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا ؛
- ✓ الاستثمار في البورصة يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا ، و بالتالي فإن اهتمام المستثمرين في البورصة يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة .[2]

المطلب الثالث : مقومات إنشاء البورصة

يشترط لإنشاء بورصة الأوراق المالية باعتباره سوقا ماليا منظما ، الشروط التالية :

- زيادة الحاجة إلى الأموال و توفير احتياجات الشركات منها بتكلفة أقل لتقليل الاعتماد على القروض كمصادر مالية ؛
- توفير المدخرات لدى الأفراد و توجيهها نحو الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل التي تظل مملوكة لهم ملكية كاملة إلى أن يتصرف فيها بالبيع ، مما يساعد على الادخار الفردي الاختياري ؛
- نشر بيانات دورية حول الشركات المقيدة في البورصة ، توضح حقيقة مركزها المالي و ربحيتها و عملياتها التجارية ، حتى يكون جميع المتعاملين في البورصة على معرفة كاملة تساعدهم على اتخاذ قرار الشراء أو البيع للأوراق المالية .

[1] سفيان حلوني ، **أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة _ حالتي كوريا الجنوبية و أندونيسيا _** ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص تمويل الدولي و المؤسسات النقدية و المالية ، جامعة منتوري قسنطينة،الجزائر ، 2011 ، ص 103 .

[2] بوكساني رشيد ، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها** ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر، 2006 ، ص 46 .

- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة لإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة أو اختيار الورقة المالية التي تناسبه ؛
- توفر مناخ صالح وحيد للاستثمار يتميز بالمرونة و بساطة الإجراءات ، و الذي يشجع الأفراد و الشركات على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو متعددة الجنسيات ذات الاستثمار المشترك مع زيادة عدد المؤسسات المالية ؛
- تمثيل كافة القطاعات المختلفة للنشاط الاقتصادي في بورصة الأوراق المالية ، حتى يزداد حجم و قيمة الأوراق المالية المتداولة و قيمتها السوقية .

و لكي تقوم البورصة بدورها بشكل فعال ينبغي توفر مجموعة من العوامل أهمها :[1]

- وجود مكان متفق عليه بين المتعاملين ، سواء كان حقيقيا أو افتراضيا (عبر شبكة الانترنت) ؛
- توفر عامل الثقة و الأمان بين جميع الأطراف المتعاملين في البورصة ؛
- وضع إطار قانوني و قواعد خاصة تنظم و تسن قواعد التعامل داخل البورصة ؛
- وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة للاستثمار ؛
- قبول المؤسسات بالإدراج في البورصة و فتح رؤوس أموالها للتداول العام ؛
- سيولة الأسهم ، أي قابلية بيعها بسرعة و بسعر المتداول ،
- سهولة و سرعة الاتصال بين المتعاملين ؛
- توفر المعلومات و البيانات حول السوق بدقة و بسرعة وفي كل وقت ؛
- توفر كافة المعلومات التي من شأنها مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار ؛
- انخفاض تكاليف المعاملات في كل من عمليات الشراء و البيع .

و حتى تقوم السوق المالية _ البورصة _ فلابد من توافر مجموعة من الشروط أهمها :[2]

[1] عماد الدين شرابي ، **اتخاذ القرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة في CAC 40** ، مذكرة ماجستير ،تخصص إدارة مالية ، جامعة منتوري ، قسنطينة ،الجزائر، 2011 ، ص 23 .

[2] بن عيسى عبد الرحمان ، **دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية دراسة نظرية تطبيقية** ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية و محاسبة ، جامعة المدية ، الجزائر،2009 ، ص 25 .

1_ العلانية :

يجب نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية للتعامل عليها في نشرة مكتوبة ، كما تلتزم كل بورصة بتقديم التقارير الدورية التالية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى هيئة البورصة ، وهي :

_ إخطار يومي عن حركة التداول ؛

_ إخطار نصف شهري ، و شهري عن حركة التداول ؛

_ إخطار سنوي عن حركة التداول .

2_ الوساطة المالية :

يتم التعامل داخل البورصة من خلال الوسطاء الماليين و السماسرة الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع و المشتري ، و تلتزم شركات السمسرة التي نفذت عملية على خلاف آراء العميل على ورقة مالية غير جائز تداولها قانونا أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة ، و إلا وجب تعويض العميل .

3_ المنافسة :

يجب أن تحقق هذه الأسواق عنصر المنافسة الحرة بين العرض و الطلب لتكون أسواقا متوازنة و هذا من خلال توافر الحرية الاقتصادية حتى تتمكن من القيام بدورها ، مع وجود خبراء أكفاء لإدارة البورصة حفاظا على أموال المتعاملين و استقرار نشاط السوق .

المبحث الثاني: المتدخلون في البورصة

نظرا لتعدد و تعقد العمليات المبرمة في البورصة ، و حتى تتمكن البورصة من أداء عملياتها كان من الضروري أن تتوفر على مجموعة من الأعوان الاقتصادية المختصة، التي من شأنها تسهيل و إتمام عملياتها ، وهذا وفقا للقوانين التي تنص عليها الهيئات المشرفة مع ضمان استيفائها لجميع الشروط ، و يعتبر وجود أطراف متدخلة في عمل البورصة شرطا أساسيا لفهم كيفية عمل البورصة .

المطلب الأول : هيئات الرقابة و التسيير

تختص الهيئة العامة لسوق المال بتنظيم سوق الأوراق المالية ،و يضع مجلس الإدارة قواعد التفتيش و الرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون ، كما يضع نظام للغرامات التي يحكم بها تطبيقا لأحكام هذا القانون على الشركات أو الأفراد المخالفة.

1_ مهام هيئة الرقابة و التسيير :

تتمثل في :[1]

_ تنظيم و تنمية سوق رأس المال ، ووجوب أخذ رأي الهيئة لعامة لسوق المال في مشروعات القوانين و القرارات المتعلقة بالبورصة ؛

_ تنظيم و الإشراف على الدورات لتدريبية كالعمالة في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به ؛

_ الإشراف على توفير و نشر المعلومات و البيانات الكافية عن سوق رأس المال و التحقق من سلامتها ووضوحها ، و كشفها عن الحقائق التي تعبر عنها ؛

_ مراقبة البورصة للتأكد من أن الأوراق المالية المتعامل بها سليمة و غير مشبوهة بالغش أو النصب أو الاحتيال ؛

_ اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون و القرارات الصادرة تنفيذا له .

2_دور الهيئة العامة لسوق المال في تطوير و تنمية سوق الأوراق المالية :

قامت الهيئة العامة للبورصة بجهود في سبيل تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية و كان من أبرزها ما يلي :

[1] علاء الدين أحمد ، **بورصة الأوراق المالية** ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، بدون طبعة ، القاهرة ،2007 ، ص 47.

_إجراء دراسة موسعة و تنفيذها لتحديث البورصة ، و توفير المعدات اللازمة و توفير شبكة اتصال بينها و بين شركات السمسرة و أجهزة سوق المال ، مما يساعد على سرعة إجراء التعامل و إعطاء قدر من المرونة و الحركة لهذه المعاملات ؛

_ تهيئة شركات السمسرة و الوسطاء للتطورات الحديثة في مجال الأوراق المالية عن طريق تدعيم نظام التدريب المتخصص للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به ؛

_ وضع قواعد لتبسيط إجراءات التعامل في الأوراق المالية و حماية المتعاملين فيها و وضع المزيد من الضوابط على ورود المعلومات الكافية عن الشركات ، و تشجيع الشركات الجديدة على قيد أوراقها المالية في البورصة .

المطلب الثاني : الوسطاء

يعتبر الوسطاء من أهم الأطراف المتدخلة في عمل البورصة و ذلك نظرا للدور الذي يلعبه هذا الأخير في البورصة، و هناك عدة تعاريف للوسطاء نذكر منها ما يلي :

1_تعريف الوسيط

يعرف الوسيط على أنه قد يكون فردا أو مؤسسة ، فهو الشخص الذي يقوم بحكم مهنته العادية سواء لحسابه الخاص أو لحساب زبائنه ، بعمليات مالية تتناول مختلف الأدوات المالية أو القيم المنقولة المطروحة للتداول ،كما يشمل عمله القيام بالعمليات المتعلقة بإدارة المحافظ المالية و سائر القيم المنقولة وفق القوانين و الأنظمة .[1]

كما يعرف الوسطاء على أنهم من بين المتدخلين ،فهم يكونون عمودها الفقري إذ يقومون بتنشيطها بملاقاة البائعين و المشترين و تنفيذ أوامرهم ، و ينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية و البريطانية إلى نوعين أساسيين :

الأول : الذين يحملون أوامر المتعاملين و ينفذوها مقابل عمولة محددة ؛

الثاني : و يتكون من الذين يقومون بالإنجاز في الأوراق المالية لحسابهم الخاص .[2]

[1] نواري كريمة ، **إمكانية ربط البورصات العربية دراسة حالة بورصة الجزائر تونس و المغرب** ،مذكرة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك ، جامعة المدية ،الجزائر، 2015 ، ص 24 .

[2] بوضياف عبير ، **سوق الأوراق المالية في الجزائر** ، مذكرة التخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة ، تخصص مالية جامعة منتوري قسنطينة ،الجزائر ، 2007 ، ص 90 .

أيضا يعرف الوسيط على أنه مساعد للسمسار يتكفل بمهمة ربط الاتصال بين السمسار و العميل لديه، و يحصل على حصة من العمولة ، وهو المسئول عن العمليات التي تتم بواسطته أمام السمسار .[1]

وللقيام بالعمليات المالية في البورصة لا بد من وجود وسطاء ذوي كفاءة عالية ، إلا أن للوسطاء أنواع نذكر منها :[2]

- ✓ **المتخصصون** : يقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذي يتخصص كل واحد منهم في التعامل في أسهم مجموعة محددة من المؤسسات ، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد وهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة للأسهم التي تتعامل فيها .
- ✓ **سماسرة الأوراق المالية** : يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية لعملائهم مقابل عمولة ، هذا بالإضافة إلى أن معظم الوسطاء يقدمون المشورة لعملائهم في الاستثمار ، فالمستثمر الفرد لا يستطيع أن يبيع أو يشتري الأوراق المالية مباشرة في سوق الأوراق المالية ولكن يلتزم أن يفعل ذلك من خلال وسيط يكون عضو في البورصة .

2 _ مهام الوسيط

يمارس الوسطاء الماليون مهام عديدة ومتنوعة في الأسواق المالية، ومن بين الأعمال التي يمكن أن يؤديها الوسطاء ما يلي :[3]

2_1_ أعمال السمسرة:

وتتضمن القيام بتنفيذ ما يطلب من أوامر تعطى لهم من قبل المتعاملين. وسيتم التفصيل في أوامر السوق لاحقا؛

2_2_ صناعة السوق:

يؤدي الوسطاء دورا مهما في عمل الأسواق المالية من خلال صناعة السوق، أي العمل على إيجاد العرض والطلب المناسبين وتبعا لحاجة السوق، من أجل المحافظة على استقرارها، وذلك من خلال قيامهم

---

[1] بن دحان الياس الأزهر ، **دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي** ، مذكرة، ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر بسكرة ،الجزائر ، 2013 ، ص 25 .

[2] محمد يوسف حاسين ، **البورصة** ،منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، لبنان ، 2004 ، ص 64 .

[3] فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص 105 .

بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية في السوق، فإذا كانت السوق تعاني مثلا من انخفاض أسعار الأوراق المالية، فإنهم يقومون بزيادة الطلب على الأوراق المالية وتقليص عرضها في السوق، ويحصل العكس عند ارتفاع أسعار الأوراق المالية، حيث يقومون بتقليص مشترياتهم أي تقليل طلبهم على الأوراق المالية، وزيادة مبيعاتهم منها أي زيادة عرضهم لها في السوق، وبذلك يمنعون التقلبات الحادة في الأسعار ؛

– يمكن أن يلعب الوسطاء دورا مهما في القيام بتغطية إصدارات الأوراق المالية، وخاصة في السوق الأولية، أي أنهم قد يقومون بشراء هذه الإصدارات من أجل تصريفها عن طريق بيعها لاحقا، أو الاحتفاظ بالجزء الذي لا يتم تصريفه منها والحصول على العائد الذي تحققه، وهذا يتطلب قدرة مالية لدى الوسطاء تتيح لهم القيام بذلك؛

– يسهم الوسطاء الماليون في تقليل درجة المخاطرة وخفض التكاليف التي يتحملها المتعامل في السوق المالية، وبالتالي تحقيق عائد أكبر، وذلك عن طريق وجود هيئات استشارية وفنية متخصصة تملك الخبرة والكفاءة والقدرة على تحقيق ذلك. [1]

3_ شروط ممارسة مهنة الوسيط :

من المعروف أنه لا يمكن لأي شخص ممارسة مهنة الوساطة المالية إلا إذا توفرت لديه القدرات والمهارات اللازمة لذلك من أجل استمراره في هذا النشاط ، و لهذا نجد أن البورصة تضع جملة من الشروط لكل شخص يرغب في ممارسة هذا النشاط ، و من هنا نجد أن الشروط تختلف في الشخص المعنوي عنها في الشخص الطبيعي نتطرق إليها فيما يلي :

3_1_ الشروط الواجب توافرها في الشخص المعنوي

و تخص هذه الشروط المؤسسات التي تعمل في مجال الوساطة المالية ، و فيما يلي أهم الشروط الواجب توافرها فيها :[2]

- الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة داخل البورصة ؛

[1] جبار محفوظ ، **تنظيم و إدارة البورصة** ، الطبعة الأولى ،بدون دار نشر ،الجزائر، 2002 ، ص 08 .

[2] بوقرة فاطمة ، **دور الوساطة المالية في تطوير البورصة دراسة حالة بعض البورصات العربية " السعودية ، مصر ، الجزائر"**للفترة (2005 2014)، مذكرة الماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية وبنوك ، جامعة المدية ،الجزائر، 2015 ، ص 29 .

- توفر حد أدنى من رأس المال ؛
- اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة ؛
- توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن ؛
- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة و الكفاءة اللازمة ؛
- القدرة على توفير المعلومات و البيانات اللازمة للعملاء و المحافظة على مصالحهم .

3_2_ الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي

تتمثل فيما يلي :[1]

- يجب أن يبلغ الوسيط سنا معينا ؛
- الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما شابه ؛
- أغلب التشريعات تشترط الجنسية و الأهلية القانونية ؛
- إثبات حسن السيرة و النزاهة التجارية و أن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف ؛
- التحلي بالأمانة ، الصدق و المهارة في التعامل و تنفيذ أوامر العملاء ،
- اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة ؛

وفي الاختبارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملم بالمحاور الأساسية التالية :

التحليل الاقتصادي الكلي و التحليل الاقتصادي الجزئي ، المحاسبة المالية و إعداد القوائم المالية ، التحليل المالي و الأساسي و الفني و الكمي للأوراق المالية ، القوانين المتعلقة بسوق المال ، قواعد السلوك المهني ، لوائح العمل الداخلية بالبورصة .

المطلب الثالث : الشركات المدرجة

يعتبر الإدراج من بين الوسائل التي تمكن الشركات من طرح أوراقها المالية للتداول داخل البورصة ، و بالتالي تفعيل نشاط البورصة و زيادة حركتها ، و فيما يلي نتطرق إلى تعريف الإدراج و شروطه .

[1] بن عزوز عبد الرحمان ، **دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس** ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، فرع إدارة مالية ، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر،2012 ،ص 114.

1_تعريف الإدراج

هو قبول الورقة المالية من قبل الهيئة المنظمة للأوراق المالية ، و قيدها في سوق الأوراق المالية بحيث تصبح قابلة للتداول " الورقة المالية قد تكون سهما أو سندا أو وحدة استثمار أو غير ذلك " [1].

ووفقا لنظام الإدراج في سوق فلسطين فهو : إتاحة تداول أسهم الشركة (أو أوراق المالية الأخرى لأي جهة مصدرة) في السوق و إجراء عمليات تسوية صفقات بيع وشراء الأسهم (أو أوراق المالية الأخرى) و نقل ملكيتها من خلال الإيداع و التحويل في السوق .[2]

و ينقسم الإدراج إلى نوعين :

1_1_الإدراج العادي: و هو المذكور في التعريف أعلاه ؛

1_2_الإدراج المزدوج :

يطلق عليه إدراجا مزدوجا أو إدراجا مشتركا و هو يعبر عن الحالة التي يتم فيها تسجيل الورقة المالية الصادرة عن شركات المساهمة عامة لغايات تداولها في السوق الأم الذي غالبا ما يعبر عن جنسية هذه الشركة .إذ هو عبارة عن إدراج الورقة المالية للتداول في أكثر من سوق مالي و يساهم الإدراج المشترك في زيادة سيولة الورقة المالية المدرجة في أكثر من سوق .

2_مزايا الإدراج

نذكر منها :[3]

- إتاحة فرصة للمؤسسين في استرداد جزء من أموالهم المستثمرة في الشركة و إمكانية تحقيق عائد من ذلك؛
- إتاحة المجال أمام الشركات لتنويع مصادر التمويل المتاحة أمامها لتمويل نشاطات الشركة واستثماراتها بزيادة رأس مالها بشكل مرن و غير مكلف عبر إصدار أسهم جديدة أو سندات ؛

[1] غربة محمد نجيب أبو عمرو ، **تقييم تجربة بالتل للإدراج المزدوج و تأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية** ، شهادة ماجستير الجامعة الإسلامية ن غزة ، ص 39 .

[2] http://www.gti.org/Publications/2007-Global-growth-markets-guide.aspz ,vu :28/04/2017

[3] http://www.p-s-e.com/PSEWEBSite/LawCenter.aspx ,vu:28/04/2017

- الإدراج يكسب الشركات مزيدا من المصداقية كونها تعمل تحت مظلة إشرافية و رقابية تؤمن الإفصاح و الشفافية للمستثمرين ؛
- يساهم الإدراج بعدالة تسعير أسهم هذه الشركات من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب و ترتبط أسعارها السوقية بتطورات مستوى أدائها ؛
- توسيع قاعدة المستثمرين في الشركة عبر التداول أسهمها حيث أن سهولة عملية التداول يتيح المجال لدخول مساهمين جدد ؛
- تحقيق عنصر السيولة لحاملي أسهم الشركة لفائدة مالكي السهم و الشركة إذ يصعب تصور وجود سيولة في حالة عدم الإدراج .

3_ شروط الإدراج

و أهمها ما يلي :[1]

_يجب أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA) ؛

–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؛

[1] http://www.gti.org/Publications/2007-Global-growth-markets-guide.aspz,vu:30/04/2017

-ضمان التكفّل بعمليات تحويل السندات؛

-تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛

-العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات،

-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.

المبحث الثالث : الأهمية الاقتصادية للبورصة

تلعب البورصة (سوق الأوراق المالية) دورا هاما في تعبئة الادخار و تخصيص رأس المال ، و ذلك بتوفيرها مجموعة من الوسائل أو ما يعرف بالأدوات الاستثمارية لتسهيل و ضمان انتقال الملكية بين المدخرين أنفسهم و بين المدخرين و المستثمرين ، و من أجل هذا وجد و تهيكل سوق الأوراق المالية (البورصة) .

المطلب الأول : دور البورصة في تجميع و تخصيص الادخار

يعتبر الادخار من أكثر الظواهر الاقتصادية التي حصل في مفهومها اختلاف مع التطور لاقتصادي و ذلك نتيجة لتنوع واختلاف الأفكار الاقتصادية و منها اختلفت تعاريف و تصنيفات أشكال الادخار و فيما يلي نذكر أهم التعاريف و الأنواع :

1_ تعريف الادخار

التعريف الأول: [1]

- ✓ **لغة** : مصدر لفعل ادخر الشيء إذا اختاره ، اتخذه ، أو خبأه و أعاده لوقت الحاجة ، و كل ما المرء لنفسه في وقت الحاجة يسمى مدخرا .
- ✓ **اصطلاحا** : هناك جملة من التعريفات الاصطلاحية للادخار :

1_تعريف موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الإحصائية :" الادخار عدم إنفاق الدخل على الاستهلاك "؛

2_تعريف الموسوعة العلمية العملية للبنوك الإسلامية :"الادخار بمعناه الخاص ينصب على الدخول النقدية ، و يعني تأجيل الإنفاق العاجل إلى إنفاق أجل على أن يأخذ المال طريقه في فترة التأجيل ، و المؤسسة المالية تتولى إدارة و استخدام هذه المدخرات "؛

3_تعريف مجلة البنوك الإسلامية :" الادخار اقتطاع جزء من الدخل بشرط أن يأخذ طريقه للاستثمار "؛

4_تعريف موسوعة المورد : " الادخار اقتطاع جزئي من الدخل الجاري بغية استخدامه وقت الحاجة ".

[1] صلاح الدين شريط ،**دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر**' رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع نقود مالية ، جامعة الجزائر ، سنة 2012،ص ص 27 ،28 .

التعريف الثاني :

هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك ، فالدخول التي تتدفق إلى الأفراد خلال فترة معينة لا تنفق بأكملها على السلع و الخدمات الاستهلاكية [1]، و إنما يقتطعون جزء منها بعيدا عن الإنفاق الاستهلاكي ليودعوه في البنوك و صناديق التوفير أو يشترون به بعض الأسهم أو السندات الحكومية ؛و يسري التعريف السابق للادخار على مستويين المجتمعي و الفردي :[2]

فبالنسبة للمجتمع : يلاحظ أن الناتج الاقتصاد القومي خلال سنة معينة لا ينفق كلية ، في أغلب الأحيان على الأغراض الاستهلاكية الجارية ، بل يقتطع جزء منه ليكون للادخار القومي ؛

أما بالنسبة للفرد : فإن أغلبهم لا ينفقون كل دخولهم الجارية على الاستهلاك الجاري من السلع و الخدمات و إنما يحبسون جزء منها ليودعوه في البنوك ، أو ليشتروا به أسهما أو سندات ، أو ليسددوا التزاماتهم ، أو ليشتروا أصولا مادية ،و من ثم الادخار لدى الأفراد يتمثل في الفرق بين دخلهم المتاح الجاري و إنفاقهم الجاري على السلع الاستهلاكية و الخدمات خلال نفس الفترة .

2_ أنواع الادخار

يمكن تقديم أنواع الادخار حسب عدة تقسيمات مختلفة كالتالي :[3]

2_1_ حسب نوع المدخرات

و ينقسم إلى :

2_1_1_الادخار النقدي :

يمثل الصورة الغالبة في الوقت الحالي، وذلك لأن الطابع النقدي يصبغ معظم جوانب النشاط الاقتصادي في الاقتصاد المعاصر، ومن ذلك يتكون الجانب الأكبر من الادخار اللازم لتمويل التكوين الرأسمالي من عدة أشكال نقدية، تتمثل في الأصول المالية أو الأموال السائلة كالودائع الجارية وكذلك الودائع الادخارية بأنواعها والمدخرات التعاقدية، والتي يمكن تحويلها إلى صورة سائلة بسهولة نسبية.

---

[1] رمزي زكي ، **مشكلة الادخار** ، الدار القومية للطباعة و النشر ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، سنة 1990 ، ص 33 .

[2] حسين عبد المطلب لأسرج ، **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر** ، رسالة ماجستير في الاقتصاد ، جامعة قناة السويس ، 2002 ، ص 36 .

[3] صلاح الدين شريط ، **مرجع سابق** ، ص 46 .

2_1_2_الادخار العيني :

يمثل الصورة المحدودة جدا للادخار في الاقتصاد المعاصر، وقد يأخذ شكلين،الشكل الأول هو فائض سلعي والذي يمكن مثلا ملاحظته في قطاع الزراعة، وذلك مثل المحاصيل التي يحتفظ بها ا المزارعون لاستخدامها كبذور أو لاستهلاكها في الفترات التالية، أما الشكل الثاني فيكون في صورة فائض عمل الذي يمكن أن يتحقق في حالة القيام بعمل إضافي يترجم في شكل استثمار إنتاجي.

2_2_ حسب الحدود الجغرافية

و يتمثل فيما يلي :

2_2_1_الادخار المحلي :

تحدث اغلب النشاطات الاقتصادية لأي دولة داخل حدودها، وفي هذه الحالة فان كل ما ينتج عن تلك النشاطات يأخذ صفة المحلية كالادخار المحلي أو الاستثمار المحلي وهكذ[1]ا.

2_2_2_الادخار الوطني :

هو الادخار المحلي المتولد من جانب أطراف النشاط الاقتصادي داخل حدود الدولة بالإضافة إلى جزء يتكون في الخارج وهو صافي المعاملات الخارجية، ويقصد بهذا الأخير الفرق بين قيمة الصادرات والواردات من السلع والخدمات للدولة المعنية.

2_3_ حسب الودائع

و نجد فيه ما يلي :

2_3_1_الادخار الاختياري :

ويتمثل في ذلك النوع من الادخار الذي يصدر عن الأفراد عن طواعية وبمحض إرادتهم واختيارهم وبحرية تامة ولا يكون فيه عنصر الإكراه، وتتولى الدولة القيام بالإجراءات الكفيلة بتحفيزهم إلى القيام بالادخار وتوجيه المدخرات إلى القطاع الإنتاجي مثل مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال الخاص،أما السبب الثاني للادخار فهو الخوف من المستقبل.

[1] صلاح الدين شريط ، **مرجع سابق**، ص 47.

2_3_2_الادخار الإجباري:

و هو الشكل الأساسي الثاني من أشكال الادخار، ويتم عن طريق اقتناع الفرد اقتناعا إراديا بالامتناع عن استهلاك جزء مما يحصل عليه من دخل واستثماره، بقصد إحداث توازن مرغوب فيه من جانب الفرد بين ما يحصل عليه من فائدة عاجلة و فائدة آجلة تترتب على تجنيب هذا الجزء من الدخل لسبب أو لآخر و على ضوء اعتبارات مستقبلية تتصل بالفرد .

2_4_ حسب مصادرها

2_4_1_ادخار العائلات :

هذا الادخار يمثل" حصة من عائد العائلات غير المستهلك والذي يسهم في إحداث تراكم النقود والأصول المالية وأيضا العقارية " [1]

2_4_2_ادخار المؤسسات :

ويتضمن الادخار الكلاسيكي والمتمثل في إيداع مبالغ مالية في البنوك ،وصناديق التوفير والاحتياط بالإضافة إلى الادخار التعاقدي والذي يخص عقود التامين.

2_4_3_ادخار الحكومة و الجماعات المحلية :

يتمثل الادخار الحكومي في الفرق بين الإيرادات العامة الجارية والنفقات العامة الجارية في نفس العام، ويسمى أيضا" ادخار الموازنة "ومع الأخذ في الاعتبار أن قطاع الحكومة يشتمل على كل من الجهاز الإداري للدولة والإدارة المحلية والهيئات الخدمية والسيادية .

3_ دور البورصة في تجميع و تخصيص الادخار :

إن حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو الأسواق المالية التي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي، وبالتالي لا يمكن تنميتها بمعزل عن الوضع العام والسياسة الاقتصادية.

وفي الدول العربية خاصة فإن خلق نظام مالي كفء سوف يساعد على تسريع التنمية الاقتصادية، لأن إصدار الأسهم والسندات سوف يزيد من معدل الادخار، ويجعله أكثر جاذبية كما يمكن تخصيصه إلى أكثر المساهمين كفاءة وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة تبعا لذلك.

[1] دعاس خليل ، **الادخار المحلي و التمويل الخارجي بين التكامل و الإحلال " دراسة حالة الدول العربية "** ، رسالة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر ، 2003 ،ص 22 .

كما أن عدم وجود سوق رأسمال فعالة سوف يؤدي إلى خسائر عدم التخصيص والمتمثلة في عدم وجود آلية للتأكد من تخصيص رأس المال، بحيث تكون الإنتاجية الحدية أكبر، كما سيخفق في تحقيق التخصيص الزمني الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمني الحدي مع الإنتاجية الحدية لرأس المال [1].

المطلب الثاني : دور البورصة في تجميع و تخصيص الاستثمار

تتعد فرص الاستثمار أمام المدخرين ، فمنهم من يفضل الاستثمار المالي بوضع ما لديه من مدخرات في الودائع بالبنوك ، ومنهم من يفضل حيازة الأسهم و السندات ، و نستعرض فيما يلي مفهوم الاستثمار و أنواعه، ودور البورصة في تخصيصه و تجميعه.

1_ تعريف الاستثمار

التعريف الأول :

لغة : مصدر استثمر يستثمر وهو الطلب بمعنى طلب الاستثمار ، و أصله من الثمر وهو له عدة معان منها ما يحمله الشجر و ما ينتجه ، و منها الولد .

اصطلاحا : فيقصد به استخدام الأموال في الإنتاج إما مباشرة بشراء المكائن و الآلات و المواد الأولية ، و إما بطريقة غير مباشرة كشراء الأسهم و السندات [2].

التعريف الثاني :

الاستثمار هو توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح و المال عموما قد يكون الاستثمار على شكل مادي أو غير مادي ، وهو شراء حصة في رأس المال متمثلة بأسهم ، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع تعطي مالكها الحق بالمطالبة بالأرباح أو الفوائد التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية [3].

---

[1] سعيدي فاطمة الزهراء ، **أثر العولمة على الأسواق المالية العربية** ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود مالية، جامعة الجزائر، سنة 2013 ، ص 99 .

[2] قاسم نايف علوان ، **إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)** ،دار الثقافة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ،عمان ،الأردن ، 2012 ، ص 29 .

[3] طاهر حردان ، **أساسيات الاستثمار** ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2012 ، ص 13 .

التعريف الثالث :

إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار و ليس للاكتناز[1] .

2_ أنواع الاستثمار

2_1_الاستثمار الحقيقي و الاستثمار المالي :

الاستثمار الحقيقي هو الاستثمار في الأصول الحقيقية (المفهوم الاقتصادي) ، أما الاستثمار المالي فهو يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم و السندات وشهادات الإيداع[2] .

2_2_الاستثمار طويل الأجل و الاستثمار قصير الأجل :

الاستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ شكل الأسهم و السندات و يطلق عليه الاستثمار الرأسمالي ، أما الاستثمار قصير الأجل فيتمثل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شكل أذونات الخزينة و القبولات المصرفية أو شكل شهادات الإيداع و يطلق عليه الاستثمار النقدي .

2_3_الاستثمار المستقل و الاستثمار المحفز :

الاستثمار المستقل هو الأساس في زيادة الدخل و الناتج القومي من قبل قطاع الأعمال أو القطاع الحكومي أو الاستثمار الأجنبي أما لاستثمار المحفز فهو الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل (العلاقة بينهما طردية) .

2_4_الاستثمار المادي و الاستثمار البشري :

الاستثمار المادي هو الذي يمثل شكل التقليد للاستثمار أي الاستثمار الحقيقي ، الاستثمار البشري فيتمثل بالاهتمام بالعنصر البشري من خلال التعليم و التدريب.

---

[1] عبد الغفار حنفي ،**الاستثمار في الأوراق المالية** ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 15 .

[2] ماجد أحمد عطا الله ، **إدارة الاستثمار** ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، 2012 ، ص 12 .

3_ دور الاستثمار في تخصيص وتجميع الاستثمار

تساهم الأسواق المالية النشطة في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال مساهمتها في التخصيص الجيد للموارد وتحفيز التقدم التكنولوجي[1]، ويعد استخدام الموارد الداخلية بكفاءة ذو أهمية خاصة للدول التي لا تتوافر لها فرصة واسعة للحصول على المصادر الأجنبية لرأس المال، وهناك ما يدل على أن الأنظمة المالية الأكثر تقدما وأجهزة الوساطة المالية لا تنظر فقط إلى أفضل استخدام للموارد الجارية، ولكن أيضا إلى أفضل تخصيص لتلك الموارد، وبالتالي تؤدي إلى نمو اقتصادي أكثر سرعة.

وقد استخدمت إحدى الدراسات بيانات 41 دولة في الفترة 1976- 1993 فانتهت إلى أن تطور بورصة الأوراق المالية مرتبط ارتباطا وثيقا بالمعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الاقتصادي وتراكم رؤوس الأموال وزيادة الإنتاجية، وبعبارة أخرى فإن النتائج التي توصلوا إليها تتفق مع بعض النظريات الحديثة التي ترى أن السوق المالية والمؤسسات المالية التي تؤدي عملها جيدا يمكن أن تساعد في عملية النمو الاقتصادي، عن طريق تغذية قاطرات النمو من خلال الإسراع بتراكم رؤوس الأموال و تحسين قاطرة النمو عن طريق تخصيص الموارد بصورة أفضل .

وعلى المستوى الجزئي تقوم سوق الأوراق المالية بتخصيص الموارد من خلال الدور المباشر للأسعار في السوق الأولية والدور التوجيهي للسوق الثانوية، حيث توجه سوق الأوراق المالية الاستثمارات نحو الأنشطة والمنشآت ذات المزايا النسبية التي تتسم بارتفاع الكفاءة وترتفع القيمة السوقية للمنشآت التي تنتمي لقطاعات تتسم بارتفاع العائد الاقتصادي، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها و زيادة الثقة في مجال استثماراتها، وهو ما يدفع إلى زيادة تخصيص الاستثمارات في هذه الأنشطة المميزة[2].

ويتوقف اتخاذ القرار الاستثماري بتوجيه الموارد نحو الاستخدامات ذات الكفاءة على المعلومات المتوافرة، كما يتأثر القرار بالمعلومات المستقبلية عن أداء الاقتصاد ككل ثم أداء السوق المالية وبناءا على ذلك فإن التخصيص الكفء للموارد يتوقف على مدى توافر سمات الكفاءة والنشاط في السوق المالية، ويتوقع أن يتحسن التخصيص الأمثل للاستثمارات مع زيادة هذه السمات حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة وفي المقابل يتوقع

[1] سعيدي فاطمة الزهراء ، **أثر العولمة على الأسواق المالية العربية** ،مرجع سابق ، ص 93 .

[2] سعيدي فاطمة الزهراء ، **أثر العولمة على الأسواق المالية العربية** ،مرجع سابق ، ص 94 .

أن تنخفض كفاءة التخصيص الأمثل للموارد مع انخفاض وانعدام هذه السمات، حيث تكون تحركات أسعار الأوراق المالية مضللة إلى حد كبير وبالتالي تقل فرص تقييم المخاطر والعائد والتفرقة بين القطاعات والمنشآت التي يتوقع لها مستقبل واعد .

خلاصة الفصل :

لقد حاولنا في هذا الفصل التطرق للإطار النظري للبورصة بالتعرض أولا لنشأة البورصة عموما ، حيث اتضح لنا من خلال استعراض مجموعة من تعاريف البورصة أنها سوق مالي و لكن من نوع خاص ، تحكمه قواعد و تنظيمات خاصة و تتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة ، و تتم في مكان و زمان محددين .

و لكي تقوم البورصة بوظائفها على أحسن وجه لا بد من توفر متدخلين لتسهيل عملها ، و يكون ذلك تحت إشراف هيئات الرقابة و التسيير بسن قوانين من شأنها تحقيق السير الحسن داخل البورصة ، إضافة إلى تدخل أطراف أخرى و التي تلعب دورا في تفعيل حركة و نشاط السوق المالي و المتمثلة في الوسطاء الماليين من خلال أعمال السمسرة و صناعة السوق .

كما أن للبورصة دور هام في عمليات التمويل فهي عبارة عن الجهاز الذي بواسطته يتم ضمان المدخرات المجمعة من الأعوان الاقتصادية ذات الفائض إلى الأعوان الاقتصادية ذات العجز عن طريق ما يقدمه من أوراق مالية متنوعة و إمكانيات ملائمة لتوظيف الأموال الراكدة و تحويلها إلى أموال أكثر من خلال استثماره، وفق آليات يتم التعامل بها داخل البورصة وهذا ما سوف نتطرق إليه في الفصل الثاني .

الفصل الثاني:
آليات التعامل في البورصة

تمهيد الفصل :

نظرا لتعقيد عمليات نقل الملكية (الأموال) و ما تتطلبه من سرعة التنفيذ لابد للسوق المالي (البورصة) من آليات تساعد على ذالك ، حيث تكمن صعوبة مهمة البورصة في أنها تتعامل مع بضاعة تختلف عن بضائع السوق الأخرى و التي تتمثل في أدوات الملكية (الأسهم) و أدوات المديونية (السندات) ، إضافة إلى العقود المشتقة ، فهذه الأخيرة لها مميزات خاصة تفرض على المتعاملين بها الانضباط لقوانينها ، و تنفيذ أوامر المستثمرين في البورصة يتم وفق القواعد و القوانين المفروضة داخلها ، كما يتم عرض الأوراق المالية داخل البورصة ليتم تسعيرها وفقا لقوى العرض و الطلب عليها .

و عليه قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث و هي :

المبحث الأول : التسعيرة في البورصة

المبحث الثاني :الأوراق المالية المتداولة في البورصة

المبحث الثالث :مؤشرات البورصة

المبحث الأول : التسعيرة في البورصة

يحدد التعامل في البورصة مجموعة من الإجراءات و القواعد التي من شأنها ضمان الوضوح في التعامل بالنسبة للأطراف المتعاملة بالأوراق المالية ، و بالأخص فيما يتعلق بالأوامر الموجهة من المستثمرين إلى السماسرة ،و يمثل سعر البورصة القيمة التي تبلغها ورقة مالية عند التقاء العرض و الطلب في جلسات البورصة ، و يسجل بعد انتهائها في لوح التسعير ، و في هذا المبحث نقوم بتوضيح الأوامر في البورصة و كيفية التسعير .

المطلب الأول :الأوامر في البورصة و تكاليف تنفيذها

هو أمر مكتوب أو شفهي أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال الحديثة يعطي للسمسار الأمر بعقد صفقة (بيع أو شراء) على نوع معين من الأوراق المالية أسهم أو سندات أو معا ، و يتبع فيما بعد بخطابات منفصلة تأكد هذا الأمر ، إن الضامن الأساسي لحسن تنفيذ هذا الأمر يقف على مدى وضوحه من خلال :[1]

_تحديد نوع الورقة ؛

_ الجهة المصدرة لها ؛

_ السعر و الكمية المطلوبة بدقة .

1_ أشكال الأوامر

و تنقسم إلى :

1_1_الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

1_1_1_أوامر السوق :

وهي أكثر الأوامر شيوعا و هنا يصدر المستثمر أمرا للسمسار لشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية فورا ، وهنا يكون السمسار ملتزما بأقصى جهد للتواصل إلى أفضل سعر ممكن ، (أقل الأسعار في حالة الشراء و أعلى

[1] بن أعمر بن حاسين ،**فعالية الأسواق المالية في الدول النامية** _دراسة قياسية _ أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود مالية و بنوك ، جامعة أبي بكر بالقايد ، تلمسان ، الجزائر ، 2013، ص 86.

الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر ، و على هذا الأساس فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه التأكد أن الأمر سيتم تنفيذه ، و إن كانت درجة تأكده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر ، و ليس غريبا أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية .[1]

1_1_2_ الأمر بالسعر الأول :

يفرض هذا على السمسار تنفيذ الصفقة بسعر الافتتاح على الورقة المالية و يكون هذا الأمر عادة في بداية الجلسة.[2]

1_2_الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

و تتمثل فيما يلي :

1_2_1_ الأوامر المحددة بزمن:

يكون أمر الزبون إلى السمسار محدد بفترة زمنية لتنفيذ الأمر يوم ، أسبوع ،شهر و يحدد الزبون الفترة بناءا على توقعاته و احتمالات تغيرات الظروف الاقتصادية و ظروف البورصة .

1_2_2_ الأوامر المفتوحة :

يقصد به ذالك الأمر المفتوح يضل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه [3].

1_3_ الأوامر التي تجمع بين وقت وسعر التنفيذ

تتمثل فيما يلي :

1_3_1_ الأمر المفتوح في حدود سعر معين :

يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية محددة و معينة من الأوراق المالية بسعر محدد فلا يتم تنفيذ هذا الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط و من مساوئ هذا الأمر قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين السعر المحدد و السعر السوقي .[4]

---

[1] محمد صالح الحناوي، **تحليل و تقييم الأسهم و السندات**، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، بدون سنة ،ص23 .

[2] أسامة عزمي سلام ،**الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة** ، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة ،بدون طبعة، الأردن ، 2004 ،ص 172.

[3] Lehmann,paul-jacques, ,**bourse et marchés financiers**, paris, dunod ,2008,p 42 .

[4] محسن أحمد الخضيري ،**كيف تتقد البورصة في 24 ساعة** ،اشتراك للنشر و التوزيع ،بدون طبعة ، 1990 ، ص 153 .

1_3_2_ الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية :

يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة .[1]

1_4_الأوامر الخاصة

و أهمها ما يلي :

1_4_1_أوامر الإيقاف :

تعرف أيضا اسم أوامر إيقاف الخسارة ، و هنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف ، فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع ، وبالعكس إذا كان الأمر يتعلق بالشراء فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر ، و إذا حدث في وقت لاحق أن قام مستثمر أخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف .[2]

1_4_2_ الأمر بالسعر التقريبي :

بموجب هذا الأمر يعطي الزبون للسمسار هامش المرونة في تنفيذ الصفقة أعلى أو أقل من السعر المطلوب .[3]

1_4_3_أوامر الإيقاف المحددة :

تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف ، في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين : سعر إيقاف و سعر محدد ، و بمجرد قيام الشخص أخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه ، فإنه يتم وضع " أمر محدد " عند " سعر محدد " و بالتالي النضر إلى " أمر الإيقاف المحدد " على أنه " أمر محدد مشروط " .[4]

---

[1] محمد شكري الجميل العدوى ، " **بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة** "،مكتبة الوفاء القانونية ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، 2014 ،ص 139 .

[2] محمد صالح الحناوي ، **مبادئ أساسيات الاستثمار** ، دار التعليم الجامعي للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية ،2012 ،ص 46 .

[3] أسامة عزمي سلام ،**مرجع سابق** ،ص 173 .

[4] محمد صالح الحناوي ، **تحليل و تقييم الأسهم و السندات** ،مرجع سابق ، ص 47 .

1_4_4_ الأمر بمبلغ :

يمنح بموجب هذا الأمر الزبون للوكيل الحرية الكاملة في شراء و البيع بمبلغ معين ، فمثلا يخصص الزبون للسمسار مبلغ قدره 20 ألف دولار و يترك له مجال الاختيار الأوراق المالية و الكميات المناسبة .[1]

2_ تكاليف تنفيذها :

لابد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع و الشراء في البورصة بالحسبان عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ ، و يمكن تقسيم التكاليف إلى :

2_1_تكاليف مباشرة :

وتتضمن هذه التكاليف كل من :عمولة السمسار،الخصم على السعر، الضرائب و الرسوم المستحقة للأطراف المتعاملة في البورصة ، عمولات البنوك ، حقوق الدخول ،الرسوم المستحقة لإدارة البورصة .

2_2_ التكاليف الغير مباشرة :

و هي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة و التي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار بالأوراق المالية (أي توجيه الأموال إلى استثمار الفرصة الأمثل

المطلب الثاني: التسعيرة بالتثبيت

هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات و هي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر التثبيت و ذلك بمواجهة أوامر الشراء و البيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم)،وتعتمد على مجموعة من القواعد[2]:

-الأوامر بالأحسن لابد و أن تنفذ أولا؛

-أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لابد و أن تنفذ؛

-أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لابد و أن تنفذ .

و كمثال بسيط لفهم هذه الطريقة لنفرض ما يلي:

أنه من أجل السهم س كانت آخر تسعيرة هي 1600 في البورصة ،و أن الأوامر التي وصلت اليوم كانت كالتالي :

[1] سيد سالم عرفة ،**إدارة المخاطر الاستثمارية** ، دار الراية للنشر و التوزيع ،بدون طبعة ، الأردن ، 2009 ، ص 101 .

[2] محمد براق ،**أسواق الأوراق المالية** ، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و الاقتصادية و السياسية ، الديوان الوطني للأشغال التربوية ، الجزائر ،الجزء 37 ، 2001 ،ص 34 .

_أوامر الشراء:

(400 سهم بسعر 1600)،(340 سهم بسعر 1610)،(320 سهم بسعر 1620)،(400سهم بسعر1630)،(250 سهم بسعر 1640)،(120سهم بسعر 1650)،(100 سهم بسعر 1660)، (100 سهم بأحسن سعر مطلوب) .

_ أوامر البيع :(50 سهم بأحسن سعر معروض)، (100 سهم بسعر 1600)،(200 سهم بسعر 1610)،(280 سهم بسعر 1620)،(340 سهم بسعر 1630)،(380 سهم بسعر 1640)، (400 سهم بسعر 1650)،(500 سهم بسعر 1660).

نقوم الآن بترتيب هذه الأوامر حسب السعر المتزايد نحصل على الجدول التالي :

الجدول رقم (2_1) :ترتيب أوامر البيع و الشراء و مقابلتها بالأسعار

أوامر الشراء (عدد الأسهم)	حدود الأسعار (وحدة نقدية)	أوامر البيع (عدد الأسهم)
	بأحسن سعر معروض	50
400	1600	100
340	1610	200
320	1620	280
400	1630	340
250	1640	380
120	1650	400
100	1660	500
100	بأحسن سعر مطلوب	

المصدر :من إعداد الطالبتان عن : نادية أبو فخرة ،محمود صبح ، شامل الحموي ،الأسواق و المؤسسات المالية، كلية التجارة ،جامعة عين الشمس ، 2005 ،ص 383 .

لتحديد سعر التوازن نقوم بمراكمة العروض و الطلبات بالطريقة الموضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم (2_2): كيفية تحديد سعر التوازن

أوامر الشراء التراكمية(عدد الأسهم)	حدود الأسعار (وحدة نقدية)	أوامر البيع التراكمية(عدد الأسهم)
	بأحسن سعر معروض	50
2030 (400 +1530)	1600	150(100+50)
1630 (340 +1290)	1610	350(200+ 150)
1290 (320+ 970)	1620	630(280+ 350)
970 (400 +570)	1630	970 (340+ 630)
570 (250+ 320)	1640	1350 (380+ 970)
320 (120+ 200)	1650	1750 (400+ 1350)
200(100+100)	1660	2250 (500+ 1750)
100	بأحسن سعر مطلوب	

المصدر :من إعداد الطالبتان بناء على معطيات الجدول (2_1) .

من هذا الجدول نلاحظ أن سعر 1630 هو الذي يسمح بالتوازن بين العرض 970 و الطلب 970 ، هذا السعر يدعى السعر التوازني ، و بالرجوع إلى القواعد السابق ذكرها في التسعير بالتثبيت نجد :

_ أوامر الشراء و البيع بأحسن سعر تنفذ أولا (بيع 50 بقيمة 1600/شراء 100 سهم بسعر 1660).

_ أوامر البيع ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به و هي ذات السعر المحدد ب(1600 ،1610 ، 1620، 1630).

_ أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به و هي ذات السعر المحدد ب(1630 ،1640 ،1650، 1660).

و في هذا المثال هناك مساواة كاملة بين العرض و الطلب أما إذا لم يكن الحال كذلك فيحاول دائما تلبية أكبر عدد ممكن من الأوامر .

المطلب الثالث : التسعيرة المستمر

يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، و يتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة) وسطاء في عمليات البورصة (في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي هذا الأخير يحدد سعر التوازن) قبل الافتتاح (ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام، لفهم هذه

الطريقة نتطرق إلى التسعيرة في السوق السعودي والذي يعتمد على نظام و هو نظام مستخدم في كثير من الأسواق المالية الأجنبية و العربية حيث حل (Horizon) هوريزون محل صالة التداول التقليدية و يعطي القدرة على التداول مباشرة، و كما هو واضح من اسم هذه الطريقة من التسعير) التسعير بالتواصل (فإن التسعير هنا يكون بشكل مستمر و يتغير سعر التوازن تلقائيا بمجرد إدخال أوامر جديدة، حيث يحدده الحاسوب المركزي، ويوضع على كل أمر تاريخ و ساعة وصوله[1]، كما يلي :

-سعر الافتتاح:

هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر و كمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.

-السعر خلال جلسة العمل:

و هو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع و الشراء المختلفة.

-سعر الإقفال:

أية جلسة عمل البورصة .و هو آخر سعر توازن مسجل في

و يمكن الحصول على المعلومات بصفة سهلة و متواصلة و سريعة عن طريق شركات البورصة أو الوسطاء الماليين.

[1] http://www.arabtranslators.org/edu/banking/horizon_user_dual.pdf PP: 04-05.vu:18/04/2017

المبحث الثاني : الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تعد الأوراق المالية المتداولة في البورصة و المتمثلة أساسا في (الأسهم ، السندات ، العقود المشتقة) المحرك الأساسي في البورصة باعتبارها السلعة المتداولة فيها ، حيث يتميز كل نوع منها بخصائص معينة تساهم تسهيل عمليات التداول بين الأطراف المستثمرة في الأوراق المالية ، وفيما يلي نستعرض تعريف كل من أدوات الملكية والمديونية ، العقود المشتقة .

المطلب الأول : الأدوات الملكية

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في البورصة ، و أكثرها شيوعا بين المستثمرين و الأصل في وجودها هو شركات المساهمة من خلال تجزئة رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة و حامل السهم هو شريك في المنشأة التي أصدرته على أساس الاشتراك [1]، ومن خلال هذا العنصر سيتم أعطاء تعريف للسهم و قيمة و ذكر أهم خصائصه و أنواعه

1_ تعريف السهم

اختلفت التعارف حول السهم ونذكر بعضها فيما يلي :

التعريف الأول :

هو عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل ، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها ، إضافة إلى جزء من التوزيعات و الأرباح التي حققتها، هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية و هي أداة لتكوين رأس مال الشركة أو ارفع رأس مالها عند احتياج المؤسسة للتمويل ، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين .[2]

التعريف الثاني :

هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية ، و عليه فحامل السهم هو شريك في المؤسسة .[3]

---

[1] شاكر القزويني ، **محاضرات في اقتصاد البنوك** ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الرابعة ، الجزائر ،2008 ،ص 125 .

[2] سليم جابو،**تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية** ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ،الجزائر ، ص 14 .

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير** ، دار الفكر ناشرون وموزعون ، الطبعة الأولى ، 2009 ،ص 147 .

2_ قيم السهم

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي :[1]

2_1_القيمة الاسمية :

هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة وهي عادة أقل من القيمة السوقية ، و هي قيمة نظرية لتغطية لرأس المال و منصوص عليها في عقد التأسيس ، و من وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

2_2_ القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية :

هي قيمة السهم عند التصفية ، و تحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية و المالية و النقدية مطروحا منها الالتزامات ، مما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة و السندات المستحقة ، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية و يمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية :

$$\frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال + الاحتياطات +أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

2_3_ القيمة السوقية للسهم :

هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية ، الذي يخضع لظروف العرض و الطلب علما بأن هذه الظروف كثيرا تعكس البيئة الاقتصادية ، السياسية و الاجتماعية المحيطة ، و خاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية و الداخلية وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية واختناقات الاقتصاد المحلي ، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع ، و يمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض و الطلب أي من خلالها يتم تحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق الأوراق المالية .

[1] سميحة بن محياوي ،"**دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول العربية** ، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية ، تخصص تجارة دولية، جامعة بسكرة ،الجزائر،2015 ، ص 98.

3_ خصائص السهم

تتمثل فيما يلي :[1]

- ✓ صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة ؛
- ✓ الحصول على جزء من الأرباح و على حصة من رأس المال في حالة التصفية ، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم و حجم هذه الأرباح ، وكذالك على اتخاذ القرار بتوزيعها ؛
- ✓ الاشتراك في الجمعيات العمومية و حق التصويت ؛
- ✓ أرباح الأسهم غير محددة مقدما ، و تعتمد على الموقف المالي للشركة ؛
- ✓ تتميز الأسهم بخاصية السيولة ، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى ؛
- ✓ تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة ، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق ؛
- ✓ قابلية السهم للتداول ، وهي ميزة تعطي بحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة ؛
- ✓ الاستفادة من حق التخصيص مجانا في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة .

4_ أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة حسب المعيار أو الزاوية التي ينظر إليها السهم كما يلي :

4_1_ من حيث طبيعة الحصة

وتنقسم إلى أسهم عينية و أسهم نقدية :[2]

4_1_1_ الأسهم النقدية :

و هي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقودا .

4_1_2_ الأسهم العينية :

و هي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان ، أو مبنى ، أو بضاعة ، أو مصنع .

---

[1] ضياء مجيد ،"**البورصات " أسواق رأس المال و أداوتها الأسهم و السندات** ، مؤسسة شباب الجامعية ، الإسكندرية ، 2003 ،ص 41_ 44.

[2] مبارك بن سليمان آل فواز ،**الأسواق المالية من المنظور الإسلامي** ، مذكرة تدريسية ، جامعة الملك عبد العزيز ،السعودية ،ص 12 .

2_ تقسيم الأسهم من حيث شكلها

تنقسم الأسهم من حيث شكلها إلى أسهم اسمية و أسهم لحاملها :[1]

4_2_1_ أسهم اسمية :

و التي يوضح فيها اسم مالك السهم و تنقل ملكية هذه الأسهم بنقل قيدها في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة .

4_2_2_ أسهم لحاملها :

و هي الأسهم التي تصدر بدون ذكر اسم الشخص و يعتبر حامل السهم مالكا له ، و يوجد كذلك السهم الأذني أو لأمر ، حيث يذكر اسم صاحب الحق في هذا السهم مسبوقا بعبارة للأمر أو للإذن و يكون نقل

ملكية هذه الأسهم من خلال التظهير دون الحاجة إلى الرجوع إلى الشركة .

و بالرغم التقسيمات التي تم ذكرها للأسهم إلا أنها تنقسم إلى نوعين اثنين هما : الأسهم العادية و الأسهم الممتازة .

4_3_ الأسهم العادية

يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية ثابتة أو هي قيمة الوجه ، تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ، و يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية ، فتخضع قيمتها السوقية لمتغيرات مستمرة و التي تعود إلى أسباب و تقييمات متباينة .[2]

و إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبقت الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة الماضية نوعا جديدا من الأسهم منها .[3]

---

[1] سعيدي فاطمة الزهراء ،**محاضرات في الأسواق المالية** ، تخصص نقود مالية و بنوك ، السنة أولى ماستر،جامعة المدية ، الجزائر ، 2013 ، ص 53.

[2] هوشيار معروف ،**الاستثمارات و الأسواق المالية** ، جامعة البلقاء التطبيقية ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2003 ، ص 92 .

[3] حسين بني هاني ، **الأسواق المالية " طبيعتها ، تنظيماتها ،أدواتها المشتقة "**، دار و مكتبة الكندي للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ،2014 ، ص ص 148 _149 .

4_3_1_ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات للأرباح بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ، و لكن في بعض الشركات في أمريكا أنواعا من الأسهم يرتبط فيها توزيع الأرباح بالأرباح التي يحققها كل قسم .

4_3_2_الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة :

الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة ، إلا أنه ظهر هذا النوع من الأسهم في أمريكا يباع للعاملين في الشركة وتخصم التوزيعات بالنسبة لهذه الأسهم قبل فرض الضريبة .

4_3_3_ الأسهم العادية المضمونة :

هي عبارة عن أسهم تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة بعد الإصدار ، عكس ما هو عليه الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع للشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية .

4_4_ الأسهم الممتازة :

الأسهم الممتازة تجمع بين صفات الأسهم العادية و السندات التي تصدرها بعض الشركات فهي كالأسهم العادية لكونها حقوق ملكية في الشركة ، إلا أنها لا تشارك في الأرباح التي تزيد عن النسبة المحددة لها و كذلك لا تشارك في الإدارة كما تشارك الأسهم العادية و من ناحية أخرى فهي تشبه السندات بحصولها على الأرباح وذلك بصرف النضر عن النتائج التي تحققها الشركة .[1]

و للأسهم الممتازة عدة أنواع منها :[2]

4_4_1_ أسهم ممتازة مجمعة للأرباح أو غير مجمعة للأرباح :

و يقصد بالأسهم الممتازة المجمعة للأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح و إنما ترحل و تجمع مع المستحق في السنة المالية التالية و تحصل على الأرباح المجمعة معا ،و إذ لم تكفي تجمع على الأرباح السنة الثالثة و هكذا .

[1] محمد صالح جابر ، **الاستثمار بالأسهم و السندات** ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الطبعة الثالثة ، عمان ، 2005 ،ص 28 .

[2] حمزة محمود الزبيدي ،**الاستثمار في الأوراق المالية** ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، 2004 ،ص190.

أما الأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقه في المطالبة .

4_4_2_ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء :

تجمع بين خصائص الأسهم و السندات فمن ناحية يمكن استردادها وفقا بما هو محدد عند الاكتتاب ، تتماثل مع السندات التي تستردها المنشأة المصدرة لها و في نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس و هي خاصية من خصائص الأسهم العادية .

4_4_3_ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح و الغير مشاركة في الأرباح :

تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت بمعدلات أكبر من الحد الأدنى المقدر ، بينما تستحق الأسهم الممتازة الغير مشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية بمعدل ثابت بغض النظر عن مقدار الأرباح التي تستحقها المنشأة .

4_4_4_ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم و الغير قابلة للتحويل :

في بعض الأحيان تعطي الميزة للأسهم الممتازة و ذلك بحقها في التحويل إلى أسهم عادية في حين توجد أسهم ممتازة ليس لها هذا الحق .

المطلب الثاني : أدوات المديونية

تمثل السندات أحد أهم الأدوات التي تلجأ إليها الشركات سواء كانت خاصة أو عامة و ذلك للحصول على قروض لتمويل مشروعاتها ، بدلا من اللجوء إلى زيادة رأس المال .

1_ تعريف السند :

للسند عدة تعاريف نذكر بعضها فيما يلي :[1]

التعريف الأول :

تمثل السندات دينا لمالكيها و هي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية تدعى كل واحدة منها سندا .

[1] حمزة محمود الزبيدي ، **مرجع سابق** ،ص 191.

التعريف الثاني :

السند هو التزام مالي (دين) يتمتع حامله (المقرض) بضمان مالي كامل على أصول الشركة المصدرة (المقترض) و لهذا فإن السند يحقق فائدة دورية محددة تعلى إلى مديونية المقترض ما لم تسدد في موعدها .[1]

2_قيم السندات

للسندات بشكل عام على القيم التالية :[2]

2_1_ القيمة الاسمية :

و هي القيمة التي تثبت على السند المصدر ، و الذي يحسب على أساسه معدل الفائدة " معدل القسيمة " الدورية المدفوعة لحامله .

2_1_ القيمة السوقية :

و تدعى أيضا بالقيمة الشرائية و هي تمثل سعر السند بعد الإصدار و خلال عمليات التداول ، و تعبر عن القيمة الحقيقة للسندات .

2_3_ القيمة الاستهلاكية أو القيمة عند الاستحقاق :

و تمثل قيمة السند عند حلول أجل الاستحقاق ، وقد تكون أعلى من القيمة الاسمية (بعلاوة) أو أدنى (بخصم) أو يستهلك بالقيمة الاسمية ، لذلك فالأساس هي القيمة الاسمية .

3_ أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة تتمثل في الآتي :

3_1_ تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار :

و تقسم على هذا الأساس إلى :

[1] محمد الموفق أحمد عبد السلام ،**دراسات عن الأقسام المختلفة بالبنوك التجارية** ،مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ،بدون طبعة ، 1999 ،ص ص 155 .

[2] محمود محمد الداغر ،**الأسواق المالية** ،"**مؤسسات ، أوراق ، بورصات** " ، دار الشروق، الطبعة الأولى ، 2005 ، ص 104 .

3_1_1_ السندات الحكومية :

و هي أدوات الائتمان طويلة الأجل تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي لتمويل عجز في الموازنة العامة للدولة ، و بسبب وجود سوق قانونية نشطة لهذه السندات خصوصا في الدول المتقدمة إلى جانب ما تتمتع به من ثقة من جانب المتعاملين ،فإنها تعد أكثر الأدوات المالية سيولة في سوق رأس المال .

و تعد هذه السندات من بين الاحتياطي النقدي الذي يحتفظ به البنك المركزي كما تقوم البنوك و بعض أفراد القطاع العائلي و الأجانب بشرائها .[1]

3_1_2_ السندات الأهلية :

تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص .

3_2_ تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار :

و تنقسم شكليا إلى قسمين هما :

3_2_1_ سندات اسمية :

و هي السندات التي تحمل اسم صاحبها و تنتقل من شخص إلى آخر من خلال عمليات التداول في سوق الأوراق المالية بطريقة التسجيل .

3_2_2_ سند لحامله :

و هي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها ، و تنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام .

3_3_ تقسيم السندات من حيث الأجل

3_3_1_ سندات قصيرة الأجل :

و هي السندات التي تتجاوز مدتها عام واحد ، و يتم تداولها في سوق النقد ، و تستمتع بدرجة عالية من السيولة وانخفاض المخاطرة .

3_3_2_ سندات متوسطة الأجل :

و هي السندات التي تتجاوز مدتها العام الواحد وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من السندات قصيرة الأجل .

---

[1] محمد يونس ،**اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية** ، دار التعليم الجامعي للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية،2010 ،ص 124 .

3_3_3_ سندات طويلة الأجل :

و هي السندات التي يزيد آجالها عن سبعة أعوام ، و تتداول في سوق رأس المال ،و تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي تصدر على السندات قصيرة و متوسطة الأجل .

3_4_ تقسيم السندات حسب قابلية الاستدعاء و الإطفاء

يوجد نوعين من السندات وهي :

3_4_1_سندات قابلة لاستدعاء :

و هي السندات التي يكون للجهة المصدرة لها الحق في استدعائها قبل انقضاء الأجل ، وهذه السندات تصدر عادة بعلاوة استدعاء .

3_4_2_ سندات غير قابلة للاستدعاء :

و هي السندات التي يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء آجالها بسبب من الأسباب .

3_5_ تقسيم السندات على أساس الضمان

وتنقسم بدورها إلى :[1]

3_5_1_ السندات المضمونة :

و هي السندات تكفل لحاملها الحق في وضع يديه على الأصل محل الضمان و الذي يكون في العادة أصلا حقيقيا ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته .

3_5_2_ السندات الغير مضمونة " العادية" :

هي السندات التي يعتمد فيها الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ، و يكون مضمونا بالديون العامة للمدين ، و الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة ، و على حملة أسهمها .[2]

3_6_تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل

و نجد أنها تقسم إلى نوعين :[3]

---

[1] نبيل خليل طه سمور ،"**سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق ، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا** "، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال ،غزة ، 2007 ،ص 109 .

[2] نبيل خليل طه سمور ،**مرجع نفسه** ، ص 109 .

[3] زياد رمضان، **الأسواق المالية** ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد ،الطبعة الثالثة ، القاهرة ، 2014 ، ص 112 .

3_6_1_ سندات غير قابلة للتحويل :

مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل .

3_6_2_ السندات القابلة للتحويل :

تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سنداته إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد .

4_ خصائص السندات :[1]

للسندات خصائص تتميز بها عن الكوك الأخرى ، وهي كالآتي :

4_1_ قرض السندات قرض جماعي :

فالشركة تتعاقد مع مجموعة من المقترضين ، فتصدر بمقدار المبلغ الإجمالي للقرض عددا من السندات متساوية القيمة ، و يقضي تساوي قيمة السندات المساواة بين حقوق حملة سندات إصدار واحد إزاء الشركة .

4_2_ السند صك قابل للتداول :

فإن كان اسمي فتداوله بطريق القيد في سجلات الشركة و إن كان لحامله فعن طريق التسليم .

4_3_ لاشتراك لحامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين:

حيث لا يكون لقراراتها أي تأثير على في شأن حامل السند .

4_4_ قرض السند طويل الأجل :

تتراوح مدة غالبا بين عشر سنوات إلى ثلاثين سنة .

4_5_ يمثل السند دينا على الشركة :

فإذا أفلست أو قامت بأعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة لحامل السند سقط أجل الدين، واشترك صاحب السند مع باقي الدائنين للشركة .

[1] أحمد محمد الخليل ، **الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي** ، دار ابن الجوزي ، الطبعة الأولى ، المملكة العربية السعودية ، محرم 1424 ،ص ص 92_93 .

المطلب الثالث :العقود المشتقة

تبذل فئة مختصة يطلق عليها مصطلح المهندسون الماليون ، جهود كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين و رغباتهم الجديدة عن طريق ابتكار عقود و أدوات استثمار مالي جديدة ، تلبي هذه الرغبات المتجددة و اللامتناهية و قد أوصلتهم جهودهم إلى ابتكار ما يسمى بعقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة .

1_ تعريف المشتقات المالية :

عرفها بنك التسويات الدولية على أنها " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ، و لكنها لا تتطلب استثمار أصل مالي في هذه الأصول ، كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري" .[1]

و قد عرفت أيضا بأنها " نوع من العقود المالية تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع ...[2]

و من ابرز أشكالها عقود المستقبليات ، العقود الآجلة، عقود المقايضة و عقود الخيارات و غيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة ".[3]

كما عرفت على أنها " أنها عبارة عن عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي ، لا تتطلب استثمارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود ، تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد و لذلك سميت

بالمشتقات المالية ".[4]

2_ أنواع العقود المشتقة

تتمثل الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية في العقود الآجلة ، العقود المستقبلية ، عقود الخيارات و عقود المبادلات.

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان ،**المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها** ،دار النشر للجامعات ، الإسكندرية ،2005 ،ص ص 59_60 .

[2] قيدي خميسي ،**دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق _حالة الدول الصناعية العشر** _، المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية ،الجزائر، العدد 06_2015 ، ص 28 .

[3] أحمد صالح عطية ،**مشاكل المراجعة في أسواق المال** ،الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، 2003 ،ص ص 7_8 .

[4] طارق عبد العال حماد ، **المشتقات المالية "مفاهيم إدارة المخاطر،المحاسبة"** ،الدار الجامعية للنشر ،بدون طبعة 2001،، القاهرة ،ص ص7_8.

2_1_ عقود المبادلة :

عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية ، و له أنواع عديدة لعل من أهمها أو أكثرها شيوعا ما يلي [1]:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة .
- عقود مبادلة العملات .

2_2_ العقود المستقبلية :

هو عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على التسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية ، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد ، و كما هو الحال في عقود الخيارات ، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول ، و تتمتع بسيولة عالية ، و لذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط ، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق ، و في هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد ، و من بين أهم أنواع العقود المستقبلية هناك :[2]

- ✓ عقود مستقبلية على أسعار الفائدة .
- ✓ العقود المستقبلية التي تنص على مؤشرات السوق .

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ و سعر محددين مسبقا ، و تكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد و سعر شراء العقد ، كما أن هناك عقود مستقبلية على السلع .[3]

2_3_ العقود الآجلة :

هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري بسلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه سعر التنفيذ .[4]

---

[1] منير ابراهيم الهندي ، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر " الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات المالية "**،منشأة المعارف ، الجزء الثاني الإسكندرية ، 2003 ،ص09 .

[2] بوسبعين تسعديت،**إدارة المخاطر المالية و أثرها على اقتصاديات العالم** ، مداخلة بعنوان المشتقات المالية كأداة لتحوط من الخاطر المتعلقة بالمعلومة المحاسبية و المالية ، الملتقى الدولي الأول ، جامعة البويرة ، ص 4.

[3] سرارمة مريم ،**دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008** ،رسالة ماجستير ،تخصص مالية ، جامعة منتوري قسنطينة ،الجزائر،2012 ، ص 36 .

[4] منير إبراهيم الهندي ،**إدارة الأسواق المالية** ، منشأة المعارف ،بدون طبعة، الإسكندرية ، 1999 ،ص 668 .

فالعقود الآجلة هي عقود على أصول مالية كالأسهم أو الأصول المادية كالسلع ، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل ، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية .

و تجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفها الشخصية و التي قد لا تناسب غيرهما .[1]

و هذا للعقود الآجلة نوعان :

- ✓ عقود آجلة باتة أو قطعية .
- ✓ عقود خياريه شرطية .

2_4_ عقود الخيارات :

يعرف عقد الخيار بأنه عقد يمثل حق للمشتري " و ليس التزاما " في بيع أو شراء شيء معين بسعر محدد" سعر التعاقد أو الممارسة " خلال فترة زمنية محددة ، و يلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال فترة زمنية محددة مقابل مبلغ محدد يدفعه المشتري العقد يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية .[2]

تتنوع عقود الخيارات إلى عدة أنواع حسب الاعتبارات التالية :

2_4_1_ الأنواع الرئيسية :

أهمها ما يلي :[3]

2_4_1_1_ عقود خيارات الشراء :

هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول و يسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه و ذالك في تاريخ مستقبلي محدد و بسعر محدد مسبقا في العقد و مقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابلا منه هذا الحق يسمى بالعلاوة أو سعر الخيار ، فإن المشتري سوف يدفع

---

[1] عبد العظيم ابو زيد ،**التحليل الفقهي و المقاصدي للمشتقات المالية** ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز :الاقتصاد الإسلامي ،العدد 3 ،2014 ، السعودية ،ص50 .

[2] شعبان إسلام أحمد البراوي ،**بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي "دراسة تحليلية نقدية "**، دار الفكر ،بدون طبعة ، دمشق ، 2001،ص222.

[3] وسام ملاك ، **البورصات و الأسواق المالية العالمية** ، الجزء الأول ،دار المنهل اللبناني ، مكتبة رأس النبع للطباعة و النشر ،لبنان ، 2003 ، ص 46.

العلاوة للحصول على عقد الاختيار ، كما أنه سوف ينفذ العقد و يشتري الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد .

2_4_1_2_ عقود خيارات البيع :

هو عقد بين طرفين ، يتمتع فيه الطرف الأول و يسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر " المشتري " الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع و ذلك في تاريخ مستقبلي محدد و بسعر يحدد مسبقا في العقد ، و مقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة أو سعر الخيار و بطبيعة الحال المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار ، كما أنه سوف يدفع العلاوة للحصول حق الاختيار ، كما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عند سعر التنفيذ المحدد في العقد .

2_4_2_حسب تاريخ التنفيذ

2_4_2_1_ عقود الخيار الأمريكية :

هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بان يمارس حقه في الاختيار و ذلك بتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد .

2_4_2_2_ عقود الخيار الأوروبية :

هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد .

2_4_3_حسب التغطية

و تتمثل فيما يلي :[1]

2_4_3_1_عقود خيار الشراء المغطاة :

هي عقود يمتلك فيها محرر العقد " البائع" للأصول موضوع العقد أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد .

[1] طارق عبد العال حماد ،**المشتقات المالية " مفاهيم ، أنواعها ، استخداماتها في إدارة المخاطر المحاسبة عنها "**، الدار الجامعية ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، 2010 ، ص 46 .

2_4_3_2_عقود خيار الشراء غير المغطاة :

هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد " البائع" للأصول موضوع العقد ، ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري .

المبحث الثالث :مؤشرات البورصة

يعتبر المؤشر الأداة المستخدمة للتعرف السريع على ما يجري في الأسواق المالية و إعطاء صورة سريعة و عامة عن تطورها كونها متوسطات و أرقام قياسية ، و يعتبر مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق ، و يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية ، حيث يستعمل كمرجعية معلوماتية للمستثمرين وصناع القرار ، و من خلال هذا المبحث نتطرق لتعريف المؤشر ، أهميته ، كيفية بناءه ، و معايير احتساب المؤشر .

المطلب الأول :تعريف المؤشر

ظهرت المؤشرات في بورصات الأوراق المالية في البداية بغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير ، فكان هدفها الأساسي هو استخدامها كأداة في التنبؤ باتجاه حركة الأسعار داخل السوق ، و لهذا نجد هناك عدة تعاريف للمؤشر نذكر البعض منها فيما يلي :

1_ مفهوم المؤشر

التعريف الأول :

لغة:

يعرف قاموس أكسفورد المؤشر بأنه " الذي يؤشر أو يلفت النظر إلى شيء ما بدقة معينة " و يعرفه القانون و يشير بأنه "الذي يؤشر أو يشير إلى درجة تزيد أو تنقص من الدقة ".

اصطلاحا :

المؤشر هو إشارة أو عرض أو علامة تلك التي تقدر شيئا ما معروف بدرجة معقولة من التأكد ، و من هنا يتضح أن المؤشر هو أشبه بالبوصلة لأنه يحدد لاتجاه الذي يكون فيه التحرك .[1]

التعريف الثاني :

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية ، و يعبر عن المؤشر كنسبة مؤية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ، و يقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ارتفاعا وانخفاضا ، و هناك نوعين مكن المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة

[1] أشرف سعيد أحمد محمد ،**الجودة الشاملة و المؤشرات في التعليم الجامعي** ، الدار الجامعية الجديدة للنشر و التوزيع ، بدون طبعة،الإسكندرية، 2007،ص 164.

مثل مؤشر داوجونز لمتوسطة الصناعة ، و مؤشر 500 لستاندراندبور ، و مؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة و منها على سبيل المثال داوجنز لصناعة النقل ،(أنظر الجدول التالي) :[1]

STOCK MARKET DATA BANK 5/3/93

MAJOR INDEXES

HIGH	LOW (†365 DAY)		CLOSE	NET CHG	% CHG	†365 DAY CHG	% CHG	FROM 12/31	% CHG
DOW JONES AVERAGES									
3478.61	3136.58	30 Industrials	x3446.46	+ 18.91	+ 0.55	+ 68.33	+ 2.02	+ 145.35	+ 4.40
1683.68	1204.40	20 Transportation	x1607.54	+ 14.70	+ 0.92	+ 226.75	+ 16.42	+ 158.33	+ 10.93
247.68	209.69	15 Utilities	x239.98	+ 0.62	+ 0.26	+ 27.79	+ 13.10	+ 18.96	+ 8.58
1322.35	1107.47	65 Composite	x1289.96	+ 8.83	+ 0.63	+ 94.59	+ 7.91	+ 85.41	+ 7.09
432.78	377.00	Equity Mkt. Index	419.66	+ 2.09	+ 0.50	+ 27.52	+ 7.02	+ 6.37	+ 1.54
NEW YORK STOCK EXCHANGE									
251.36	220.61	Composite	244.54	+ 1.08	+ 0.44	+ 15.12	+ 6.59	+ 4.33	+ 1.80
303.16	273.18	Industrials	294.30	+ 1.59	+ 0.54	+ 7.26	+ 2.53	− 0.09	− 0.03
232.40	193.40	Utilities	224.28	+ 0.50	+ 0.22	+ 28.08	+ 14.31	+ 14.62	+ 6.97
246.81	182.66	Transportation	236.11	+ 1.30	+ 0.55	+ 27.10	+ 12.97	+ 21.39	+ 9.96
223.96	171.44	Finance	211.11	+ 0.34	+ 0.16	+ 36.44	+ 20.86	+ 10.28	+ 5.12
STANDARD & POOR'S INDEXES									
456.33	400.96	500 Index	442.46	+ 2.27	+ 0.52	+ 25.55	+ 6.13	+ 6.75	+ 1.55
524.99	471.36	Industrials	507.64	+ 2.94	+ 0.58	+ 13.45	+ 2.72	+ 0.18	+ 0.04
405.85	307.94	Transportation	386.58	+ 3.40	+ 0.89	+ 27.05	+ 7.52	+ 22.83	+ 6.28
176.23	145.17	Utilities	168.42	+ 0.32	+ 0.19	+ 21.80	+ 14.77	+ 10.96	+ 6.92
46.67	34.15	Financials	43.33	+ 0.15	+ 0.35	+ 8.51	+ 24.44	+ 2.44	+ 5.97
166.77	136.02	400 MidCap	161.49	+ 1.04	+ 0.65	+ 17.46	+ 12.12	+ 0.93	+ 0.58
NASDAQ									
708.85	547.84	Composite	666.71	+ 5.29	+ 0.80	+ 83.17	+ 14.25	− 10.24	− 1.51
757.05	581.60	Industrials	686.34	+ 7.20	+ 1.06	+ 49.36	+ 7.75	− 38.60	− 5.32
868.27	608.60	Insurance	837.49	+ 4.09	+ 0.49	+ 224.22	+ 36.56	+ 33.58	+ 4.18
641.57	428.75	Banks	607.91	+ 1.60	+ 0.26	+ 187.16	+ 44.48	+ 74.98	+ 14.07
314.39	242.25	Nat. Mkt. Comp.	294.81	+ 2.45	+ 0.84	+ 36.56	+ 14.16	− 5.75	− 1.91
303.87	232.48	Nat. Mkt. Indus.	274.42	+ 3.01	+ 1.11	+ 19.57	+ 7.68	− 16.98	− 5.83
OTHERS									
423.43	364.85	Amex	422.21	+ 1.25	+ 0.30	+ 30.60	+ 7.81	+ 22.98	+ 5.76
281.38	238.81	Value-Line(geom.)	273.07	+ 0.89	+ 0.33	+ 17.12	+ 6.69	+ 6.39	+ 2.40
232.36	185.81	Russell 2000	r223.66	+ 0.99	+ 0.44	+ 25.90	+ 13.10	+ 2.65	+ 1.20
4475.25	3860.55	Wilshire 5000	4336.62	+ 20.50	+ 0.47	+ 306.27	+ 7.57	+ 46.88	+ 1.09

†Based on comparable trading day in preceding year.

Source: *Wall Street Journal* (May 4, 1993): C2.

[1] عصام حسين ،**أسواق الأوراق المالية** ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الأردن ،2008،ص ص 35_36 .

التعريف الثالث :

يعتبر الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة لمجموعة من الأوراق المالية ، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة . [1]

"هو الأداة التي تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق ، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار و محاولة التنبؤ من خلال استخدام المؤشرات ".[2]

2_ خصائص المؤشر :

يتميز المؤشر بمجموعة من الخصائص نتطرق إلى بعض منها فيما يلي[3] :

- ✓ يعبر عن المؤشر بعدد من النقاط ؛
- ✓ يعتبر المؤشر قيمة متوسطة تعكس الأوراق المالية المقيدة في السوق إما بشكل كلي أو جزئي ؛
- ✓ إذا تم حساب المؤشر في عينة من السوق فإن النتيجة تكون شاملة لكل الأوراق المالية الموجودة بالسوق ؛
- ✓ يعتبر حجم السيولة الورقة في السوق و نشاطها سبب لاختيار الأوراق المالية الموجودة بالسوق ؛
- ✓ نستطيع معرفة أداء قطاع معين باحتساب مؤشر هذا القطاع وذلك بنفس آلية حساب مؤشر السوق ؛
- ✓ يعتمد حساب المؤشر على مجموعة من الافتراضات التي تلاءم طبيعة كل من السوق و الأوراق المالية المقيدة فيه ؛
- ✓ نستطيع حساب أكثر من مؤشر للسوق الواحد وذلك عن طريق تغير إحدى الفرضيات .

---

[1] حسين قبلان ،**مؤشرات أسواق الأوراق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية "**، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، ،كلية الاقتصاد ،قسم الاقتصاد بجامعة دمشق، العدد 11 لسنة 2011،ص 94 .

[2] عبد الغفار حنفي ،**الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم ،سندات ، استثمارات ، خيارات)**، الإسكندرية ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، 2000 ، ص77 .

[3] عصام نهد العربيد ،**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، دار الرضا للنشر** ،الطبعة الثانية ،دمشق، 2008 ،ص ص 83_39.

3_ استخدامات المؤشر

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم الأفراد و غيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال ، و من بين تلك الاستخدامات ما يلي : [1]

3_1_ إعطاء فكرة عن أداء المحفظة :

حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة الأوراق المالية (إيجابا أو سلبا) ،مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدا ، و إذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها .

3_2_ الحكم على أداء المديرين المحترفين :

وفقا لفكرة التنوع الساذج ، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة الأوراق المالية المختارة عشوائيا ، أن يحقق عائد يعادل تقريبا عائد السوق(متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر ، و هذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائد أعلى من متوسط عائد السوق .

3_3_ التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق :

إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل .

3_4_ تقدير مخاطر المحفظة :

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية ، و هي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة و معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من الأصول خطرة .

المطلب الثاني : كيفية بناء و تكوين المؤشر [2]

تتفق المؤشرات في كونها أدوات لقياس أداء أو مخاطر الأسواق (أو الصناعات) ،إلا أن هذه الأخيرة تختلف في طريقة بناءها و ذلك من حيث العينة المكونة للمؤشر و الأوزان النسبية .

---

[1] محمد صالح الحناوي ،**بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق** ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ،بدون طبعة، مصر ، 2002 ،ص 252 .

[2] منير ابراهيم الهندي ، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال** ، منشأة المعارف للنشر و التوزيع ،بدون طبعة، الإسكندرية ، 1999 ، ص 249 .

1_ العينة

تعتبر من الركائز التي تقوم عليها عملية بناء المؤشر و تعرف بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر ، و يجب أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب : الحجم ، الاتساع و المصدر .

1_1_ الحجم :

القاعدة العامة أنه كلما زاد حجم الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق.[1]

1_2_الاتساع :

كما يجب أن يتوافق حجم العينة مع الهدف من المؤشر فإذا كان هذا الأخير يعبر عن كافة أسهم السوق يجب أن تمثل العينة كافة القطاعات و الصناعات الموجودة في السوق دون تحيز لقطاع أو صناعة على حساب أخرى ، أما إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين فيجب أن تكون العينة شاملة لكل الشركات الناشطة به دون تحيز لنوع من الشركات ....

1_3_ المصدر :

مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يشملها المؤشر هو سوق رأس المال الذي يتم فيه تداول هذه الأسهم فمثلا مؤشر (40CAC) الفرنسي المبني على أساس قيم أسهم أكبر 40شركة في الاقتصاد الفرنسي و يعتمد على الأسعار السوقية لهذه الشركات المسعرة في بورصة باريس ، و تجدر الإشارة هنا إلا أن المؤشرات المبنية على أساس عينات صغيرة نسبيا مقارنة بتلك التي تشمل كافة الأسهم المتداولة لا تقل كفاءة عنها بسبب :

_ القيمة السوقية للأسهم التي تشملها هذه العينات تمثل نسبة عالية من إجمالي القيمة السوقية للأسهم التي يشملها المجتمع الذي سحبت منه هذه العينة .

_ أن أسعار الأسهم عادة ما تسير في نفس الاتجاه صعودا أو هبوطا .

[1] سامي مباركي،**فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات : دراسة مقارنة تونس ، الجزائر ، المغرب** ،مذكرة ماجستير،فرع اقتصاد تنمية جامعة الحاج لخضر باتنة ، الجزائر ، 2004،ص 95.

2_ الأوزان النسبية لمفردات العينة

يتم ترجيح المفردات المكونة للعينة بأوزان معينة سواء كانت سعر السهم أو القيمة السوقية الإجمالية للسهم أو بالتساوي في الترجيح اعتمادا على أوزان متساوية .

2_1_الترجيح على أساس أسعار الأسهم :

حسب هذا المدخل يحسب وزن كل سهم على أساس النسبة بين سعر السهم الواحد إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى المكونة للعينة .

2_2_ الترجيح بالأوزان المتساوية لأسهم المؤشر :

حسب هذا الأسلوب يتم ترجيح أسهم المؤشرات بالاعتماد على قيم نسبية متساوية لكل سهم ، و نحسب هذه القيمة (معامل الترجيح) على أساس سعر السهم و هو يساوي لمقلوب سعر السهم ، ثم يحسب الوزن النسبي المتساوي للأسهم من خلال ضرب سعر السهم في معامل الترجيح .[1]

2_3_الترجيح بالقيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر :

إذا ما انتقلنا إلى مدخل الأوزان حسب القيمة نجده يعطي وزنا للسهم على أساس القيمة الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر و بذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذا لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي .

المطلب الثالث :كيفية حساب المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر ،فمنها ما تحسب على أساس الأرقام ،و منها ما تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر .[2]

[1] عبد اللطيف ،**بورصة الأوراق المالية** ، مركز القاهرة للتعليم المفتوح ،بدون طبعة، القاهرة ، 1998 ، ص 237 .

[2] منير إبراهيم الهندي ، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال** ،مرجع سابق ، ص 258 .

استنادا لكيفية حساب المؤشرات ، يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات :[1]

1_ مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الحسابي :

و عادة ما تكون محل مقارنة بأداء محافظ الأوراق المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون ، و يتم حساب العائد على هذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي .

2_ مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي :

و تتصف هذه المؤشرات بتقلبها بسرعة شديدة بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي ، مما يجعلها أقل استخداما .

=المتوسط الحسابي $\sqrt[n]{X1X2 \dots . Xn . . (n-1)}$

حيث:

x=يمثل سعر السهم .

n= تمثل العينة ، أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر لذلك يجب معرفة أساس حساب المؤشر قبل إجراء المقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية و أداء المؤشر .

و من أكثر الأساليب شيوعا في حساب المؤشر ، تلك المبنية على أساس السعر ، إضافة إلى المؤشرات المبنية على أساس القيمة ، و سنتطرق في هذا الصدد إلى أهم المؤشرات العالمية لكل أسلوب .

1_ المؤشرات المبنية على أساس السعر :

من أهم المؤشرات المبنية على أساس السعر هو مؤشر داوجونز الصناعي و لحساب قيمة هذا المؤشر نقوم بالخطوات التالية :[2]

_ جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه ؛

_حساب قيمة المؤشر بقسمة مجموع الأسهم على عددها؛

_ إيجاد معدل عائد السوق ، و الذي يحدد إتجاه السوق .

و يتم حساب قيمة مؤشر داوجونز حسب الصيغة التالية :

$$DJIA=\sum_{i=1}^{30} \frac{pit}{Dadj}$$

[1] عبد اللطيف ،**مرجع سابق** ، ص 241 .

[2] محمد صالح الحناوي ، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق** ،مرجع سابق ،ص 275 .

حيث :قيمة المؤشر في الفترةDJIAt. t

:سعر السهم iفي الفترة Pit.t

:القاسم المعدل في الفترة t(المقسوم عليه) .Dadj

كما يتم حساب معدل العائد كالتالي :

$$V(M) = \frac{\text{DJIAt} - \text{DJIAt} - 1}{\text{DJIAt} - 1}$$

حيث :قيمة المؤشر في الفترة DJIAt.t

:معدل عائد السوق في الفترة V(M)t.t

2_ المؤشر المبني على أساس القيمة :

يحسب المؤشر عن طريق إدخال قيمة الأسهم أو عددها و من بين هذه المؤشرات : مؤشر كولس ، مؤشر ستاندرأندبورز و مؤشر فنيشال تايمز .

و يمكن حساب المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة ، من خلال تتبع الخطوات التالية :[1]

_ إيجاد القيمة السوقية "القيمة السوقية =عدد الأسهم x سعر السهم .

_ إيجاد الوزن النسبي لكل سهم .

_ احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة بالصيغة الآتية :

$$Indext = \frac{\sum_{i=1}^{n} pit\ Wit}{\sum_{b=1}^{n} pib\ Wib}(K)$$

حيث :

: قيمة المؤشر في الفترةIndext.t

سعر السهم iفي الفترة tوالفترةb على الترتيب .Pit،pib

الوزن النسبي للسهم iفي الفترة t و الفترة bعلىالترتيب .Wit،Wib

فترة و رقم الأساس على الترتيب .B،K

عدد الأسهم المسجلة ضمن المؤشر .n

[1] محمد إبراهيم الشبلي ،**مقدمة في الأسواق المالية و النقدية** ، بدون دار النشر ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2000 ،ص ص 152_154 .

خلاصة الفصل :

تختلف آليات التعامل من بورصة إلى بورصة حسب درجة التطور ، حيث توجد بورصات تتعامل بالتسعيرة الثابتة و أخرى بالمستمرة كما تتداول مجموعة من الأوراق المالية تختلف من حيث أنواعها أشكالها والمتمثلة في الأسهم التي تشكل أوراق ملكية و السندات التي تمثل أوراق الدين، إضافة إلى المشتقات المالية وهي ليست أوراق مالية وإنما عقود نابعة أو مشتقة من الأوراق المالية

كما تعتبر مؤشرات البورصة و التي على أساسها يمكن الاستثمار في النشاط الاقتصادي أو في الورقة المالية، ويتم بناء هذه المؤشرات على أساس عينة من الأسهم يتم تداولها في السوق، و ينبغي أن تكون ملائمة من حيث الحجم و الاتساع و المصدر،حيث يتم إعطاء قيمة نسبية لكل سهم من العينة،هذه النسبة قد تكون على أساس السعر ،كما قد تكون على أساس القيمة، و يتم حساب هذه المؤشرات باستعمال طريقة المتوسط الحسابي، أو طريقة المتوسط الهندسي .

و في الفصل الموالي سنتطرق إلى دراسة مقارنة بين كل من بورصتي الجزائر و تونس بهدف التوصل إلى أهم الاختلافات الجوهرية في شروط الإدراج و حجم التداول .

الفصل الثالث:

دراسة مقارنة بين

بورصة الجزائر و تونس

تمهيد الفصل :

بعدما تعرفنا على آليات التعامل في البورصة و ذلك من خلال الفصل السابق ، فسوف نخصص في هذا الفصل لدراسة بورصة الجزائر و هذا من خلال التطرق إلى نشأة و تنظيم بورصة الجزائر ، و الهيئات المكونة لها وسيتم هذا من خلال المبحث الأول .

أما المبحث الثاني من هذا الفصل فقد خصص لتعرف على بورصة تونس ، حيث سنتعرض فيه نشأة و تنظيم السوق المالي التونسي ، و الهيئات المكونة لسوق الأوراق المالية التونسية .

كما سنتطرق في المبحث الثالث من هذا الفصل إلى دراسة مقارنة بين بورصتي الجزائر و تونس من خلال تحديد أوجه الاختلاف و التشابه من حيث شروط الإدراج ،و من حيث أحجام التداول ،كذالك أهم المعوقات التي تعرقل السير الحسن للبورصتين .

و من أجل الولوج إلى هذه المفاهيم اعتمدنا على ثلاثة مباحث في هذا الفصل وهي كالتالي :

المبحث الأول : تقديم بورصة الجزائر .

المبحث الثاني : تقديم بورصة تونس .

المبحث الثالث : مقارنة بين بورصة الجزائر و تونس .

المبحث الأول :تقديم بورصة الجزائر

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد و ثقافة بورصية فيها ، وغياب الشفافية و الإفصاح ، وعدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة ، وضعف الكفاءة المعلوماتية ،إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر ، و فيما يلي نتطرق إلى نشأة و تنظيم بورصة الجزائر ،الهيئات المكونة لها .

المطلب الأول : نشأة و تنظيم بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر قبيل إنشائها بعدة مراحل من أجل الوصول إلى الشكل الحالي لها ، من أجل مواكبة فكرة التحول إلى اقتصاد السوق .

1_ نشأة بورصة الجزائر :

فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 وسجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988 ، و في الواقع الإصلاحات الاقتصادية ، التي تنبأ بالانتقال إل اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة و هي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار و توجيه لتمويل التنمية الاقتصادية .[1]

في حين نجد أنه في 1988/01/12 تم تعديل جزء من القانون التجاري و نشر العديد من القوانين من بينها :

"قانون 88_01 " المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية ، و القانون "88_03" و كذا "88_04" المعدلين و المكملين للأمر رقم 75_59 المؤرخ في 1957/09/26 الخاصة بالقانون التجاري و المتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية و القانون 88_01 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل « spa » أو شركات ذات أسهم قانون 88_03 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة "حاليا الشركات القابضة " .[2]

---

[1] أيت اكان عزيزة ،**تقييم مدى فعالية الاسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة الجزائر "**، مذكرة ماستر في العلوم التجارية ،تخصص مالية مؤسسة ، جامعة اكلي محند اولحاج ،البويرة ، الجزائر ، 2015 ،ص 94 .

[2] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، تاريخ الإطلاع **2017/04/08** .

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

في 1990/12/09 بعد قرار الحكومة و طريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة و شركة القيم المنقولة (B VM) أنشأت بعد موقف على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها كان يقدر بثلاث مئة و عشرون ألف دينار جزائري (320000) للاكتتاب أو الاشتراك و موزعة بين صناديق المساهمة الثمانية ، الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في أحسن الشروط ، لكن هذه الشركة (SVM) بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تتنبأ بهذا الفرع من التفاوض ، في 1991/05/28 ظهر الشكل جديد للبورصة و هذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسيم التشريعية الثلاثة و التي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة .[1]

2_أسواق بورصة الجزائر

تتضمن بورصة الجزائر على سوق لسندات رأس المال و سوق لسندات الدين .

تتكون **سوق سندات رأس المال** من :

– السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

–مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

– مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة،

– أليانس للتأمينات : الناشطة في قطاع التأمينات،

– أن –سي ا–رويبة : الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية،

– مؤسسة بيوفارم : الناشطة في القطاع الصيدلاني.

–وسوق 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

[1] خالد عيجولي ،**وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية** ،رسالة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر ، 2006 ، ص 130 .

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.

تتكون سوق سندات الدين من :

-سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

-وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات 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.

المطلب الثاني : الهيئات لبورصة الجزائر

تتمثل الهيئات المكونة للسوق المالي الجزائري في :

1_ لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة COSOB:

نصت رسميا هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضاؤها في 1995/12/27 وهذه اللجنة موضوعة تحت وصايا الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم و مراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بغية حماية المستثمرين و السهر على السير الجيد و على شفافية السوق ، وقد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذالك .[1]

و حتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي :

_ السلطة التنظيمية و القانونية ؛

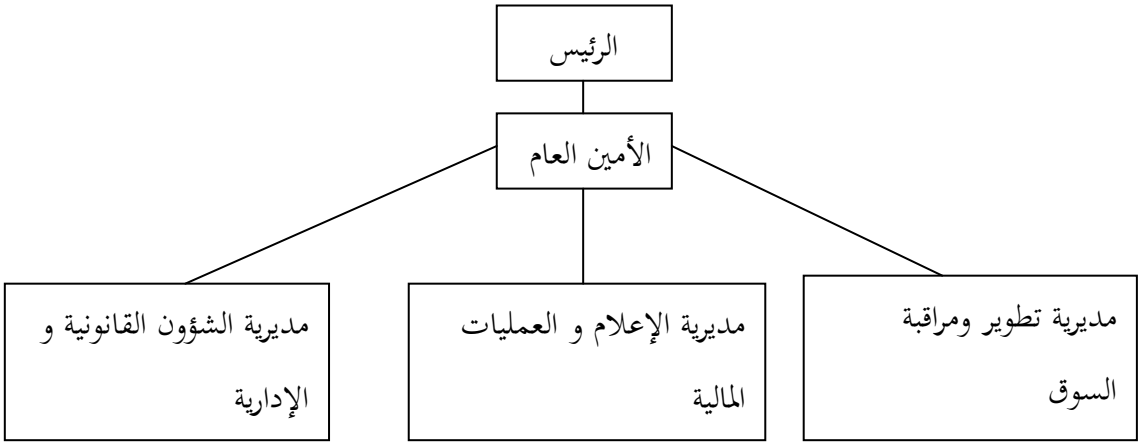
_ سلطة التحقيق ؛

[1] لجنة تنظيم و أعمال البورصة ، **مجموع القوانين** ، 1997 .

_ السلطة التأديبية و التحكيمية .

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

الشكل (3_1) :الهيكل التنظيمي ل COSOB



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

2_ شركة إدارة بورصة القيم SGBV :

عملت شركة إدارة بورصة القيم منذ نشأتها على وضع الترتيبات العملية و التقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية ، و هي تشكل إطار عموميا و منظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين و التنظيمات المعمول بها و تأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأس مالها المكون من 24 مليون دج فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة IOB ، و هي تحت وصاية لجنة تنظيم و مراقبة البورصة cosob ، و تقوم بالتسيير العلمي و اليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها و علي فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في :[2]

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

بالإضافة إلى مهام أخرى ل SGBV تحت إشراف COSOBمتمثلة فيما يلي :[3]

---

[1] لجنة وتنظيم أعمال البورصة ،**المرجع نفسه** .

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

[3] **La bourse des valeurs mobiliers d'alger** ,mansourimanseur ,alger ,houma ,2002,p 28

- ✓ التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة ؛
- ✓ التنظيم الناتج لحصص البورصة وتنظيم و تسيير نظام التداول و التسعيرة؛
- ✓ نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة و أداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة .

3_ الوسطاء في عمليات البورصة :

لإرسال أمر إلى البورصة يجب الاتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمدة من لجنة التنظيم و مراقبة البورصة cosob حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة حيث يشترط في الوسيط أن يكون شخص مؤهل ، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إلي حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة ، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقد حاصلا مقابل ذالك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها ، حيث ينحصر عمله في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه .[1]

3_1_ أنواع الوسطاء الماليون

3_1_1_ تقسيم عام

يقسم الوسطاء الماليون حسب التقسيم العام إلى :[2]

3_1_1_1 _ الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط غير محدود :

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

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

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

[2] المادة 02 ،**من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة** ، رقم 96_03 المؤرخ في 1996/07/03 .

3_1_1_2_الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط محدود :

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

3_1_2_ تقسيم خاص

يقسم الوسطاء الماليون حسب تقسيم خاص إلى :[1]

3_1_2_1_ وسيط broker :

هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددا cosob .

3_1_2_2_تاجر dealer:

هو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري و يبيع لحسابه الخاص ، و يتلقى كمقابل فرق الأسعار ولقد حددت cosob نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة .

3_1_2_3_العميل jober :

يعمل لحسابه الخاص فقط ، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط .

ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93_10 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهامه فيما يلي :

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

3_2_ شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة :

و تتمثل في :[2]

- ✓ السن 25 سنة عند تقديم الطلب ؛
- ✓ أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها ؛

[1] منشورات شركة القيم المنقولة،**BVGS**، 2008 .

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

- ✓ تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة ؛
- ✓ أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين ؛
- ✓ توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط ؛
- ✓ أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة ب : 500000 دج ؛
- ✓ أن يقدم طلب اعتماد لدى cosob .

3_3_شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط :

وتتمثل في :[1]

- ✓ امتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري ؛
- ✓ امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن ؛
- ✓ مقر الشركة أن يكون بالجزائر ؛
- ✓ أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل ؛
- ✓ إيداع طلب عند cosob .

4_المؤتمن المركزي للسندات

4_1_تسميته ووصفه القانوني :

يتم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 40/03 المؤرخ في 02/17/ 2003 و هو شركة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية الجزائر للتسوية تخضع للقانون الأساسي وتعني مسيرته بموافقة وزير المالية بعد استطلاعcosob.

4-2-المساهمين فيه:

المساهمين المؤسسين هم 7 بنوك عمومية و 5 شركات مسعرة في البورصة و هي الأوراس ،صيدال ، أليانس للتأمين ، و أن سي أ ، رويبة و هي تمثل الأسهم ، و دحلي و هي تمثل السندات .

4_3_ الأوراق المالية المقبولة في عملياته :

- ✓ سندات رأس المال (الأسهم) ؛
- ✓ سندات الدين القابلة للتداول (سندات).

[1] منشورات شركة بورصة القيم ، **مرجع سابق.**

4_4_ وظائف المؤتمن المركزي :

تتمثل فيما يلي :[1]

- يدير حسابات الأوراق المالية الجارية لصالح ماسك حسابات حافظ السندات و بذلك يحفظ الأوراق المالية و يسل ما بين الوسطاء الماليين ؛
- ينفذ العمليات على الأوراق المالية التي تقررها الشركات المدرجة " دفع أرباح الأسهم –دفع فوائد السندات" ؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالي .

4_5_ إيجابيات المؤتمن المركزي :

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الأوراق المالية ؛
- يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية ؛
- يسمح لمصدري الأوراق المالية بأن يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للادخار ؛
- يضمن تزامن عملية التسوية و التسليم ؛
- تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتا ؛
- يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات .

و يتولى ماسك الحساب و حافظ السندات مجموعة من الخدمات يمكن تقديمها :

- ✓ حفظ و إدارة الأوراق المالية التي يتعهد بها باسم أصحابها ؛
- ✓ تنفيذ التعليمات التي يستلمها ؛
- ✓ يطبق العمليات على الأوراق المالية : دفع الأرباح ، الفوائد و نقل الحقوق .

يعلم أصحاب الأوراق المالية بما يلي :

- ➢ تنفيذ تعليماتهم ، حركة حساباتهم ؛
- ➢ إشعار بالعمليات على السندات التي تتعلق بالسندات التي تمارس عليها أصحابها حقها .

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم ،**مرجع سابق** .

5_هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

5_1_ تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

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

- ❖ مشروع القانون الأساسي يخص شركة استثمار ذات رأس مال متغير و مشروع نظام فيما يخص الصندوق المشترك للتوظيف ؛
- ❖ البيانات المتعلقة بمسيري هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ؛
- ❖ تنظيم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و الوسائل المخولة لها ؛
- ❖ تحديد رأس المال بالنسبة لشركة الاستثمار المتغير ب 5 مليون دج ، و رأس مال الصندوق المشترك للتوظيف ب 1 مليون دج .

5_2_ تسيير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طور النشاط من خلال إصدار أسهمها و حصصها و تسويقها لدى الجمهور المستثمر غير أن هذه المرحلة تكون نشرت وثيقة إعلامية تسمى النشرة الإعلامية و تؤشر عليها قانون cosob و تتمثل المعلومات فيما يلي :

- تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ؛
- سياسة التوظيف ؛
- معلومات تخص المؤسسين و المسيرين ؛
- سير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ؛
- كيفيات الاكتتاب و الشراء ؛
- نفقات العملاء و التسيير ؛
- المؤسسات المعينة لاستلام و الاكتتاب و إعادة الشراء .

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

المبحث الثاني :تقديم بورصة تونس

شهدت تونس بعد الاستقلال سنة 1956 نظام اقتصادي يعتمد على التوجه الرأسمالي ،مع تبني سياسة حمائية من خلال نظام الحصص وفرض رسوم جمركية ،الشيء الذي مكنها من تحقيق مؤشرات تنموية مرتفعة ، وبحلول منتصف ثمانينات حدث أزمة في ميزان المدفوعات ما أوجب على السلطات التونسية أن تشرع في تطبيق جملة من الإصلاحات في القطاع المالي تضمنت تنشيط سوق الأوراق المالية ، و في هذا المبحث نلقي الضوء على السوق المالية التونسية نشأتها ، تنظيمها و الهيئات المكونة لها .

المطلب الأول : نشأة وتنظيم بورصة تونس

تعتبر السوق التونسية من بين أنشط الأسواق العربية ، حيث نجد أن هذه الأخيرة اتجهت إلى تطوير بورصتها من أجل مواكبة التطورات الحاصلة في الاقتصاد .

1_ نشأة بورصة تونس :

كانت سوق الأوراق في تونس حرة لا تخضع لأي قانون ينظم و يضبط عملياتها ، إلى أن أنشئت غرفة المقاصة سنة 1937 و التي تعمل على بيع السندات ،[1] و في سنة 1945 تم إنشاء الديوان التونسي للقيم المنقولة الذي حل محل غرفة المقاصة بموجب أمر يلزم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية أن تمر بهذا الديوان ، إلا أنه لم يبدأ عمله إلا في سنة 1946 ، و في نهاية 1969 تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بتونس بموجب القانون 13_69 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية و الاستقلال المالي و تخضع لإشراف كاتب دولة للتخطيط و الاقتصاد ، [2]و تميزت هذه الفترة بالدور المحدود لبورصة تونس في تمويل الاقتصاد الوطني بسبب سيطرة الدولة و البنوك العمومية على التمويل ، مما أدى إلى ارتفاع مستويات الإصدار النقدي و التضخم كما تميزت هذه الفترة بسهولة الحصول على القروض البنكية و مساعدة الدولة ، وارتفاع العوائد على ودائع البنوك التي كانت تتمتع بالحماية و الإعفاء الضريبي ، و ارتفاع الضرائب على التوظيف في البورصة و بقي هذا الوضع في ظل السياسة الاقتصادية العامة حتى سنة 1988 .[3]

---

[1] http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_loi94.pdf P: 26. Vu 2017/04/12

[2] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، **أسواق رأس المال في الدول العربية تنظيمها وأدواتها وأوضاع التعامل بها ، الكويت** ، 2006 ،ص 157.

[3] عبد الرزاق يخلف ، **الاستثمار في بورصة القيم المنقولة ، دراسة القيم المنقولة "دراسة لواقع البورصات العربية و أفاقها المستقبلية "**، مذكرة ماجستير ، تخصص نقود و مالية ،كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2001 ، ص 151 .

و في إطار برنامج التعديل الهيكلي الذي بدأ العمل سنة 1988 و كان من بين أهدافه تطوير و خلق طرق جديدة غير تقليدية لتمويل الاقتصاد الوطني ، من خلال تعزيز دور السوق المالية واشتراك بورصة تونس التي عرفت بدورها إصلاحات من خلال وضع إطار قانوني متطور يسمح للسوق المالية بالمساهمة في تمويل الاقتصاد فتم إصدار عدة قوانين في هذا الصدد .[1]

2_ تنظيم بورصة تونس :

يمكننا دراسة تنظيم بورصة تونس من خلال :

2_1_ سوق البورصة :

حيث تقسم الشركات خفية الاسم إلى الشركات التي تقوم بغرض عمومي للادخار و هي البنوك و شركات التأمين التي لها أكثر من 100 مساهم ، و الشركات التي تلجأ إلى الجمهور الواسع لرفع رأس المال والذي يتطلب إعداد نشرة معلومات تخضع لتأشيرة هيئة السوق المالية .

أما الشركات خفية الاسم الأخرى غير المعنية بما سبق فتعتبر شركات لا تقوم بعرض عمومي للادخار و التي تقوم بعرض عمومي للادخار فيتم التفاوض عليها إجباريا في البورصة ، و تنقسم إلى الشركات غير المسجلة و التي تشكل جزء من السوق خارج التسعيرة .

2_2_ تسعيرة البورصة :

للتسجيل في تسعيرة البورصة يجب أن تحقق الشركة عددا معين من الشروط و هي شرط القبول في السوق الأولي و الثانوي .

2_2_1_ شروط القبول في السوق الأول :

تتمثل فيما يلي :

- ❖ حد أدنى من المساهمين قدره 500 مساهم ؛
- ❖ توزيع على الأقل 20 % من رأس مال على الجمهور ؛
- ❖ تحقيق أرباح في الدورتين الماليتين الأخيرتين و قامت بتوزيعات مرة على الأقل ؛
- ❖ تقديم الحسابات السنوية مصادق عليها للثلاث السنوات الأخيرة ؛

[1] نبذة تاريخية عن نشأة و تطور بورصة تونس،2017/04/15 :**WWW،pvmt،mt،vu**.

- ❖ تقديم تقرير حول تطور أصول الشركة معدة من طرف خبير محاسبي مختار من طرف مجلس الخبراء المحاسبين أو محافظ الحسابات أو أي خبير آخر معترف به من طرف مجلس السوق المالية ؛
- ❖ تقديم معلومات مصادق عليها من طرف هيئة السوق المالية .

2_2_1_ شروط القبول في السوق الثانوي :

- ❖ حد أدنى من المساهمين 300 مساهم ؛
- ❖ وضع تحت تصرف الجمهور 10 % من رأس المال على الأقل ؛
- ❖ تحقيق أرباح في السنة المالية الأخيرة و القيام بتوزيع الأرباح ؛
- ❖ تقديم الحسابات النسوية للناشطين الأخيرين .
- ❖ تقديم نشرة معلومات مؤشر عليها من طرف هيئة السوق المالية .

المطلب الثاني : الهيئات المكونة لسوق الأوراق المالية التونسية

تم القيام بإصلاح جوهري سنة 1994 بهدف إعادة التنظيم السوق وفقا للمعايير الدولية ، من خلال إصدار قانون رقم 177 في نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية في تونس ، يفصل بين مهام التسيير و الرقابة وهذا من خلال إنشاء عدة هياكل مما جعل سوق البورصة يتكون مما يلي :[1]

1_ هيئة السوق المالية :

جهاز إداري مستقل مكلف بتنظيم أسواق الأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة ورقابتها و حماية الادخار المستثمر في شكل قيم منقولة و منتجات مالية قابلة للمفاوضة في البورصة أي منتوج متصل بعرض عمومي للادخار .

و تتكون هيئة السوق من رئيس و تسعة أعضاء يحملون الجنسية التونسية منهم قاض من الدرجة الثالثة مستشار لدى ديون الحسابات ، ممثل عن وزارة المالية ، ممثل عن البنك المركزي ، ممثل عن جمعية وسطاء البورصة ،مستشار محكمة القضاء الإداري ، ثلاث أعضاء يتم اختيارهم بالنظر إلى مؤهلاتهم و خبرتهم فيما يخص العرض العام .

تتمتع هيئة مجلس السوق المالي بالشخصية المدينة ، و بالاستقلالية المالية و القانونية وهو الهيئة الوصية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، بورصة الأوراق المالية ، الوسطاء في البورصة و مؤسسات الإيداع

[1] رشيد هولي ،**مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة "دراسة حالة تونس ،المغرب،الجزائر"**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة قسنطينة ، الجزائر ، 2011 ، ص ص 31_32 .

والمقاصة و تسديد القيم ، وله سلطة على جميع المستخدمين و يصدر أذون الإيرادات و المصاريف ، و يعرض في كل سنة تقريرا شاملا عن نشاط البورصة ، كما ينظر المجلس في طلبات القبول في التسعيرة ، و كذلك الأمر فيما يخص الشطب على الأوراق المالية من تلك التسعيرة ، كما يضبط عدد الوسطاء و الأعوان و يقرر ميزانية البورصة .

و لتحقيق مهام هيئة الأسواق المالية فقد خص القانون هذه الهيئة بالسلطات الآتية :[1]

- السلطة على إجراء التسويات في مجال اختصاصها ؛
- رقابة التطبيق الحسن للتسويات و السير المنتظم للأسواق ؛
- قبول صناديق التوظيف الجماعي ووسطاء البورصة ؛
- التأشير على المعلومات المقدمة من مصدري الأوراق المالية و تقديمها للمستثمرين ؛
- تقديم المقترحات للهيئات المختصة حول العقوبات .

2_ بورصة تونس للقيم المنقولة :

البورصة ي المكان الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية التي تصدرها الشركات خفية الاسم و تتوزع هذه الشركات إلى نوعين :

- ✓ الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام أو شركات المساهمة العامة .
- ✓ الشركات التي لا تلجأ إلى الاكتتاب العام أو شركات المساهمة الخصوصية .

عرف القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام كما يلي :

- ➢ الشركات التي تنص نظمها الأساسية على ذلك ؛
- ➢ الشركات التي تكون أوراقها المالية المدرجة بالبورصة ؛
- ➢ البنوك و شركات التأمين مهما كان عدد مساهميها ؛
- ➢ الشركات التي يبلغ عدد مساهميها مائة مساهم فأكثر ؛
- ➢ مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية ؛

[1] http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf06_ar_rapp.pdf P: 23. Vu le2017/04/12

- الشركات و المؤسسات من غير مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية التي تلجأ قصد توظيف أوراقها المالية إلى وسطاء أو إلى أية وسيلة إشهاري أو إلى السعي المصفقي .

كل الشركات خفية الاسم التي لا يخصها هذا التعريف تعتبر شركات لا تلجأ إلى الاكتتاب العام .

يتم التعامل على الأوراق المالية ببورصة تونس وفقا لأحدى الصيغتين التاليتين :

- ✓ التداول بالنسبة للأوراق المالية للشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام (شركات المساهمة العامة).
- ✓ التسجيل بالنسبة للأوراق المالية للشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام (شركات المساهمة الخصوصية).

3_ شركة خبراء المكلفين بالودائع ، المقاصة و تسوية الأوراق المالية :

يشكل ضمان الودائع من الأوراق المالية و تحقيق المقاصة بين المتعاملين في البورصة أبرز اهتمامات هذه الشركة حيث تتكفل ب :[1]

- ✓ تلقي ودائع القيم المنقولة ؛
- ✓ مسك حسابات المصدرين ، وسطاء البورصة و ملاك القيم المنقولة ؛
- ✓ ضمان السير الحسن لعمليات المقاصة و تسوية العمليات ؛
- ✓ تسجيل المرهونات ، الاعتراضات و مختلف الأعباء المرتبطة بالأوراق المالية .

ويؤدي الدور الذي تقوم به هذه الهيئة إلى تحقيق الضمانات الضرورية للمستثمرين ، كما تحقق التسوية لعمليات التداول بين المتعاملين و إجراء المقاصة بين شركات البورصة .

4_ وسطاء البورصة :

يكلف القانون وسطاء البورصة _بشكل حصري _ بتداول و تسجيل القيم المنقولة في البورصة تونس للقيم المنقولة BVMT ، وحسب المرسوم 2478_99 الصادر بتاريخ الأول نوفمبر 1999 و الذي يتعلق بتنظيم وسطاء البورصة و الذي حدد العمليات المنوط بوسطاء البورصة كالآتي :

- ➢ النصح و المشورة المالية ؛
- ➢ التسيير الفردي أو الجماعي للقيم المنقولة ؛
- ➢ توظيف القيم المالية لصالح الجمهور سواء في عمليات الإصدار أو العروض العامة ؛
- ➢ ضمان الإصدار الجيد للأوراق المالية .

[1] الهندي خليل أنطوان الناشف ،**العمليات المصرفية و السوق المالية** ، الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب ،بدون طبعة، لبنان ، 2008،ص 159.

وقد تم إنشاء جمعية لوسطاء البورصة تتكفل بالدفاع عن مصالح وسطاء البورصة ، و تقديم المقترحات حول سبل تطوير السوق المالية ، فضلا عن تسيير صندوق ضمان السوق و الذي حدده القانون العام للبورصة (المادة 12)، و يتشكل هذا الصندوق من وسطاء البورصة ، و يهتم بضمان السير الحسن لعمليات التداول في السوق ، في حالة القصور في التسديد أو التسليم ، و تتشكل مساهمات صندوق ضمان السوق من طرف وسطاء البورصة .[1]

[1] بن عزوز عبد الرحمان ،**مرجع سابق** ، ص 146 .

المبحث الثالث : مقارنة بين بورصة الجزائر وتونس

توجد عدة اختلافات بين كل من بورصتي الجزائر و تونس و هذا من خلال التطرق إلى شروط الاعتماد و الإدراج فيهما ، إضافة إلى حجم التداول و هذا ما نوضحه في المطالب التالية :

المطلب الأول : مقارنة بورصة الجزائر وتونس من حيث شروط الإدراج

تختلف شروط الإدراج في كل من السوقين الجزائري و تونسي ، فلكل منهما شروط لقبول إدراج المؤسسات الراغبة في الاعتماد و الأوراق المالية المراد طرحها أو قيدها لتداول داخل البورصة .

1_شروط الإدراج في بورصة الجزائر

1_1_ شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج :

و تتمثل في :[1]

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

1_2_ شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج :

- ✓ الحد الأدنى لرأس المال 500 مليون دينار ؛
- ✓ إصدار 20 % من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل ؛
- ✓ تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ؛
- ✓ نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة ؛
- ✓ أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول ؛

[1] بورصة القيم المنقولة ،2017/04/28 /dz/ar .**sgbv** .**WWW**//**http**.

- ✓ إعلان شركة تسيير بورصة القيم في حالة قيامها ..... أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة .

2_شروط الإدراج الخاصة ببورصة تونس :

و تتمثل فيما يلي :[1]

- ✓ نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها مع إمكانية ،استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين ؛
- ✓ توزيع نسبة لا تقل عن 10 بالمائة من رأس مال الشركة على العموم و يمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار ؛
- ✓ تقديم تقرير في قيم أصول الشركة ؛
- ✓ توفير تنظيم مناسب و هياكل رقابة داخلية و هياكل رقابة للتصرف ؛
- ✓ تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات ؛
- ✓ نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية ؛
- ✓ القوائم المالية النصف سنوية و السنوية ؛
- ✓ مؤشرات ربع سنوية حول نشاطها ؛
- ✓ توزيع الأسهم بين العموم على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد ؛
- ✓ توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار بتاريخ القيد .

3– المقارنة بين البورصتين من حيث شروط الإدراج:

من خلال المقارنة بين شروط الإدراج في كل من بورصة الجزائر و تونس نجد أن هناك نقاط اختلاف و نقاط تشابه تتمثل فيما يلي:

[1] بوكساني رشيد ،**مرجع سابق** ، ص 226 .

الجدول رقم (3-1):أوجه الشبه و الاختلاف في شروط الإدراج لكل من تونس و الجزائر

أوجه التشابه	أوجه الاختلاف
– لابد أن تكون القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم؛ – لابد من تحديد قيمة كل سهم ؛ – نشر الوضعية المالية لسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة ؛ – أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة ؛ – تقديم القوائم المالية السنوية و النصف سنوية .	– الأسهم المعروضة توزع على 100 حامل في الجزائر ، بينما في تونس توزع على 200حامل ؛ – إصدار من راس المال يكون 20 % في الجزائر ، أما في تونس 10 % من رأس مال الشركة ؛ – الحد الأدنى لرأس المال يكون في الجزائر 500 مليون دينار ، و في تونس 3 مليون دينار .

المصدر : من إعداد الطالبتين .

من خلال الجدول يتضح أن بورصة الجزائر أكثر تساهلا من حيث شروط الإدراج و خاصة فيما يتعلق برأس المال الأدنى حيث قدر في الجزائر ب 500 مليون دينار ، أما في تونس فقد قدر ب 3 مليون دينار أي ما يعادل 1333200000 دينار جزائري ، إضافة إلى النسبة المصدرة من رأس المال نجد أنها في الجزائر تفوق تونس ب 10% .

المطلب الثاني : المقارنة من حيث عدد الشركات المدرجة ، القيمة السوقية ، إحجام التداول

1_ من حيث عدد الشركات :

تعتبر الشركات المدرجة من بين الأسباب التي تعمل على تفعيل و تطوير البورصة و فيما يلي سوف نتعرف على تطور عدد الشركات في كل من بورصتي الجزائر و تونس .

الجدول رقم (3-2) : عدد الشركات المدرجة

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر	2	2	2	2	2	2
تونس	57	59	65	81	78	79

المصدر : صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية:النشرة الفصلية،الربع الرابع،العدد87 ، سنة 2016،ص 83.

يؤثر عدد الشركات المدرجة في البورصة على حجم السوق فارتفاع هذا المؤشر يعكس ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد ، غير أن عدد الشركات يجب أن يرتبط بحجم رأس مالها حتى يتسنى لها التأثير الإيجابي على اقتصاد كل بلد ، و بتتبع هذا المؤشر في بلدان الدراسة (تونس ، الجزائر) ففي الجزائر و على الرغم من اقتراح 30 مؤسسة عمومية عند انطلاقة البورصة تم انتقاؤها من المجمعات العمومية خلال سنة 1999 لفتح رأس مالها للقطاع الخاص ، غير انه من بين هذه المؤسسات حضيت شركة صيدال و رياض سطيف فقط بالموافقة على الإدراج في البورصة و بقي هذا العدد ثابت خلال السنوات الأخير من 2011 حتى 2016 ، أما في بورصة تونس فقد كان عدد الشركات في ارتفاع مستمر فبعد أن كان العدد 21 شركة سنة 1994 و استمر التزايد حتى تصل إلى 81 شركة سنة 2014لتعاود الانخفاض إلى 79 شركة و هذا بسبب اندماج بعض الشركات .

2_ من حيث القيمة السوقية:

تختلف القيمة السوقية من بورصة لأخرى و ذلك بفعل التغيرات التي تطرأ على العملة المحلية لها و فيما يلي جدول يوضح تطور القيمة السوقية لبورصتي الجزائر و تونس .

الجدول رقم (3-3):القيمة السوقية بالدينار و الدولار

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر	بالدينار الجزائري(مليون)	10,181	10,041	9,889	9,735	9,702	9,716
	بالدولار الأمريكي (مليون)	135.6	127.2	124.7	110.7	90.6	88.0
تونس	بالدينار التونسي(مليون)	14,452.4	13,779.7	14,120.1	17,324.0	17,829.9	19,300.3
	بالدولار الأمريكي (مليون)	9,647.8	8,874.2	8,589.9	9,295.0	8,736.3	8,762.1

المصدر : صندوق النقد العربي ،**مرجع سابق** ،ص 78.

بالنسبة لبورصة الجزائر لقد انخفضت هذه القيمة لتبلغ نحو 135.6 مليون دولار في نهاية الربع الرابع لسنة 2011 أي ما يقدر ب 0.9 مليون دولار بالمقارنة مع الربع الثالث من العام 2011، و في سنة 2012 ارتفعت القيمة السوقية لتبلغ نحو 127.2 مليون دولا في نهاية الربع الرابع أي أكثر بنحو 1.3 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث لنفس سنة ، نلاحظ أنه في سنة 2013 كان هناك ارتفاع مقدر ب 124.7 مليون دولار في نهاية الربع الرابع من نفس السنة مقارنة ب الربع الثالث حيث كانت القيمة أكثر بنحو 2.4 مليون دولار من العام الجاري ، سجلت هذه القيمة ارتفاع طفيف في العملة المحلية لسنة 2014 ، فيما تراجعت قيمتها بالدولار الأمريكي ، وقد ساهم في ذلك التراجع سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال هذه الفترة و المقدر بنحو 5.7 في المائة ، حيث أظهرت البيانات تحسن طفيف في القيمة السوقية مقومة بالدينار الجزائري بنحو 35 مليون دينار جزائري إلا أن هذه القيمة (مقومة بالدولار الأمريكي) سجلت تراجع بنحو 5.7 مليون دولار، ووصلت إلى 110.7 مليون دولار من الربع الرابع 2014،سجلت هذه القيمة تراجعا طفيفا سنة 2015 لتصل إلى 90.6 مليون دولار ، وانعكاسا للتحسن في مؤشرات الأسعار سجلت القيمة السوقية تراجع طفيف في الربع الرابع من 2016 قدر ب 88.0 مليون دولار أمريكي .

أما فيما يخص بورصة تونس فكانت التغيرات في القيمة السوقية للربع الرابع من عام 2011 قدرت ب 9.65 مليار دولار أي لأقل ب 220 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية العام الحالي و يرجع هذا التراجع في القيمة السوقية المقومة بالدولار ناتج بسبب تراجع سعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار ، و في سنة 2012 بلغت هذه القيمة نحو 8.87 مليار دولار في نهاية هذا الربع الرابع أي أقل بنحو 0.67 مليار دولار بالمقارنة مع الربع الثالث ، أما في سنة 2013 ارتفعت القيمة السوقية بنحو 280 مليون دولار في نهاية الربع الرابع ووصلت نحو 8.59 مليار دولار ، حيث وصلت هذه القيمة إلى 9.65 مليار دولار في نهاية الربع الرابع لسنة 2014 أي أقل بنحو 220 مليون دولار أمريكي و سبب هذا التراجع ناتج عن تراجع سعر الصرف الدينار التونسي مقابل الدولار ، و تماشيا مع التراجع في مؤشرات الأسعار سجلت هذه القيمة انخفاضا ربعيا قدر ب 8.7 مليار دولار ، و مع التحسن في مؤشرات الأسعار سجلت هذه القيمة تحسن ربعيا قدر ب 8.8 مليار دولار أمريكي .

3_نشاط التداول

ينقسم نشاط التداول إلى :

3-1- أحجام التداول :

تختلف أحجام التداول بالدولار الأمريكي عن العملة المحلية في كل من البورصتين .

الجدول رقم (3-4): أحجام التداول بالدينار و الدولار

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر	بالدينار الجزائري (ألف)	46,020	22,046	20,896	18,866	13,244	22,440
	بالدولار الأمريكي (ألف)	613.0	279.3	263.4	214.5	123.7	203.3
تونس	بالدينار التونسي (مليون)	539.5	590.9	360.1	79.2	83.6	82.9
	بالدولار الأمريكي (مليون)	360.2	380.5	219.1	42.5	41.0	37.6

المصدر : صندوق النقد العربي ،**مرجع سابق** ،ص 23.

قدر حجم التداول في بورصة الجزائر للربع الرابع من سنة 2011 قدرت ب 613.0 ألف دولار ، ليتراجع سنة 2012 ليصل إلى 279.3 ألف دولار أمريكي للربع الرابع من نفس السنة ، و يشهد تراجع مستمر في القيمة للسنوات 2013،2014 حتى يصل إلى ما يقارب 123.7 ألف دولار سنة 2015 ، ليعاود الارتفاع في الربع الرابع من سنة 2016 يقدر ب 203.3 ألف دولار .

أما في بورصة تونس فقد كانت أحجام التداول في ارتفاع مستمر في الربع الرابع للسنتين 2011 بقيمة 360.2 مليون دولار ،2012 بقيمة 380.5 مليون دولار ، و نتيجة لتراجع في المؤشرات الأسعار شهدت أحجام التداول انخفاض مستمر في الربع الرابع في السنوات 2013 بقيمة 219.1مليون دولار، 2014 بقيمة 42.5 مليون دولار ، 2015 بقيمة 41.0 مليون دولار ، 2016 بقيمة 37.6 مليون دولار .

3-2- عدد أيام التداول :

تختلف أيام التداول في كل من البورصتين و هذا ما يوضحه الجدول الموالي

الجدول رقم (3-5): عدد أيام التداول

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر	**25**	**24**	**24**	**24**	**24**	**24**
تونس	**64**	**62**	**62**	**67**	**63**	**63**

المصدر : صندوق النقد العربي ،**مرجع سابق** ،ص 78.

نلاحظ أن في بورصة الجزائر عدد أيام التداول في الربع الرابع من سنة 2011 قدرت ب 25 ، و قد كان هناك تراجع ربعي ثابت في السنوات 2012،2013،2014،2015، و صولا إلى سنة 2016 كان مقدر ب 24 أي انخفاض حجم التداول اليومي في البورصة .

أما في بورصة تونس فقد كانت أكثر نشاطا من حيث عدد أيام التداول بحيث كانت تقدر ب 64 في الربع الرابع 2011 ، إلى أنها انخفضت في كل من الربع الرابع 2012،2013 حيث قدرت ب62، لتعاود الارتفاع في سنة 2014 حيث كانت مقدرة ب 67 ، لتنخفض في الربع الرابع من 2015،2016 لتصل إلى 63.

3-3-عدد الأسهم المتداولة:

نلاحظ اختلاف عدد الأسهم المتداولة في كل من بورصة الجزائر و تونس و هذا ما يوضحه الجدول الموالي

الجدول رقم (3–6): تطور عدد الأسهم

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر (ألف)	**80.9**	**38.0**	**34.3**	**33.5**	**33.1**	**6,101.6**
تونس (مليون)	**72.8**	**63.0**	**54.4**	**666.6**	**611.3**	**534.9**

المصدر : صندوق النقد العربي ،**مرجع سابق** ،82.

نلاحظ أن عدد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر خلال الربع الرابع من سنة 2011 نحو 80.9 ألف سهم ، أما في سنة 2012 بلغت 38.0 ألف سهم ، لتواصل هذه القيمة الانخفاض 34.3 ألف سهم خلال سنة 2013 ، فيما شهد عدد الأسهم استقرارا نسبيا في سنة 2014 حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 33.5 ألف سهم ، و في 2015 بلغت ما يعادل 33.1 ألف سهم، لتعاود الارتفاع في الربع الرابع من سنة 2016 بحيث قدرت ب 6101.6 ألف سهم .

أما عن عدد الأسهم المتداولة في بورصة تونس فكانت خلال 2011 كانت تساوي 72.8 مليون سهم ، و قد شهدت انخفاضا في الربع الرابع من 2012 قدر ب 63.0 مليون سهم ، و نلاحظ أنه في الربع الرابع من 2013 فقد انخفض عدد الأسهم المتداولة قدر ب54.4 مليون سهم و لكنه ارتفع بالمقارنة مع الربع الثالث من العام نفسه 34.6 مليون سهم ، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو 486 مليون سهم و ليصل هذا العدد إلى نحو 666.6 مليون سهم خلال الربع الرابع من 2014 ، غير أن عدد الأسهم المتداولة عاود الانخفاض سنة 2015 و قدر ب 611.3 مليون سهم ، كان هناك تحسن ملحوظ لتطور عدد الأسهم المتداولة في الربع الرابع من 2016 مقارنة بالربع الثالث لنفس السنة حيث ارتفع بنحو 319 مليون سهم ليصل العدد إلى 534.9 مليون سهم .

3–4– متوسط التداول اليومي :

فيما يلي نوضح متوسط التداول اليومي للبورصتين في الجدول الموالي :

الجدول رقم (3–7): متوسط التداول اليومي

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر (ألف)	**24.52**	**11.64**	**10.98**	**8.94**	**5.15**	**8.47**
تونس (مليون)	**5.6**	**6.1**	**3.5**	**0.6**	**0.7**	**0.6**

المصدر : صندوق النقد العربي ،**مرجع سابق** ،ص 76.

نلاحظ أن متوسط التداول اليومي لبورصة تونس للربع الرابع من سنة 2011 شهد انخفاضا قدر بنحو 5.6 مليون دولار مقارنة مع 3.6 مليون دولار للربع الثالث من العام ذاته ، كما ارتفع هذا الأخير للربع الرابع من سنة 2012 حيث قدر ب 6.1 مليون دولار ، لكنه سرعان ما انخفض في الربع الرابع من العام الموالي ليصل إلى 3.5 مليون دولار بعدما كان في الربع السابق 2.5 مليون دولار ، أما في العام 2014 فقد شهد انخفاض شديد في متوسط التداولات قدر ب 0.6 مليون دولار ، بقي الانخفاض مستمر في هذا الأخير في كلا السنتين الموالييتين 2015 قدر ب 0.7 مليون دولار ، أما سنة 2016 فقد قدر ب 0.6 مليون دولار .

أما بالنسبة لبورصة الجزائر فقد كان متوسط التداول اليومي لسنة 2011 قدر ب 24.52 ألف دولار و قد كان هناك تحسن مقارنة بالربع الثالث لنفس السنة حيث بلغ نحو 22.2 ألف دولار ، أما في عام 2012 فقد كان هناك انخفاض طفيف ربعيا قدر ب 11.64 ألف دولار ، ورغم الانخفاض المستمر و القليل إلا أنه يعتبر هناك تحسن فيه فقد كان في الربع الرابع من سنة 2013 يساوي 10.98 ألف دولار مقارنة بالربع الثالث لنفس السنة حيث بلغ 10.5 ألف دولار ، على الرغم من ذلك تواصل الانخفاض لكل من السنوات 2014 حيث قدر ب 8.94 ألف دولار ، أما سنة 2015 قدر ب 5.15 ألف دولار ، و لكن خلال الربع الرابع من 2016 عاودت القيمة الارتفاع .

3–5– معدل دوران السهم:

يختلف معدل دوران السهم في كل من بورصة الجزائر و بورصة تونس كما سنبينه في الجدول الموالي :

الجدول رقم (3_8): معدل دوران السهم

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر (%)	**0.45**	**0.22**	**0.21**	**0.19**	**0.14**	**0.23**
تونس (%)	**3.73**	**4.29**	**2.55**	**0.46**	**0.47**	**0.43**

المصدر :صندوق النقد العربي ،**مرجع سابق** ،ص 23.

نلاحظ أن معدل دوران السهم في بورصة الجزائر للربع الرابع من سنة 2011 ارتفع من 0.41 في المائة خلال الربع الثالث إلى 0.45 في المائة خلال الربع الرابع ، كما انخفض معدل دوران السهم في الربع الرابع من سنة 2012 و قد قدر ب 0.22 في المائة ، و مع انخفاض عدد الأسهم المتداولة بقي معدل دوران السهم في انخفاض مستمر للسنوات 2014 بمقدار 0.19 في المائة و 2015 بمقدار 0.14 في المائة ، ثم عاود الارتفاع ليشهد تحسن ملحوظ رافق التحسن في عدد الأسهم المتداولة للربع الرابع من سنة 2016 و قدر ب 0.23 في المائة .

أما في بورصة تونس فقد كانت نتائج حول معدل دوران السهم كالتالي للربع الرابع من سنة 2011 حيث قدر ب 3.73 في المائة وقد انخفض هذا الأخير بالمقارنة مع الربع الثالث لنفس السنة 3.97 في المائة كما ارتفع معدل دوران السهم في الربع الرابع من سنة 2012 ليبلغ 4.29 في المائة ، و مع انخفاض عدد الأسهم المتداولة في بورصة تونس رافق ذلك انخفاض في معدل دوران السهم للسنوات 2013 ب 2.55 في المائة ، 2014 ب 0.46 في المائة ليسهد تحسن طفيف في سنة 2015 قدر ب 0.547 في المائة ، أما في نهاية الربع الرابع من سنة 2016 فقد قدر ب 0.43 في المائة .

المطلب الثالث : معوقات بورصة الجزائر و تونس و آليات تفعيلهما

تواجه البورصة في كل من الجزائر و تونس جملة من المعوقات التي تعرقل السير الطبيعي و الحسن للبورصة كما أنها تحد من فعاليتها داخل الاقتصاد الوطني لتلك الدول ، وهذا بسبب جملة من المشاكل التي تعاني منها هذه الأسواق المالية كالقصور في الأطر التنظيمية و التشريعية إضافة إلى ضيق الأسواق المالية و محدوديتها وأسباب أخرى .

1_ المعوقات

توجد مجموعة من المعيقات التي تعرقل فعالية البورصة في كل من تونس و الجزائر تتمثل فيما يلي :

1-1-قصور الأطر التشريعية والتنظيمية:

على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب والإجراءات التي اتخذتها الدول العربية (الجزائر ، تونس)في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها، فلا تزال أوجه الضعف في هذا المجال بادية في عدد من الجوانب، ويتمثل الجانب الأول في غياب الاستقلال الإداري لبعض الأسواق العربية وقلة الصلاحيات المخولة لهذه الأسواق وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية.

1-2-ضيق الأسواق المالية ومحدوديتها:

تعاني البورصات في كل من تونس و الجزائر من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق من ناحية بقلة هذه الأدوات المتاحة للتداول وبضعف أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة من ناحية أخرى، فسوق السندات لا يزال في مراحله الأولى حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك والمساهمات الشخصية.

1-3-صغر حجم الأسواق المالية :

تتصف أسواق المال في كل من تونس و الجزائر بصغر حجمها، ويتمثل صغر الحجم في انخفاض القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة فيها، مقارنة بالقيمة السوقية في الدول المتقدمة وحتى النامية. كما تعاني الأسواق المالية العربية من قلة الشركات المدرجة بالمقارنة بالأسواق العالمية والنامية، ولعل السبب الرئيسي لذا الانخفاض يعود إلى سيطرة القطاع العام على معظم الشركات وعدم تخصيصها، بالإضافة إلى سيادة نمط الشركات العائلية المغلقة في الدول العربية[1].

1-4-ضعف نشاط السوق الأولي:

تتسم أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة في الأسواق المالية لكل من تونس و الجزائر بالضآلة ويتضح ذلك في نسبة هذه الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبتها إلى القروض والتسهيلات المصرفية الممنوحة للقطاع الخاص ومن الأسباب الرئيسية التي أدت إلى ضعف الأسواق الأولية وعزوف

[1] صندوق النقد العربي، **مرجع سابق**، ص21.

الشركات عن طرح أسهما لاكتتاب العام، محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات وإلتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ومعايير المحاسبة الدولية، ومن هذه الأسباب أيضا غياب شركات الترويج وضمان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأوراق المالية المطروحة، إذا لم يتم تغطية هذه الأوراق عبر الاكتتابات العامة أو الخاصة[1].

1-5-قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح عن المعلومات:

لا توجد أنظمة ذات كفاءة عالية للمحاسبة والتدقيق والرقابة على الشركات في معظم الدول العربية و من بينها بورصة الجزائر و تونس .

وتعاني الأسواق المالية العربية من ضعف الإفصاح وعدم الشفافية، أما بالنسبة لمعوقات الشفافية والإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة وأداء الشركات المصدرة في الأسواق المالية العربية تتمثل فيما يلي:

- قصور في نوعية وكمية المعلومات المتوفرة.
- عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات بالنسبة لجميع المتعاملين والمشترين.
- عدم توفر المعلومات بشكل مستمر وفوري.
- ترويج الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية بهدف التأثير على سلوك أسعار الأوراق المالية.
- حصول بعض المستثمرين على بعض المعلومات الداخلية غير المعلنة للشركات.
- قصور الإعلام والصحافة المالية.
- قصور معايير الإفصاح المالي.
- عدم توفر الكوادر المتخصصة والمؤسسات ذات الخبرة الكبيرة بالتحليل المالي وخدمة المستثمرين.

2_آليات تطوير

تتمثل اقتراحات تفعيل البورصة :

- إصدار أدوات مالية جديدة و تنويعها ؛
- مسايرة التطور في مجال الخدمات المالية ؛

[1] **المرجع نفسه** ، ص22.

- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة و توفير التسهيلات اللازمة لجذبه ؛[1]
- استغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها و الترويج لما يمكن أن تحققه البورصة ؛
- تبسيط و تسهيل الإجراءات القانونية و إضفاء المرونة عليها ؛[2]
- مكافحة الاقتصاد الغير رسمي الذي يمتص المداخيل الموجهة للاستثمار في القيم المنقولة ؛
- تطهير المؤسسات و البنوك المرشحة لدخول البورصة ؛
- محاربة ظاهرة هروب الادخار المالي ورؤوس الأموال نحو الخارج ؛
- الإسراع بعملية الخوصصة التي تعد شرطا ضروريا بتطوير البورصة الجزائرية ؛
- تفعيل نظام الإفصاح و الشفافية في الأسواق المالية ؛
- تكوين مختصين ماليين من خلال تمكينهم من تقنيات البورصة و ميكانيزماتها .[3]

[1] صندوق النقد العربي، **تقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2000** ،أبو ضبي ،ص 124 .

[2] أحمد راشد الكبيسي ،**مقومات نجاح السوق المالية** ، مجلة السوق ، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية ، قطر ، العدد الخاص ، 2005،ص 38.

[3] محمد براق ،**بورصة القيم المنقولة و تمويل التنمية** ، أطروحة دكتوراه دولة ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 1999 ،ص 413.

خلاصة الفصل :

ما يمكن التوصل إليه من خلال الدراسة التي تمت في هذا الفصل أن كل من بورصتي الجزائر و تونس قد مرت بعدة مراحل سبقت نشأتهما لتكون في شكلها النهائي ، فمثلا وجدنا أن تنظيم و نشأة البورصة في الجزائر أيضا الهيئات المكونة لها يختلف عنه في تونس فلكل منها هيكل خاص بسوق الأوراق المالية ، إضافة إلى أن كليهما واجهت جملة من العراقيل التي شملت الجانب التنظيمي و التشريعي أيضا فيما يخص الجانب الرقابي من حيث الإفصاح و الشفافية على مستوى السوق و نقص الوعي الادخاري لدى المستثمرين و اللجوء إلى الادخار التقليدي لدى البنوك و المؤسسات الخاصة .

و على الرغم من الأداء الضعيف للأسواق المالية لدول الدراسة سواء على مستوى سوق الإصدار أو السوق الثانوي، إلا أن هناك بوادر قد تساعد تلك الدول على النهوض بأسواقها المالية إلى مستويات تسمح لها بدعم اقتصادياتها الوطنية من خلال تفعيل نشاط البورصة بزيادة و تنويع الأدوات المالية المتداولة فيها ، تحسين الأجهزة الرقابية وكذا تفعيل القطاع الخاص لتحريك البورصة .

خاتمة

تعتبر البورصة أحد أهم الآليات التي تستخدمها الدول المتقدمة و النامية على حد سواء لتجميع الموارد المالية و توجيهها نحو الاستثمار من أجل تحقيق النمو الاقتصاد الوطني ، وهي بهذا تلعب دورا في تمويل التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على تخصيص الموارد .

إن سوق الأوراق المالية عبارة عن قناة تجمع بين البائعين و المشترين ، فمن خلالها يتم تداول مختلف الأوراق المالية ، من أجل تحقيق الالتقاء بين عروض البائعين و طلبات المشترين على الأوراق المالية المعروضة ، وهذا تحت إشراف هيئات مختصة تسهر على ضمان السير الحسن لعملياتها .

لقد شهدت الجزائر و تونس تطورات هامة في اقتصادياتها على مستوى مؤسساتها المالية و لأهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية أصبح اهتمامها متزايد لجلب الموارد مع توفير الاحتياجات التمويلية و توجيه المدخرات نحو المؤسسات لاقتصادية التي تعود بفوائد عليها .

هذا ما أدى إلى ضرورة الاهتمام بتطوير هذه الأسواق في الجزائر و تونس إلا أنها تتباين من سوق لأخر من حيث درجة التنظيم و التطوير ،لكن رغم كل هذا مازالت هذه الأخيرة تعاني من مشاكل تعيق نشاطه و تضعف فعاليتها .

أولا النتائج :

سمح لنا التعرض غلى مختلف النقاط الواردة في هذا البحث من بالإجابة على الإشكالية المطروحة مع التركيز على مدى تحقق الفرضيات المطروحة في المقدمة ، و من ثم الوصول إلى النتائج التالية :

1. تعاني بورصة الجزائر و تونس من عدة عوائق و هذا راجع إلى كونها في مراحل تطورها الأولى ؛
2. نقص و عدم تنوع الأوراق المالية ، و الدرجة الكافية من العمق و السيولة ؛
3. انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلة ثقافة الادخار من جهة ، و لقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم ؛
4. على مستوى الأسواق الثانوية تميزت بلدان الدراسة بصغر حجمها ، تدني رسملة البورصات و حركة تداول الأوراق المالية في ضل غياب الأدوات المالية المستحدثة ؛
5. النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات دول الدراسة في مجال نشر المعلومات حول أسواقها ، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيف ؛

6. بالنسبة لتداول الأوراق المالية فإن بورصة الجزائر تقتصر على السندات و الأسهم العادية ، وهذا نتيجة الصعوبات التقنية التي تتعرض لها عند إصدار و تداول أوراقها المالية ؛
7. تتميز بورصة تونس بالتنوع في إصدار و تنوع الأوراق المالية ؛
8. إن الوضع الذي تعيشه بورصة الجزائر راجع لعديد من المعوقات سواء الهيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي أو ما يتعلق بالجانب الثقافي و الديني ؛
9. نقص عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر يقلل من نشاطها و نقص حركة التداول فيها مما يؤثر على كفاءة السوق المالي فيها ؛
10. غياب الثقافة البورصية لدى الأفراد و غياب الوعي الاستثماري ؛
11. زيادة التداول اليومي في السوق المالي التونسي بسبب التعامل بأنظمة التداول الإلكتروني على عكس السوق المالي الجزائري نجد فيه التداول يتم في الأسبوع مرة و الصفقة تتم مرة في الشهر ؛
12. لا يمكن للتشريعات و اللوائح التنظيمية أن تنشأ سوقا ماليا فعالا لوحدها ما لم يتوفر مناخ استثماري ملائم الذي يعتبر حجر الأساس لإقامة سوق الأوراق المالية .

ثانيا : اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى : البورصة هي آلية لتداول الأوراق المالية عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما عارض للورقة المالية والآخر طالب لها و هي **صحيحة** لأن البورصة تعتبر سوق مالي منظم يتم في تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها هو يمثل قناة لنقل الأموال بين أصحاب الفائض (طالبي الورقة المالية) و أصحاب العجز (عارضي الورقة المالية).

الفرضية الثانية : يتم التعامل في كل من بورصة الجزائر و تونس وفق آليات من خلالها يتم تسعير الورقة المالية و المتمثلة في أسهم و سندات مطروحة للتداول ، كذالك يتم تحديد المؤشرات المتعامل بها في البورصة و هي **صحيحة** لأن آليات التعامل في كل من البورصتين تعتمد على تقديم أوامر للوسطاء من خلال تحديد الورقة المالية و السعر المتفق عليه وفق نظام التسعير السائد في السوق ، و تتنوع الأوراق المالية بين أسهم و سندات و العقود المشتقة ، مع الرجوع في ذلك إلى المعلومات المقدمة بناء على المؤشرات الموجودة في البورصة .

الفرضية الثالثة :تتمثل الفروقات بين كل من بورصة الجزائر و تونس من حيث :(شروط الإدراج ،عدد الشركات المدرجة ، نشاط التداول ، القيمة السوقية) و هي **صحيحة** لأن شروط الإدراج لدى البورصتين تختلف من

حيث الحد الأدنى لرأس المال إضافة إلى النسبة المصدرة من رأس المال ، أيضا عدد الشركات المدرجة بالنسبة للجزائر توجد شركتين فقط أما بالنسبة لتونس 78 شركة ، و كذالك هناك اختلاف في نشاط التداول من حيث : حجم التداول ، عدد الأسهم المتداولة ، متوسط التداول اليومي ، عدد أيام التداول ، معدل دوران السهم ، أما فيما يخص القيمة السوقية فهي تختلف بين البورصتين .

ثالثا:التوصيات

1. على الشركات المدرجة في السوق المالي أن تعمل على الإفصاح و الشفافية عن كافة المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين في السوق المالي بدون تكاليف ؛
2. زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على اللجوء للاستثمار في البورصة ؛
3. تنويع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر من اختيار الأوراق المالية التي يرغب بالاستثمار فيها ، و منه زيادة عدد المستثمرين ؛
4. بالنسبة للسوق المالي الجزائري طرح شركات تتمتع بالوضعية المالية المريحة للاكتتاب العام في البورصة لأجل تطوير و تنشيط السوق المالي الجزائري؛
5. توفير المناخ الملائم من خلال تفعيل الأنظمة و القوانين داخل السوق بشكل يضمن حماية أموال المستثمرين ؛
6. بالنسبة لبورصة الجزائر تنويع الأوراق المالية المتداولة لزيادة الخيارات أمام المستثمرين .

رابعا :أفاق البحث

كغيره من البحوث و الدراسات يبقى هذا البحث لا يخلو من النقائص حيث يحتاج جهود إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل ، فرغم محاولة الإجابة على هذا الإشكال في هذه الدراسة إلا أنه في الختام برزت جملة من التساؤلات و التي يمكن أن تشكل انطلاقة لأبحاث أخرى من شأنها أن تكون مكملة لهذا البحث :

1- دراسة كفاءة الأسواق المالية المنظمة للدول النامية و مقارنتها بالدول المتقدمة .

2- بورصة أمريكا و إمكانية تطبيق آليات عملها في الجزائر .

قائمة المراجع

1-قائمة الكتب باللغة العربية

1. أحمد عطية ، مشاكل المراجعة في أسواق رأس المال ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ،2003 .
2. أحمد محمد الخليل ، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي ، دار ابن الجوزي ،الطبعة الأولى ، المملكة العربية الإسلامية ،محرم ،1424.
3. أحمد محمد لطفي أحمد ، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2006 .
4. أسامة عزمي سلام ، الاستثمارية بالأوراق المالية تحليل و إدارة ، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الأردن ، 2004 .
5. أشرف سعيد أحمد محمد ، الجودة الشاملة و المؤشرات في التعليم الجامعة الجديدة للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، 2007 .
6. جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية ، الطبعة الأولى ، الجزائر ، 2002 .
7. جبار محفوظ ، تنظيم و إدارة البورصة ، الطبعة الأولى ، الجزائر ، 2002 .
8. حسين بني هاني ، الأسواق المالية " طبيعتها، تنظيماتها ، أدواتها المشتقة "، دار و مكتبة الكندي للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، 2014 .
9. حمدي عبد العظيم ، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات و الجرائم ، المكتب الجامعي الحديث ، 2012.
10. حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، 2004 .
11. رمزي زكي ، مشكلة الادخار ، الدار القومية للطباعة و النشر ، الطبعة الأولى ، القاهرة 1990
12. زكريا سلامة و عيسى شنطاوي ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية (من المنظور الإسلامي) ،دار النفائس للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2009.
13. زياد رمضان ،الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد ، الطبعة الثالثة ، القاهرة، 2014 .

14. سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ، الإسكندرية ، 2005 .

15. سيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الاستثمارية ، دار الراية للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2009 .

16. السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر ناشرون و موزعون ، الطبعة الأولى ، 2009 .

17. شاكر القزويني محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الرابعة ، الجزائر ، 2008 .

18. شعبان إسلام أحمد البراوي ، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي "دراسة تحليلية نقدية "، دار الفكر ، دمشق 2001 .

19. شمعون شمعون ، البورصة ، دار همة للطباعة و النشر و التوزيع ، الطبعة الثانية ، 1999.

20. ضياء مجيد ، البورصات " أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات ، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية ، 2003 .

21. طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية " مفاهيم ، أنواعها ، استخداماتها في إدارة المخاطر ،المحاسبة عنها "، الدار الجامعية ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، 2010 .

22. طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية ،" مفاهيم إدارة المخاطر ، المحاسبة، الدار الجامعية للنشر ، القاهرة ،2001.

23. طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2012.

24. عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم وسندات ، استثمارات ،خيارات) الإسكندرية ،الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، 2000.

25. عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية ،الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، 2007.

26. عبد القادر حمزة ، أساسيات البورصة ، دار الكتاب الحديث ، الإسكندرية ، 2009.

27. عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز القاهرة للتعليم المفتوح ، القاهرة ، 1998.

28. عصام حسين ،أسواق الأوراق المالية ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الأردن ، 2008 .

29. عصام نهد العربيد ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،دار الرضا للنشر ، الطبعة الثانية ، دمشق ، 2008 .

30. علاء الدين أحمد ، بورصة الأوراق المالية ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، بدن طبعة ، القاهرة ، 2007 .

31. فليح حسن خلف ، الأسواق المالية و النقدية ، عالم الكتب الحديث ، الطبعة الأولى ، الأردن، 2006 .

32. قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق) ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، 2012 .

33. ماجد أحمد عطا الله ، إدارة الاستثمار ، دار أسامة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، 2012 .

34. محسن أحمد الخضري ، كيف تتقيد البورصة في 24 ساعة ،اشتراك للنشر و التوزيع ، 1990 .

35. محمد إبراهيم الشبلي ، مقدمة في الأسواق المالية و النقدية ، بدون دار النشر ،الطبعة الأولى ، عمان ، 2000.

36. محمد الموفق أحمد عبد السلام ،دراسات عن الأقسام المختلفة بالبنوك التجارية ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، بدون طبعة ، 1999 .

37. محمد شكري الجميل العدوى،بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة،مكتبة الوفاء القانونية ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، 2014.

38. محمد صالح الحناوي ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر ، 2002 .

39. محمد صالح الحناوي ، مبادئ و أساسيات الاستثمار ،دار التعليم الجامعي للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ،الإسكندرية ، 2012 .

40. محمد صالح الحناوي ،تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، بدون سنة .

41. محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم و السندات ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الطبعة الثالثة،عمان ، 2005 .

42. محمد يوسف حاسين ، البورصة ، منشورات جلي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، لبنان ، 2004.

43. محمد يوسف ياسين ، البورصة (عمليات البورصة ، تنازع القوانين ،اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، بيروت ، لبنان ، 2004 .

44. محمد يونس ،اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، دار التعليم الجامعي للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، 2010 .

45. محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ،"مؤسسات ،أوراق ، بورصات "، دار الشروق ،الطبعة الأولى ، 2005.

46. منير إبراهيم الهندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة المعارف للنشر و التوزيع ،الإسكندرية ، 1999.

47. منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات المالية ، منشأة المعارف ، الجزء الثاني، الإسكندرية ، 2003 .

48. منير إبراهيم الهندي ،إدارة الأسواق المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ،1999.

49. نسرين عبد الحميد نبيه ، البورصة (ماهيتها ، تاريخها ، مستقبلها) ، المكتب الجامع الحديث، الإسكندرية ، 2012 .

50. الهندي خليل أنطوان الناشف ، العمليات المصرفية و السوق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، الجزء الثاني ، لبنان ، 2008 .

51. هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، جامعة البلقاء التطبيقية ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2003 .

52. وسام ملاك ، البورصات و الأسواق المالية العالمية ، الجزء الأول ، دار المنهل اللبناني ، مكتبة رأس النبع للطباعة و النشر ، لبنان ، 2003.

53. وليد صافي و أنس بكري ، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، الأردن، 2009 .

2- المذكرات و الرسائل

1. آيت أكان عزيزة، تقييم مدة فعالية الأسواق المالية في الدول النامية " دراسة حالة بورصة الجزائر " ، مذكرة ماستر في العلوم التجارية ، تخصص مالية مؤسسة ، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة ، الجزائر ، 2015.

2. بن دحان إلياس الأزهر ، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر بسكرة ،الجزائر، 2013 .

3. بن عزوز عبد الرحمان ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، فرع إدارة مالية ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر ، 2012 .

4. بن عمر بن حاسين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية- ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود مالية و بنوك جامعة أبي بكر بالقايد ، تلمسان ، الجزائر ، 2013 .

5. بن عيسى عبد الرحمان ، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية دراسة نظرية تطبيقية ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية و محاسبة ، جامعة المدية ، الجزائر ، 2009 .

6. بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر ، مذكرة في الدراسات العليا المتخصصة ، تخصص مالية ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر ، 2007 .

7. بوقرة فاطمة ، دور الوساطة المالية في تطوير البورصة دراسة حالة بعض البورصات العربية " السعودية ، مصر ، الجزائر" للفترة 2005-2014 ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية و بنوك ، جامعة المدية ، الجزائر ، 2015 .

8. بوكسانيرشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2006 .

9. حسين عبد المطلب الأسرج ، دور الأسواق المالية في تنمية الادخار في مصر ، رسالة ماجستير في الاقتصاد ، جامعة قناة السويس، 2002.

10. خالد عيجولي ، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص نقود و مالية ، جامعة الجزائر ، 2006 .

11. دعاس خليل ، الادخار المحلي و التمويل الخارجي بين التكامل و الإحلال " دراسة حالة الدول العربية " رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر ، 2003.

12. رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة "دراسة حالة تونس ، المغرب ، الجزائر " ، رسالة ماجستر في علوم التسيير ، جامعة قسنطينة، الجزائر ، 2011.

13. سامي مباركي ، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة : الجزائر و المغرب ، تونس ، رسالة ماجستر ،في العلوم الاقتصادية ، جامعة باتنة ،الجزائر ، 2004 .

14. سامية زيطاري ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة " حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع القياس الاقتصادي ، جامعة الجزائر، 2004 .

15. سرارمة مريم ، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 ، رسالة ماجستير ، تخصص مالية ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر ، 2012.

16. سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة على الأسواق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود و مالية ، جامعة الجزائر ، 2013.

17. سفيان حلوفي ،أثر العولمة المالية على أداء الاسواق المالية الناشئة – حالتي كوريا الجنوبية و اندونيسيا – مذكرة ماجستير ، تخصص تمويل دولي و المؤسسات النقدية و المالية ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر ، 2011.

18. سليم جابو ، تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2012

19. سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول العربية " ، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية ، تخصص تجارة دولية ، جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2015 .

20. صلاح الدين شريط ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة مصر العربية مع إمكانيات تطبيقها على الجزائر ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع نقود مالية ، جامعة الجزائر ، 2012.

21. عبد الرزاق يخلف ، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة دراسة القيم المنقولة " دراسة لواقع البورصات العربية و آفاقها المستقبلية " ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر ، 2001 .

22. عماد الدين شرابي ،إتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة في CAC40 ، مذكرة ماجستير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر، 2011.

23. غربة محمد نجيب أبو عمرو ، تقييم تجربة بالتل للإدراج المزدوج و تأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ،غزة ،

24. محمد براق ، ببورصة القيم المنقولة و تمويل التنمية ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 1999 .

25. نبيل خليل طه سمور ، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا " ، رسالة ماجستير ، في إدارة الأعمال ، غزة ، 2007 .

26. نواري كريمة ، إمكانية ربط البورصات العربية دراسة حالة بورصة " الجزائر ، تونس ، المغرب " مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية و بنوك ، جامعة المدية ، الجزائر،2015.

27. ياسر إبراهيم بن محمد الخضري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية ،رسالة ماجستير في الفقه ، كلية الشريعة بالرياض السعودية ، 1429 هـ.

3-مطبوعات

1. سعيدي فاطمة الزهراء ،محاضرات في الأسواق المالية ،تخصص نقود مالية و بنوك ، السنة أولى ماستر ، جامعة المدية ، الجزائر ، 2013.

4- البحوث و المجلات

5. أحمد رشيد الكبيسي ، " مقومات نجاح السوق المالية " ، مجلة السوق ، قطر ، العدد الخاص ، 2005 .

4. محمد براق ، " أسواق الأوراق المالية " ، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و الاقتصادية و السياسية ، الديوان الوطني للأشغال التربوية ، الجزائر ، العدد 37 ، 2001 .

3. قيدي خميسي ، " دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق –حالة الدول الصناعية العشر- " المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية ، العدد 6 ، سنة 2015

2. عبد العظيم أبو زيد ، "التحليل الفقهي و ألمقاصدي للمشتقات المالية " ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، لاقتصاد الإسلامي ، السعودية ، العدد 3 ، سنة 2014 .

1. حسين قبلان ، مؤشرات أسواق الأوراق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية "،مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ،العدد 11 ، سنة 2011 .

5-الملتقيات و الندوات

1. الملتقى الأول حول ، " الاقتصاد الإسلامي الواقع ،و رهنات المستقبل –أدوات الدين و بدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية " ، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير .

6- التقارير

7. لجنة تنظيم و أعمال البورصة ، مجموع القوانين ، 1997.

6. منشورات شركة القيم المنقولة ، SGBV ،2008.

5. المادة 02 ، من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03.

4. المادة 30من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 97-03 ، المؤرخ في 1997/11/18 ، الجريدة الرسمية العدد87 ، 1997.

3.صندوق النقد العربي :النشرة الاحصائية للدول الجزائر و تونس2011-2016 ، أبو ضبي ،2000 .

2.صندوق النقد العربي :التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، أعداد مختلفة. أبو ضبي .

1. المؤسسة العربية ، لضمان الاستثمار ، أسواق رأس المال في الدول العربية تنظيمها و أدواتها و أوضاع التعامل بها ، الكويت ، 2006.

7- مواقع الإنترنت

1. http:// www.gti.org/publications/2007-Global-grouth-markets.aspz vu 28/04/2017.

2.http://www.gti.org/publications/2007-Global-grouth -guide .aspz vu 30/04/2017.

3. http://www.p-s-e.com/PSEWBsite/law center.aspx. vu:28/04/2017

4. http://www.arabtranslators.org/edu/banking/horizon-user-dual-pdf:04-05 vu 30/4L2017.

5. http://www.sgbv.dz/arvu /15/04/2017.

6.http://www.cmf.org.tn/pdf/publicaction-cmf/rapp-ann/cmf06-ar-rapp.pdf vu 12/4/2017.

7.http://www.bvmt.com.tn/AR/documontation/regulations/ar-loi94.pdf. Vu 12/04/2017

8.http://www.bvmt.tn 15/04/2017 .

8- قائمة الكتب باللغة الأجنبية

1. Deschanel , jean –pierre gizarde , bruno , la bourse en clair , paris : ellipses , 2009.

2. Karyotis ,cathrine ,l essentiel de la bourse,parisgualino ,2009.
3. Lehmann ,paul – jacques , bourse et marchés-financiers , paris :DUNOD , 2008.
4. Mansourimansour ,la bourse des valeurs mobiliéresd alger , alger : houma , 2002.