

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة عمار ثليجي بالأغواط



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

## مطبوعة دروس في مقياس الأسواق المالية

من إعداد:

د. قميتي عفاف

أستاذ محاضر صنف ب-

مطبوعة دروس مقدمة لطلبة السنة الثالثة

ليسانس اقتصاد نقدي وبنكي

السنة الجامعية 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

اعتمدت هذه المطبوعة بعد مصادقة المجلس العلمي لكلية العلوم  
الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير في المحضر رقم 2023/05 المؤرخ  
في 2023/07/04.  
رقم الاعتماد: 2023/04.

## فهرس المحتويات

|       |   |
|-------|---|
| I     | فهرس المحتويات  |
| IV    | قائمة الجداول   |
| V     | قائمة الأشكال   |
| أ     | مقدمة   |
| 20-01 | المحور الأول: ماهية وطبيعة الأسواق المالية                  |
| 02    | 1- نشأة وتعريف الأسواق المالية                              |
| 05    | 2- تقسيمات الأسواق المالية                                  |
| 14    | 3- المتعاملون في الأسواق المالية                            |
| 17    | 4- أهمية ووظائف الأسواق المالية                             |
| 19    | 5- مقومات إنشاء الأسواق المالية                             |
| 56-21 | المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية |
| 22    | 1- أدوات الملكية (الأسهم)                                   |
| 33    | 2- أدوات الدين (السندات)                                    |
| 40    | 3- الأدوات المالية المشتقة (المشتقات المالية)               |
| 50    | 4- أهم الفروقات بين الأدوات المالية                         |
| 53    | 5- العمليات الواردة على الأوراق المالية                     |
| 69-57 | المحور الثالث: كفاءة الأسواق المالية                        |
| 58    | 1- تعريف كفاءة الأسواق المالية                              |

|        |  |
|--------|--|
| 59     | 2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية                 |
| 60     | 3- خصائص الأسواق المالية الكفوءة                       |
| 63     | 4- مستويات وشروط كفاءة الأسواق المالية                 |
| 65     | 5- التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية              |
| 79-70  | المحور الرابع: مؤشرات أداء الأسواق المالية             |
| 71     | 1- تعريف مؤشرات أداء الأسواق المالية                   |
| 72     | 2- استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية           |
| 74     | 3- كيفية بناء المؤشرات                                 |
| 76     | 4- أهم المؤشرات المالية الدولية في الأسواق المالية     |
| 107-80 | المحور الخامس: السوق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر) |
| 81     | 1- مفهوم بورصة الجزائر                                 |
| 89     | 2- أهمية بورصة الجزائر للاقتصاد الوطني                 |
| 90     | 3- المتدخلون في بورصة الجزائر                          |
| 101    | 4- أسواق بورصة الجزائر                                 |
| 103    | 5- شروط فعالية بورصة الجزائر                           |
| 110    | خاتمة  |
| 111    | قائمة المراجع  |

# قائمة الجداول والأشكال

## قائمة الجداول

| <u>الصفحة</u> | <u>العنوان</u>            | <u>الرقم</u> |
|---------------|---------------------------|--------------|
| 51            | الفرق بين الأسهم والسندات | <u>01</u>    |

## قائمة الأشكال

| <u>الصفحة</u> | <u>العنوان</u>                  | <u>الرقم</u> |
|---------------|---------------------------------|--------------|
| 08            | تقسيمات الأسواق المالية         | 01           |
| 67            | التحليل الفني للأوراق المالية   | 02           |
| 69            | التحليل الأساسي للأوراق المالية | 03           |
| 102           | أسواق بورصة الجزائر             | 04           |

# مقدمة عامة

## مقدمة:

يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في الأدب الاقتصادي المعاصر، خاصة بعد أن شهدت هذه الأسواق تطورا مهما سواء في الدول المتقدمة أو النامية، حيث لا تكاد دراسة، أو بحث، أو نشرة، أو جريدة اقتصادية تخلو من هذا الموضوع، ذلك أن سوق المال تمثل المرآة العاكسة لاقتصاد أي بلد، وبدلا من تتبع أداء كل قطاع في بلد ما للتعرف على الوضع الاقتصادي فيه، فإن نظرة على أداء السوق المالي تعطي لمحة عامة عن الاقتصاد و تأثيره وتأثره بالمتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية في البلد، إذ يعكس سوق المال أثر السياسات الاقتصادية الحكومية والقرارات السياسية وأداء القطاعات المختلفة الزراعية، والصناعية، والخدمية وغيرها على الاقتصاد. إضافة لما سبق، فإنه من دونه يصعب تصور تحرك الأموال بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجزات، وبين طالبي التمويل و الممولين. حيث يقوم السوق المالي بالربط بين احتياجات أصحاب العجز وبين رغبة أصحاب الفوائض المالية، بطريقة كفؤة من خلال توفير المعلومات، ومن خلال إدارة المخاطر وتقليل عدم تماثل المعلومات.

وعلى ضوء ما سبق، تهدف هذه المطبوعة إلى التعريف بطبيعة وجوهر الأسواق المالية والدور الهام الذي تلعبه في الاقتصاد الوطني، وكذا مختلف الأدوات المالية المتداولة فيها، كما تهدف إلى التعريف بالمشورات البورصية ومستويات كفاءة الأسواق المالية، إضافة إلى محاولة إسقاط الجانب النظري على الواقع الاقتصادي الجزائري بدراسة السوق المالي (بورصة الجزائر) والتعرف أكثر عليها، من ظروف نشأتها إلى طبيعة المتدخلون فيها، ومن ثم تسليط الضوء على الشروط الضرورية لتفعيلها والاستفادة من الإمكانيات المتاحة، حيث تحتوي هذه المطبوعة على خمسة محاور كما يلي:

المحور الأول: ماهية وطبيعة الأسواق المالية

المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

المحور الثالث: كفاءة الأسواق المالية

المحور الرابع: مؤشرات أداء الأسواق المالية

المحور الخامس: السوق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر)

وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع العربية والأجنبية التي تم اعتمادها في

إعدادها وتحريرها، متمنين بذلك لطلبتنا الأعزاء التوفيق والنجاح.

المحور الأول

ماهية وطبيعة الأسواق

المالية

## المحور الأول: ماهية وطبيعة الأسواق المالية

شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق، وليس هذا وحسب بل انفتاحها أمام المستثمرين الأجانب أفراداً كانوا أم مؤسسات إضافة إلى الدور الهام الذي أصبحت تتطلع به في مسيرة التنمية في البلدان، لدورها الاستراتيجي في حشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب. ولهذا سنحاول في هذا المحور التعرف عليها أكثر، بتبيان ماهيتها وتقسيماتها وكذا وظائفها المتعددة، فضلا عن شروط نجاحها.

### **1. نشأة وتعريف الأسواق المالية:**

تحتل الأسواق المالية مكانة مميزة في الاقتصاد الرأسمالي، وتعتبر من دعائمه الأساسية ومجسدة لمبدأ هام من مبادئ الفكر الاقتصادي الغربي وهو مبدأ الحرية الاقتصادية، وذلك من خلال دورها المهم في أداء الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، والفئات التي تعاني عجز مالي وتبحث عن التمويل.

#### **1.1 نشأة الأسواق المالية:**

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة ثم تطورت وأصبحت تتم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريقها، أو عن الطريق الوسيط والوكلاء.

بناءً على ذلك تطور مفهوم السوق ... فلم يعد يقتصر على المكان المعين، ونتيجة لكثرة وتنوع المنتجات ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية وأسواق الذهب وظهرت أسواق تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية.

لقد كان التعامل بالأدوات المالية في بداية الأمر في فرنسا وإنجلترا وأمريكا يتم على قارعة الطريق، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت الآن تسمى أسواق الأوراق

المالية، وترجع نشأة هذه الأسواق تاريخياً إلى فرنسا في القرن الثالث عشر ميلادي في عهد الملك "فيليب" الذي عاش خلال الفترة 1267-1314 ميلادي، حيث أوجد مهنة السمسرة، خلال هذه الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا، فكانت مدينة بروج من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية، وأصبحت مهبط التجار ورجال الأعمال، إذ كانوا يجتمعون مقابل قصر عائلة vander bourse ليتبادلوا الصفقات، وقيل كانوا يجتمعون في فندق يملكه شخص يسمى Van Der Bourse، وقيل أن عائلة vander bourse جعلت من مقر سكنها في بلجيكا مكاناً لتجارة النقود، وتبادلها خلال القرن 15، وقيل كذلك أن Van Der Bourse هذا اكتسب اسمه من الشعار الذي رسمه على فندقه دلالة على مهنته وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود، وذلك لأن كلمة Bourse<sup>1</sup> تعني باللغة الجرمانية كيس النقود، وتطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة، أو الشخص مع العملية، إلى أن أصبحت هذه الكلمة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية، وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم، وجدنا أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة أنفريس البلجيكية عام 1536م، ثم تتابع بعد ذلك إنشاء البورصات في أوربا، ثم في باقي دول العالم.

## 2.1 تعريف الأسواق المالية:

قبل أن نتطرق إلى تعريف الأسواق المالية، نعرف أولاً السوق الذي يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان العادي في السوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي لصناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري.<sup>2</sup>

أما الأسواق المالية فنجد لها عدة تعاريف، لكن يجب أن ننوه أنه عادة ما ينصرف مفهوم سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات، وهذا هو

---

<sup>1</sup> عبد الله غالم و عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية، مقال بمجلة (الاجتهاد القضائي)، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص ص 70-71.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة، 2004، ص 26.

المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتكون من فرعين أساسيين، هما سوق رأس المال وسوق النقد، وهو ما سنتطرق إليه بشيء من التفصيل فيما بعد.

ونذكر من بين التعاريف الخاصة بالأسواق المالية بالمفهوم الواسع ما يلي:

- **السوق المالي** هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.<sup>1</sup>

- **السوق المالي** هو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراءً، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي.<sup>2</sup>

- **السوق المالي** هو الوسيلة التي تتيح لعملية التبادل أن تتم فيه بين البائعين والمشتريين، وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما أو بطريقة غير مباشرة.<sup>3</sup>

- **السوق المالي** هو أداة عامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية، والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.<sup>4</sup>

ومنه نستنتج أن الأسواق المالية تشمل كلا من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة

<sup>1</sup> وليد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، ط1، الأردن، 2012، ص 16.

<sup>2</sup> عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2006، ص 21.

<sup>3</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 51.

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي و درسية قريضا، السوق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، مصر، 2001، ص 213.

في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين ، وبعبارة أخرى أن يمكن أن نعرف السوق المالي بأنه "مكان التقاء بائعين ومشتريين لتداول الأوراق المالية وذلك بغض النظر عن مكان التداول وعن كيفية لقاء المتعاملين. بحيث تسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي."

بينما نجد الأسواق المالية بدون تحديد أي بمفهومها الضيق تشير إلى سوق الأوراق المالية أو سوق رأس مال وهي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها، على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسارة محترفين، مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.<sup>1</sup>

أي أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن سوق يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية، وذلك في ساعات محددة ومعلنة من قبل، وبأسعار متفق عليها عن كل نوع، بواسطة الوسطاء الماليين كالسمسارة، وكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية.

## 2. تقسيمات الأسواق المالية:

يمكن النظر إلى سوق الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالتالي تصنيفها طبقا لأكثر من أساس، وذلك حسب الهدف من تصنيف هذه الأسواق، فمثلا قد يكون الهدف من التصنيف هو معرفة أنواع الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات مالية معينة، أو قد يكون الهدف هو معرفة كيفية التعامل داخل سوق الأوراق المالية... وهكذا. والواقع أنه من الصعب الوصول إلى تقسيمات محددة وفاصلة لسوق الأوراق المالية، وذلك نظرا للتداخل الذي يحدث بين الأنواع المختلفة لهذه الأسواق، وبالتالي فإنه سوف يتم تصنيف سوق الأوراق المالية هنا طبقا للأسس

<sup>1</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية، مصر، دون سنة نشر، ص 272.

الأكثر شيوعاً، وبالشكل الأسهل استيعاباً، مع توضيح كيفية حدوث التداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق.

ويمكن أن نميز داخل أي اقتصاد بين نوعين من المعاملات المالية، بعضها قصير الأجل والبعض الآخر طويل الأجل، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية تقسم إلى سوقين (أنظر الشكل رقم 1)، سوق نقدية (سوق المعاملات قصيرة الأجل)، وسوق رأس المال (سوق المعاملات طويلة الأجل). وبعد وجود هذين السوقين ودرجة نموها وتطورهما انعكاساً لدرجة نمو وتطور النظام الاقتصادي والوعي الاستثماري للبلد، نظراً لما تقوم به هذه الأسواق من وظائف اقتصادية بالغة الأهمية، لها ارتباط كبير بكفاءة الاقتصاد وأدائه.

## 1.2 السوق النقدي:

تتمثل سوق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية قصيرة الأجل، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن السنة<sup>1</sup>. ويكون إقراض الأموال لأجل قصير بهدف استثمار الأموال المتاحة لمدة مؤقتة، كما يكون اقتراض هذه الأموال بهدف تمويل احتياجات مؤقتة أيضاً، وبعبارة أخرى فإن سوق النقد تمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل. ومن أهم الجهات المشاركة في هذه السوق، البنوك التجارية والمؤسسات المصرفية والمالية، خاصة المتخصصة منها، إلى جانب الجهات الحكومية، كالبنك المركزي التي تبيع وتشتري الأوراق المالية، فضلاً على تجار سوق الأوراق المالية وسماسته. وقد شهدت السنوات الأخيرة تطور الأسواق النقدية، إذ ازداد التعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل مقارنة بباقي أدوات السوق الرأسمالي، بسبب استخدام البنوك والشركات التجارية أدوات سوق النقد بشكل واسع ومستمر، لما توفره هذه الأدوات من سيولة وعائد في آن واحد. وتتمتع سوق النقد بمزايا عدة أهمها المرونة العالية في إجراء الصفقات، إذ إن معظم هذه الصفقات تتم بسهولة وبإجراءات مبسطة تنعكس على تخفيض تكاليف هذه الصفقات، فضلاً على

---

<sup>1</sup> Anthony Saunders and Marcia Cornetl, Financial Markets and Institution, A modern Perspective, N.C Grew-Hill, Higher Education, N.Y, 2001, P8.

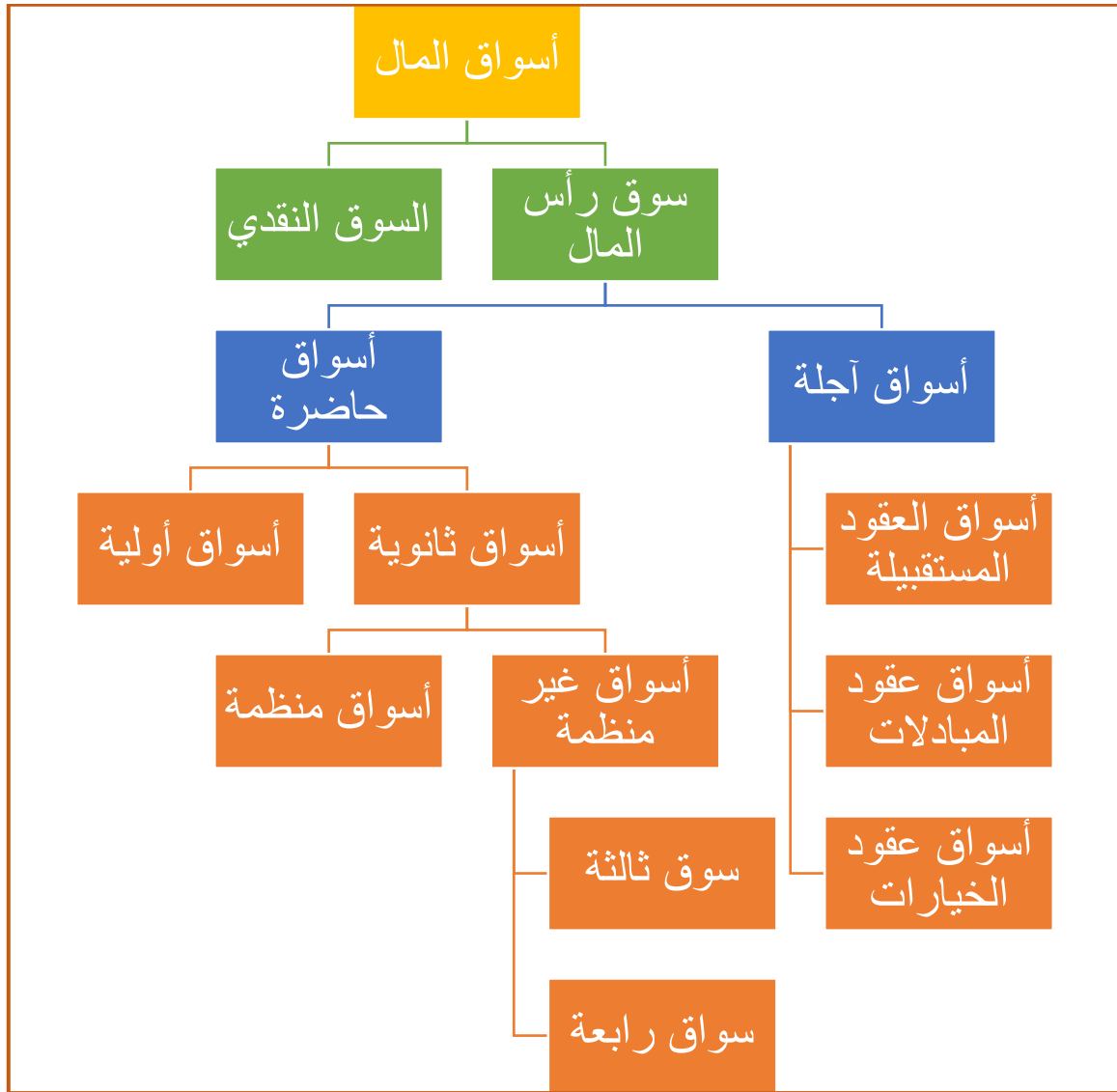
انخفاض مخاطر أسعار الفائدة على أدوات سوق النقد نظرا لقصر آجالها. إلى جانب ذلك فإن الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق لا تواجه مخاطر الائتمان والمرتبطة باحتمال عجز الطرف المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، انطلاقا من أن هذه الأوراق صادرة عن مراكز ائتمانية قوية، كالبنك المركزي والبنوك التجارية الكبيرة والمؤسسات الاستثمارية الأخرى<sup>1</sup>. وفي ضوء هذه المزايا فإن سوق النقد تلعب دورا فعالا على مستوى الاقتصاد الوطني من زاويتين هما:<sup>2</sup> أولا تمارس هذه السوق دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطتها يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذه السوق. وثانيا إن وجود سوق نقدية فعالة تتمتع بسيولة الأصول المالية قصيرة الأجل، يعمل على تخفيض تكلفة التمويل قصير الأجل وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة في المشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها، الأمر الذي يزيد من الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات الأمر الذي ينعكس في انتعاش الاقتصاد الوطني وازدهاره.

---

<sup>1</sup> حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالي: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014، ص ص 13-14.

<sup>2</sup> محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 63.

الشكل رقم 01: يوضح تقسيمات الأسواق المالية



source: Jean-Marie Gagnon et Nabil Khoury, Traite de Gestion Financière , 2eme édition, G. Morile, Canda,1981, P 559.

ويتم في هذا السوق تداول مجموعة من الأصول أو الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تثبت فيها الديون، ويختلف تنوع هذه الأوراق وفقا لدرجة تطور الدول وسوق الأوراق المالية فيها. ومن أكثر هذه الأدوات انتشارا<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص عقود ومالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص ص 15-17.

## - أدوات الخزينة:

هي أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي وهي أداة من أدوات الدين الحكومية هدفها توفير إيرادات مالية للحكومة عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الانفاق الحكومي مدتها في الغالب ثلاثة أشهر أو ستة أشهر وهي قابلة للخصم وتقل فيها درجة المخاطرة.

## - شهادات الإيداع:

هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تفيد بأنه تم إيداع مبلغ معين لديها لمدة محددة تنتهي بتاريخ معين وبفائدة معينة وهي قصيرة الأجل وتعتبر أداة من أدوات التعامل الهامة في السوق النقدي وهي توفر الفرصة للمودع للحصول على حاجته للسيولة قبل تاريخ الاستحقاق وبيعها في السوق.

## - الأوراق التجارية:

تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية، تتراوح آجالها بين 3 و 270 يوماً، تباع بخصم عن القيمة الإسمية، وأحياناً تكون إصداراتها بالأشهر 6، 2 أشهر.<sup>1</sup>

## - القبولات المصرفية:

هي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصوم مسبقاً وتستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية ويضمن هذا القبول تعهد المصرف بالدفع في حالة عدم وفاء العميل للدائن في موعد الاستحقاق، الأمر الذي يزيد من قوة وضمن السند مما يجعله قابلاً للتداول في السوق النقدي.

---

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة، ط1، الأردن، 2004، ص ص 113-112.

## - اتفاقيات إعادة الشراء:

هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جدا ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به.

## - قرض فائض الاحتياطي القانوني:

قد يحصل لدى بنك فائض في قيمة الاحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يستطيع إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز في الاحتياطي الاقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة تتوافق مع حجم الودائع لدى البنك المعني.

## 2.2 سوق رأس المال:

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار

مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، بصورة مباشرة بالاككتاب بالأسهم والسندات.<sup>1</sup> كما تعرف أيضا بأنها الأسواق التي يتم التعامل فيها بأدوات طويلة الأجل من أسهم وسندات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة، مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية.<sup>2</sup> تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق مستقبلية وأسواق فورية وهي كالتالي:

<sup>1</sup> مصطفى محمد عبده، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، كليوبترا لطباعة والكمبيوتر، مصر، 2001، ص 144.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 120.

## - الأسواق المستقبلية:

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

## - الأسواق الفورية:

يقصد بها الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) والتي تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

كما تعرف على أنها سوق مستمرة ثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة يجب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتنتم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد والرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية فيها بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى.<sup>3</sup>

وتنقسم بدورها أسواق الأوراق المالية إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية وهي كالتالي:

## - الأسواق الأولية:

سوق الإصدار أو السوق الأولية وهي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو سوق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة،

<sup>1</sup> زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص14.

<sup>2</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار كندي، مصر، 2002، ص 24.

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003، ص 15.

حيث يتم بيع الأسهم والسندات في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية.<sup>1</sup>

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة. إن التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدار الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية.<sup>2</sup>

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

#### – الأسواق الثانوية:

وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم أو السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلا التعامل بها من قبل في السوق الأولية، فعندما يشتري شخص ما أسهم شركة من شخص آخر تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية، لأن الشخص الآخر كان قد اشترى تلك الأسهم من السوق الأولية عندما أصدرت الشركة أسهمها للمرة الأولى أو من شخص كان قد اشتراها عن طريق السوق الأولية.<sup>3</sup>

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

---

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، 2010، ص 130.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 121.

<sup>3</sup> حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 22.

خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، وهي أيضا من الوظائف الرئيسية التي تقوم بها الأسواق المالية بشكل عام.

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

#### - الأسواق المنتظمة:

يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق المسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة يتم التعامل في الأسواق المنتظمة في قاعة مخصصة تسمى أيضا قاعة التداول، وهي مجهزة بالأجهزة اللازمة وموظفين نشطين متخصصين وألواح لإجراء مزايدات عليها أو يكون التعامل إلكترونيا، وهو تطور حديث بعد انتشار تكنولوجيا المعلومات.<sup>1</sup>

#### - الأسواق غير المنتظمة:

أسواق مخصصة بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أم غير المسجلة، فيما يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجارة والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمرين أن يختار أفضل الأسعار،<sup>2</sup> وهذه الأسواق بدورها تنقسم إلى:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 22.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 125.

### - السوق الثالثة:

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

### - السوق الرابعة:

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

### 3. المتعاملون في الأسواق المالية:

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما<sup>1</sup>:

### 1.3 تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل:

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص ص 50-52.

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

#### - المضاربون المحترفون:

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق وتخطيط عملياته، و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

#### - المضاربون الهواة:

وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

#### - المتآمرون:

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

#### - المستثمرون:

هناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية. والمستثمر

العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

### 2.3 تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين:

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

#### - الطالبون لرأس المال:

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين: الفئة الأولى، تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس. الفئة الثانية، تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

#### - العارضون لرؤوس الأموال:

ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.

- صناديق الاستثمار .

- المحكمون والمراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

#### 4. أهمية ووظائف الأسواق المالية:

تؤدي السوق المالية وظائف تفسر وجودها وأهميتها الاقتصادية، ومن خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها، ومن أهم هذه الوظائف<sup>1</sup>:

- تحديد الأسعار، فالسوق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي، أو بتعبير آخر معدل العائد المطلوب.

- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال للشركات المساهمة.

- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للأصول المالية، والتي يصعب تصورها في حالة غياب هذه الأسواق.

- تخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة.

- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات.

- تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل.

- المساهمة بفاعلية في ترصين قاعدة رأس المال والتخصيص العادل والكفؤ للموارد.

- معرفة وضعية الاقتصاد، فحركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس أو مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني.

---

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 25-26.

أما أهميتها فتلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما وأساسيا في اقتصاديات الدول، ويمكن تلخيص هاته الأهمية في العديد من النقاط، نذكر من بينها: <sup>1</sup>

#### - تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد:

للأسواق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رؤوس الأموال وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية، فهي إذن حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تقوم بتجميع الادخار من وحدات الفائض عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق ثم تحويل الادخار إلى وحدات العجز في الموارد المالية؛

#### - توفير السيولة:

وهي أهم وظيفة تؤديها سوق الأوراق المالية بعد تجميع المدخرات، إذ يتمكن المستثمرين الذي بحوزتهم أوراق مالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، ببيع تلك الأوراق وفي أي وقت، حيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد لشراؤها باعتبارها سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وتظهر هذه الأهمية في أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة والسهولة في التعامل بيعا وشراء مقارنة بما هي عليه العقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، كما يميز بإمكانية الاستثمار بأي مبلغ ولأية مدة طالت أو قصرت؛

#### - جذب رؤوس الأموال الأجنبية:

تساعد سوق الأوراق المالية على جذب رؤوس أموال أجنبية لتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية من خلال طرح أسهم لهذه المشاريع للاكتتاب فيها، فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات، وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة واقتناء تكنولوجيا جديدة؛

---

<sup>1</sup> ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، ط 1، مصر، 2003، ص ص 7-8.

## -السوق مؤشر لتحديد الأسعار:

تعتبر سوق الأوراق المالية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكبر الشيء الذي يجعل أسعار الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، حيث يلعب التقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول دورا هاما في تحديد أسعار الأوراق المالية، التي تعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة والمردودية وكذا ثقة المستثمرين وقدرة الإدارة على التسيير؛

## - مراقبة الاستثمارات:

من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في دولة ما لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار - وهو ما يعد مؤشر احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها.

## 5. مقومات إنشاء الأسواق المالية:

طبقا لمفهوم السوق المالية وأهميتها، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفعاليتها يستدعي مجموعة مقومات يجب توافرها. وبهذا الصدد يمكن أن نميز نوعين من المقومات، إحداهما أساسية وأخرى ساندة تساهم في تدعيم وفعالية السوق المالي، وفيما يلي إيجاز هذه المقومات:<sup>1</sup>

## 1.5 المقومات الأساسية:

- توفر مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصرى الثقة والتنظيم، الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، أما التنظيم فينعكس بكفاءة وفعالية

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص 112-113.

السياسات المالية والنقدية، وما يلحقها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات.

- وجود فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة، ويتبعها أنظمة وقوانين.

- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.

- تنوع المؤسسات المالية والمصرفية وتعددتها، والقادرة على خلق الفرصة وتقليل المخاطر، هذا إلى جانب فاعليتها في تسويق الإصدارات.

- توفر حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال، إذ أن وجود السوق من شأنه تحفيز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

## 2.5 المقومات الساندة:

سميت بالساندة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق، وإضفاءه صفة العمق والاتساع، ومن هذه المقومات نذكر:

- نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.

- أنظمة كفاءة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق، وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني.

- تشريعات تضيي صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار، بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب.

- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال.

- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب، وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين، وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

المحور الثاني

الأدوات المالية المتداولة في

الأسواق المالية

## المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تشكل الأوراق المالية السلع التي يتبادلها المضاربين في سوق الأوراق المالية، فكما أن المستهلكين يبحثون عن المواد الغذائية والألبسة في المجتمعات الاستهلاكية، فإن المضاربين يبحثون عن الأوراق التي يرغبون باقتنائها وتدر لهم دخولا أفضل في الأسواق المالية. حيث تعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معا، أي تمثل الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، ويمكن تصنيف الأوراق المالية إلى أدوات ملكية، أدوات دين وأدوات مالية مشتقة. وسنحاول في هذا المحور التطرق إلى هاته الأدوات كل على حدى بشيء من التفصيل.

### **1. أدوات الملكية (الأسهم):**

يعد الاستثمار في الأسهم أحد أنواع الاستثمار الأربعة الرئيسية بجانب استثمارات النقد و السندات واستثمارات الملكية، فهو الأجدى في فترات معينة من الزمن ولكنه ليس الآمن، فالأسهم قد تحقق أرباح عالية وسريعة دون مجهود يذكر، لكنها في نفس الوقت قد تحصل خسائر في أي وقت وزمان على المستثمر التنبؤ بها. فماهي الأسهم وما أنواعها وماهي المزايا المرتبطة بها؟، وهو ما سنحيب عنه فيما يلي.

#### **1.1 تعريف الأسهم:**

يعرف السهم بأنه عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض لله، الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، ط1، مصر، 1993، ص 169.

السهم ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحيا الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها.<sup>2</sup>

وهي عبارة عن مجموعة كبيرة من الأوراق التي تمثل أموالا خاصة، والتي تسمح بتنوع مصادر تمويل المؤسسات،<sup>3</sup> ويثبت السهم لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم، ويحصل المساهم على الربح، كما يتحمل الخسارة.<sup>4</sup>

من خلال ما تقدم نستنتج أن السهم عبارة عن نوع من أنواع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، ويعتبر صك ملكية يمنح لحامله إثباتا بمقدار مساهمته في شركة من شركات الأموال، حيث يعطي للمساهم الحق في الحصول على أرباح الشركة المحققة في أصولها، كما يتحمل الخسارة.

## 2.1 خصائص الأسهم:

تتمتع الأسهم بالعديد من الخصائص أهمها:<sup>5</sup>

- تساوي قيمة الأسهم، حيث يقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وتحدد القوانين التجارية للدول الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة كل سهم، ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق والالتزامات.

- عدم قابلية السهم للتجزئة، تعني عدم جواز تعدد مالك السهم أمام الشركة، وبناءً على ذلك فإن اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد نتيجة لإرث أو هبة أو وصية لا يسري في

<sup>2</sup> Bertrand Jaquillat et Bruno Sonlik, marché financier, gestion de portefeuille et des risques, Dunod, France, 2002, p 12.

<sup>3</sup> Christian et Mireille ZAMBOTO, Gestion financière: finance de marché, Edition Bunod, Paris, 1997, P13.

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 1997، ص 200.

<sup>5</sup> كنجو كنجو و أيمن شيحا، الأسواق المالية، منشورات جامعة حلب، سوريا، 2005، ص ص 84-86.

مواجهة الشركة، لذلك يلتزم أصحاب السهم باختيار شخص فيما بينهم يتولى الحقوق المتصلة بالسهم اتجاه الشركة.

- تداول الأسهم، بمعنى حرية التنازل عنه لغيره، من دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة للتنازل ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ بالاعتبار المالي دون الاعتبار الشخصي.

### 3.1 قيم السهم:

للسهم قيم مختلفة، نذكر من بينها<sup>6</sup>:

#### - القيمة الإسمية:

وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، صدر بها السهم لأول مرة، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة.

#### - القيمة السوقية:

وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، قد تكون أكثر من القيمة الإسمية أو مساوية لها أو تكون أقل منها وذلك حسب العرض والطلب عليه في سوق الأوراق المالية، فهي القيمة التي يباع بها السهم.

#### - القيمة الحقيقية:

وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول، ويقصد بصافي الأصول ممتلكات الشركة المختلفة، فهذه القيمة تمثل نصيب السهم في ممتلكات الشركة.

### 4.1 أنواع الأسهم:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم وذلك وفق عدة معايير نذكر منها:

#### 1.4.1 تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به:

يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

---

<sup>6</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشيبيليا، ط1، السعودية، 2005، ص 114.

## - أسهم اسمية:

وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:<sup>7</sup> الاسم، اللقب، الصناعة، الوطن وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها، ومركزها، بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به، عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك أن القاعدة العامة تقتضي بان الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

## - أسهم لحاملها:

يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز عليها، الهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.<sup>8</sup>

## - أسهم لأمر:

وهذا النوع من الإصدار يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.<sup>9</sup>

### 2.4.1 تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

## - أسهم عينية:

هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات أو براءة اختراع، مقدر ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة

<sup>7</sup> شمعون شمعون، البورصة وبرصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، ص 181.

<sup>8</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي، الأردن، 2009، ص 181.

<sup>9</sup> مرجع نفسه.

بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

#### - أسهم نقدية:

وهي السهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

#### - أسهم مختلطة:

وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسد الباقي منها نقدا.

### 3.4.1 تقسيم الأسهم من حيث الاستثمار:

يهتم المستثمر بتصنيف الأسهم حسب طبيعة وهدف الاستثمار أو المستثمر، ويمكن أن نميز بين الشركات وأسهمها وتصنيفها حسب الأنواع التالية:<sup>10</sup>

#### - الأسهم المتميزة:

هي أسهم الشركات العريقة ذات التاريخ العريق في توزيع ودفع قيمة الأرباح وبدون توقف والعائد مضمون لديها ولفترات زمنية طويلة، إذ تتميز بضخامة رأسمالها وحجم أعمالها وتحقيق العوائد وتوزيع الأرباح حتى عند ظروف الركود الاقتصادي وتداول أسهمها في السوق المالي بشكل مستمر، وتتمتع بمركز ائتماني متين، ويهدف المستثمر من شراء أسهم هذه الشركات الحفاظ على رأسماله والحصول على العائد.

#### - أسهم النمو:

هي تلك الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد الوطني، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنتسب إليه الشركة، وتتميز منتجاتها بالتطور التكنولوجي والمعرفي وتغيرها حسب الذوق والحاجة وتتأثر مثل هذه الأسهم بالسوق ولذلك فإن أسعارها متذبذبة، لذلك يفضلها المستثمر المضارب.

<sup>10</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 182-185.

### - أسهم الدخل:

هي تلك الأسهم للشركات ذات التاريخ الطويل في توزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدلات أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، وتتميز هذه الأسهم باستمرارية حصول حاملها على الأرباح وبمعدل أكثر من متوسط السوق، كما يفضل هذا النوع من الأسهم المستثمرين الراغبين بالحصول على دخل نقدي جاري.

### - الأسهم الدورية:

وهي أسهم الشركات التي ترتبط إيراداتها وأرباحها بحركة الاقتصاد الوطني وبالذورات الاقتصادية والتقلبات، فعند النمو تحقق هذه الأسهم أرباح وعند الانكماش تتخفف أرباح هذه الشركات، ومن أنواع هذه الشركات كمشركات الحديد أو مشركات المواد الأولية

### - الأسهم الدفاعية:

هي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى عند مرور الاقتصاد في مرحلة الركود، بسبب طبيعة منتجاتها ذات مرونة الطلب المنخفضة، حيث لا تتأثر كثيرا بالركود مثل مشركات بيع الأغذية والأدوية بالتجزئة، وتتميز أسهم هذه الشركات بتحقيق عائد أكثر من المتوسط في السوق ومعدل مخاطرها أقل من معدل مخاطر السوق.

### - أسهم المضاربة:

وهي تلك الأسهم التي تربط العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لها، وتتميز بارتفاع درجة المخاطر عند التداول واحتمال تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وسريعة.

### - أسهم الشركات الصغيرة:

هي الشركات ذات المخاطر غير الاعتيادية وخاصة في الحصص الغالية للأسهم التي تباع بأقل من دينار والتي تعتبر من الأسهم القرشية، نسبة إلى القرش أو الفلس وهو أصغر جزء من الدينار.

#### 4.4.1 تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

وتقسم الأسهم حسب هذا المعيار كما يلي:

##### - الأسهم العادية:

هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها،<sup>11</sup> ويمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، بل تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلا عن القيمة الاسمية للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل

القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية،<sup>12</sup> كما رأينا سابقا، ويتمتع حامل السهم العادي بالحق في المشاركة في اتخاذ القرار داخل الشركة والحق في نقل ملكيته، بالإضافة إلى حصوله على عائد سنوي ناتج عن الأرباح الموزعة للشركة إذا حققت أرباحا وقرر مجلس الإدارة توزيع جزء منها، والأرباح الرأسمالية الناتجة عن تغير القيمة السوقية للسهم.

##### - الأسهم الممتازة:

وهي أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية والسندات حيث أنها تشبه السندان في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات، وتشبه الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة وكذلك في عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق الأرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز حيث يحصل عليها في السنوات القادمة، إذ أن الشركة المساهمة

<sup>11</sup> محمد مطر و فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 80.

<sup>12</sup> منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 17.

لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة.<sup>13</sup> وفيما يلي بعض التفاصيل لهاته الأداة المالية.

#### 5.4.1 الأسهم الممتازة والأسهم العادية:

نظرا لأهمية وشيوع هذا النوعين من الأسهم (الممتازة والعادية)، ارتأينا التفصيل فيهما أكثر، للتعرف عليهما وعرض أهم الفروقات بينهما.

#### 1.5.4.1 الأسهم الممتازة:

بعد تعرضنا لمفهوم الأسهم الممتازة، نحاول عرض أنواعها، مزاياها وعيوبها كما يلي.

#### - أنواع الأسهم الممتازة:

هناك أربعة أنواع من الأسهم الممتازة سوف نشير باختصار لكل نوع منها فيما يلي<sup>14</sup>:

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: هي أسهم تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة، حققت فيها الشركة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب أو لآخر، وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق حيث يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة.

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح عن عملية التوزيع الأولي.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، إحدى المزايا التي تمنح لحاملي الأسهم القابلة للتحويل، إذ تنتج لهم أفضلية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، وفي نفس الوقت توفر لحاملها خلال فترة زمنية محددة،

---

<sup>13</sup> محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص8.

<sup>14</sup> محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 157.

فرصة تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقبليتها للسداد أو الاستدعاء من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء. وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء، تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة، بسعر محدد وعلى فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر للشركة ميزة أن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم، إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال، يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية السالفة الذكر، هناك الأسهم ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.<sup>15</sup>

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل في أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم. لكن في العام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة، ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزينة. على أن يجري تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر، بناء على التغير الذي يطرأ معدل العائد على تلك السندات. وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم.

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: تعطي لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة مثلها مثل الأسهم العادية، كنوع من التعويض للمساهمين إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.

<sup>15</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف للنشر، ط1، الأردن، 2005، ص 155.

## - مزايا الأسهم الممتازة:

- تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل بمزايا أهمها:
- الشركات ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات سنوية وأنها توزيعات محدودة بمقدار معين.
- لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات الصعبة للشركة.
- إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقرضة، وهو أمر ينجر عنه زيادة طاقة الاقتراض المستقبلية للشركة.
- قرار إصدار الأسهم الممتازة قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها، وإحلالها بسندات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

## - عيوب الأسهم الممتازة:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الإقتراض، ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة، على عكس الفوائد تخضع للضريبة، فالشركة لا تحقق من ورائها وفورات ضريبية.
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد، فعلي عكس المقرضين ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري.
- في حالة الإفلاس التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية.
- ليس لحملة الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح، إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات، إلا أنهم يحتفظون بحقوقهم مستقبلاً في الحصول على مستحقات من أرباح السنوات التي لم يجري فيها توزيع ، وذلك قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.

- حق حملة الأسهم الممتازة في التصويت في المسائل التي تتعلق بفرض قيود على إجراءات التوزيعات، أو في حالة عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة نفسها.<sup>16</sup>

#### 2.5.4.1 الأسهم العادية:

للاستثمار في الأسهم العادية مزايا عديدة تشجع الاقبال عليه، كما له سلبيات تكتنفه يمكن توضيحها كالتالي.

#### - مزايا الأسهم العادية:

هناك ثلاثة مزايا وفوائد رئيسة ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل لشركات المساهمة، كما يلي:

- إن الشركة غير ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.
- تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

#### - عيوب الأسهم العادية:

- ارتفاع التكلفة التي تتحملها شركة المساهمة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين: أولهما أن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفعاً، نظراً للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. ثانيهما أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.

- إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر

---

<sup>16</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2018، ص ص 17-18.

للأصوات في الجمعية العامة، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.<sup>17</sup>

## 2. أدوات الدين (السندات):

إن دخول مجال الاستثمار في الأسواق المالية، يجعلك تصادف أهم الأصول المالية وهي السندات، نظرا لقدمها والمزايا التي تقدمها، فهي تلعب دورا هاما في تنويع المحفظة الاستثمارية، بتوفير دخل ثابت لمختلف الهيئات والمؤسسات. لذا نجد أنه من المهم فهمها وشرح الطريقة التي تعمل بها كما يلي.

### 1.2 تعريف السندات:

حيث يمثل السند ورقة مالية تعتبر قرضا طويل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فوائد سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.<sup>18</sup> وتعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقرض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.<sup>19</sup>

### 2.2 خصائص السندات:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص، نذكر منها:

#### - القيمة الاسمية:

وهي عبارة عن القيمة الوجودية لكل حصة، حيث على أساس هذه القيمة يتم حساب المكافأة، وكذلك تسديد قيمة السند وتشكل القيمة الاسمية السعر المرجعي للسند، وفي بعض

<sup>17</sup> إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص7.

<sup>18</sup> J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissay a ayreux, 3éme édition, 1993, P 27.

<sup>19</sup> B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990, p18.

الأحيان يقوم المصدر ببيع السند بسعر أقل من القيمة الاسمية وهنا الفرق يسمى بعلاوة الإصدار، أما في حالة بيعه بسعر أعلى من القيمة الاسمية، يسمى الفرق بعلاوة التسديد.

#### - معدل الكوبون:

وهو ما يعبر عن سعر الفائدة على السند المصدر، ويطلق عليه معدل الكوبون، حيث يحصل المستثمر على كوبونات يتم تحصيلها على أساسها الفوائد الدورية على السند.

#### - محدودية الأجل:

يصدر السند بأجل محدد وهو تاريخ الاستحقاق، أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقي.

بالإضافة إلى هذه الخصائص هناك خصائص أخرى تخص حامل السند وهي:

- السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره وعليه فإن أصحاب السندات هم في الواقع دائنون بالنسبة للجهة المصدرة.<sup>20</sup>

- إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها، وذلك باعتبار السند مجرد دين على الشركة اتجاه حامله.<sup>21</sup>

- يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بحسب ما تم الاتفاق عليه في عقد الإصدار بغض النظر عما إذا حققت الشركة المصدرة أرباح أم لا، كما لا يحق تأجيل تسديد الفوائد، حيث يترتب عن هذا التأجيل أو العجز حق لحامل السند في اتخاذ إجراءات قانونية ضد الشركة، قد تصل إلى درجة المطالبة بإشهار إفلاسها وتصفيتها.

- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة.

---

<sup>20</sup> B. Jaquillat and B. Solmik, Marchés Financiers, gestion de portefeuille et les risques, Dunod,

4ème édition, 2002, p 13.

<sup>21</sup> M. Salah, les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, édik, Alger, 2001, p 48.

- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق وإنما يمكن بيعه في سوق الأوراق المالية.
- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة، مما يحقق وفرة ضريبية للشركة المصدرة.
- عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم.
- لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوى القائمة ما بين الشركة والغير، ما لم يكونوا حائزين على ضمانات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة<sup>22</sup>.

### 3.2 أنواع السندات:

- تختلف تقسيمات السندات على حسب المعيار المستخدم للتقسيم، إذ يوجد العديد من المعايير والأسس ويمكن أن نلخص بعضها منها وفقاً لما يلي<sup>23</sup>:
- سندات قصيرة الأجل لا يتجاوز أجل استحقاقها عاماً واحداً، سندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة الأجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام؛
- سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول وتسمى سندات الرهن؛
- سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل لا تحصل على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين؛
- سندات غير قابلة للاستدعاء وهناك سندات قابلة للاستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم؛
- سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقاً؛

<sup>22</sup> شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 29.

<sup>23</sup> محمد عبده ومحمد مصطفى، تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، ط1، مصر، 1998، ص ص 15-16.

- سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وسندات يتم ردها مرة واحدة.

كما يمكن تصنيف السندات من حيث الجهة المصدرة لها إلى<sup>24</sup>:

### 1.3.2 سندات الشركات:

تصدر هذه السندات من قبل شركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني، وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل إصدار، ومن ذلك نذكر ما يلي:

#### - السندات المضمونة:

التي توفر لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها، وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات ومكائن من أهم صورها، وتسمى بسندات الرهن؛

#### - السندات العادية:

و ضماناتها لحملة السندات تنحصر بقدرة الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل المبلغ، أي يعد المركز الائتماني محور ضمان هذه السندات، وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات، حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفائدة الواجب دفعها؛

#### - سندات الدرجة الأولى والدرجة الثانية:

هذه التسمية مشتقة من الأسبقية القانونية لحملتها بموجودات الشركة عند التصفية، وعادة تكون سندات الدرجة الأولى ذات فائدة أقل من الدرجة الثانية؛

#### - سندات المشاركة:

وتعطي الحق لحملتها في المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، ومثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة؛

<sup>24</sup> أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 9.

#### - سندات لحاملها:

وهي سندات قابلة للتداول ويمكن لأي شخص أن يحملة ويبيعه أو المطالبة بفوائده وبالقيمة الاسمية ويمكن رهنه "شبه نقدي"، لكنها ذات مخاطر عالية خاصة عند فقدانها لذا تستحق عائداً أعلى؛

#### - سندات مسجلة بأسماء مالكيها:

بحيث لا يستطيع أي شخص من غير المالك المسجل باسمه السند أن يتصرف فيه سواء بالبيع أو المطالبة بالفوائض أو بالقيمة الاسمية، وهي أقل خطورة عند فقدانها، لذا تستحق عائداً أقل، كذلك فبالإضافة للمخاطر القليلة، فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين، والتي قد يكون مسؤول عنها قسم كامل في المنشأة؛

#### - سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية:

يتم إصدار هذه السندات بشرط إعطاء خيار للمستثمر بين تحويله للسند إلى سهم عادي أو تحصيله للقيمة الاسمية والفوائد، وذلك في حالات توقع المنشأة مرورها بظروف كساد أو حالات سيئة رغبة منها في عدم تحمل أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد؛

#### - السندات ذات الفائدة المعومة:

وهي سندات بسعر فائدة غير ثابت متذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغييره بالارتفاع أو الانخفاض تبعاً للحالة الاقتصادية؛

#### - سندات بمعدل كوبون صفري:

وهي السندات التي تباع بخصم عن القيمة الاسمية؛

#### - السندات الرديئة:

وهي السندات غير المصنفة، وهي عادة ما تجتذب المضاربين كونها خاضعة لاحتمالات فشل أو نجاح.

## 2.3.2 السندات الحكومية:

تعتبر هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية، نظرا لما تتمتع به من درجات عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة، والقابلية التسويقية العالية، لذا يطلق عليها بالأوراق المالية الخالية المخاطرة، ويعزى سبب ذلك إلى قدرة الحكومة على تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة.

## 4.2 مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات:

للاستثمار في السندات مزايا ومخاطر عديدة نذكر منها ما يلي<sup>25</sup>:

### 1.4.2 مزايا الاستثمار في السندات:

يمكن للمستثمر في السندات أن يستفيد من عدة مزايا، منها ما يلي:

- **ثبات العائد واستمراره**، حيث يمكن لحامل السند أن يحصل على قدر ثابت من الفائدة عند تواريخ استحقاق محددة باعتبار أن كويون السند واجب الدفع ولا يرتبط بنتيجة الشركة، على عكس ما هو معروف عند الأسهم التي تدفع عنها فوائد إلا عند تحقيق الشركة نتيجة إيجابية.

- **استرجاع المبلغ المستثمر في آجال الاستحقاق**، في غالب الأحيان يصدر السند مضمونا بأصل من أصول الشركة، مما يمكن للمستثمر فيه أن يحصل قيمته عند الاستحقاق أو قبله إذا نصت نشرية الاكتتاب على ذلك، كما أن هناك حرية اختيار مجال آجال الاستحقاق التي قد تتراوح بين سنة واحدة إلى 25 سنة أو أكثر في بعض الحالات.

- **الإعفاء الضريبي** توجد بعض السندات، خاصة التي تصدرها الحكومة أو إحدى هيئاتها، التي تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي، الأمر الذي جعل الكثير من المستثمرين يحبذون الاستثمار فيها.

<sup>25</sup> نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، ليبيا، 1998، ص 58.

- الاستقرار النسبي للقيمة السوقية تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى باستقرار قيمتها مما يجعلها ورقة مالية أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر الذي لا يرغب في المخاطرة، كما يسمح التقييم الائتماني للسندات للمستثمر بقياس مستوى المخاطرة.

- توفير السيولة وسهولة التسوية يؤدي الاستثمار في السندات إلى توفير درجة عالية من السيولة في الاستثمارات من خلال صناع السوق، كما أن إجراء التسوية يتم بسهولة والتي يمكن أن تتولاها هيئات مختصة داخل السوق الثانوية.

#### 2.4.2 مخاطر الاستثمار في السندات:

رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات إلا أنها تتطوي على جملة من المخاطر، تمثل فيها درجة المخاطر والعائد المطلوب ما يعرف بالعلاقة التعويضية، فكلما زادت درجة المخاطر لابد أن تعوض بقدر من العائد، ومن أهم هذه المخاطر يمكن ذكر: <sup>26</sup>

#### - مخاطر السيولة:

نظرا لكون الاستثمار في السندات يعد استثمارا متوسط أو طويل الأجل وذا مردود ثابت قد يتعرض إلى مخاطر السيولة الناجمة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بسبب التضخم مما يؤدي إلى تدهور قيمتها السوقية.

#### - مخاطر ناجمة عن تغير أسعار الفائدة في السوق:

تتغير أسعار الفائدة في السوق هبوطا وصعودا تحت تأثير قوى العرض والطلب عليها وعلى الأوراق المالية الأخرى، فمعدلات التضخم السائدة ودرجة الانكماش والانتعاش أيضا تعتبر من العوامل المؤثرة على أسعار الفائدة، وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة العكسية المتواجدة بين أسعار السندات والعوامل سالفة الذكر - بتأثيرها على أسعار الفائدة-. فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على أوراق مالية معينة، من شأنه أن

<sup>26</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأسواق المالية، مؤسسة الورقة للنشر، الأردن، 2001، ص ص 223-224.

يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية التي بقيت أسعار الفائدة عليها ثابتة -منخفضة- بسبب انخفاض الطلب عليها.

### - مخاطر استدعاء السندات:

يتعرض المستثمر إلى هذه المخاطر عندما تكون السندات المستثمر فيها قابلة للاستدعاء، ويتم استدعائها من طرف الجهة المصدرة في الوقت الذي تكون فيه القيمة السوقية للسند أكبر من قيمة الاستدعاء. وفي معظم الأحيان، يكون شرط قابلية الاستدعاء ملازماً للسند القابل للتحويل، لذا تستخدم الشركة المصدرة هذا الحق عندما ترتفع القيمة السوقية لأسهمها بشكل كبير.

### 3. الأدوات المالية المشتقة (المشتقات المالية):

تعتبر أسواق المشتقات المالية أكبر أنواع الأسواق المالية حجماً على الإطلاق، حيث بلغ حجمها 598 تريليون دولار أمريكي في نهاية عام 2021،<sup>27</sup> ومع ذلك، ما تزال مقتصرة على فئات محددة من المستثمرين، بخلاف أسواق الأسهم و الدين والصكوك التي يمكن أن يتداول بها المستثمر الفرد، أو المستثمر المؤسسي، أو الحكومة، أو المؤسسات المالية، أو غيرها. وكما يدل اسمها، فالمشتقات المالية هي أدوات مالية يتم اشتقاق قيمتها من قيمة الأصول محل التعاقد، ويتم تداولها بنفس الطريقة التي تتم مع الأسهم والأصول المالية الأخرى. وعلى غرار المتاجرة في الأسهم والسندات، فإن المشتقات المالية يتم تداولها في الأسواق المنظمة (البورصات) أو في الأسواق غير المنظمة من خلال الهاتف ووسائل التواصل الأخرى، وتشمل الأدوات المالية المشتقة كل من عقود الخيارات، والعقود المستقبلية، والعقود الآجلة وعقود المبادلة. وفيما يلي سنتناول كل واحدة على حدى بشيء من التفصيل.

<sup>27</sup> عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022، ص 5.

### 1.3 تعريف المشتقات المالية:

تطورت عمليات المشتقات المالية بصورة كبيرة في الأسواق المالية المتقدمة، وقد استقرت في السنوات الأخيرة نظرا للتقلبات الواسعة التي حدثت في الأسواق المالية، ولما توفره تلك العمليات من أدوات لتغطية المقترضين والمقرضين على السواء من مخاطر تقلبات العائد وأسعار الصرف في عالم يسوده قدر كبير من عوامل عدم التيقن.

بدأ استعمال هذه الأدوات المالية المشتقة في أوائل السبعينيات من القرن العشرين، نظرا للجو الذي كان سائد في تلك الفترة والتي تمثلت في إفلاس البنوك والأزمات المالية، وتطور استعمالها فيما بعد، إلا أن الهدف الرئيسي هو ضمان التسيير الأمثل للمخاطر، وتحويل هذه المخاطر لمختصين للسير الحسن بالإضافة إلى ضمان التوازن.<sup>28</sup>

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المبادلة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة<sup>29</sup>.

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي. وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية، قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات، وتعد المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق المال<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-30.

<sup>29</sup> أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003، ص 211.

<sup>30</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، ط1، الاسكندرية، مصر، 2008، ص .

### 2.3 المتعاملون في عقود المشتقات:

يمكن تقسيمهم إلى<sup>31</sup>:

#### - المتحفظون:

يهتم المتحفظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

#### - المضاربون:

يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.

#### - المراجحون:

يدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر، وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

### 3.3 استخدامات المشتقات المالية:

للمشتقات المالية استخدامات عديدة نذكر منها ما يلي<sup>32</sup>:

#### - التحوط ضد المخاطر:

تواجه الشركات العديد من المخاطر، كمخاطر الائتمان، السيولة والسوق، وغيرها وتؤثر تلك المخاطر سلباً عليها، وقد تؤدي بها إلى حالة الإعسار وأحياناً الإفلاس، يعتبر التحوط الوظيفة التي وجدت من أجلها المشتقات المالية، إذ يهدف إلى تقليل حالة عدم التأكد، وتخفيض تقليل الخطر إلى أقل قدر ممكن، مع التضحية بجزء من العوائد المتوقعة، كما يساعد التحوط على التخطيط للاستثمارات المستقبلية بدرجة أدق، ونظراً لطريقة استخدام كل عقد من أنواع عقود

<sup>31</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة -، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2001، ص 8.

<sup>32</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-16.

المشتقات المالية في عملية التحوط، سنكتفي هنا بمثالين لشرح كيفية استخدام المشتقات والمبادلات في التحوط.

**مثال:** تشتري إحدى شركات الطيران مادة الجازولين (مشتق نفطي يستخدم كوقود للطائرات) بسعر 50 دولارا للجالون (وحدة تساوي 5 لتر تقريبا)، ولأنها من المشتقات النفطية فإن زيادة أسعار النفط تؤدي إلى ارتفاع سعر هذه المادة. تمثل تكلفة شراء الجازولين حوالي 80 في المائة من تكاليف شركة الطيران، وأي ارتفاع في تكاليف الشراء بنسبة تزيد عن السعر الحالي ( 50 دولاراً) يكبد الشركة خسائر مؤكدة. في هذه الحالة، فإن أنسب طريقة للشركة للتحوط ضد خطر السعر هو اللجوء إلى أسواق مشتقات السلع والتعاقد على شراء كميات من مادة الجازولين، مع تسليم مستقبلي وفق الاحتياجات المستقبلية التقديرية للشركة بسعر محدد متفق عليه الآن قد يكون أعلى من السعر الحاضر، وبذلك تكون الشركة قد جنبت نفسها مخاطر تقلبات أسعار النفط خلال الفترة القادمة.

#### - استكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضرة:

إن استكشاف السعر هو نتيجة التفاعل بين البائعين والمشتريين (العرض والطلب)، وهذا في الحقيقة ما يحدث في أسواق المشتقات المالية، وبشكل خاص في أسواق العقود المستقبلية، يفيد ذلك في التعرف على ما ستكون عليه أسعار الأصول مستقبلا، بمعنى آخر استكشاف أسعار الأصول في الأسواق الحاضرة عند تاريخ التسليم.

#### - التخطيط الجيد للتدفقات النقدية المستقبلية:

لنفترض مصنعا يحتاج ضمن عملية التصنيع مادة الألمنيوم، وهي معروفة بتقلباتها الشديدة في الأسواق، وحيث أن ارتفاع الأسعار يؤثر على هامش أرباح المصنع، خاصة مع صعوبة تحويل التكاليف إلى أسعار البيع، لذا يمكن للمصنع الدخول في عدد من العقود المستقبلية على الألمنيوم لشراء كميات محددة تغطي احتياجاته لفترة لاحقة (مثلا استلام كل 3 أشهر على مدار سنة واحدة). يكون المصنع في هذه الحالة قد ثبت سعر شراء مادة الألمنيوم لمدة

سنة واحدة، ما يمكنه من العمل في حالة أكبر من التأكد، والتخطيط بشكل أفضل لتدفقاته النقدية.

#### - المضاربة:

تتضمن تعاملات الأسواق المالية شراء أدوات مالية (الأسهم والسندات والسلع والعملات والعقارات والمشتقات، أو أي أداة مالية أخرى) وحيازتها وبيعها من أجل تحقيق الربح من التقلبات في أسعارها. يتضح أن غرض المضارب لا يكون هو تملك الأصل محل التعاقد، بل فقط حيازة مؤقتة بغرض الاستفادة من تقلبات أسعاره.

#### - تنشيط سوق المال:

تساعد المشتقات المالية في تنشيط أسواق المال، وزيادة تداول مختلف الأصول، ويرجع الفضل في ذلك إلى انخفاض تكاليف المعاملات، ففي الوقت الذي تتطلب المعاملات في الأسواق الحاضرة دفع كامل قيمة الصفقة، فإن أسواق المشتقات المالية لا تتطلب أكثر من 10 بالمائة إلى 15 بالمائة من قيمة الصفقة<sup>33</sup>.

#### - كمال السوق:

كمال السوق هو قدرته على توفير كل أنواع الأصول المالية التي تلبى احتياجات المتعاملين في السوق، وهو مفهوم نظري، ذلك أنه يستحيل تحقيق كمال السوق، ومع ذلك يعتبر تحقيق نسب عالية من الكمال هدفاً لأي سوق مالي، ويكون ذلك من خلال توفير أنواع كثيرة من الأصول والعقود المالية، ومن ذلك الأدوات المالية المشتقة. ومما تمتاز به المشتقات المالية ليس فقط كونها أدوات تضاف إلى رصيد الأصول المالية المتوفرة في السوق، بل توفر إمكانية إيجاد أدوات مركبة ومبتكرة من خلال توليفات من المشتقات المالية والأدوات المالية الأخرى تحقق للمتعاملين مستويات مستهدفة للعائد والمخاطرة.

---

<sup>33</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 16.

### 4.3 أنواع المشتقات المالية:

هناك العديد من أنواع المشتقات المالية نذكر من بينها:

**1.3.3 عقود الخيار:** تمثل عقود الخيار ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله

الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في

تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما.<sup>34</sup>

ويضمن عقد الخيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الخيار لديه حق الاختيار في

شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم

يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ،

فإن اختيار حامل عقد الخيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا

قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.<sup>35</sup>

وعقود الخيار أنواع، لكن قبل المرور إليها يجب توضيح بعض العناصر هي<sup>36</sup>:

- مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الخيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد

مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الخيار.

- محرر الخيار: هو الشخص الذي يحرر عقد الخيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها

مقابل ذلك من مشتري الخيار.

- سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.

- السعر السوقي: هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.

- تاريخ التنفيذ: إبرام العقد.

- تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الخيار بتنفيذه.

<sup>34</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص 605.

<sup>35</sup> زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص 9.

<sup>36</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 332-333.

- المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

وفيما يلي مختلف أنواع عقود الخيار: حيث أنه هناك نوعان من الخيارات<sup>37</sup>:

#### - خيار النداء (الشراء):

يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.

#### - خيار الطرح (البيع):

ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ويتضح مما سبق، أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة أن يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بـ كاتب الخيار.

### 2.3.3 العقود المستقبلية:

يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه: "التزام قانوني بتبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد، زمان محدد وبموجب سعر محدد"<sup>38</sup>، فهي التزام إما ببيع

<sup>37</sup> حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، مداخلة بملتقى (تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية)، ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف)، 6-10 مارس 2005، المنظمة العربية لتنمية الإدارة، بشرم الشيخ، مصر، ص ص 55-56.

<sup>38</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل، ط5، الأردن، 2009، ص 306.

أصل معين وإما بشرائه بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل. والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر، الأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل، ومن هنا جاء تعبير "المستقبلي" لوصف العقد.<sup>39</sup>

حيث تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض.
- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بالغرفة المقاصة.<sup>40</sup>
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة.
- إن بورصة شيكاغو هي أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها.
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب ايداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد.
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "ول ستريت" بذلك.
- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة، بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق.
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل، والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.

<sup>39</sup> مروان شموط و كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص 185.

<sup>40</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2003، ص 304.

### 4.3.3 عقود المبادلة:

تعرف عقود المبادلة على أنها اتفاقية بين طرفين يتم بموجبها تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة محددة في المستقبل وفقا لصيغة مرتبة مسبقا، ولهذا ينظر إلى عقود المبادلات بأنها تعتبر محافظ من العقود المستقبلية والآجلة، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها طرفي العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية أو سعر الفائدة أو سلعة... إلخ.<sup>41</sup> كما تعرف بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية ...). وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية.<sup>42</sup>

ورغم أن المشاركين في سوق المبادلات لهم دوافع مختلفة إلا أن هذه الأسواق تغطي رغبات (المضاربين والمراجحين والمتحوظين)، ومن ثم نخلص إلى أن أهم أسباب استخدام عقود المبادلات هي:<sup>43</sup>

- إدارة مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الصرف.
- تخفيض متوسط تكلفة التمويل.
- تحسين متوسط العائد على الأصول.
- تتمتع بمرونة عالية، فكثير من المؤسسات تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار، فهذه المؤسسات تستطيع أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تراجعيا، وإذا ما استشعرت نقيض ذلك فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

<sup>41</sup> مؤيد عبد الرحمن الدوري و سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 307.

<sup>42</sup> محمد صالح الحناوي و نihal فريد مصطفى، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص 317.

<sup>43</sup> مؤيد عبد الرحمن الدوري و سعيد جمعة عقل، مرجع سبق ذكره، ص 309.

ونذكر من أشهر أنواع عقود المبادلات، ما يلي:

#### - مبادلات العملات:

مبادلة العملة هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في تاريخ استحقاق آخر، حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين، العملية الأولى: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بسعر الصرف الآني بين العملتين؛ العملية الثانية: عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين.<sup>44</sup>

#### - مبادلات أسعار الفائدة:

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في سوق الأوراق المالية بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلبات أسعار الفائدة من جهة أخرى. هذه المبادلات تعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة ثابت (طويل أو متوسط الأجل) على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ، بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل فائدة متغير (قصير الأجل).

#### 5.3.3 العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة أقدم وأبسط عقود المشتقات المالية، وتتطوي الحياة اليومية لكل واحد منا على أشكال متعددة من العقود التي يمكن اعتبارها عقوداً آجلة، على سبيل المثال، يعتبر شراء سلعة يتم استلامها بعد مدة وسداد ثمنها عند الاستلام عقداً آجلاً، (مثلما هو الحال عند شراء سلعة من أي بائع ودفع ثمنها عند الاستلام). وفي أسواق المال، فإن العقد الآجل هو اتفاق يتم بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما (أصل حقيقي، عملة، أوراق مالية... إلخ) في تاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه يتحدد عند التعاقد، ولا يتم تداول العقد الآجل في الأسواق المنظمة،

<sup>44</sup> Roger Miller et David Van Hoose, Money, Banking and Financial Markets, Publishing Thomson laerning, U.S.A, 2001, pp 227-228.

ذلك أن صياغتها تتم لتفي باحتياجات طرفي العقد من حيث الكمية، والسعر، ومكان التسليم، وغيرها.<sup>45</sup>

تتطوي العقود الآجلة على درجات عالية من مخاطر الائتمان لعدم وجود طرف ضامن، بل تعتمد فقط على الملاءة المالية لطرفي التعاقد، كما تتطوي على درجات عالية من مخاطر السيولة لصعوبة بيع العقد الذي تم صياغته لغرض خاص بطرفي التعاقد. تستخدم العقود الآجلة للتحوط والحماية ضد تقلبات الأسعار السوقية للأصول (سواءً كانت سلعا حقيقية أو أوراقاً مالية أو أسعار فائدة)، على سبيل المثال، يمكن لشركة خطوط طيران أن تدخل في عقد آجل لشراء كميات معينة من الوقود بسعر محدد متفق عليه مع آجل تسليم معروف، بدلا من الشراء بالأسعار السوقية، فتكون بذلك قد حيّدت مخاطر تقلب أسعار الوقود طول مدة العقد الآجل.

#### 4. أهم الفروقات بين الأدوات المالية:

على الرغم من تشابه الأدوات المالية في نقاط عديدة، إلا أنه هناك فروق تميزهم عن بعضهم البعض نوردتها كما يلي.

#### 1.4 الفرق بين السندات والأسهم:

تشبه الأسهم السندات في بعض الخصائص، فكلاهما قابلتان للتداول والتعامل، تتأثر أسعارهما في السوق بقوى العرض والطلب والمركز المالي للشركة، غير قابلتان للتجزئة، لكن رغم هذا هناك العديد من الفروق بينهما، ويمكن أن نلخص أهم هذه الفروقات وفقا للجدول التالي.

---

<sup>45</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

الجدول رقم (01): الفرق بين الأسهم والسندات

| السند   | السهم   |
|---|---|
| - دين على الشركة.   | - جزء من رأسمال الشركة.   |
| - حامل السند دائن بقيمة السند.  | - حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته.   |
| - عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.   | - ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.  |
| - حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين تغيير الشكل القانوني للشركة، أو إدماج الشركة في أخرى. | - حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.  |
| - حامل السند يسترد ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.                                       | - حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة والنقصان. |
| - حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.               | - عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.   |
| - الفوائد على السندات تعتبر من النفقات ولا تخضع للضريبة.  | - عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.   |
| - حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.     | - للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات الخاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.  |

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 44-45.

## 2.4 الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية:

تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة في أنهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي وتتضمنان تحديد كل من الأصل المتفق عليه، سعره، كميته ووقت تسليمه، غير أن هناك أوجها كثيرة للاختلاف بينهما نوضحها كما يلي: <sup>46</sup>

- بينما يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية؛
- العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها خلافا للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقا لرغبة وتفضيلات المتعاقدين؛
- العقود المستقبلية يقوم فيها طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كوسيط وضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود. وفي غياب هذه الجهة فإن كل طرف يصبح مسؤولا أمام الآخر، فإذا لم يوف أحدهما بالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء، بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقد الآجل بإيداع هذا التأمين.

## 3.4 الفرق بين الأسهم العادية والممتازة:

عادة ما يخلط الكثير بين مفهوم الأسهم العادية والممتازة، فالأسهم العادية تمثل قسم ملكية ويحصل السهم الواحد فيها على نصيب من الأرباح الصافية التي توزعها الشركات المصدرة لها، ويمكن لصاحب السهم الاشتراك في التصويت على قرارات الشركة وكذلك الحق في انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.

بالإضافة إلى أن ارتفاع العوائد على السهم العادي يترتب عليها مخاطر كبيرة، أيضا في حالة إفلاس الشركة فلن يتحصل صاحب السهم العادي على أمواله إلا بعد دفع لديونها البنكية

---

<sup>46</sup> سمير عبد الحميد ورضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، ط1، مصر، 2004، ص ص 199-200.

وديون السندات وديون الأسهم الممتازة، يمكن لصاحب السهم العادي تدنية هذه المخاطر عن طريق امتلاك مجموعة من الأوراق المالية.

بينما يكون صاحب السهم الممتاز مالكا لجزء من رأسمال الشركة وفي نفس الوقت مدينا لها، لكنه لا يتمتع مثله مثل السند بحقوق التصويت على قرارات الشركة، ولا الحق في انتخاب مجلس إدارة الشركة.

ولكن من جهة فالأسهم الممتازة تضمن لأصحابها نسب ثابتة من الأرباح الموزعة، على عكس الأسهم العادية، ضف إلى ذلك أن عوائد السهم الممتاز الثابتة، تؤدي إلى انخفاض المخاطر في حالة الاستثمار فيه، ميزة أخرى تمتاز بها الأسهم الممتازة هي أنها في حالة افلاس الشركة يتم سداد قيمتها قبل الأسهم العادية وبعد السندات.

#### 5. العمليات الواردة على الأوراق المالية:

الأوامر هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق كافة المعلومات، ليتم التداول بعدة طرق.

**1.5 الأوامر:**

عندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار، يؤدي خدماته للعميل في حدود الأوامر التي يصدرها المتعاملون إلى السماسرة أو الوسطاء تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر.

حيث يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي، بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة بصفة عامة. بمعنى آخر يقصد بالأمر التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء مجموعة الأوراق المالية التي يحددها له. وترجع أهمية الأوامر إلى أنه لا يجوز لأحد غير السماسرة أن يجري صفقات داخل سوق الأوراق المالية، وقد ألزم القانون شركات السمسرة بأن تقوم بتسجيل أوامر عملائها فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة

بالأمر، من حيث مضمونه واسم مصدره وصفته، ساعة وكيفية وروده للشركة، والسعر الذي يرغب العميل البيع والشراء به، ويصدر العميل أمره إلى شركة السمسرة في أي صورة ممكنة، كأن يكون خطابا مباشرا، أو عن طريق الهاتف أو الفاكس أو الانترنت.<sup>47</sup>

تحدد أنواع الأوامر من خلال تحديد أهم العناصر التي تحكم هذه الأوامر والمتمثلة في سعر التنفيذ، وقت التنفيذ، كما تؤثر فيه آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية.  
48

- **سعر التنفيذ:** أي السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار لتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراءً.  
- **وقت التنفيذ:** ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلوله بتنفيذ الصفقة.

- **حجم الطلب:** ويقصد به حجم طلبية بيع أواق المالية التي يريدتها المستثمر.

وتصنف الأوامر إلى أوامر محدودة، وأوامر السوق، وأوامر الإيقاف، الأوامر المحددة لحجم الصفقة، والأوامر باعتبار ملكية الأوراق المالية.<sup>49</sup>

### 1.1.5 أوامر محدودة:

هي الأوامر المحددة بسعر يتم شراء أو بيع السهم أو السند به. وليس أمام الوسيط إلا الانتظار حتى يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد، ويكون هذا السعر في حالة أوامر البيع بمثابة السعر الأدنى، وفي حالة أوامر الشراء بمثابة السعر الأعلى، وتصنف الأوامر المحددة إلى أوامر يومية وأوامر مفتوحة. فالأوامر اليومية يتم التعامل بموجبها حتى

---

<sup>47</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2006، ص 127.

<sup>48</sup> محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005، ص250.

<sup>49</sup> عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق إستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص47.

نهاية يوم العمل بسوق الأوراق المالية، وقد تكون أوامر أسبوعية أو شهرية. أما الأوامر المفتوحة فهي أوامر يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها.

### 2.1.5 أوامر السوق:

تدل هذه الأوامر أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع يكون بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغيرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.

### 3.1.5 أوامر الإيقاف:

وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهة بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعودا وهبوطا) مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين.

### 4.1.5 الأوامر المحددة لحجم الصفقة:

وتتعلق هذه الأوامر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها، حيث يقوم المستثمر هنا بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه من نوع معين من الأوراق المالية ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة.

### 5.1.5 الأوامر باعتبار ملكية الأوراق المالية:

وهنا يتم تنفيذ أوامر أسواق الأوراق المالية باعتبار الملكية إلى نوعين:

- الأوامر على المكشوف: في هذا النوع من الأوامر، لا يمتلك العميل الأوراق المالية موضوع الصفقة، وعندما يحين موعد تنفيذها يقوم بشرائها أو استعارتها من غيره من المضاربين.

- الأوامر مع ملكية الأوراق المالية: ويكون فيها العميل مالكا فعليا للأوراق المالية موضوع الصفقة.

## 2.5 طرق التداول:

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين :

- طريقة المفاوضة، في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ؛

- طريقة المزايمة، في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، يتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي.

المحور الثالث

كفاءة الأسواق المالية

## المحور الثالث: كفاءة الأسواق المالية

بعدما فرغنا في المحورين السابقين من قضية الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية وكذا ماهية الأسواق المالية وأهميتها، توصلنا إلى الدور البالغ الأهمية للأسواق المالية، في تعبئة الإدخار الوطني وتمويل المشاريع المختلفة، إلا أن تعدد مزايا هاته الأسواق لا يعني أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة. وهو ما سنتناوله في هذا المحور، فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية والإصلاح الاقتصادي. خاصة في ظل متغيرات عالمية مستمرة. ومن هنا نطرح التساؤلات التالية: ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟، وماهي شروطها ومستوياتها؟.

### **1. تعريف كفاءة الأسواق المالية:**

لقد أثارت إشكالية كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الكثير من الباحثين، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت، فيتقرر سعر الورقة المالية بناءً على المعلومات الواردة. وتم ملاحظة وجود علاقة قوية ما بين أسعار الأوراق المالية - وبصفة خاصة الأسهم - وما بين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على السوق المالي، وسميت هذه العلاقة بكفاءة السوق المالي.<sup>1</sup>

يمكن تعريف كفاءة الأسواق المالية بأنها تلك السوق التي تستجيب فيها أسعار الأسهم على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للأسهم، حيث أن المعلومة تأتي للسوق في أي وقت، ومستقلة عن بعضها

<sup>1</sup> حماد طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 79.

البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعوداً مع الأنباء السارة، وهبوطاً مع الأنباء غير السارة، التي تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق إنذار.<sup>2</sup> أي أن الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي فيها تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة والتي تعكس بدورها بشكل عقلائي كافة المعلومات، المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة، وتتعدل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة.<sup>3</sup>

وبعبارة أخرى، يكون سوق الأوراق المالية كفوًا إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات فيه، ومن الشروط الضرورية لكفاءة سوق الأوراق المالية، وجود المنافسة التامة؛ وتوفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق.<sup>4</sup> ومنه يمكن أن نستنتج أن كفاءة الأسواق المالية تعني سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية، لأي معلومة واردة إلى السوق.

## 2. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

هناك نوعان من الكفاءة، هما<sup>5</sup> :

### – الكفاءة الكاملة:

السوق الكفوة هي السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر عاكسا بذلك ما تحمله تلك المعلومات، على أن تكون تلك المعلومات متاحة للجميع.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، جامعة طنطا، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 489.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 74.

<sup>4</sup> محمد المبروك أبوزيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009، ص 273.

<sup>5</sup> حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مقال بمجلة (جسر التنمية)، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص

هذا المفهوم لكفاءة السوق يسمى بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر الشروط التالية:

- إتاحة المعلومات عن السوق للجميع وفي ذات اللحظة ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل، مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها، بما في ذلك حق المستثمر في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة.
- وجود عدد كبير من المستثمرين، بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف سلوك المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثرواتهم.

### - الكفاءة الاقتصادية:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار، لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

### 3. خصائص الأسواق المالية الكفوءة:

وتتمثل خصائص السوق الجيد فيما يلي:

6

### - السيولة:

حيث تعتبر السيولة من أهم محفزات المستثمرين في الأسواق المالية، والمقصود بالسيولة هي إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون تحمل خسائر ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة وبالتالي نعرف الأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق

<sup>6</sup> مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص ص 79-80.

بسرعة حيث أنه إذا قلت سيولة الأصل تقل قابليته للتسويق.

#### - العقلانية:

أن يكون الهدف من الاستثمار هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق.

#### - كفاءة تخصيص الموارد:

ويقصد بها تحويل فائض الأموال والموارد التي تتسم بالندرة، ممن لديهم هذا الفائض إلى الأنشطة الاقتصادية والفرص الاستثمارية التي تتاح لهذه الموارد. وتتحقق كفاءة تخصيص الموارد عندما يتم تخصيص تلك الموارد النادرة بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية، وبالتالي يحقق النفع لكل الأطراف.

#### - شمولية السوق:

ونقصد بها أن السوق المالية تمتاز بالوساعة إذا كان حجم التداول كبير الناتج عن أوامر العرض والطلب حيث بسبب حجم التداول في الأسواق ذات الوساعة فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض ضيقاً، فلو كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليل و كان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة.

#### - حيوية السوق:

عند حدوث خلل في التوازن ما بين العرض والطلب في السوق فيجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار فإنه يدل على حيوية السوق، مع العلم أن الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون فيها الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقاً ويتم إتمام أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً، وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

#### - استمرارية السعر:

وهي أحد المكونات الرئيسية للسيولة ونقصد بها (استمرارية السعر) أن الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر، وتتميز السوق المستمرة بالسيولة طالما لم تحدث تبدلات حادة على مستوى أسعار الصفقات.

#### - الأمن:

أي أنه لا بد من توفر الحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر من تقلبات الأسعار والفوائد وغيرها من المخاطر التي قد تكون في السوق المالية .

#### - المنافسة الكاملة:

ويطلق عليها أيضا بعدالة السوق بمعنى أن يكون عدل في السوق لكل من يرغب في إبرام صفقة أو استثمار حيث يوفر لهم أي لكل واحد منهم فرصا متساوية ومتعادلة.

#### - عمق السوق:

إن الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية الأسعار تتطلب وجود عمق في السوق ويقصد بعمق السوق هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، حيث إذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (في سعر الورقة المالية) يدخل هؤلاء البائعين والمشتريين فوراً للتداول مما يؤدي بذلك إلى ضبط التغير الكبير في السعر ويكون العكس في الأسواق الضحلة، وفي الأسواق المالية العميقة تكون أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى وينتج من ذلك المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة.

#### 4. مستويات وشروط كفاءة الأسواق المالية:

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:<sup>7</sup>

##### - فرضية الصيغة الضعيفة:

التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

##### - فرضية الصيغة المتوسطة:

التي تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر ولو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

##### - فرضية الصيغة القوية:

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

<sup>7</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية البورصة، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010، ص 34.

بينما تتمثل شروط كفاءة السوق المالي فيما يلي: <sup>8</sup>

**- المنافسة الكاملة:**

وتكون المنافسة كاملة من خلال:

- وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين؛

- حرية البيع والشراء بالكميات التي يرغبون فيها وذلك لتقليل فرص الاحتكار، هذا الشرط يجعل الأسعار في السوق المالية خاضعة لعوامل العرض والطلب.

**- توفير السيولة للأوراق المالية:**

التي يتم بيعها وشرائها، في الحقيقة فإن هذا الشرط هو نتيجة لتوفر الشرط الأول وبتوفير السيولة تتحقق الفرص أمام البائعين والمشتريين: لبيع وشراء الأسهم بالتكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسعر المناسبة؛ كما تتحقق الاستمرارية في الأسعار التي تتخفف من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تخفف من أخطار نشوء المضاربات.

**- توفير وسائل وقنوات اتصال فعالة:**

يتمكن المتعاملون بواسطتها من:

- الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي والنشر في الصحف؛

- الحصول على معلومات دقيقة وحديثة حول سعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه وعن مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل؛

- الاطلاع على نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق والتي عادة ما توقع عبر وسائل الاتصال المرئية والمقروءة.

---

<sup>8</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص ص 199-200.

- وجود هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق: ويجب أن تكون:  
- محايدة؛

- مكونة من أفراد ذوي خبرة؛

-تساعدها مجموعات استشارية متخصصة في أدائها؛

- تستمد سلطاتها من قوانين ولوائح تهدف إلى توفير جو الاستقرار والأمان للمستثمرين.

- الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية:

حول الشركات المدرجة، أي الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في السوق، وأن تكون تلك

المعلومات:

- متعلقة بأداء تلك الشركات؛

- تبين التطلعات المستقبلية للشركات؛

- أن تكون متوفرة لجميع المستثمرين في السوق.

**5. التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية:**

بعد دراستنا لكفاءة الأسواق المالية وجدنا أن المعلومات جد مهمة في السوق المالي وسرعة استجابة الأسعار لورود أي معلومة هو المحدد الأساسي للكفاءة، لكن كيف يتم تحليل هاته المعلومات خاصة وأن البيانات والمعلومات التي قد تتاح لجمهور المستثمرين، عادة ما تكون في صورة خام، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ قرارات الاستثمار. الإجابة هي أنه هناك تحليلين هما التحليل الفني والتحليل الأساسي من أجل اتخاذ قرارات استثمارية هامة.

**1.5 التحليل الفني:**

يعرف التحليل الفني بأنه دراسة حركة السوق من خلال الرسومات البيانية بغرض التنبؤ

باتجاه الأسعار مستقبلا.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط5، عمان، الأردن، 2004، ص 47.

حيث ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، فمن خلال هذا التحليل يمكن تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.<sup>10</sup>

وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم أو حجم الأسهم المباعة، وعليه يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً وليس على مستوى ورقة مالية معينة.<sup>11</sup> للتحليل الفني مميزات عديدة، منها القيادة، حيث أن كامل التركيز على محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق رصد التحركات السابقة للسعر سواء كانت هذه التحركات بسبب عمليات تجميع أو تصريف أو غير ذلك. وأيضا من مميزات التحليل الفني نجد السهولة، حيث تعد هذه الطريقة في التحليل أقل تعقيدا مقارنة بالأنواع الأخرى حيث أن المدخلات محدودة (العرض، الطلب، ردة فعل السعر).

على الرغم من المزايا السالفة الذكر للتحليل الفني إلا أنه ينطوي على عيوب، نذكرها كما يلي<sup>12</sup>:

- تتأثر كثيرا بالتقييم أو المنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل، فالانطباعات المسبقة عن الحالة قد تعطي قراءات خاطئة.
- في بعض الحالات يكون التحليل التقني متأخرا قليلا في اختيار التوقيت، فمثلا بوجود أخبار مهمة أو أرباح قد يتأخر المحلل في اتخاذ القرار حتى يجد أو يرى تأكيدات تبرر القيام بذلك.

---

<sup>10</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 129.

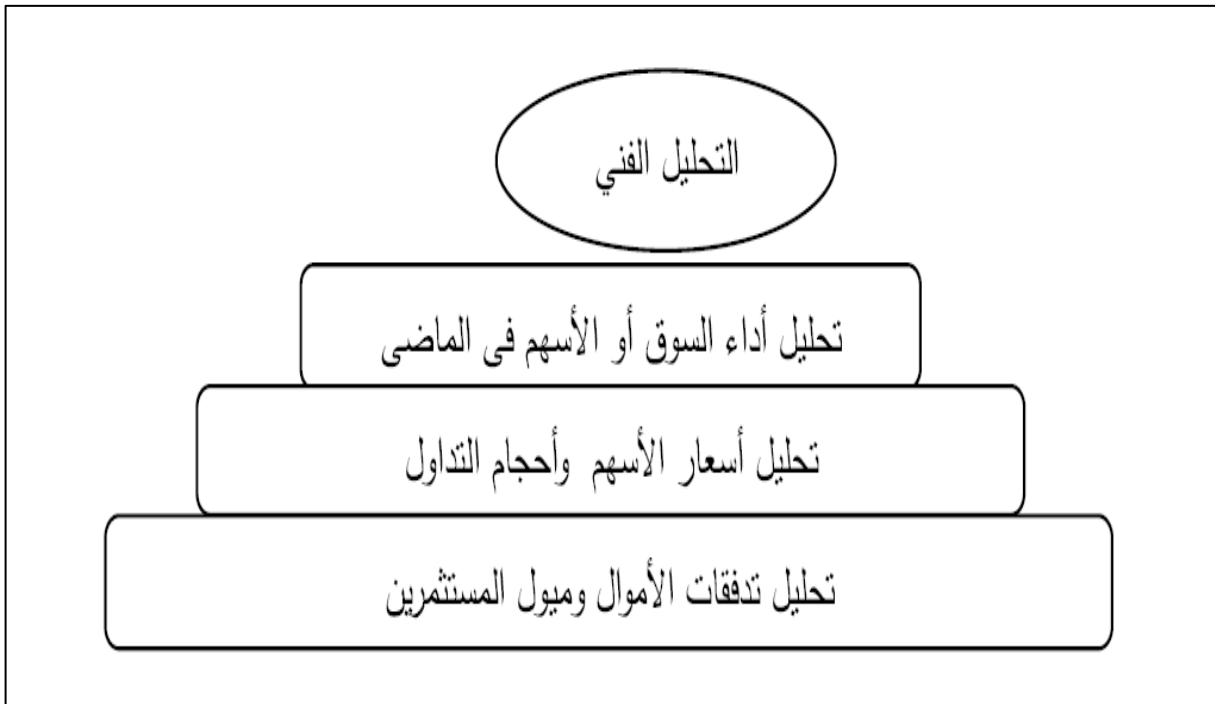
<sup>11</sup> محمد الحناوي، نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 171.

<sup>12</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2007، ص ص 163-164.

- بوجود عامل التنبؤ قد تختلف قرارات الأشخاص المتخصصين بالتحليل التقني للمنحنى نفسه على الرغم من وجود قواعد عامة والأسباب كثيرة.

وتجدر الملاحظة، بأنه بالنسبة لتحليل الأسواق النامية عموماً، لا يعتبر التحليل الفني الوسيلة الأفضل لاتخاذ القرار وذلك لقلة البيانات التاريخية نسبياً بالإضافة لقلة المتابعين والمتخصصين بهذا النوع من التحليل حيث أن زيادة المعرفة العامة بهذا النوع من التحليل يزيد من أهميته وإمكانية تطبيقه. ويمكن توضيح التحليل الفني في الشكل الموالي.

### الشكل رقم (02): يوضح التحليل الفني للأوراق المالية



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 252.

## 2.5 التحليل الأساسي:

يتضمن تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة.. الخ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأيضاً يتضمن التحليل الأساسي أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة معدلات البطالة، والمدخرات... الخ.<sup>13</sup> ويقوم المستثمر الذي يتبنى مدخل التحليل الأساسي بمقارنة القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحقيقية لها، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة اقل من القيمة الحقيقية لها، فإن المستثمر يقبل على شراء هذه الورقة أو يحتفظ بها إذا كانت ضمن محفظته، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من القيمة الحقيقية لها فإن المستثمر لا يقبل على شراء هذه الورقة أو يقوم ببيعها إذا كانت ضمن محفظته.

ويرتكز التحليل الأساسي على ثلاث وسائل (مستويات) هي: تحليل الاقتصاد، تحليل الصناعات، وتحليل الشركات<sup>14</sup>.

### - تحليل الاقتصاد:

ويستعمل تحليل الاقتصاد لأي بلد بالدرجة الأولى على ما يلي: تحديد النمو المتوقع، التعرف على عوامل اقتصادية مهمة مثل مستوى البطالة، مستوى التضخم والذي يؤثر بشكل مباشر على مستوى الفوائد، مستوى دخل الفرد والذي يؤثر على قوته الاستهلاكية، الوفرة أو العجز بميزانية الحكومة، الوفرة أو العجز بميزان المدفوعات والتجارة الخارجية، الذي يؤثر على سعر صرف العملة. وبالتالي فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم أو الخروج منها.

<sup>13</sup> عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 58.

<sup>14</sup> محمد عوض عبد الجواد و علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 103.

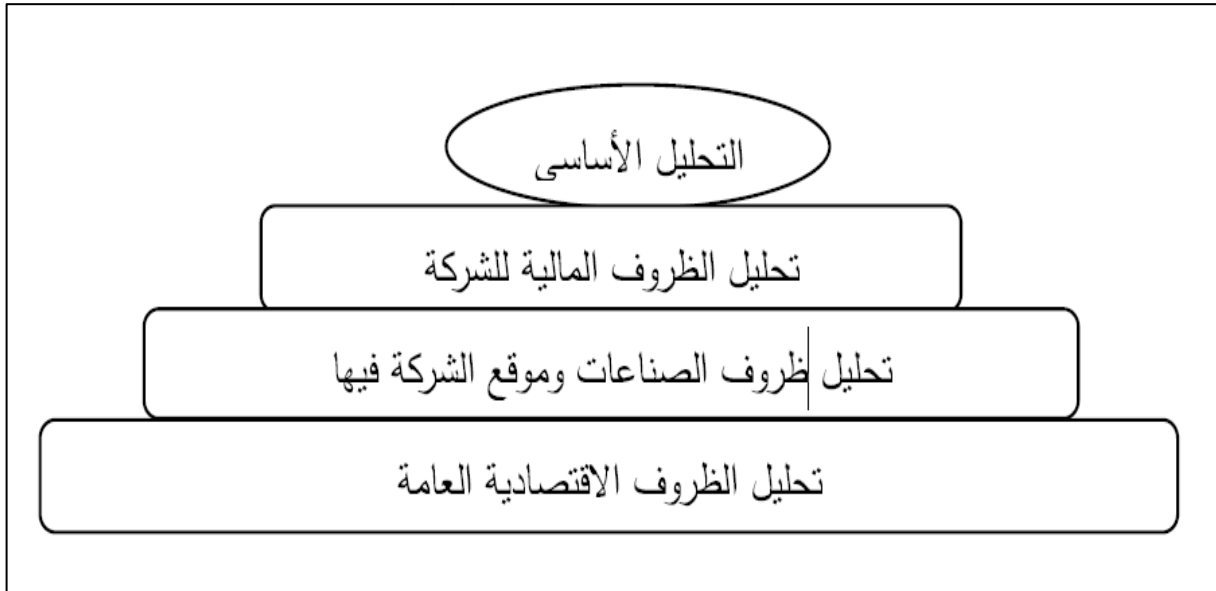
## - تحليل الصناعات:

يهدف تحليل الصناعات للتعرف على مستقبلها في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعنى، فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، ولا تتأثر بنفس القدر بأي ركود يصيب الاقتصاد.

## - تحليل الشركات:

يهدف تحليل الشركات لتحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع عينه لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على قريناتها في هذا القطاع. حيث إن متابعة أحوال الشركة باستمرار تمكن المستثمرين من التعرف وبشكل مبكر على أي متغيرات ايجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركات فتؤثر على أسعار أسهمها. ويمكن تلخيص التحليل الأساسي في الأسواق المالية في الشكل أدناه.

### الشكل رقم (03): يوضح التحليل الأساسي للأوراق المالية



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 251.

المحور الرابع

مؤشرات أداء الأسواق المالية

## المحور الرابع: مؤشرات أداء الأسواق المالية

لأسواق رأس المال مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنه وتعكس مستويات أدائها في نفس الوقت، وتعد هذه المؤشرات إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق رأس المال في توقيت قراراتهم الاستثمارية، كما أنها تستخدم وعلى نحو متزايد في تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، فضلا عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق الأسواق لأهدافها.<sup>1</sup> وعلى هذا الأساس سنحاول التعرف أكثر على ماهية المؤشرات، كيفية بنائها وكذا أهم المؤشرات المالية الدولية.

### **1. تعريف مؤشرات أداء الأسواق المالية:**

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمته بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواءً لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.<sup>2</sup>

كما يمكن تعريف مؤشر السوق على أنه حركة جميع الأسهم في سوق الأوراق المالية، ويتم حسابه في صورة متوسط سعر عينة من الأسهم ممثلة للسوق كله بمختلف أنشطته خلال فترة معينة، وتتبع أهميته من أنه يعبر عن الأداء الكلي وبالتالي يمكن في ضوءه أن نحكم على أي استثمار فردي أو محفظة كما يمكن أن نستخدمه في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للبورصة.

---

<sup>1</sup> بشار ذنون محمد الشكرجي و ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مقال بمجلة (تنمية الرافدين)، العدد 30، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2008، ص 30.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 25.

وبذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار والباحثين، وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة، سواء كانت هذه العينة مسحوبة من المنشآت المشاركة في السوق أو المنشآت المشاركة في القطاع. فمؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:

3

- حالة سوق الأسهم بأجمعها: مثل مؤشر DOW JONES.
- حالة سوق الأسهم لصناعة قطاع معين: مثل مؤشر DOW JONES لصناعة النقل.
- حالة سوق الأسهم للتكنولوجيا معينة: مثل مؤشر NASDAQ الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا.
- حالة سوق الأسهم لإقليم معين مثل مؤشر صندوق النقد العربي.

## 2. استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية:

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص. ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية، ومن ثم تشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية.

---

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 298.

ونظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر<sup>4</sup>:

#### - متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:

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

#### - التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:

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

<sup>4</sup> أنظر للمزيد:

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 252.
- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 233-234.
- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 247.

### - الحكم على أداء المديرين:

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

### - التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

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

### - تحديد اتجاهات السوق:

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

### 3. كيفية بناء المؤشرات:

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة وطريقة حساب قيمة المؤشر<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 65-66.

## - ملائمة العينة:

يقصد بها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والانتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق، أما الانتساع فينبغي مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية، كما يظهر الشكل التالي:

## - الأوزان النسبية:

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي، الأول هو الوزن على أساس السعر أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها، المؤشر الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

## - إجراءات حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي) وأخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

#### 4. أهم المؤشرات المالية الدولية في الأسواق المالية:

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة والتي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف تبعاً لأساليب بنائها، حيث هناك مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين في معرفة اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة، ونذكر من هذه المؤشرات الشائعة عالمياً ما يلي<sup>6</sup>:

##### - مؤشر داوجونز الصناعي Dow Jones:

يعتبر مؤشر داوجونز أحد أقدم المؤشرات، حيث قام تشارلز داو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت، في 16/02/1885، بإصداره مؤشره الذي عرفه بمؤشر داو جونز حيث طان يتضمن 12 سهم (10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين من أسهم الشركات الصناعية)، والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك، وبعد مرور أربع سنوات تضمن مؤشر داوجونز عشرون سهماً (18 من أسهم السكك الحديدية و 02 من أسهم الشركات الصناعية). وفي سنة 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة.

يعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار ويتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، يحسب على أساس سعر الإقفال ويتم حسابه كل نصف ساعة.

<sup>6</sup> أنظر للمزيد:

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 256.

- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 261.

#### - مؤشر ستاندر أندبور Standard and Poor's 500 :

بدأ تكوين مؤشر ستاندر أندبور في 1957/03/04، يعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي: 425 سهم من الشركات الصناعية؛ 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء .. إلخ؛ 50 سهم من شركة الخدمات العامة. وتمثل 90 % من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، و يضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة، المنافع العامة، النقل والشركات المالية الأمريكية مثل شركة IBM وشركة GENERAL MOTORS.

#### - مؤشر ناسداك Nasdak :

وهو مؤشر للسوق غير الرسمية (أي غير البورصة) و يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الالكترونية.

7

#### - مؤشر نايس Nuyse :

وهو مؤشر سوق نيويورك المالي ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات الصناعية و الخدمية و الالكترونية.

تهدف كل هذه المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء و البيع. وهناك جزء من المستثمرين يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية. وهناك عوامل عديدة تؤثر على هذه المؤشرات من خلالها تأثير على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي يشتق منها أسعار صحة هذه المؤشرات، ونذكر من بين هذه العوامل ما

---

7 مروان شموط كنجو وعبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 5.

يلي<sup>8</sup>:

- التوقيت أو الزمن.

- مدى دقة و شفافية الأخبار في السوق المالي.

- طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (تأثير الشركات الكبيرة على الصغيرة)

- قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وجدوى التداول.  
كما يمكن ذكر مؤشرات مالية أخرى لا تقل أهمية عن سابقتها<sup>9</sup>.

- مؤشر نيكاي Nikkei:

الذي يعد أهم مؤشر للأسهم الآسيوية على الإطلاق، إذ يتكون هذا المؤشر من أهم وأكبر 225 شركة يابانية مدرجة ببورصة طوكيو للأوراق المالية تعكس مختلف القطاعات الاقتصادية في اليابان، ويتم حساب هذا المؤشر يوميا في جريدة "نايهن كايزي شيمبون" منذ عام 1971 وهو متوسط أسعار أسهم الشركات المذكورة أعلاه، ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنويا.

- مؤشر فاينانشل تايمز FTSE 100 :

هو مؤشر أسهم لأكبر 100 شركة بريطانية مدرجة في بورصة لندن، ويعد هذا المؤشر الأشهر أوربيا. ويحتوي على أسعار أسهم 100 شركة تمثل 70 % من إجمالي القيمة السوقية في بورصة لندن.

- مؤشر داكس DAX :

هو مؤشر سوق الأسهم الألماني للشركات ذات الدرجة الأولى ويتألف من تداولات أسهم أكبر 30 شركة ألمانية في بورصة فرانكفورت تمثل حوالي 70% من القيمة السوقية للشركات الألمانية.

<sup>8</sup> دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 217.

<sup>9</sup> حيدر حسين آل طعمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 32-34.

- مؤشر كاك CAC 40 :

هو مؤشر إرشادي لسوق الأوراق المالية الفرنسي، حيث يمثل هذا المؤشر مقياس للقيمة السوقية لأكثر من 40 سهماً للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

- مؤشر هانغ سينغ Hang Seng :

يقيس هذا المؤشر قيمة أسعار الأسهم الرئيسية في بورصة هونغ كونغ وهو يركز على نشاط وأداء أكبر 500 شركة في الصين، حيث يضم هذا المؤشر القطاعات الرئيسية المكونة للاقتصاد كالقطاع المالي وقطاع العقار وقطاعات التجارة والصناعة فضلاً على القطاع الخدمي وبعد مؤشر هانغ سينغ المؤشر الرئيس في بورصة هونغ كونغ. ومن بين أهم الشركات المدرجة أسهماً في هذا المؤشر شركة اتحاد مصرف هونغ كونغ وشنغهاي HSBC والبنوك الرئيسية كبنك الصين والبنك التجاري الصيني.

المحور الخامس  
السوق المالي الجزائري  
(بورصة الجزائر)

## المحور الخامس: السوق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر)

بعدما فرغنا في المحاور السالفة من مناقشة القضايا النظرية للأسواق المالية، نحاول في هذا المحور أن نقوم بعملية إسقاط لهذه القضايا على الواقع الاقتصادي الجزائري، لتتعرف على وضعية بورصة الجزائر وظروف إنشائها، حيث أصبحت البورصات حاليا من المتطلبات اللازمة لتسريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتبرز أهميتها من خلال ما توفره من تمويل لازم لإنشاء أو توسع المشاريع الاقتصادية في مختلف القطاعات، ومن هذا المنطلق سعت الجزائر في العشرية الأخيرة إلى إنشاء ما يدعى ببورصة القيم المنقولة، للقيام بدورها في تمويل الأنشطة الاقتصادية وذلك بتدعيم نظام التمويل دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي. وهو ما سنتطرق إليه في هذا المحور، من المفهوم وظروف نشأة بورصة القيم المنقولة في الجزائر إلى العوامل المساعدة على قيامها، الأسواق الرئيسية فيها، المتدخلون فيها وكذا سبل تطويرها وتفعيلها.

### **1. مفهوم بورصة الجزائر:**

قبل التطرق إلى مفهوم بورصة الجزائر لا بد أن نعرف أولا مفهوم البورصة بصفة عامة، حيث يرجع استخدام كلمة بورصة<sup>1</sup> إلى القرن 15 ميلادي، حيث كان التجار القادمين من فلورنسا يجتمعون في فندق تملكه عائلة تسمى Vander Bourse يقع في مدينة "بروجس" البلجيكية، والذي كان يؤمه التجار من كافة المناطق.

وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين والذي كان يتم بشكل منتظم ودوري، وذلك لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل على البضائع والخدمات والعملية.

وبعد اضمحلال الدور الذي لعبته مدينة "بروجس" في مجال التبادلات التجارية والمالية، انتقل هذا الدور العظيم لمدينة أخرى تقع شمال بلجيكا هي "أنفريس"، ثم توالى بعدها إنشاء

---

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا - عمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، ط1، إسكندرية، مصر، 2000، ص ص

البورصة في جميع دول العالم، مدينة ليون 1559، أمستردام 1683، لندن 1695، فيينا 1762، نيويورك 1792، روما 1822... إلخ.

البورصة هي سوق منتظمة تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعا وشراءً بسهولة وسرعة ويسر.

بمعنى آخر<sup>2</sup> أنها سوق يتم فيها تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها، ويجتمع فيها المتعاملون في الأوراق المالية في أوقات محددة، ويحكم التعامل فيها مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم وتنظم سلوك المتعاملين وطرق التبادل القانونية، ويقوم فيها مجموعة من الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء نيابة عن عملائهم، بحيث تزود بورصة الأوراق المالية بأحدث الوسائل والأجهزة الالكترونية في مجال الاتصالات السريعة.

ومن كل ما سبق يمكن القول أن هناك مجموعة من المستلزمات لتكوين بورصة، تتمثل

في:

- مكان بمكوناته وإمكانياته؛

- اجتماع؛

- أسعار معلنة؛

- مجموعة قوانين ولوائح وأوامر حاكمة ورقابية؛

- إدارة وإشراف فني متخصص .

### 1.1 تعريف بورصة القيم المنقولة في الجزائر :

حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة 1413 الموافق 23 ماي

1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة: تؤسس بورصة للقيم المنقولة وتعرف بأنها: إطارا لتنظيم

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط1، إسكندرية، مصر، 2008، ص79.

وسير العمليات فيما يخص القيم المتداولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الخاضعين للقانون العام وكذا الشركات ذات الأسهم<sup>3</sup>.

تعقد بورصة القيم المنقولة في مدينة الجزائر، ويقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة وسطاء في عملية البورصة، بحيث لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة.

بحيث صممت بورصة القيم كسوق ممرکز ومنظم، أين يتم التفاوض على القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة الرسمية وقد حدد المرسوم التشريعي أعلاه القانون الأساسي لوسطاء عملية البورصة الذين حول لهم الانفراد بالتفاوض على القيم المنقولة داخل البورصة، وأوجب تنظيم عمل التفاوض على القيم المتداولة والإشراف عليها.

## 2.1 أسباب إنشاء بورصة الجزائر:

من بين العوامل التي حثت على قيام السوق المالية المنتظمة في الجزائر، نجد ما يلي:

### - استغلال الادخارات غير الموظفة :

لقد عرف الاقتصاد الجزائري ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها، وهذا في ظل نقص الشبكات و المنتجات لتحفيز الادخار، فقد قدر الادخار الوطني لسنة 1997 بـ 73.3 مليار دج في حين قدره المختصون بـ 363.5 مليار دج، ومن هنا فقد برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية يمكن منها التجنيد المباشر للادخارات والمساهمة في تخفيف أعباء الاستدانة وتخفيف العجز في الميزانية، كما تسمح بضمان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> قانون رقم 93-10 المؤرخ في 05/23 / 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

<sup>4</sup> نوال بن لكحل، الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001، ص ص 131-130.

## - ظروف المحيط الاقتصادي:

تم إنشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي، وعلى الرغم من بعث التنمية الاقتصادية سنة 1996، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث قدر في تلك السنة 3.4% مقابل 2% سنة 1997، وفي هذا الشأن، فإنه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل و ذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتنمية .

## - ازدياد احتياجات المؤسسات العمومية:

مثلت احتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلا، حيث أن أكبر جزء من موارد البنوك هي ناتجة عن عمليات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وبهذا الصدد، يمكن ملاحظة أن القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 360 مليار دج سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دج شهر ديسمبر 1991. يمكن أيضا ملاحظة أن تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف البنكي، الذي كان يتجه نحو زيادة ضعف الاحتياطات من العملة الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الأجنبية.

## 3.1 مراحل إنشاء بورصة الجزائر:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي<sup>5</sup>:

---

<sup>5</sup> محمد زيدان، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة بالملتقى الدولي (سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -)، 2006، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 6-

## - المرحلة ما قبل سنة 1990 :

نظرا لطبيعة النظام السياسي القائم بالجزائر في ذلك الوقت الذي كان يتبنى الاشتراكية، فإنه لم يكن هناك مبرر لوجود البورصة ولا للقيم المتداولة قبل مرحلة الإصلاحات وتحديدًا قبل سنة 1988، وبعد صدور أول نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدًا في كل من القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ومع التحضير لنص تشريعي تجاري جديد يتضمن المعطيات الجديدة المتعلقة بالإصلاحات الاقتصادية التي شرع فيها بغية المرور إلى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا وتحتاج إلى وقت طويل.

## - المرحلة التقريرية 1990-1992:

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، و في أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة"، و بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة،<sup>6</sup> ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة .

<sup>6</sup> محمد براق، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، مداخلة بالملتقى الوطني الأول (المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد)، 2003، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 5.

- صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛

- صندوق المناجم الفحم الري؛

- صندوق التجهيز؛

- صندوق البناء؛

- صندوق الكيمياء، البتروكيميا، الصيدلة؛

- صندوق الاتصال، الالكترونىك و الإعلام الآلي؛

- صندوق الصناعات المختلفة؛

- صندوق الخدمات.

ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة، بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، و تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها، ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه ويضعف رأسمالها، فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى 9.320.000.00 دج، كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية. و بالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات، منها<sup>7</sup>:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة.

- الإطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.

- بيع أسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها، وهذا في نص القانون 88-01 في مادته 22.

---

<sup>7</sup> محمد زيدان، مرجع سبق ذكره، ص ص 7-8.

- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية، حيث تمنعها من الدخول في البورصة، إضافة إلى أنها غير كفؤة.
- غياب هيئات ومؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافا في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم.
- غياب الثقافة البورصية.
- المرحلة الابتدائية 1993-1996:

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 04-88 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة، ف فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى للادخار لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (500.000.000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.
  - مليون دينار جزائري (100.000.000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.
- و بهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار إدخال قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

في إطار هذا المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي.

#### - مرحلة الانطلاق الفعلية من 1996 إلى وقتنا الحالي:

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة.

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية الذين بلغ عددهم 39 وسيط يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي.

و قد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، و تحضير كل الهيئات المعنية للشرع في العمل بالتاريخ المحدد، و هو نهاية سنة 1997، و تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في

القرض السندي لسوناطراك، و ذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، و على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يبدن سوق للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية.

## 2. أهمية بورصة الجزائر للاقتصاد الوطني:

إن إنشاء بورصة الجزائر يعتبر مبدأ أساسيا في اقتصاد السوق وضرورة اقتصادية لمسايرة الاقتصاد الجزائري لمتطلبات العصرية الاقتصادية العالمية، وعلى هذا الأساس فان بورصة الجزائر لها أهمية كبيرة سواء على الساحة المالية أو الاقتصادية، وتستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، بحيث تكمن هذه الأهمية في:

- مصدر لتمويل الاقتصاد الوطني، حيث تسمح للمؤسسات الخاصة أو العمومية أو الدولة بتوفير رأسمال الضروري لتمويل استثماراتها (تجهيزات، مصانع، آلات، طرق، مدارس... إلخ) من خلال النداء العام للادخار.

- تجميع واستقطاب المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية بما يحقق التنمية الاقتصادية الشاملة بحيث تحول من مال عاطل خامل لا أثر له في الاقتصاد إلى رأسمال موظف فعال له اثر ايجابي<sup>8</sup>.

- توفير إمكانية الاستثمار في مشاريع كبيرة وأساسية لعملية التنمية، وبالتالي تشغيل أكبر عدد من اليد العاملة.

- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين).

- توفير نشرات ودراسات دورية<sup>9</sup> ومعلومات عن اتجاه الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، بما يمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري والتنبؤ بالوضع الاقتصادي.

- المساهمة في خلق رؤوس أموال جديدة.

<sup>8</sup> عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-30.

<sup>9</sup> محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 81-90.

- تقليل التضخم والمحافظة على القوة الشرائية للنقود.

- تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين بواقع المؤسسة المصدرة للورقة.

### 3. المتدخلون في بورصة الجزائر:

يشكل التأسيس المؤسساتي لسوق القيم المنقولة أهم مرحلة قطعت لإقامة سوق مالية جزائرية، وقد حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المتداولة، الإطار القانوني لهذه السوق والذي أوضح شكلها والهيئات المنظمة لها. كما يعتبر قيد المؤسسات واعتماد الوسطاء في أسواق الأوراق المالية أمرا لا بد منه، إذ أنه يصعب تصور سوق أوراق مالية بدون وجود مؤسسات مدرجة فيها أو غياب للوسطاء عنها. وهو ما سنحاول إبرازه في هذا العنصر.

### 1.3 الهيئات التسييرية والتنظيمية لبورصة الجزائر:

تشمل بورصة القيم المنقولة على الهيئات التالية: شركة المؤتمن المركزي على السندات، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المكلفة بتأمين المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة. (SGBV)

تتحصر مهام الهيئتين الأخيرتين في تحقيق نفس الهدف رغم اختلاف طبيعتها، وهو السهر على حماية المدخر من جراء تعسفات محتملة ناتجة أساسا عن جهل المدخر لحقوقه في مجال استثمار القيم المنقولة وهذا راجع لنقص التجربة الذي يجعله غير قادر على الاستغلال الحسن للمعلومات المتوفرة لديه، وكذا ضمان السير الحسن والشفافية ونزاهة سوق القيم المنقولة .

إضافة إلى ذلك ينظم هذا المرسوم التشريعي (رقم 93-10) المفاوضات والمعاملات داخل البورصة ويسننها إلى الوسطاء في عملية البورصة. (IOB)

### 1.1.3 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: (COSOB)

Commission d'organisation et Surveillance des Opérations de Bourse

أنشأت<sup>10</sup> هذه اللجنة سنة 1993 بناءً على المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي تم تنصيبها في 13 فيفري 1996، وتعتبر سلطة سوق البورصة وهي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية التي تشكل سوق مالية حقيقية. وتتمثل مهمة هذه اللجنة أساساً في تنظيم مراقبة سوق القيم المنقولة وذلك بالسهر على: حماية المستثمرين في سوق القيم المنقولة، وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها. وتتكون هذه اللجنة<sup>11</sup> من رئيس يباشر نشاطه بصفة دائمة و 6 أعضاء غير دائمين، حيث يعين الرئيس لمدة 4 سنوات ولا يمكن أن تنتهي مهامه أثناء ممارسة أعماله إلا في حالة ارتكاب خطأ جسيم أو لظروف استثنائية. أما بالنسبة للأعضاء فيعينون حسب كفاءتهم في مجال المالية والبورصة، وذلك لمدة 4 سنوات تبعا للتوزيع التالي:

- قاض يقترحه وزير العدل؛
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي؛
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة؛
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

<sup>10</sup> صوفية تكارلي، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، د س، ص 106.

<sup>11</sup> قانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 / 02 / 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 / 05 / 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

بخصوص الشفافية ونشر المعلومات، فإن اللجنة تبقى صارمة وذلك بوضع مقاييس ومراجع في هذا الميدان وكذا بالزامية نشر البيانات اللازمة وتقديم الشروحات الوافية والدقيقة والواضحة الخاصة بمشاريع الشركة التي تطلب الدخول في السوق.

حسب المادة 20 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هي: سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

وتقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حسب المادة 31 من نفس القانون، بسن تقنيات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي :

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم؛
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم؛
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته؛

- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات؛
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات؛
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

### 2.1.3 شركة تسيير بورصة القيم : (SGBV)

Société de gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières

شركة تسيير بورصة القيم تكتسي شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة حيث يمثل رأسمال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة.

وعليه لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا إلا بعد أن يقتضي الوسيط أو يكتتب قسطا من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. و المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة اقر لهذه الشركة حسب المادة 18 المهام الرئيسية التالية:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة؛
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة؛
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛
- إصدار نشرة رسمية لأسعار البورصة تحت مراقبة اللجنة.

### 3.1.3 شركة المؤتمن المركزي على السندات:

عبارة عن هيئة<sup>12</sup> تأسست بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وهي شركة ذات أسهم يخضع قانونها الأساسي وتعديلاتها وكذا تعيين المدير العام والمسيرين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد اخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وقد ساهم في تأسيس هذه الهيئة كل من المؤسسات التالية:

- البنك الخارجي الجزائري؛
- البنك الوطني الجزائري؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛

---

<sup>12</sup> عمار صايغي، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر وتونس والجزائر، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009، ص ص 146 - 147.

- القرض الشعبي الجزائري؛

- مجمع صيدال؛

- مؤسسة التسيير الفندقية للأوراسي؛

- مؤسسة رياض سطيف.

ويتولى المؤتمر المركزي على السندات المهام التالية<sup>13</sup> :

- حفظ السندات التي تمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين؛

- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر؛

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛

- الترقيم القانوني للسندات؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

### 2.3 الوسطاء في عملية البورصة (IOB):

Les intermédiaires des opérations de bourse

المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة

يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعويين بالوسطاء في عمليات

البورصة وكذا القيام بما يأتي :

- يديرون لحساب زبائنهم محافظ القيم المنقولة ويتلقون لهذا الغرض أموالا مدفوعة بتفويض

من الإدارة؛

- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة ولا يمكن أن يمارسوا الحق

لحساب زبائنهم؛

- يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا من أن رؤوس الأموال التي تأتمنه

عليها زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا.

<sup>13</sup> COSOB, Rapport annuel 2004, Algérie, 2004, P15.

كما يمكن ذكر واجبات أخرى للوسيط في عمليات البورصة كما يلي<sup>14</sup> :

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: يجبر الوسيط بتبليغ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة اثر أي تغيير أو تعديل فيما يخص حالته القانونية لتنصيب مسيرين جدد التوقف عن العمل لأعوانه المؤهلين ...الخ كذلك على الوسيط في عمليات البورصة إرسال بصفة دورية وثائقه المحاسبية والمالية وكذا وثائق حول تتبع واحترام قواعد الحيطة والحذر في التسيير.

- القانون والعرف: الوسيط مرغم باحترام مبادئ العدالة والمساواة اتجاه زبائنه وتسبيق مصالح هؤلاء قبل مصلحته الشخصية حيث عليه بإتمام أوامر زبائنه على أحسن وجه وبأحسن شروط السوق.

- الزبائن: على الوسيط في عمليات البورصة إعلام زبونه أي نصدّر الأمر وذلك بواسطة إشعار كذلك عليه أن ينشر على مستوى مكاتبه جدول تفصيلي عن العمولات التي يتقاضاها، وهو ملزم بتسليم هذا الجدول بمناسبة إمضاء أية اتفاقية فتح حساب وأخيرا إعلام زبونه بأي تغيير يطرأ على قيمة العمولات.

واليا هناك 11 وسيط في عمليات البورصة في الجزائر وهم<sup>15</sup>: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، بنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بنك البركة الجزائري، مصرف السلام-الجزائر، سوسيتي جنرال الجزائر Societe Generale، بي أن بي باريبا الجزائر BNP Paribas، تل ماركيتس Tell Markets.

### 3.3 المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر :

يبقى التفكير في الدخول في البورصة مرتبطا بالمركز المالي للمؤسسة، الذي يعني تحقيق حجم معين من الأرباح وتكمن أسباب التفكير في البورصة إلى الرغبة في الاستثمار بتوسيع

<sup>14</sup> صوفية تكارلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 109-110.

<sup>15</sup> بورصة الجزائر، وسطاء عمليات البورصة، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/30

(<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>).

نشاطات المؤسسة أو إصدار منتجات جديدة بعبارة أخرى إعطاء حجم معين للمؤسسة قادر على مضاعفة أرباحها، بالإضافة إلى الإشهار المجاني والواسع النطاق الذي ستحظى به المؤسسة من جراء دخولها للبورصة.

إن الدخول في البورصة أمر صعب نسبياً. حيث تكمن الصعوبة في الاختيار بين البدائل المطروحة ودراسة ايجابيات وسلبيات هذه البدائل ومدى ملائمتها مع الأهداف المسطرة، ويعد الدخول في البورصة بديلاً عن هذه البدائل من حيث اختيار وسيلة التمويل ( استئانة- فتح لرأسمال...) وله ايجابيات وسلبيات وكذا شروطه وإجراءاته... الخ.

### 1.3.3 مزايا وعيوب التسجيل في البورصة:

من مزايا تسجيل الشركات في البورصة، نذكر ما يلي<sup>16</sup>:

- مصدر لأموال دائمة لا تمثل دين: إذا تم تسعير مؤسسة ما سيكون بمقدورها رفع رأسمالها بشكل كافي يتلائم مع رغبتها في تمويل استثمار في الخارج أو طرح منتج أو منتجات جديدة في السوق من خلال إصدارات للأسهم والسندات في البورصة.

- صورة لماعة للمؤسسة: إن عملية تسجيل مؤسسة ما بالبورصة يجعل لها علاقات مع محيطها الخارجي أكثر فأكثر حيث سوف تكون مجبرة على نشر نتائجها في الثلاثي والسنة على الصفحات المالية لأهم الصحف. فالمؤسسة ومنتجاتها تصبح من جراء النشر محل اهتمام صحافة المال والأعمال، هذا الإشهار المجاني نوعاً ما سيظهر فرص جديدة وسيجلب زبائن جدد.

- اكتساب مصداقية لدى الموردين البنوك والزبائن: إن التسجيل بالبورصة سوف يكسب المؤسسة المسعرة ثقة عملائها من موردها والزبائن وكذا البنوك. ومن جهة أخرى قد تستفيد من شروط وظروف مثلى للحصول على قروض من الموردين والبنوك ووفاء أكثر من الزبائن.

<sup>16</sup> صوفية تكارلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 112-116.

- إمكانية مشاركة وجوه جديدة في تطوير المؤسسة: زيادة على الفريق المسير للمؤسسة نجد الزبائن الموردين العمال تتوفر لديهم إمكانية شراء أسهم هذه المؤسسة نفسها والمشاركة في الأرباح، خاصة إذا سجلت نتائج ايجابية ستشكل أداة ممتازة لتحفيز العمال والتجار.

- سهولة عملية الاندماج أو الشراء: إذا أرادت مؤسسة مسجلة بالبورصة شراء مؤسسة أخرى، يمكنها اغتنام فرصة عرض أسهم المؤسسة الأخرى لإتمام الصفقة، وفي حالة رغبة المؤسسة المسجلة في البورصة الاندماج مع مؤسسة أخرى مسجلة هي الأخرى في البورصة، فإن عملية تقييم المؤسستين يصبح واضحاً، وبذلك يسهل التفاوض وإبرام صفقة الاندماج وذلك راجع لتداول أسهم كلا المؤسستين في البورصة .

- قيود مرتبطة بقوانين لجنة مراقبة عمليات البورصة: إن كون مؤسسة مسجلة بالبورصة يجعلها مجبرة على احترام القوانين المفروضة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث تسهر هذه الأخيرة على تطبيق القوانين وحماية المستثمرين فمثلاً حماية المساهمين ضد تقديم معلومات غير صحيحة أو ضد كل غش يمس القيم المتداولة.

- التزامات محاسبية وجبائية أكثر صرامة وأكثر تقييداً: بمجرد دخول مؤسسة للبورصة تصبح مضطرة اللجوء إلى خبراء محاسبين مستقلين من خارج المؤسسة للمصادقة على حساباتها، وهو ما يسمى بالمراجعة المحاسبية الخارجية أي التحقق من صحة و مصداقية الحسابات. كما تخضع لبعض الالتزامات المحاسبية والإشهار أو النشر المفروضة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

أما سلبيات دخول الشركات إلى البورصة، فهي:

- التضحية بالوقت وبعض المصاريف: إن عملية الدخول إلى البورصة تستوجب تضحيات ينبغي تحملها أثناء الشروع فيها، فعادة تصرف من الأموال المحصل عليها من عملية بيع الأسهم في دفع مستحقات البنوك التي ساهمت بشبائيكها في بيع الأسهم بالإضافة إلى المحامين والمطابع والمستشارين القانونيين.

- صعوبة الحفاظ على السرية: على المؤسسات المسجلة في البورصة أن تكشف تقريبا عن كل شيء: معلومات عن مبيعاتها، هامش أرباحها، الأجر ومشاريعها المستقبلية حيث يجب أن تكون في متناول الجميع، هذا يعني أن منافسيها زبائنها ومورديها وعمالها سيكون لهم الحق في الحصول على معلومات تخص عمل المؤسسة الداخلي.

- تضييع الرقابة في تسيير المؤسسة: إن المساهمين الجدد وخاصة المهمين منهم من حيث مساهمتهم طبعاً سيرغبون في تمثيل أنفسهم داخل مجلس الإدارة وكذا التدخل في تسيير المؤسسة، مما يخفض من قوة اتخاذ القرارات بالنسبة للمساهمين المؤسسين.

- ضغط متواصل للحصول على نتائج على المدى المتوسط: من بين الأوجه الأكثر خطورة على المؤسسة هو ذلك الاهتمام المتزايد للمساهمين والمرتبط بالنتائج المحققة كل ثلاثي من أجل اتخاذ قرارات استراتيجية لذا المؤسسة ملزمة بالاهتمام والتبليغ عن نتائج كل ثلاثي وكل سنة مما يجعل تسيير المؤسسة أكثر صعوبة.

### 2.3.3 شروط قبول المؤسسات في بورصة الجزائر:

حتى يتم إدراج أي مؤسسة في بورصة الجزائر ينبغي أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط، وهي مختلفة حسب السوق الذي تود الإدراج فيه كما يلي: <sup>17</sup>

- السوق الرسمي:

ففي السوق الرسمي فإن شروط الإدراج تأتي كما يلي:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم

<sup>17</sup> بورصة الجزائر، الإدراج في البورصة - شروط القبول، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/30

(<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>).

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 سنداتنا في البورصة؛

- ضمان التكفل 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) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

- سوق السندات:

أما في سوق السندات، فتعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) وذلك يوم الإدراج.

#### - سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

بينما في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، فتعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما، وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتليتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرفقي البورصة"؛

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة؛

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

والى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

### 3.3.3 الشركات المسجلة في بورصة الجزائر:

هناك 5 شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية حاليا في بورصة الجزائر، وهي<sup>18</sup> : مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، مؤسسة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني، وأخيرا مؤسسة AOM Invest الناشطة في قطاع الفنادق والترفيه.

#### 4. أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، كما يلي<sup>19</sup>:

#### 1.4 سوق سندات رأس المال:

تتكون سوق سندات رأس المال من: السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربعة (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، أليانس للتأمينات، مؤسسة بيوفارم. 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 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

<sup>18</sup> بورصة الجزائر، سير عمل بورصة الجزائر - أسواق بورصة الجزائر، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/30

(<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>).

<sup>19</sup> مرجع نفسه.

من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم. و شركة AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

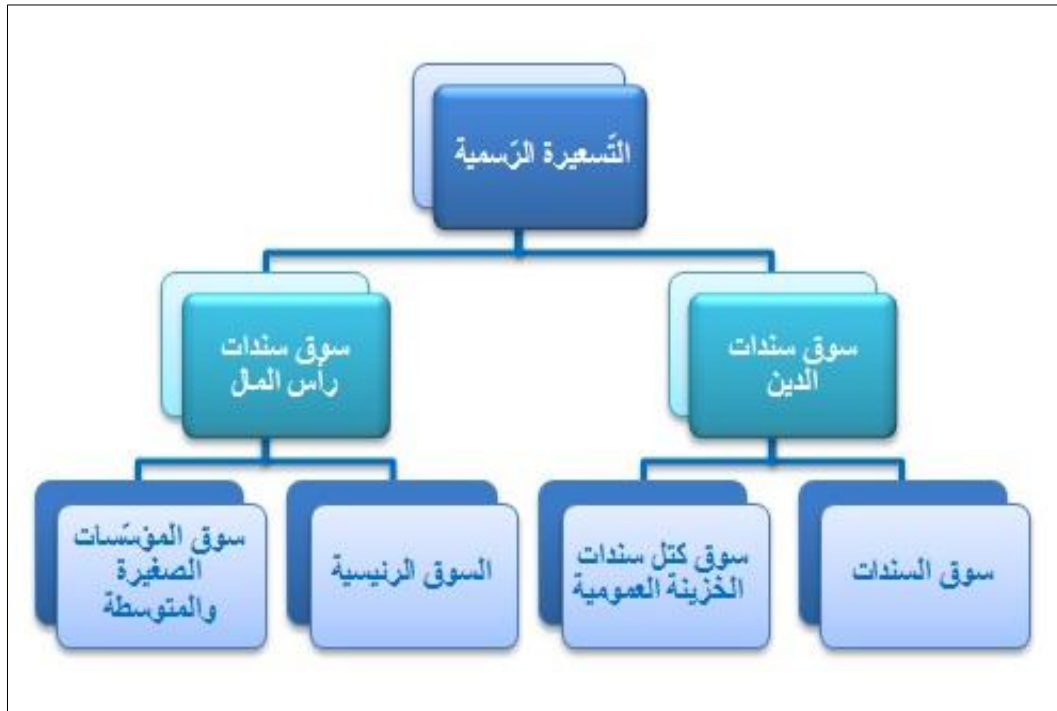
#### 2.4 سوق سندات الدين:

تتكون سوق سندات الدين من: سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا أكثر من 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 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم.

#### الشكل رقم (04): يوضح أسواق بورصة الجزائر



المصدر: بورصة الجزائر، سير عمل بورصة الجزائر - أسواق بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

## 5. شروط فعالية بورصة الجزائر:

تعتبر أسواق رؤوس الأموال للقيم المتداولة من أهم الأماكن المالية التي من خلالها يمكن تمويل عملية التنمية، ولا يمكن أن تضطلع هذه الأخيرة بمهمتها التمويلية للاقتصاد ويشكل فعال ما لم تكن السوق الثانوية نشطة، و منه فإنه ينبغي توافر جملة من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من تمويل توسعي وكذا تمويل العجز الميزاني للدولة وهيئاتها من خلال الأعوان الاقتصادية ذات الفوائض، ونذكر من هذه الشروط:

### 1.5 ضرورة تسوية الاقتصاد:

يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم شرط أساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، وذلك من خلال إتباع فلسفة اقتصادية واضحة المعالم، تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية وإعطاء دور للقطاع الخاص في تحقيق عملية التنمية المستدامة، وكذا تشجيعه وذلك بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة و توجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمنا لبقائها.

### 2.5 الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد:

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد و توجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، وكحاصل فإن رفع مستوى عيشة المجتمع يسمح برفع حجم الادخار الوطني وعرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص الاستثمار في البورصة و بالتالي فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيه نحو الاستثمار.

### 3.5 الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية:

إن أهم ما تتميز به البورصات الفعالة ما يلي: العدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية؛ كما تكون مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك؛<sup>20</sup> بالإضافة إلى افتقارها لتجانس الأوراق المالية وذلك بتعدد المصدرين، وكذا الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات.

وعليه فإن بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس الأموال، والتي تتم فيها تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس، وهذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار، وذلك لأن تنوع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم و اتجاهاتهم، وهذا النوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة، كما أن هذا التنوع الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطي للبورصة حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر وتجميد الادخار المستثمر في القيم المتداولة، ومن ثم فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية.

### 4.5 الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة:

تكون بورصة الجزائر ذات كفاءة إعلامية إذا كانت جملة المعلومات المقدمة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار، وتسمح باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعا لهذه الأسعار، وبخصوص نظام المعلومات المتعلقة بسوق البورصة، فإنه من الضروري التذكير على أن البورصة الفعالة تعني بورصة شفافية بشأن المعلومات، وعليه فإن الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية المالية والإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة ومصادقية هذه المعلومات تعتبر شرطا لازما لحسن سير بورصة فعالة، وتشير إلى إن البورصة تمثل حاليا أحسن مثال للسوق ذات الشفافية، حيث أن كل المتدخلين يملكون معرفة كاملة على السوق

<sup>20</sup> بوكساني رشيد، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، مقال بمجلة (الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2008، ص9.

ومكوناتها، غير أن الشفافية تبقى الهدف المراد تحقيقه دوماً من طرف السلطات الوطنية والوسطاء والمصدرين.

### 5.5 توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة:

إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة، و منه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي و المالي، وذلك لأن المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار و إعادة توجيهه نحو مشاريع التنمية، وتجدر الإشارة هنا أن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع المدخرات العامة و دراسة إنشاء المشاريع الاستثمارية، وكذا ربط العلاقة بين المدخرين و المستثمرين على النحو الذي يحقق توازن العرض و الطلب تعتبر ضرورة ملحة لحسن توجيه القدرات التمويلية الموجهة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة، وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة و المستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس.

### 6.5 حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفها في استثماراتهم المالية:

حيث يمكن إرجاع تحقيق هذا الشرط إلى جملة من العوامل أهمها:

#### - وجود شركات مساهمة ناجحة:

حيث أن زيادة عدد شركات المساهمة و انتشارها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي و قدرتها الكبيرة على التكيف مع المستجدات و احتلالها لحصة من السوق الوطنية و الدولية ذلك يعطي انطباعات حسنة على مقدرة مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها و إمكانية توسعها و تحقيق أرباح و فيرة ومنه توزيعات مرتفعة لمساهميها و من ثم تزيد ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.

## - رفع معدلات الفائدة:

إن السندات المطروحة للاكتتاب العام لا تجد الإقبال المطلوب إلى إذا كانت معدلات الفائدة المطبقة توفر لمن يريد توظيف أمواله في مثل هذه السندات عائد مرضي يضمن له أصل ماله الموظف و يحقق له فوائد ايجابية مقارنة مع معدل التضخم.

## - التخفيض من الأعباء الضريبية:

كلما انخفضت هذه الأعباء من الضرائب و الرسوم المفروضة على المدخرات المستثمرة وعوائدها كالم أدى إلى زيادة جذب المدخرات و تحفيزها.

## - الحد من معدلات التضخم:

و ذلك بإتباع سياسة نقدية ترمي إلى تحقيق الاستقرار النقدي الذي يعتبر عامل محدد للمدخر الأجنبي، حيث يسمح له بتأمين تحويل صافي أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي دون أن تتآكل.

## 7.5 تكيف البورصة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية:

إن توفر الإطار التشريعي والتنظيمي الملائم يعطي إمكانيات استثمارية معتبرة مع تسهيل المعاملات، وتوفير الحماية المطلوبة لحقوق المتعاملين، كما أن مرونته العالية للتكيف مع المتغيرات المستجدة وإمكانية سرعة استيعابها تعطيان دفعا قويا لحركة البورصة على الدوام. ومن متطلبات البورصة الفعالة مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات الجيدة ومحاولة ترقيتها ومعاينة المؤسسات السيئة وذلك بإجراء عملية الانضمام المراقبة أو التصفية أو حتى إخراجها من قيد البورصة<sup>21</sup>.

## 8.5 وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين:

يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال، حيث أن ابتعاد الدولة عن ظاهرة الحروب الأهلية أو مع الدول المجاورة وكذا التدخل الأجنبي والحكم الديكتاتوري يساهم

<sup>21</sup> مدونة قضايا الساعة، بورصة الجزائر، الجزائر، 2011، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/31 )  
(http://kanz-redha.blogspot.com/2011/11/blog-post\_23.html#.Y7CTb5KZPIV).

في استبيان الأمن الاجتماعي وفي اطمئنان أصحاب الفوائض على مصير أموالهم الموظفة، في حين أن عدم استقرار القوانين يؤثر سلبا على حرية تداول القيم وتقييدها.

### 9.5 وجود جهاز مصرفي متكامل:

يعتبر الجهاز المصرفي دعامة أساسية لوجود بورصة فعالة، لما يختص به بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الأدنى وترقية وحسن توجيهه، وينبغي على الجهاز المصرفي ببنوكه التقليدية وبنوكه المختصة في الاستثمار والأعمال والبنك المركزي الذي يسيطر على النظام المصرفي، أن يتصف بمرونة عالية وقدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات لنقدية وكذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات والعمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

خاتمة عامة

## خاتمة:

استخلصنا من محتوى هذه المطبوعة أن زيادة ثقافة الادخار بين أفراد المجتمع تلعب دورا كبيرا في جذب الأموال نحو خدمة الاقتصاد، والذي لن يكون إلا من خلال تشجيع هؤلاء الأفراد على شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات، خاصة بالنسبة للأفراد ذوي الدخل المتوسطة الذين لا يتمكنون من القيام مشاريع بمفردهم، لذلك يجب العمل باستمرار من أجل خلق الفرص لهؤلاء حتى يتم تحويل الفائض من الأموال مقابل أدوات مالية لتمويل استثمارات المؤسسات الاقتصادية وميزانية الحكومة.

وأن وجود السوق المالي يمكننا من مراقبة الاستثمارات، وهذا من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في دولة ما لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار - وهو ما يعد مؤشر احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع.

كما توصلنا إلى أن أسواق المشتقات المالية تعد أكبر أنواع الأسواق المالية حجما على الإطلاق، ومع ذلك، ما تزال مقتصرة على فئات محددة من المستثمرين، بخلاف أسواق الأسهم و الدين والصكوك التي يمكن أن يتداول بها المستثمر الفرد، أو المستثمر المؤسسي، أو الحكومة، أو المؤسسات المالية، أو غيرها. ويتم تداولها بنفس الطريقة التي تتم مع الأسهم والأصول المالية الأخرى. وعلى غرار المتاجرة في الأسهم والسندات، فإن المشتقات المالية يتم تداولها في الأسواق المنظمة (البورصات) أو في الأسواق غير المنظمة من خلال الهاتف ووسائل التواصل الأخرى.

كما استنتجنا أيضا أنه بالرغم من تعدد مزايا الأسواق المالية فإنه لا يعني أن كل الأسواق في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة. حيث يكون سوق الأوراق المالية كفوًا

إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات فيه، ومن الشروط الضرورية لكفاءة سوق الأوراق المالية، وجود المنافسة التامة؛ وتوفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق بنفس التوقيت وبنفس القدر. بحيث هناك مؤشرات بورصية يتم حسابها للتعبير عن أداء هاته الأسواق.

وقد لاحظنا أن الدخول في بورصة الجزائر أمر صعب نسبيا، حيث تكمن الصعوبة في الاختيار بين البدائل المطروحة ودراسة ايجابيات وسلبيات هذه البدائل ومدى ملائمتها مع الأهداف المسطرة، ويعد الدخول في البورصة بديلا عن هذه البدائل من حيث اختيار وسيلة التمويل ( استئانة- فتح لرأسمال...) وله ايجابيات وسلبيات وكذا شروطه وإجراءاته.

ومن تناولنا لموضوع السوق المالي الجزائري أيضا، وجدنا أن تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس، يساعد في تفعيلها وتطويرها، فغياب مثلا منتجات مالية إسلامية يقلل التنوع والاختيارات أمام المستثمرين، وقلة حجم الأوراق المالية في حد ذاتها من شأنه عرقلة نمو البورصة. وبعبارة أخرى يمثل عامل التنوع عنصر جذب للادخار، حيث أن تنوع الأدوات المالية له مزايا عديدة من بينها السماح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم، وهذا النوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة، كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطي للبورصة حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر وتجميد الادخار المستثمر في القيم المتداولة.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### 1- الكتب:

- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2018.
- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003.
- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2006.
- أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة، 2004.
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة، ط1، الأردن، 2004.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، 2010.
- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار كندي، مصر، 2002.
- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- حماد طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2000.
- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأسواق المالية، مؤسسة الورقة للنشر، الأردن، 2001.

- حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالي: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014.
- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي، الأردن، 2009.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر، ط1، الأردن، 2005، ص 155.
- زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
- زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- سمير عبد الحميد ورضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، ط1، مصر، 2004.
- شمعون شمعون، البورصة وبرصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر.
- صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، مصر، 2003.
- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا - عمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، ط1، إسكندرية، مصر، 2000.
- ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، ط1، مصر، 2003.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 1997.
- عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2006.

- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، ط1، الاسكندرية، مصر، 2008.
- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003.
- عبد الغفار حنفي ودرسية قريضا، السوق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، مصر، 2001.
- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط5، عمان، الأردن، 2004.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2007.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية البورصة، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010.
- كنجو كنجو وأيمن شيحا، الأسواق المالية، منشورات جامعة حلب، سوريا، 2005.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، ط1، السعودية، 2005.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط1، إسكندرية، مصر، 2008.
- محمد المبروك أبوزيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009.
- محمد عبده ومحمد مصطفى، تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، ط1، مصر، 1998.
- محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية، مصر، دون سنة نشر.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2003.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
- محمد الحناوي ونهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006.
- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005.
- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل، ط5، الأردن، 2009.
- محمد مطر و فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، ط1، الأردن، 2005.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- مروان شموط و كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض لله: الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، ط1، مصر، 1993.

- مصطفى محمد عبده، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، كليوبترا لطباعة والكمبيوتر، مصر، 2001.
- منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، جامعة طنطا، الإسكندرية، مصر، 1998.
- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999.
- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
- مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، ليبيا، 1998.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- وليد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، ط1، الأردن، 2012.

## 2- المجالات والدوريات:

- بشار ذنون محمد الشكرجي و ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مقال بمجلة (تنمية الرافدين)، العدد 30، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2008.
- بوكساني رشيد، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، مقال بمجلة (الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2008.
- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مقال بمجلة (جسر التنمية)، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة -، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2001.
- عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022.
- عبد الله غالم و عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية، مقال بمجلة (الاجتهاد القضائي)، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.

### 3- الملتقيات العلمية:

- حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، مداخلة بملتقى (تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية)، ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف)، 6-10 مارس 2005، المنظمة العربية لتنمية الإدارية، بشرم الشيخ، مصر.

- محمد براق، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، مداخلة بالملتقى الوطني الأول (المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد)، 2003، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

- محمد زيدان، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة بالملتقى الدولي (سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية -)، 2006، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

### 4- المذكرات والرسائل:

- بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.

- عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر وتونس والجزائر، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009.

- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.

- نوال بن لكحل، الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية -دراسة حالة الجزائر، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001.

- صوفية تكارلي، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، د.س.

#### 5- القوانين:

- قانون رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.  
- قانون رقم 03-04 المؤرخ في 17/02/2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

#### 6- مواقع الانترنت:

- بورصة الجزائر، الإدراج في البورصة - شروط القبول، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/30 (<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>).

- بورصة الجزائر، سير عمل بورصة الجزائر - أسواق بورصة الجزائر، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/30 (<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>).

- بورصة الجزائر، وسطاء عمليات البورصة، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/30 (<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>).

- مدونة قضايا الساعة، بورصة الجزائر، الجزائر، 2011، أطلع عليه بتاريخ 2022/12/31 )

([http://kanz-redha.blogspot.com/2011/11/blog-post\\_23.html#.Y7CTb5KZPIV](http://kanz-redha.blogspot.com/2011/11/blog-post_23.html#.Y7CTb5KZPIV)).

#### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- Anthony Saunders and Marcia Cornett, Financial Markets and Institution, A modern Perspective, N.C Grew-Hill, Higher Education, N.Y, 2001.

- Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, marché financier, gestion de portefeuille et des risques, Dunod, France, 2002.
- B. Jaquillat and B. Solnik, Marchés Financiers, gestion de portefeuille et les risques, Dunod, 4<sup>ème</sup> édition, 2002.
- B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.
- Christian et Mireille ZAMBOTO, Gestion financière: finance de marché, Edition Bunod, Paris, 1997.
- COSOB, Rapport annuel 2004 , Algérie, 2004.
- Jean-Marie Gagnon et Nabil Khoury, Traite de Gestion Financière, 2eme édition, G. Morile, Canda,1981.
- J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérisséey a ayreux, 3<sup>ème</sup> édition, 1993.
- M. Salah, les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, édik, Alger, 2001.
- Roger Miller et David Van Hoose, Money, Banking and Financial Markets, Publishing Thomson laerning, U.S.A, 2001.