



# الموضوع

## دور الأدوات المالية في تمويل الاستثمار

دراسة حالة - بورصة الجزائر (2014-2016) -

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم

الاقتصادية

تخصص: نقود و مالية

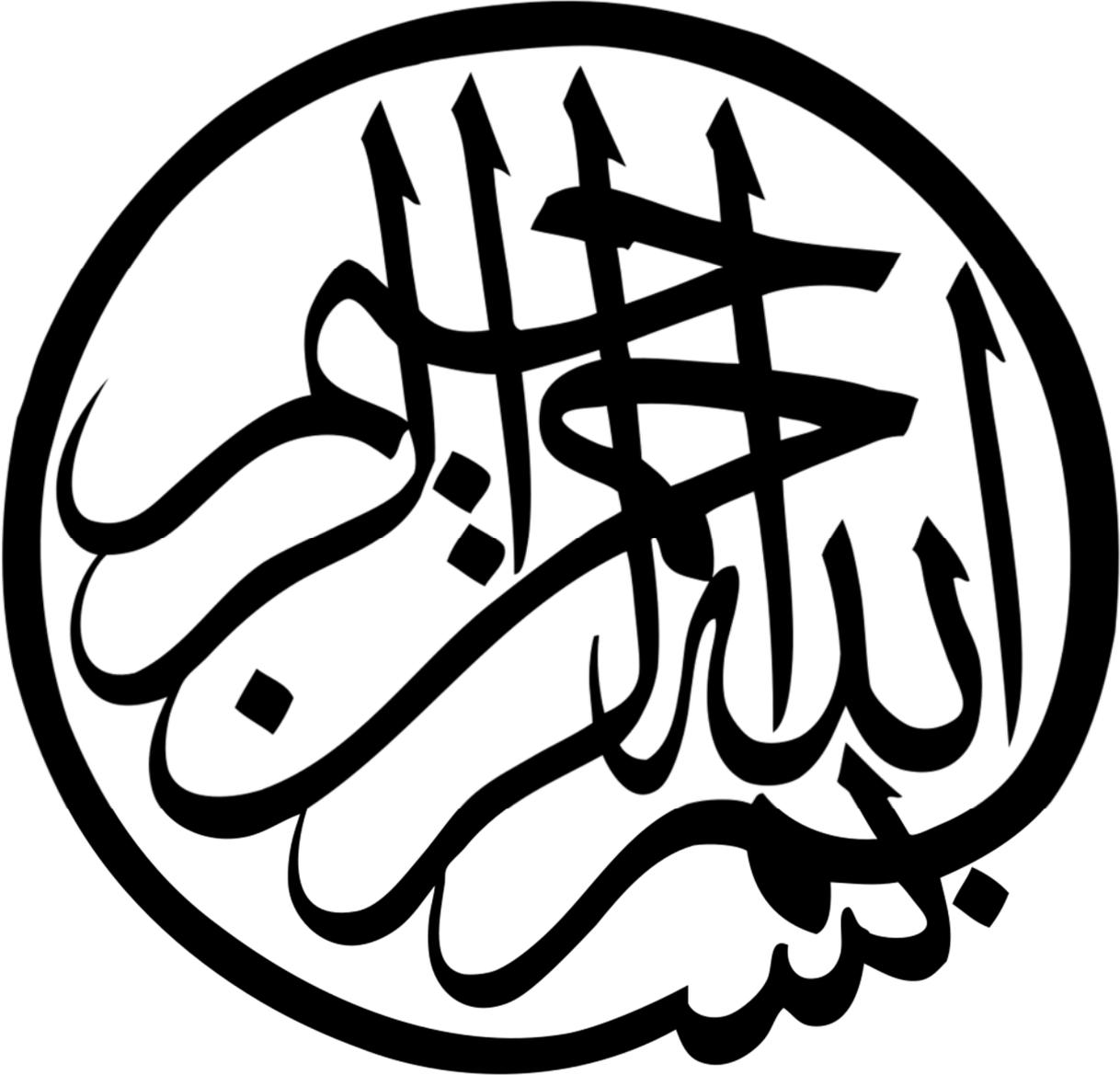
الأستاذ المشرف:

-لخضر مرغاد

إعداد الطلبة:

- عفاف خليفة

السنة الجامعية: 2016-2017



# شكر وعرفان

الحمد لله بنعمته تتم الصالحات ، الحمد والشكر لله العلي القدير الذي وفقني

وأعانني على إنجاز هذا العمل المتواضع

أولا وقبل كل شيء ، أتقدم بكل عبارات الشكر والامتنان

إلى الأستاذ القدير مرشد لخضر

كما أتوجه بجزيل الشكر إلى كل من ساعدني في عملي من قريب أو بعيد

كما أتقدم بالشكر إلى أفراد دفتري

وأتمنى لهم جميعا كل التوفيق والنجاح

خليفة عفاف

# الإهداء

إلى الذي تاهت الكلمات في وصفه ومجز اللسان في ذكر مآثره

إلى من تعب وكافح..وجعلني أرى أن الحياة عمل

وكفاح، وأن نتائجها فرح ونجاح.

إلى من حرص في نفسي روح المثابرة إلى سندي في هذه الحياة

...إلى من افتخر به ..إلى أبي العزيز

إلى رمز وجودي في الحياة ...إلى نبع الخنان و العطاء ....إلى من جعلت الجنة

تحت أقدامها ..إلى من

يرافقني دعاؤها دوما ويزيدني.... رضاها

نجاحا، أمي الغالية حفظها الله .

إلى أختي محي الدين ، حمدي ، عبد القادر

إلى أختي أميرة أتمنى لك كل التوفيق و النجاح

إلى خالتي ....أختي وصديقتي حنان أتمنى لك كل الخير والفرح

إلى كل أفراد عائلتي الكبيرة

إلى كل من ذكره قلبي ولم يكتبه قلبي.

## الملخص:

أخذت سوق رأس المال في الآونة الأخيرة أهمية بالغة على المستوى العالمي، وبصفة خاصة في الدول الناشئة على غرار الجزائر وذلك لكونها تمثل أداة فعالة لتمويل الاستثمارات وتمويل التنمية الاقتصادية.

ويعتبر سوق رأس المال المكان الذي يلتقي فيه الأفراد والمؤسسات ذوي الفائض المالي بالمؤسسات الذين هم في حاجة إلى هذه الأموال لتمويل نفقاتهم الجارية أو الاستثمارية، وينتقل هذا الفائض من الأموال عن طريق أدوات معينة تعرف باسم الأدوات المالية.

وتتمثل أهم أهداف هذا البحث في تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال ماهيته، وظائفه، تنظيمه وتحديد كل من الاستثمار المالي وآلية التمويل عن طريق الأدوات المالية، وإلقاء الضوء على سوق رأس المال في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2015.

الكلمات المفتاحية: سوق رأس المال، الأدوات المالية، بورصة الجزائر

### Résumé :

Récemment, le marché des capitaux a pris une grande importance au niveau mondial ; en particulier, dans les pays émergents dont l'Algérie, parce qu'il représente un outil efficace pour le financement des investissements ainsi que le financement du développement économique.

Le marché des capitaux est le lieu de rencontre entre les agents économiques ayant un excédent de capitaux et les agents ayant besoin de financer leurs dépenses courantes ou d'investissement ; et le déplacement des fonds excédentaires se réalisent grâce à certains outils connus comme des instruments financiers.

Les principaux objectifs de cette recherche sont la détermination du cadre théorique du marché des capitaux via son essence, ses fonctions, son organisation ainsi que l'identification d'investissement financier et le mécanisme de financement au moyen d'instruments financiers, et mettre en lumière le marché des capitaux en Algérie durant la période 2014-2015.

### Abstract :

Recently, the capital market has taken a great global importance ; in particular in emerging countries, including Algeria, as an effective tool for financing investment and the financing of economic development.

The capital market is a place where individuals and institutions with financial surplus meet with institutions that need these funds to finance their current or investment expenditures. This surplus is transferred through certain instruments known as financial instruments.

The main objectives of this research is to determine the theoretical framework of the capital market via its essence, its functions, its organization and the identification of financial investment and the financing mechanism using financial instruments, and highlight the capital market in Algeria during the period 2014-2015

## فهرس المحتويات:

الصفحة	المحتوى
(II-I) III (أ-د)	الرسالة الإهداء شكر الملخص الفهرس قائمة الجداول والأشكال المقدمة العامة
	الفصل الأول : الإطار النظري لسوق رأس المال
2	تمهيد
3	المبحث الأول : أساسيات حول سوق رأس المال
3	المطلب الأول : طبيعة سوق رأس المال
5	المطلب الثاني : وظائف سوق رأس المال.
7	المطلب الثالث : شروط وأهداف قيام سوق رأس المال.
9	المبحث الثاني : تنظيم سوق رأس المال.
9	المطلب الأول : أقسام سوق رأس المال.
9	المطلب الثاني : المتعاملون في سوق رأس المال.
13	المطلب الثالث : التعاملات في سوق رأس المال.
17	المبحث الثالث : السوق المالي الكفاء.
20	المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق رأس المال.
22	المطلب الثاني : شروط ومستويات كفاءة سوق رأس المال.
25	المطلب الثالث : أدوات التحليل في سوق رأس المال.
27	خلاصة الفصل الأول.
28	الفصل الثاني : تمويل الاستثمار
29	تمهيد
30	المبحث الأول : ماهية الاستثمار المالي.
30	المطلب الأول : تعريف الاستثمار المالي.
31	المطلب الثاني : أهداف الاستثمار المالي.

32	المطلب الثالث : مزايا وغيوب الاستثمار المالي.
33	المبحث الثاني : أدوات الاستثمار المالي.
33	المطلب الأول : أدوات الملكية.
37	المطلب الثاني : أدوات المديونية .
43	المطلب الثالث : المشتقات المالية.
48	المبحث الثالث : التمويل عن طريق الأدوات المالية.
48	المطلب الأول : آلية التعامل في السوق الأولي.
50	المطلب الثاني : التمويل عن طريق الأسهم العادية.
51	المطلب الثالث : التمويل عن طريق الأسهم الممتازة والسندات.
53	المبحث الرابع : الاستثمار في المحفظة المالية.
53	المطلب الأول : ماهية المحفظة الاستثمارية.
58	المطلب الثاني : السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية.
59	المطلب الثالث : مخاطر الاستثمار في المحفظة المالية.
62	خلاصة الفصل الثاني.
63	الفصل الثالث : سوق رأس المال في الجزائر خلال الفترة 2014-2016
64	تمهيد
65	المبحث الأول : تقديم بورصة الجزائر.
65	المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها.
67	المطلب الثاني : تنظيم بورصة الجزائر .
68	المطلب الثالث : الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر .
72	المبحث الثاني : واقع نشاط بورصة الجزائر.
72	المطلب الأول : الأدوات المالية المتداولة وآلية عمل بورصة الجزائر.
75	المطلب الثاني : الشركات المصدرة في بورصة الجزائر .
79	المطلب الثالث : نشاط بورصة الجزائر .
82	المبحث الثالث : معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها.
82	المطلب الأول : المعوقات الاقتصادية.
85	المطلب الثاني : المعوقات الاجتماعية والثقافية والتشريعية والتنظيمية .
88	المطلب الثالث : شروط فعالية بورصة الجزائر .
88	خلاصة الفصل الثالث.
89	الخاتمة العامة
92	قائمة المراجع

## قائمة الجداول والأشكال

### قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	مقارنة بين الأسمم والسندبايم	42
2	نشاط بورصة الجزائر للفترة 2014-2016	79
3	القيمة المتداولة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2014-2016	80

### قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	أقسام سوق رأس المال	13

مقدمة

المقدمة العامة:

إن دراسة الأسواق المالية أصبح من الموضوعات الهامة ويحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية وذلك نظراً لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابتها للمتغيرات المحلية والخارجية.

وباعتبار أن سوق رأس المال تلعب دوراً استراتيجياً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

وبالتالي فهي مكان التقاء عارضي الأموال (المدخرين) والطالبيين عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات، وبالتالي تساعد على عملية التكوين الرأسمالي كذا انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز.

ولقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق رأس المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها ، وليس هذا فحسب بل انفتاحها أمام المستثمرين الأجانب أفراداً كانوا أم مؤسسات إضافة إلى الدور الهام الذي أصبحت تضطلع به في مسيرة التنمية خاصة في البلدان النامية، والتي تفتقر إلى وجود مثل هذه الأسواق بالإضافة إلى حاجتها إلى توفير بيئة استثمارية ملائمة وبالتالي فإن الأسواق المالية هي الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي.

إشكالية البحث:

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

كيف يمكن من خلال الأدوات المالية بما فيها التقليدية والحديثة تمويل الاستثمار في بورصة الجزائر خلال فترة

الدراسة؟

- وتندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:
- ما مفهوم سوق رأس المال؟ وفيما تتجلى أهميته؟
- ما المقصود بكفاءة السوق المالي؟
- كيف تتم آلية التمويل عن طريق الأدوات المالية؟
- فيما تتمثل المحفظة الاستثمارية؟
- كيف تتم آلية التمويل في بورصة الجزائر؟

#### فرضيات البحث:

لمحاولة الإجابة عن هذه التساؤلات نصوغ الفرضيات التالية:

- يعد سوق رأس المال مكان التقاء العارضين والطلبين لرؤوس الأموال.
- السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة.
- يتطلب وجود سوق مالي فعال في الجزائر إلى تعدد الشركات والأدوات المالية المتداولة فيه.

#### • أهمية البحث:

تتبع أهمية سوق رأس المال من خلال الدور الذي يقوم به وهو تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار، كما تعتبر أداة فعالة في الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى أنها تقوم بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات عن طريق إعادة بيع الأسهم والسندات التي تم طرحها كما تمثل أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع، فسنحاول في هذا البحث الوقوف على مدى قدرة سوق رأس المال عن طريق أدواته في تمويل الاستثمار.

أهداف الدراسة:

تتلخص أهداف البحث في العناصر التالية:

- تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال طبيعتها، وظائفها وتقسيماتها.
- تحديد معنى الاستثمار المالي والتمويل عن طريق الأدوات المالية من خلال آلية عمل السوق الأولي.

منهجية الدراسة:

للإجابة على التساؤل الوارد في الإشكالية ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتاريخي في بداية البحث في الفصلين الأول والثاني واعتمدنا على منهج دراسة حالة في الفصل الثالث والمخصص لبورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2016.

دراسات سابقة:

عند إعداد هذا الموضوع، تم الاطلاع على بعض الرسائل التي تناولته وهي:

- بوكساني رشيد: معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفصيلها وهي عبارة في رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية السنة الجامعية 2006/2005 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول ماهي المتطلبات

الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وماهي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟

وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما

يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في

وجه تطوير هذه الأسواق.

- سميحة بن محياوي : دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ،دراسة حالة بعض الدول

العربية ،مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية ،تخصص تجارة دولية (2014-

(2015) ،حيث تدور إشكالية هذا البحث حول ما مدى مساهمة الأسواق العربية في تمويل التجارة الخارجية ؟،وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها إلى أن السوق المالي الكف يضمن التطور والنمو الاقتصادي ورفع الكفاءة المعلوماتية تعتبر أساس الأسواق المالية والمصدر الرئيسي لتخاض قرارات الاستثمار .

- عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق المال ،دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة (2000-2014) ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص الأسواق المالية والبورصات (2014-2015) تدور إشكالية هذا البحث حول كيف يمكن لعقود الخيار التقليل من مخاطر أسواق المال؟ وهل أدت إلى التقليل من مخاطر بورصة باريس؟ ،توصلت الدراسة إلى نتائج منها أن إدارة المخاطر تعني تحليل وتحديد والسيطرة الاقتصادية على المخاطر المالية التي تهدد الاصول والقدرة الإدارية للمشروع.

### هيكلية الدراسة:

قسمنا البحث إلى ثلاث فصول في الفصل الأول مفاهيم عامة حول سوق رأس المال في ثلاث مباحث في البحث الأول أساسيات حول سوق رأس المال ،والمبحث الثاني تنظيم سوق رأس المال ، والمبحث الثالث السوق المالي الكفاء، أما الفصل الثاني تمويل الاستثمار في أربع مباحث المبحث الأول ماهية الاستثمار المالي والمبحث الثاني أدوات الاستثمار المالي ، والمبحث الثالث التمويل عن طريق الأدوات المالية والمبحث الرابع الاستثمار في المحفظة المالية، الفصل الثالث سوق رأس المال في الجزائر في ثلاث مباحث ،المبحث الأول تقديم بورصة الجزائر والمبحث الثاني واقع نشاط بورصة الجزائر والمبحث معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها.

الفصل الأول:

الإطار النظري لسوق

رأس المال

## تمهيد:

تعمل سوق رأس المال على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية من خلالها تحول الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية تمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعافي من عجز الموارد المالي وتعكس الطلب على الموارد المالية، أي أن سوق رأس المال تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك الرغبة والقدرة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتملك الفكرة على الاستثمار.

وفي أدائها لتلك الوظيفة ، فإن الأسواق المالية تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة في استخدامات إنتاجية ، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي ، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية.

ويتناول هذا الفصل الإطار النظري لسوق رأس المال ، حيث سنتناول في المبحث الأول أساسيات حول سوق رأس المال ، المبحث الثاني سنتناول تنظيم سوق رأس المال ، أما المبحث الثالث فهو عن كفاءة السوق المالي شروطها ومستوياتها.

المبحث الأول : أساسيات حول سوق رأس المال .

تحتل سوق رأس المال مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال ، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة ، نظرا لما تزاوله من نشاط.

لذلك سنتناول في هذا المبحث أساسيات حول سوق رأس المال في ثلاث مطالب في المطلب الأول طبيعة سوق رأس المال مفهومها وأهميتها ، المطلب الثاني وظائف السوق وخصائصها ، أما المطلب الثالث فسنتناول فيه شروط وأهداف قيام سوق رأس المال.

المطلب الأول : طبيعة سوق رأس المال.

لسوق رأس المال أهمية كبيرة في الاقتصاد الوطني وبالتالي لا بد لنا من التعرف على مفهوم سوق رأس المال وكذا أهميته.

الفرع الأول : مفهوم سوق رأس المال.

لسوق رأس المال تعريفات عديدة نذكر منها:

يعرف على أنه سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل ، وهي سوق يتم التعامل فيها بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات وتؤدي هذه السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حالة رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل مشاريع جديدة<sup>1</sup>.

ويعتبر أيضا نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ،حيث يتمكن المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الهيتي نوزاد ،مقدمة في الأسواق المالية ، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية ، طرابلس ، 1998 ، ص: 27 .

<sup>2</sup> حسين عصام ،أسواق الأوراق المالية البورصة ،دار أسامة للنشر والتوزيع ،الأردن ، 2008 ، ص: 17 .

ويعرف سوق رأس المال على أنه "السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة"<sup>1</sup>.

يعرف سوق رأس المال على أنه "مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)"<sup>2</sup>.

كما يعرف أيضا "أنه سوق الأموال طويلة الأجل وهو الإطار الذي تلقتي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل ، وبصورة مباشرة للاكتتاب بالأسهم والسندات"<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني : أهمية سوق رأس المال.

تتمثل أهمية سوق رأس المال فيما يلي:

- 1- تمويل خطط التنمية التي تعد من الوظائف الأساسية للأسواق المالية<sup>4</sup>.
- 2- وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة من التأثيرات الخارجية ، ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم والسندات وتسعيرها و طرحها من قبل مؤسسات السوق المالي المختصة.
- 3- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في سوق رأس المال غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشراء هذه الأوراق ، بما يعود عليهم بأرباح مقبولة ومخاطر قليلة خاصة في حالة توظيفها في شركات الاستثمار أو صناديق الاستثمار التي لديها خبرات مالية متخصصة<sup>5</sup>.
- 4- يعتبر أكثر انتظاما من السوق النقدي ناهيك عن كون المتعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقودهم للصفقات المالية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل للنشر ، الطبعة الثالثة، الأردن ، 2005 ، ص: 124 .

<sup>2</sup> الزبيدي حمزة ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان، 2001 ، ص: 114.

<sup>3</sup> التميمي أرشد فؤاد ، سلام أسامة عزمي ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة ،الأردن ،2004 ، ص: 120 .

<sup>4</sup>الصيرفي محمد ، البورصات، دار الفكر الجامعي ،مصر، 2007، ص: 39 .

<sup>5</sup> أبو موسى رسمية أحمد ، الأسواق المالية والنقدية ،المعزز للنشر والتوزيع ،الأردن ،2005 ، ص: 12-13.

<sup>6</sup>الشمري ناظم محمد نوري وآخرون ، أساسيات الاستثمار المالي والعيني ، دار وائل ،الأردن ،1999 ص:188.

5- تمثل أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: وظائف سوق رأس المال.

وجد سوق رأس المال أساسا لإشباع حاجات ورغبات المتعاملين، والقيام بالعديد من الوظائف الاقتصادية التي تخص تمويل وتنشيط ونمو الاستثمار كما يتميز بعدة خصائص.

### الفرع الأول: وظائف سوق رأس المال.

لسوق رأس المال وظائف عديدة يمكن إبرازها كما يلي:

- **تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات :** لأسواق رأس المال دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من الأموال غير موظفة في الاقتصاد الوطني وتحويلها من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية ، وذلك من خلال عمليات الاستثمار في الأدوات المالية المتنوعة كالأسهم والسندات ، فضلا عن ذلك يساهم سوق رأس المال في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي ، من خلال تعبئة رؤوس الأموال التي تعجز الحكومات والبنوك التجارية عن توفيرها لأسباب عديدة منها مشاكل التضخم الناتجة عن النقد<sup>2</sup>.
- **توفير السيولة :** وهي أهم وظيفة تؤديها أسواق رأس المال بعد وظيفة تجميع المدخرات ، إذ يوفر سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة ، وتشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم لشراء الأوراق المالية من السوق الأولية أو السوق الثانوية طالما أنه يمكن تحويله بسرعة إلى سيولة نقدية ، دون تحمل خسائر معتبرة ، لذلك تساهم سيولة السوق في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مما ينعكس على النمو الاقتصادي والمستوى المعيشي للأفراد.
- **تخفيض مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات على أداء الشركات :** يوفر سوق رأس المال فرصا عديدة لتخفيض مخاطر الاستثمار ، من خلال إمكانيات التنوع التي توفرها الأدوات المالية المتداولة ، حيث تمكن من تكوين محافظ مالية متنوعة لمختلف الشركات المدرجة في السوق ولقطاعات متعددة ، ولجانب

<sup>1</sup>رمضان زياد، المرجع سابق ، ص :124.

<sup>2</sup> زيدان محمد ، العمري ريمه وآخرون ، أسواق رؤوس الأموال: مصدر لتمويل التنمية الاقتصادية أم قناة لعدوى الأزمات المالية ،مجلة حوليات بشار ،العدد 08 ، 2010 ، ص ص: 232- 233 .

وظيفة تخفيض المخاطر توفر أيضا سوق رأس المال وظيفة توفير المعلومات حول أداء الشركات لتوفير التسعير العادل للأوراق المالية ، وكذا تساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار<sup>1</sup>.

• **الاحتفاظ بالثروة** : يعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي يوفرها على القيام بدور مخزن للقيمة ، أو مخزن للثروة ، ذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة ، وتتسم الأدوات المالية التي يوفرها دخلا للمحتفظ بها ، وزيادة قدرة رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية ، يجنبان زيادة الاحتفاظ بالثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

• **تحقيق الاستقرار الاقتصادي** : يعد سوق رأس المال أداة من أدوات السياسة الاقتصادية ، لتؤدي الحكومة مهامها للوصول إلى الاستقرار الاقتصادي وتجنب التضخم أو الكساد ، وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة ، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: خصائص سوق رأس المال.

لسوق رأس المال بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها :

- سوق رأس المال تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى ، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين ، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق ، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق رأس المال وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم ، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

<sup>1</sup> مزاهدية رفيق ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات : دراسة حالة سوق السهم السعودي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة باتنة ، 2006-2007 ، ص: 15 .

<sup>2</sup> هولي رشيد ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تمويل برامج الخصخصة : دراسة مجموعة دول المغرب العربي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، إدارة مالية ، جامعة قسنطينة ، 2010 ، ص: 16-17 .

- سوق رأس المال يتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادته من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في سوق رأس المال يتطلب توفر المعلومات السوقية ، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- سوق رأس المال ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل<sup>1</sup>.
- الاستثمار في سوق رأس المال قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية ، سوقية، وتنظيمية مختلفة ، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا
- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا ، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق رأس المال يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

#### المطلب الثالث : شروط وأهداف قيام سوق رأس المال.

لقيام سوق رأس المال مجموعة من الشروط يجب مراعاتها ، كما أنه يحقق مجموعة من الأهداف سنتطرق إليها في هذا المطلب.

#### الفرع الأول : شروط قيام سوق رأس المال.

1. توفر مناخ استثماري مستقر يتمثل في : حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي - حالة انتعاش اقتصادي - وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد ...
2. توفير المعلومات للمتعاملين في سوق رأس المال الذي يعتمد أساسا على المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ، من حيث مركزها المالي إضافة إلى ذلك فإنه بحاجة إلى المعلومات عن السوق ، العرض والطلب على الأسعار والترتيبات القانونية الأخرى التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قراراته الاستثمارية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2005 - 2006 ، ص: 46.

<sup>2</sup> عجاج هيثم صاحب ، سعود علي محمد ، التمويل الدولي ، دار الكندي ، لبنان ، 2002 ، ص: 84 .

3. زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة ، حيث تعتبر هذه المؤسسات بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد فهي تقوم بعمليات الاقتراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة والتي تعتبر جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية.
4. تحويل المدخرات إلى استثمارات وذلك لأن هذه السوق تعد بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية<sup>1</sup>.
5. ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين في الدولة وكذلك تنسيق الأنظمة والقوانين المعمول بها بين الدول ،ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين الدول ، مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب بها ، ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية .
6. الاهتمام بوسائل الاعلام ومراقبتها لأن تكوين الشركات او طرح سندات لا بد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي يحتاجها لتوظيف أمواله ، وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات<sup>2</sup> .

#### الفرع الثاني: أهداف سوق رأس المال.

إن الأهداف التي تنشئ من أجلها السوق يمكن إجمالها فيما يلي:

- 1- إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.
- 2- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة من خلال اتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم للمتعاملين.
- 3- ترشيد و تأطير أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويوفر الحماية للمتعاملين.
- 4- العمل على تشجيع شركات جديدة وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية ، وتحديد المتطلبات الواجب توفرها في نشرة الإصدار .

<sup>1</sup> الجمل جمال جويدان ، الأسواق المالية والنقدية ، دار صفاء ،الأردن ،2002 ،ص:21 .

<sup>2</sup> أبو موسى رسمية أحمد ،مرجع سابق ،ص:15 .

5- قيد الأوراق المالية الجديدة في السوق ، والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.

6- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات بأسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية ، وجميع البيانات الأخرى التي من شأنها أن توضح للمستثمرين الأوضاع المالية للشركات<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني : تنظيم سوق رأس المال.

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين أساسيين هما السوق الأولية والتي يتم على مستواها إصدار الأوراق المالية والسوق الثانوية وهي سوق لتداول تلك الإصدارات ، وبالتالي من الضروري وجود متعاملون مسؤولون عن عملية الإصدار والتداول ، وتتم آلية التعامل عن طريق الأوامر والتي تمثل طلبات البيع والشراء التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة.

### المطلب الأول: أقسام سوق رأس المال.

تعد السوق الأولية أو سوق الإصدارات بداية النشاط المالي أي خلق الأدوات المالية ، أما السوق الثانوية أو سوق التداول فيتم فيها تحديد قيم هذه الأدوات ، وبالتالي فإن السوق الأولي يضمن الاستمرارية لعمل السوق الثانوي .

### الفرع الأول : السوق الأولية.

تسمى بسوق الإصدار وهي تلك السوق التي تتكفل بخلقها مؤسسات متخصصة في مجال التمويل والإصدار<sup>2</sup>. و هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالإصدارات الجديدة من الأدوات المالية سواء كانت للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال ، وتباع الإصدارات الجديدة بالجملة ، أي أنه يتم في هذه السوق طرح الأدوات المالية للاكتتاب لأول مرة والهدف الرئيسي لهذه السوق الحصول على التمويل بغرض التأسيس لمشروعات جديدة أو لتوسع في مشاريع قائمة بغرض زيادة رأسمالها .حيث تعتبر هذه السوق الوسيلة التي يتم من خلالها جمع المدخرات وتحويلها مباشرة إلى استثمارات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صفر أحمد ، المصارف والأسواق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، 2006 ، ص ص : 81-82 .

<sup>2</sup> حنفي عبد الغفار ، الاستثمار في الأوراق المالية ،الدار الجامعية، مصر ، 2000 ، ص : 21.

<sup>3</sup> بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ،دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم تجارية، تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة ،2014-2015، ص: 21 .

وبالتالي فهي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها والجدير بالذكر أن السوق الأولية في غالبية الحالات لا تكون معروفة للجمهور لأن بيع الأوراق المالية الجديدة يتم خلف أبواب مغلقة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: السوق الثانوية.

هي السوق الذي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي وبمعنى آخر هي سوق تداول الإصدارات بعد الاكتتاب فيها بين من يحملها وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء ، أي أن الأوراق المالية في السوق متداولة من قبل ، ومحلها استثمارات قائمة وليست جديدة ، ويقول آخر ، فإن الاستثمار في السوق الثانوي يعد استثماراً مالياً وليس استثماراً حقيقياً.

وواقع الأمر أن السوق الثانوي في كثير من الأحيان يكون أهم من السوق الأولي ، ويرجع ذلك إلى أن السوق الثانوي ، من ناحية ، يضيفي صفة السيولة على الأصول المالية ( أي يجعل بيعها سهلاً ) وهو ما يزيد الرغبة في اقتنائها ، مما يسهل على الشركة المصدرة عملية بيعها في السوق الأولي . وهذا معناه تسهيل عملية الاستثمار الحقيقي ، ومن ناحية أخرى ، فإن سعر الورقة المالية في سوق الإصدار ، يتحدد أساساً في السوق الثانوي ، فالذي يشتري الورقة المالية في سوق الإصدار سيدفع السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوي سيحدده لهذه الورقة.

وكلما ارتفع هذا السعر أمكن للشركة المصدرة أن تحصل على سعر مرتفع للورقة المالية التي أصدرتها ، ومعنى ذلك زيادة بمقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تحصل عليها الشركة المصدرة للورقة المالية ، وكذا فإن السوق الثانوي أهم بكثير من السوق الأولي ، بل ليس من المغالاة القول بأن تطور السوق الأولي سيكون صعباً إذا لم يتطور معه في ذات الوقت السوق الثانوي ، فلو أن هناك إصدار جديد يستحق بعد عشرين عاماً فلن يقدم أحد على شرائه إذا لم يكن هناك سوقاً ثانوياً<sup>2</sup> .

<sup>1</sup> يونس محمود ، مبارك عبد النعيم ، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003 ، ص: 131 .

<sup>2</sup> بن لخضر مسعودة ، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014 ، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، تخصص الأسواق المالية والبورصات ، 2014-2015 ، ص: 11.

وللسوق الثانوية أهمية كبيرة بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة ، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشدا لهذه الوحدات عند تسعيرها لأوراقها المالية<sup>1</sup> .

وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة .

### 1- السوق المنظمة (البورصة):

هي تلك الأسواق التي تأخذ شكل بورصات وتتميز بأن لها مكانا محددًا يتم فيه تداول الأوراق المالية المسجلة بتلك البورصات ولها أوقات دورية يلتقي فيها المتعاملون وفقا لنظم ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين وتتم تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أعضاء مختصون مرخص لهم وتنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية وسوق إقليمية ويقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة البورصة والأوراق المالية بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة أما السوق الإقليمية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم محدد<sup>2</sup> .

### 2- الأسواق غير المنظمة.

ونقصد به السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية لشروط إدراجها في البورصة ، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذا السوق ، وتقوم بهذه المهمة الشركات المالية أو البنوك أو الوسطاء وفقا للأسعار المعلنة ، ويلعب الوسطاء دورا أساسيا في هذا السوق الذي يتصف بالديناميكية المفردة والمرونة العالية لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة وبدون الحاجة أن يلتقي البائع مع المشتري ، إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين أي التداول يكون بين حامل الورقة المالية والمشتري دون الحاجة لحضور المصدرين ، ويتحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> الحناوي محمد صالح ، مصطفى نهال فريد ، العبد جلال ابراهيم ، الإدارة المالية ، المكتبة الجامعية الحديثة ، مصر ، 2009 ، ص: 233-234.

<sup>2</sup> سلام عماد صلاح ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة ، أبوظبي ، 2002 ، ص: 233 .

<sup>3</sup> آل شبيب دريد كامل ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري ، الأردن ، 2009 ، ص: 194 .

السوق الثالثة:

وهو قطاع من السوق غير المنظمة بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة ، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظمة ، وهذه الأسواق على استعداد لبيع وشراء الأوراق المالية بأي كمية . وكذلك نجد أنه من حق بيوت السمسرة التعامل بالأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم الحق في تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على الأوراق المالية المسجلة فيها<sup>1</sup> .

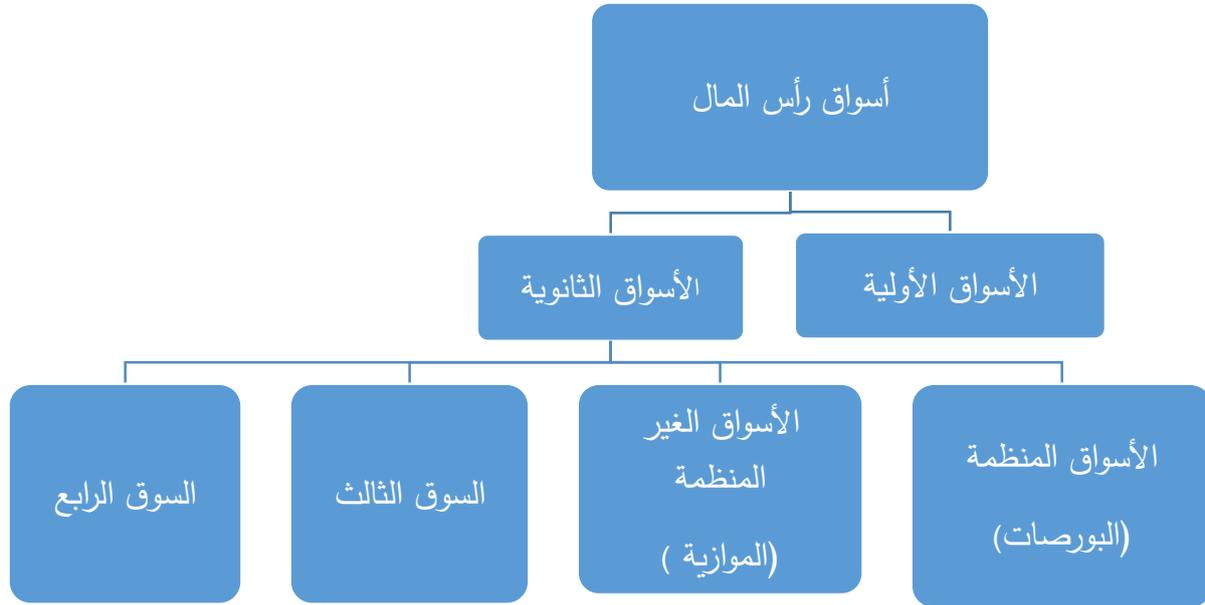
السوق الرابعة:

يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء اللذين يتعاملون فيما بينهم في بيع وشراء الأوراق المالية في طلبيات كبيرة وبدون وساطة السماسرة ، وذلك كاستراتيجية اضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات وأجهزة الحاسوب وبهذا لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل بها ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها ، وفي ظل السوق الرابعة تبرم الصفقات بسرعة أكبر كما قد ينتج عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات<sup>2</sup> .

<sup>1</sup> حنفي عبد الغفار ، قرياقس رسمية ، أسواق المال ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2003 ، ص: 55 .

<sup>2</sup> الراوي خالد وهيب ، الاستثمار ، مفاهيم تحليل واستراتيجية ، دار المسيرة ، عمان ، 1999 ، ص: 11 .

الشكل رقم (1) أقسام سوق رأس المال



المصدر : التميمي أرشد فؤاد ، الأسواق المالية "إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري ، عمان، 2010، ص: 93 .

#### المطلب الثاني : المتعاملون في سوق رأس المال.

يمارس سوق رأس المال عملياته بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر وتتأثر بنشاط السوق ، وبالتالي يتحقق لسوق رأس المال استمراريته في أداء نشاطها وإشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة.

#### الفرع الأول: تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

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:

**أولاً : 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 و تخطيط 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.

**ثانياً : المضاربون الهواة:** وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم<sup>1</sup>

بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق ، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق ، ص: 50 .

دورات الهبوطية و الصعودية لأسعار الأسهم ، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر .

**ثالثا : 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 .

**رابعا : 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 .
- **المستثمر العادي :** ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل ، بالإضافة إلى العائد الجاري .

### الفرع الثاني : تصنيف المتعاملون إلى العارضين والطالبين لرأس المال

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق رأس المال إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال .

**أولا : 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<sup>1</sup> .
- **بنوك الاستثمار :** هو مؤسسة مالية تقوم بتقديم النصح من خلال أنواع الأوراق المالية التي ترغب الشركات في إصدارها أو تقوم بالاكتتاب لها والتوزيع أيضا أي تعنى بالشؤون المالية التي تخص الأوراق المالية .

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق ، ص ص : 50-51 .

- **البنوك التجارية:** هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير والتعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل ويطلق عليها بنوك الودائع<sup>1</sup>.
- **صناديق الاستثمار:** تعرف صناديق الاستثمار بأنها تتعامل مع طبقة خاصة ، تهدف على تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية لقاء عمولة معينة ، وقد نشأت هذه الصناديق بسبب حاجة صغار المدخرين للخبرة في اختيار الاستثمارات المناسبة.
- وقد أثبتت التجربة الأمريكية أن إنشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة.
- وتهدف صناديق الاستثمار على خدمة نوعين من المستثمرين:
- **النوع الأول:** وهم المستثمرين الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم والقيام باستثمار متنوع مبني على تحليل اتجاهات السوق والتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق الأرباح المرجوة ، لذلك تلجأ هذه الفئة إلى التعامل مع صناديق الاستثمار.
- **النوع الثاني :** هم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية مناسبة تناسب حركة السوق صعودا وهبوطا لتحقيق ما يهدفون الوصول إليه.
- **نوادي الاستثمار :** ظهرت نوادي الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم ما لبث أن انتشرت في معظم دول أوروبا ، والهدف من إقامة هذه النوادي هو الاستثمار في الأوراق المالية وزيادة الوعي الاستثماري فيها وتوجيه أصحاب المدخرات الصغيرة للاستثمار فيها<sup>2</sup>.

### ثانيا :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

<sup>1</sup> الفولي أسامة محمد ، عوض الله زينب ، اقتصاديات النقود والتمويل ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2005 ، ص:145 .

<sup>2</sup> علي عبد المنعم السيد ، العيسى نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الجاسر ، الأردن ، 2004 ، ص ص

السندات ، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ.

- **الشركات الصناعية والتجارية:** تعتبر هذه الفئة من المتدخلين الرئيسيين في سوق رأس المال فهي تلجأ لهذه السوق للحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها وتوسعاتها ، وذلك من خلال إصدارها للأسهم والسندات.
- **الحكومات :** تعتبر الحكومات بوزاراتها وهيئاتها المحلية من بين المتدخلين الأساسيين في السوق الأولي ، سيما في أسواق السندات بل يمكن القول أن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين وذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: الوسطاء الماليون:

يعد الوسطاء الماليين أو السماسرة من أهم الفاعلين الرئيسيين في أسواق رأس المال ، فالسمسار يقوم بدور حلقة وصل بين المستثمرين في الأوراق المالية والجهة المصدرة لها وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الطرفين كذلك ينحصر عمل الوسيط في التكفل بتقديم النصائح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار<sup>2</sup> وعموما يمكن تصنيف الوسطاء الماليين إلى:

- **السماسرة الوكلاء :** يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في سوق رأس المال ، يعملون لحساب بيوت السمسرة أو لحسابهم الخاص ويقومون بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء والبيع بالسوق الثانوي مقابل عمولة محددة.
- **سماسرة الصالة :** يعملون لدى السماسرة الوكلاء خاصة عندما يعرف السوق زيادة كبيرة في حجم المعاملات وينحصر على السمسار الوكيل لتنفيذها لوحده فيستعين بسماسرة الصالة بحيث يحصلون على جزء من العمولة التي يحصل عليها سماسرة الوكلاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.
- **تجار الصالة :** يتمثل دورهم في شراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين بل يقومون بالبحث عن فرص البيع والشراء للحصول على فروقات الأسعار ، لذا يطلق عليهم المضاربون.

<sup>1</sup> براق محمد ،السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي ،الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي

كألية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية ،جامعة فرحات عباس ،سطيف ،8-9 ماي ،2004 ،ص :5 .

<sup>2</sup> كافي مصطفى يوسف ،بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان ،سوريا ،2009 ،ص:221 .

- المتخصصون : يجمع التخصص بين نشاط السمسرة والتجارة بحيث يتخصص كل منهم في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق لذلك يعتبر المتخصص محتكر للسوق ، ولهم دور في استقرار الأسعار وتحقيق التوازن في السوق من خلال الحفاظ على هامش ربح صغير.
- تجار الطلبيات الصغيرة : ينحصر نشاط الطلبيات الصغيرة في شراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة ثم إعادة بيعها بكميات صغيرة ، ويحقق التجار هنا الربح من خلال الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: التعاملات في سوق رأس المال

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق رأس المال ،ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة.

### الفرع الأول: الأوامر.

وهي طلبات البيع والشراء التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد<sup>2</sup>

ويمكن تلخيص هذه الأوامر فيما يلي:

### أوامر السوق :

تعد الأوامر الأكثر شيوعاً في التعاملات ،حيث يطلب من السمسار بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ،وبأسرع وقت ممكن (أقل الاسعار عند الشراء وأعلى الأسعار عند البيع ) ،وغالباً ما يكون المستثمر متأكداً من تنفيذ العملية، طالما توجد مرونة للتنفيذ ،لذلك فهذا الأمر يكون أمر يومي ومثل هذه الأوامر تنفذ بسرعة إلا أن نتائجها لا تتناسب مع رغبات المستثمر ،وينخفض مثل هذا التأثير في ظل كفاءة عالية للسوق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ابراهيم محمد منير ،إدارة الأسواق و المنشأة المالية ، منشأة المعارف ،الاسكندرية ،مصر، 2002، ص ص :502-504 .

<sup>2</sup> الداغر محمود محمد ،الأسواق المالية ،دار الشروق ، الأردن ،2007،ص ص:248 .

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي ،تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية ،دار رسلان ،سوريا ،2014 ، ص :126 .

أوامر محددة :

يتم بموجب هذه الأوامر تحديد كل من السعر والكمية ،وفي هذه الحالة يقوم السمسار ببيع أو شراء عدد محدد من الأوراق بالسعر المحدد أو بأفضل منه ،وللأمر المحدد أنواع أخرى منها:

\* **الأمر المحدد بزمن** :وهو أمر تتحدد مدة سريانه بفترة زمنية قد تكون يوماً أو أكثر ويضل ساري المفعول إلا أن يتم إلغاؤه أو انقضاء الفترة المحددة.

\* **أوامر يومية**: وهي أوامر تصبح لا غية تلقائياً في نهاية يوم صدورها إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذها خلال اليوم الذي صدرت فيه.

\* **الأمر الصالح حتى يتم إلغاؤه** : وهذا يعني أن الأمر يضل صالحاً حتى يقوم السمسار بتنفيذه عند تحقق الشروط.

\* **الأمر من نوع نفذ فوراً أو الغ** : وهو أمر يصبح لا غياً إذا لم يتم تنفيذه فور صدوره<sup>1</sup>.

أوامر الإيقاف :

يعتبر هذا النوع مزيج من النوعين السابقين وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة انقضاء ما يمكن انقاذه من الربح أو تقاضي ما يمكن تقاضيه من خسارة وهناك نوعين من أوامر التوقف :

\* **أوامر تتعلق بالبيع يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه .**

\* **أوامر تتعلق بالشراء** : يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعده<sup>2</sup>.

الفرع الثاني :تسوية الصفقات

بالنسبة لتسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانوناً في البورصات المنظمة ،حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ والسمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص أيضاً ،بذلك يصبح المستثمر

<sup>1</sup> رمضان زياد ،مرجع سابق ، ص ص:130-131 .

<sup>2</sup> رمضان زياد ، شموط مروان ، الأسواق المالية ،جامعة القدس مصر ،2008 ،ص:142 .

المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار ،مع الإشارة إلى أنه خلال يوم التسوية تدفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم.

والتسوية قد تكون نقدية ،وقد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السمسرة أو ما يسمى التعامل بالمكشوف.

أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر ،أو إبقائها في بيت السمسرة<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: تكاليف التنفيذ

تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف ، تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة :

#### التكاليف المباشرة :

تتمثل التكاليف المباشرة في تكاليف المعاملات ،وتشمل عدة مكونات أهمها عمولة السمسرة التي تتحدد بالتفاوض مع السمسار والربح الذي يحققه المتخصص أو التاجر ويتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة وسعر البيع ويطلق عليه الهامش أو المدى.

#### التكاليف الغير مباشرة: تتمثل أهم عناصرها في :

تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن الحصول عليه لو تم توظيف تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.

تكلفة الوقت والجهد المبذول من قبل المستثمر في تقييم وتحليل الأوراق المالية محل الاستثمار.

التكلفة النفسية وهي تلك الحالة التي تنتاب المتعامل حول الاستثمار واحتمال تدهور قيمته<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> كافي مصطفى يوسف ، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية ،مرجع سابق ،ص:130 .

<sup>2</sup>ابراهيم محمد منير ،مرجع سابق ، ص :539 .

المبحث الثالث: السوق المالي الكفاء .

في ظل وجود المنافسة الشديدة بين مختلف المتدخلين في السوق ، أصبح لابد من توفر البيانات والمعلومات الدقيقة المتعلقة بوضعية الأدوات المالية المتداولة ، و الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق رأس المال.

يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق ، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ، وتكون السوق ذات كفاءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق.

الفرع الأول : تعريف كفاءة سوق رأس المال.

في السوق الكفاء يعكس سعر السهم التي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها ،سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الاعلام ،وغيرها من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم<sup>1</sup> .

ويقصد بكفاءة سوق رأس المال مدى توفير البيانات والمعلومات من حيث سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة منها ،وتكاليف الحصول عليها<sup>2</sup>.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة الأسواق المالية.

أولاً: الكفاءة الكاملة.

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ، فتوقعات المستثمرين متماثلة ، والمعلومات متاحة للجميع.

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

<sup>1</sup>الهندي منير إبراهيم ،الأوراق المالية وأسواق رأس المال ،توزيع منشأة المعارف ،مصر، 2002، ص:489 .

<sup>2</sup> السيسي صلاح الدين حسن ،بورصات الأوراق المالية ،عالم الكتب ،مصر ، 2003، ص:25 .

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق ، أو على بيعه أو شراءه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين ، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- رشادة المستثمرين ، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

### ثانياً: الكفاءة الاقتصادية.

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم ، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية وتقوم على مبدأ تعظيم الأرباح ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل<sup>1</sup>.

#### 1- كفاءة التسعير:

تعرف كفاءة التسعير أو ما يطلق عليها الكفاءة الخارجية وهي أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات العلاقة بتلك الأوراق المالية بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية ، بمعنى توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين ، وتنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول عليها منخفضة أو منعدمة .

فإذا توافرت هذه الشروط في المعلومات الجديدة يمكن للمستثمرين أن يتمكنوا من خلالها من تكوين ردود أفعال تجاه التعامل في هذه الأوراق ، ومن ثم تكون القيمة السوقية للأوراق المالية مساوية لقيمتها الاقتصادية أو الحقيقية .

<sup>1</sup> بن محياوي سميحة ، ص ص : 56-57 .

## 2- كفاءة التشغيل:

كفاءة التشغيل أو ما يطلق عليها بالكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب ، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للمسمرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه ، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : شروط ومستويات كفاءة سوق رأس المال

في هذا المطلب سنتطرق إلى شروط السوق الكفاء ، وكذا المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق.

### الفرع الأول: شروط كفاءة سوق رأس المال

تتمثل شروط كفاءة السوق المالي فيما يلي:

#### 1- 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.

2- توفير السيولة للأوراق المالية التي يقوم ببيعها 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 تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تخفف من أخطار نشوء المضاربات.

#### 3- توفير وسائل وقنوات الاتصال الفعالة يستطيع المتعاملون بواسطتها:

- الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي والنشر في الصحف<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سلام محمد أحمد ،الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية ،دراسة مقارنة مصري -أمريكي - فرنسي دراسة قانونية اقتصادية، دار النهضة العربية، القاهرة ، 2013، ص: 38.

<sup>2</sup>رمضان زياد ، شموط مروان ، مرجع سابق ، ص: 199 .

- 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 المكتوبة والمقروءة.

4- أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق :ويجب أن تكون:

-محايدة و مكونة من أفراد ذوي خبرة.

-تعاونها في أدائها مجموعات استشارية متخصصة.

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

هـ -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.

قام العالم Fama فاما بتلخيص هذه الشروط في بعض النقاط وهي كالاتي :

- عدم وجود تكاليف لعمليات تبادل الأسهم.

- أن تكون المعلومات مجانية.

- أن تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين في نفس السوق وأن يحصلوا على جميع المعلومات المتوفرة في

نفس الوقت<sup>1</sup>.

الفرع الثاني : مستويات كفاءة أسواق رأس المال.

أولاً : المستوى الضعيف للكفاءة (الصيغة الضعيفة).

وهو المستوى الأدنى للكفاءة ، حيث يعرف السوق على أنه كفؤ إذا كانت الأسعار الحالية للسهم تعكس بالكامل

جميع المعلومات الخاصة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار ، لذلك فإن تطبيق أي قاعدة من قواعد التعامل

أو التحليل والتي تعتمد على المعلومات التاريخية مثل (أسعار الأسهم ، حجم التعامل ، قوائم مالية منشورة)،

<sup>1</sup> رمضان زياد ، شموط مروان ، مرجع السابق، ص: 200 .

وبالتالي لا يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بحركة الأسعار المتقلبة للأسهم ، ولذلك ليس من الممكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا عوائد فوق عادية باستخدام الأسعار التاريخية للأسهم.

وتسمى بالمعلومات السوقية التاريخية و لن تعطي أي عائد إضافي ، ولأن الأسعار الجارية تعكس بالفعل كل التغيرات السعرية السابقة ، فلن تكون هناك أي علاقة بين المتغيرات في الأسعار والمعلومات التاريخية<sup>1</sup>.

**ثانياً: المستوى شبه قوي.**

تقتصر المعلومات في هذه الصيغة على البيانات المنشورة والمعلقة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها ، لذلك يكون هناك مجال لبعض الأشخاص من المحللين للوصول إلى معلومات غير منشورة وغير معلنة يحققون من خلالها بعض الأرباح غير العادية من خلال انتقال ما يسمى بظاهرة (احتكار المعلومات)<sup>2</sup>.

**ثالثاً: المستوى القوي.**

وفقاً لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة ، فهذه الصيغة اختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة ، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار والمتخصصون في الأوراق المالية<sup>3</sup>.

**المطلب الثالث : أدوات التحليل في سوق رأس المال.**

إن التعامل في سوق رأس المال يرتبط أساساً بتحليل تلك السوق وذلك يتطلب إعداد ما يسمى بالتحليل الأساسي و الذي يهتم بمراجعة المعلومات الخاصة بوضع الشركة و احتمالات نجاحها و ذلك باستخدام البيانات المالية لها لمعرفة وضع الشركة و قيمتها و كذلك مقارنتها مع قدرتها على نمو المبيعات و الأرباح ثم القيام بالتحليل الفني الذي يهتم بمراجعة السلوكيات الخاصة لإصدار الأسهم في ظل ظروف السوق المختلفة و محاولة التنبؤ بالسعر المستقبلي للأسهم استناداً إلى ظروف السوق الحالية المتوقعة و حجم التداول.

<sup>1</sup> بن محياوي سميحة ، مرجع سابق،ص:61.

<sup>2</sup> صافي وليد ، البكري أنس ، الأسواق المالية والدولية ،دار المستقبل ،الأردن ،2009 ، ص: 20 .

<sup>3</sup> صالح مفتاح ، معارفي فريدة ، كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، بسكرة ، عدد 07 ،2009-2010 ،ص:186.

### الفرع الأول : التحليل الاساسي

يطلق على أنصار هذا الأسلوب الأساسيون، فهم يقومون بفحص العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على المنشأة كمحاولة للتنبؤ بالعوائد المستقبلية ، الأرباح التي ستتوزع ، المخاطر المصاحبة للاستثمار... الخ ، وعليه فهم يقومون بتقدير القيمة العادلة للورقة المالية .والتي تقارن مع القيمة السوقية لها، من أجل اتخاذ قرار مثل الشراء أو البيع أو الاحتفاظ<sup>1</sup>.

و يهدف التحليل الأساسي إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها و بالصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به .كما أن المحلل الأساسي المحترف يجب أن يهتم بكل العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء الشركة فلا يكتفي بالأوضاع الاقتصادية المحلية بل يتسع تحليله إلى المتغيرات الاقتصادية الدولية والسياسية والثقافية.

### الفرع الثاني :التحليل الفني

يمكن تعريف التحليل الفني بأنه استخدام البيانات التي تتولد عن سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي والأسهم الفردية ، وأحيانا يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة أو السوق بأكمله .لذلك يعتقد المحللون الفنيون أنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق ، فإن هذا السوق نفسه هو أفضل مورد للبيانات<sup>2</sup>.

وبالتالي فالتحليل الفني هو دراسة حركة أسعار الأسهم ،حجم التداول واتجاهات السوق الماضية لتوقع اتجاهات الأسعار وكمية العرض والطلب في المستقبل ، فهو عملية اختيار ودراسة حركة السعر السابقة للتنبؤ بحركة السعر المستقبلية ،وبعبارة أخرى فالتحليل الفني هو الطريقة المستخدمة لمعرفة قيمة ورقة مالية عن طريق دراسة إحصاءات حركة تداول هذه الورقة<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، ملتقى حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .

<sup>2</sup> بلجبلية سمية ، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية على أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في الأردن (بورصة

عمان 1996-2006)،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير .

<sup>3</sup> حسن عصام ، مرجع سابق ، ص : 162.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل ، تعرفنا على سوق رأس المال و التي تلعب دورا هاما في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي لها عجز مالي مع إيجاد قروض متاحة لتوظيف الأموال الفائضة وبالتالي فإن سوق رأس المال تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

كما تبين من خلال هذا الفصل أن سوق رأس المال يتكون من سوقين يرتبطان معا ارتباطا وثيقا ، وهما السوق الأولي و السوق الثانوي ، حيث تكمن أهمية السوق الأولي أو سوق الإصدار المكون من مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال في كونها وسيطا بين المستثمرين و الجهات المصدرة للأوراق المالية ، أما فيما يخص السوق الثانوي فتوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولي.

كما أن عملية تحويل الأموال الضخمة في شكل أوراق مالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز يتطلب تدخل وسطاء سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين.

وكل هذه المعاملات تتطلب وجود سوق مالي كفاء يتحدد بمدى انعكاس المعلومات الخاصة والعامه بأسعار الأوراق المالية بشكل كامل وسريع وذلك لتحديد أسعار عادلة تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

ولكي يتم بيع وشراء هاته الأوراق يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقوم بدراسة وضعية الشركة المصدرة ووضعية السوق من خلال التحليل الفني والأساسي.

# الفصل الثاني:

## تمويل الاستثمار

**تمهيد:**

يلعب الاستثمار المالي بصفة خاصة والذي نعني به تداول الأدوات المالية من خلال سوق رأس المال وبالتحديد السوق الأولي دورا رئيسيا في الحياة الاقتصادية لما له من تأثيرات هامة على العديد من مجالات الاقتصاد.

والاستثمار في الأدوات المالية ما هو إلى تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن للحصول على تدفقات نقدية مستقبلا ، وهذا الاستثمار إما أن يكون استثمارا فرديا أي شراء ورقة أصل مالي واحد فقط ، أو استثمارا متعددًا ويطلق عليه المحفظة الاستثمارية .

كما أن الاستثمار في الأدوات المالية يعرض المستثمرين لمخاطر والتي هي عبارة عن عدم تحقق العائد الذي ينشده المستثمر في الأوراق المالية والمخاطر بهذا المفهوم تصنف إلى مخاطر نظامية و مخاطر غير نظامية.

وبالتالي سنتناول في هذا الفصل تمويل الاستثمار ، من خلال أربع مباحث ، المبحث الأول ماهية الاستثمار المالي ، المبحث الثاني أدوات الاستثمار المالي ، المبحث الثالث التمويل عن طريق الأدوات المالية والمبحث الأخير الاستثمار في المحفظة المالية.

## المبحث الأول : ماهية الاستثمار المالي

في ظل الاقتصاديات المعاصرة أصبح موضوع الاستثمار المالي في غاية الأهمية لما له من دور تنموي كبير على مختلف الأصعدة فهو ينطوي على تعظيم المنفعة وزيادة الموارد من خلال توظيف مبالغ معينة في أنشطة معينة بهدف تحقيق منفعة تعود على أصحاب الاستثمار والعاملين فيه.

### المطلب الأول : تعريف الاستثمار المالي

للاستثمار المالي تعاريف عديدة نذكر منها ما يلي:

يمكن تعريف الاستثمار المالي بأنه "شراء تكوين رأسمالي موجود" وهذا يعني شراء حصة في رأس مال (سهم) أو حصة في قرض (سند) تعطي مالكاها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة.<sup>1</sup>

ونعني به أيضا تداول الأدوات الائتمانية وفي مقدمتها الأسهم والسندات والذي لا يترتب على الاستثمار فيها إضافة عينية جديدة إلى اجمالي الاستثمار العيني ، بل أن شراء هذه الأسهم والسندات يمكن أن يسهم في تمويل الأنشطة الاستثمارية العينية المختلفة.<sup>2</sup>

و يعرف الاستثمار المالي "هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل ، والاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات.

ويعرف كذلك بأنه "الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات و أدونات الخزنة والأدوات التجارية

و القبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات...الخ."

كما يعرف أيضا على أنه "شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكاها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية".

<sup>1</sup> مضان زياد ،مرجع سابق ، ص : 39

<sup>2</sup> الشمري ناظم محمد نوري ، البياتي طاهر فاضل وآخرون، اساسيات الاستثمار المالي والعيني، دار وائل ، الأردن، 1999، ص: 26 .

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : أهداف الاستثمار المالي

لقد أصبح الهدف الأساسي من الاستثمار في هذا العصر تعظيم ثروة المستثمر وذلك بتحقيق الأرباح أي تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة .

بالتالي من الطبيعي أن يكون هناك اختلاف بين المستثمرين من حيث تفضيل الأدوات الاستثمارية المالية ودرجة المخاطرة التي يقبلونها والتي يجب ان تتناسب مع هدف تحقيق الأرباح ، ولا بد من التمييز بين الاستثمارات حسب الأهداف التي ينشدها المستثمر وطبيعته فقد يكون المستثمر محافظا رشيدا أو مضاربا أو مقامرا.

فالاستثمار هو الاستعداد لتحمل درجة من المخاطرة تتناسب مع العائد المطلوب وتختلف درجة المخاطرة التي يقبل بها المستثمر للحصول على العائد حسب طبيعته.

فالمستثمر المحافظ هدفه الحصول على العائد بدون تحمل مخاطر عالية والمستثمر الرشيد هو الذي يهدف من خلال استثماراته إلى الموازنة بين العائد والمخاطرة.

أما المضارب فهو الذي يقبل بأقصى درجات المخاطرة المدروسة للحصول على الربح مع الاستعداد لتحمل درجة عالية من المخاطرة بدون دراسة<sup>2</sup>.

وبالتالي فهناك العديد من العناصر التي تؤثر على تحقيق أهداف المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار في أصل مالي معين ، وذلك حسب طبيعة العائد ودرجة المخاطرة المرتبطة بالأصل وكذا طبيعة المستثمر ورغبته في المخاطرة (الأسهم العادية) أو الحصول على عائد ثابت (الأسهم الممتازة والسندات).

<sup>1</sup> شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، علوم اقتصادية، نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص:60.

<sup>2</sup> آل شبيب دريد كامل ، مرجع سابق ، ص ص : 10-26 .

المطلب الثالث : مزايا وعيوب الاستثمار المالي

تتفوق مزايا الاستثمارات المالية على عيوبها وتتلخص مزاياها كما يلي :

- ✓ وجود الأسواق المنظمة غاية التنظيم للتعامل بالأصول المالية.
- ✓ انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى.
- ✓ التجانس بين وحدات الأصول المالية مما يسهل عملية تقييمها وبيعها واحتساب معدلات العوائد لكل منها.
- ✓ وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العاديين مما يجعل المستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جيدة دون أن يكونوا خبراء في الموضوع.

وتتلخص عيوبه في ما يلي :

- ✓ انخفاض درجة الأمان عما هي في الاستثمارات الحقيقية مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة بموجودات الشركة التي اصدرتها أو الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح.
- ✓ يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة والطويلة الأجل إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> رمضان زياد ، مرجع سابق ، ص : 41 .

## المبحث الثاني : أدوات الاستثمار المالي.

يتم استخدام في سوق رأس المال أدوات مالية يمكن تقسيمها إلى أوراق مديونية وأوراق ملكية بالإضافة إلى أدوات مالية أخرى ظهرت في السبعينات من القرن العشرين هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتقات المالية.

### المطلب الأول : أدوات الملكية.

تعتبر الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

### الفرع الأول : الأسهم.

يعرف السهم بأنه صك ملكية يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية ما في أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأموال ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم بمقدار ما يملكه من أسهم<sup>1</sup>.

### أولاً: أنواع الأسهم.

#### 1. الأسهم العادية.

هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت حصة نقدية أم حصة عينية<sup>2</sup>.

السهم العادي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية<sup>3</sup> وللأسهم العادية العديد من الحقوق منها :

▪ الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة.

<sup>1</sup> حماد طارق عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر ، 2005 ، ص: 20 .

<sup>2</sup> كافي مصطفى يوسف ، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص: 151 .

<sup>3</sup> معروف هوشيار ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء ، الأردن ، ص: 92.

- الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحاً، وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها.
  - في حال تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات والأسهم الممتازة<sup>1</sup>.
  - أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال<sup>2</sup>.
  - الحق في نقل الملكية بدون موافقة الشركة أو باقي المساهمين<sup>3</sup>.
- ❖ **الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية:**

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة نذكر منها الأسهم العادية للأقسام الانتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية مضمونة القيمة.

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل ، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:** والأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة ، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها ، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية منشأة ، بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة ، كما نص عن إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبة على % 10 من الفوائد التي تحصل عليها.

<sup>1</sup> حسين عصام ، مرجع سابق ، ص: 100 .

<sup>2</sup> أندراوس عاطف ولیم ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة الشباب الجامعية ، مصر ، 2004 ، ص: 17 .

<sup>3</sup> الزيدانين جمال سالم ، أساسيات في الجهاز المالي ، دار وائل ، عمان ، 1999 ، ص: 218 .

- الأسهم العادية المضمونة: إن الأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض ، بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى المنشأة والحصول على التعويض<sup>1</sup>.  
ومن ميزات الأسهم المضمونة بالنسبة للمستثمر ، تقليل أثر نقص المعلومات لديه عند اتخاذ القرار الاستثماري ، فضلا عن ذلك تؤثر هذه النوعية من الأسهم في حماية بنك الاستثمار الذي يعهد بتسويق الأوراق المالية ، عند انخفاض القيمة السوقية أثناء طرح السهم ، ومن المؤكد أن الميزة الرئيسية هي ضمان التصريف الكامل للإصدار لتمتعه بضمان التعويض عند الانخفاض الشديد للقيمة السوقية وخلال مدة محددة<sup>2</sup>.

## 2. الأسهم الممتازة .

يطلق عليها بالأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين كل من الأسهم العادية والسندات وهي مستندات ملكية ولهذا المستند قيمة اسمية وسوقية ودفترية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم الممتازة ، كما تظهر في دفاتر الشركة إلى العدد الإجمالي للأسهم المصدرة بمعنى أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة ، ولحامل السهم الممتاز مجموعة من الحقوق منها<sup>3</sup>:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال توزيعها.
- حق الأولوية في الحصول على قيمة الأصل في حالة التصفية<sup>4</sup>.

وللأسهم الممتازة العديد من الأنواع منها :

- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح : وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكن لم يعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.  
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح : توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل في إعطاء الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر ، مرجع سابق ، ص:34 .

<sup>2</sup> مسعودة بن لخضر ، مرجع سابق ، ص:34 .

<sup>3</sup> عطون مروان ، الأسواق المالية والنقدية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثالثة ، الجزائر ، 2003 ،

ص:85 .

<sup>4</sup> الحناوي محمد صالح وآخرون ، مرجع سابق ، ص : 326 .

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء : تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها ، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية<sup>1</sup>.

### ثانيا : حساب قيم الأسهم

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي :

#### 1- القيمة الاسمية للسهم:

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

#### 2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:

هي قيمة السهم عند التصفية ، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات ، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة ، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية ، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

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

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية:

تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية ، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية ، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة.

<sup>1</sup> كافي مصطفى يوسف ، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص : 157 .

-القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية ، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حالياً ، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية<sup>1</sup>.

### 3- القيمة السوقية :

وهي قيمة السهم في البورصة تحدد هذه القيمة على ضوء توزيعات الشركة ومركزها المالي ومدى نجاحها والظروف الاقتصادية والسياسية السائدة وكمية الأسهم المعروضة وحجم الطلب عليها والمضاربات على الأسهم في البورصة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني : أدوات المديونية .

تشكل السندات أحد أهم الأدوات المالية طويلة الأجل والتي تلجأ إليها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس أموال طويلة الأجل وذلك لتمويل خطط التوسيع وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بثبات العائد وتدني المخاطرة ومن أهم هذه الأدوات السندات.

### الفرع الأول :السندات

السند ورقة مالية تمثل قرضاً طويل أو متوسط الأجل وكاملة الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض ، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة<sup>3</sup> .

هو أداة دين لأجل طويل ، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة ، يمنح صاحبه الحق في الحصول على فوائد تسمى كوبونات ، وحق استرجاع قيمته عند حلول أجل الاستحقاق<sup>4</sup>.

يمثل عقد السند القانوني الذي بمقتضاه تتحدد التزامات الشركة المصدرة وحقوق حملة السندات ، ومن أهم البنود التي يشملها هذا العقد مقدار الفائدة التي تدفعها الشركة عند مواعيد سداد تلك الفائدة ، وتاريخ استحقاق السند على الشركة المصدرة ، والإجراءات القانونية الواجب اتخاذها في حالة الإخلال بأي بند من بنود العقد بالإضافة إلى بعض البنود الإجرائية الأخرى التي يشملها هذا المستند الهام<sup>5</sup> .  
وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:

<sup>1</sup> بن محياوي سميحة ، مرجع سابق ، ص ص :38-39 .

<sup>2</sup> جودة صلاح سيد ، بورصة الأوراق المالية ، دار الاشعاع ، مصر ، 2000 ، ص:158 .

<sup>3</sup> J Peyard , La bourse, Imprimerie Herissey a ayreux, 3 éme édition, 1993 .p 27.

<sup>4</sup> Laurence Gitman et Michel Joehmk, Investissement et marchés financiers, Pearsom éducation France, 9 édition, 2005, p12.

<sup>5</sup> مطوع سعيد عبد الحميد ، الأسواق المالية ، دار وائل ، 2001 ، ص :222 .

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.
  - معدل الكوبون: حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.
  - أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً.
  - الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
  - السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.
- وللسندات قيمة اسمية وقيمة سوقية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة السوقية هي القيمة التي يتداول بها<sup>1</sup>.

وللسندات خصائص يمكن إجمالها فيما يلي:

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية.
  - لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.
  - يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة.
  - تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها.
  - تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي<sup>2</sup>.
- وللسندات أنواع عديدة تختلف حسب وجهة نظر مستخدميها، ولذا يمكن التمييز بين السندات وفقاً للمعايير التالية:

أولاً: من حيث جهة الإصدار:

- **سندات حكومية:** هي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وهي إما أن تكون دائمة أو قابلة للاستهلاك، في الحالة الأولى لا تحدد الدولة التاريخ الذي ستسدد فيه قيمة السند ولكنها تتعهد بأن تدفع لحامله فائدة محددة كل سنة أو ستة أشهر، أما في الحالة الثانية فهي تتعهد بأن تسدد قيمة السند في أجل محدد وغالباً ما تكون على أقساط ثنائية، وتتميز هذه السندات بأنها خالية من أي خطر والسبب في ذلك أنها مضمونة من الحكومة كما أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة.

<sup>1</sup> بن محياوي سميحة، مرجع سابق، ص: 41.

<sup>2</sup> كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 148.

- **سندات الشركات** : هي سندات تصدرها الشركات المساهمة للاقتراض من الجمهور<sup>1</sup> .  
ثانيا : **من حيث الضمان** :

- **سندات مضمونة** : أي مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات ، فعند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها اتجاه أصحاب السندات فإنهم نظريا يمكنهم التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم.  
- **سندات غير مضمونة** : إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي<sup>2</sup>.

ثالثا : **من حيث مدة الأجل** :

- **قصيرة الأجل** : تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا.  
- **متوسطة الأجل**: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا .  
- **طويلة الأجل** : تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا<sup>3</sup>.

رابعا : **من حيث معدل العائد** :

- **سندات ذات المعدل الثابت** : هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض ، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك ، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.  
- **سندات ذات المعدل المتغير** : في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق ، أو حسب معدل التضخم ، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعديّة<sup>4</sup>.

خامسا : **من حيث الشكل**:

- **سندات باسم مالكيها** : لا تنتقل ملكيتها إلى بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.  
- **سندات باسم حاملها** : تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، 2008، ص:22 .

<sup>2</sup> مجيد ضياء، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص:33 .

<sup>3</sup> كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:150 .

<sup>4</sup> رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996،

ص:293 .

<sup>5</sup> كافي مصطفى يوسف، المرجع سابق، ص:150 .

سادسا: من حيث قابلية الاستدعاء:

- **سندات غير قابلة للاستدعاء** : هي سندات يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الأسباب ، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار<sup>1</sup>.
- **سندات قابلة للاستدعاء** : هي سندات صادرة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة وذلك لتشجيع المستثمرين على شرائها ، ويمكن استغلال ميزة استدعاء السندات من أجل تسديدها بعد ارتفاع أسعار السندات في السوق المالي لذلك توضع العلاوة لمقابلة هذه المخاطرة<sup>2</sup>.

سابعا : من حيث قابلية التحويل :

- **سندات قابلة للتحويل** : هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية التحويل إلى أسهم عند الاستحقاق اذا اتفق الطرفان على ذلك ، على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار<sup>3</sup>.
- **سندات غير قابلة للتحويل** : مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك وتصدر السندات غير قابلة للتحويل بمعدل فائدة أعلى من فائدة السندات القابلة للتحويل<sup>4</sup>.

وهناك أنواع أخرى من السندات منها:

- **سندات لا تحمل معدل كوبون** : تباع بخصم على القيمة الاسمية ، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.
- **سندات الدخل** : لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا ، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> مطر محمد ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل الأردن ، 2005 ، ص : 226 .

<sup>2</sup> حردان طاهر ، أساسيات الاستثمار ، دار المستقبل ، الأردن ، 2009 ، ص : 113 .

<sup>3</sup> جمال ناجي ، إدارة محفظة الأوراق المالية ، المؤسسة الجامعية ، لبنان ، 1998 ، ص : 15 .

<sup>4</sup> مطر محمد ، مرجع سابق ، ص : 228 .

<sup>5</sup> عبد الهادي محمد سعيد ، مرجع سابق ، ص ص : 225-226 .

- **سندات رديئة :** استحدثت في الثمانينيات لتحويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الخاص بالمنشأة التي يديرونها وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفًا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر.
- **سندات المشاركة :** تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من الأرباح المنتظمة<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني : الفرق بين الأسهم والسندات

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات ، يمكن رصد الفوارق بين الأسهم والسندات ملخصة في الجدول أدناه:

<sup>1</sup> حنفي عبد الغفار ، قرياقص رسمية ، مرجع سابق ، ص ص :285-286 .

الجدول رقم: ( 01 ) مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
1) دين على الشركة.	1) جزء من رأس المال الشركة.
2) حامل السند دائن بقيمة السند.	2) حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3) عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3) ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4) حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	4) حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5) حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5) حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو نقصان..
6) حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6) عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7) القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7) القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8) الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8) عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
9) حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9) للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.

(المصدر: بن محيوي سميحة، مرجع سابق، ص:44).

المطلب الثالث : المشتقات المالية.

تعد المشتقات المالية من المستحدثات في الأصول المالية ، وانعكاسا للريشة في تعظيم العائد وتقليل المخاطرة ، كما تتيج للمستثمر فرصة تحويل المخاطر التي تلحق به في تعاملاته لطرف آخر جاهز لتحملها وتعرف المشتقات المالية أو الأدوات المالية بأنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيم أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع ،ومن أبرز أشكالها عقود المبادلات ، عقود الخيار ، عقود المستقبلية.

الفرع الأول : عقود الخيارات

أولا : تعريف عقود الخيار.

الخيار هو عقد بين طرفين مشتري وبائع بموجبه يعطى الحق للمشتري مالك الخيار وليس الالتزام بشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة تنتهي بانتهاء تاريخ محدد<sup>1</sup>.

ثانيا : أركان عقد الخيار.

- **مشتري الحق** : هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق خيار بيع أو حق خيار شراء ، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار.
- **محرر الحق** : هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر (أو مشتري الحق) نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.
- **سعر التنفيذ** : هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.
- **السعر السوقي** : هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- **تاريخ التنفيذ** : تاريخ إبرام الاتفاق هو عادة أول يوم سريان الاتفاق.
- **تاريخ الانتهاء** : هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق ، وهو التاريخ لآخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفق للخيار الأمريكي.

<sup>1</sup> عطية أحمد صلاح ، مشاكل المراجعة في أسواق المال ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003 ، صص:224 .

- المكافأة : هو مبلغ متفق عليه ، يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق<sup>1</sup>.

ثالثا: أنواع عقود الخيار.

- خيار الشراء : هو عقد يعطي للمشتري الحق في شراء عدد من الأسهم أو السندات أو مقدار معين من الأصول المادية أو العملات... إلخ من محرر الخيار ، وذلك بسعر متفق عليه مقدما مقابل دفع مبلغ معين يسمى العلاوة أو المكافأة.

- خيار البيع : هو عقد يعطي الحق في بيع الأصول المالية وفقا لسعر التنفيذ ويلتزم مشتري الحق بدفع مكافأة لمحرر الحق غير قابلة للرد.

- الخيار المختلط : تستخدم هذه السياسة عندما يتم شراء خيار الشراء وخيار البيع في نفس الوقت لذات الأصل المالي مماثلة من حيث تاريخ التنفيذ وسعر الممارسة.

- الخيار الأمريكي : عقد خيار يمكن تنفيذه في أي لحظة يشاء المشتري وإن كانت قبل تاريخ الاستحقاق للخيار.

- الخيار الأوروبي : ويمثل عقد يعطى بموجبه لمشتري الخيار الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الخيار وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاه الحق والمتفق عليه من الطرفين.

- الخيار المغطى : هو حق اختيار بيع أو شراء أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

- الخيار غير المغطى : هو اختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الحناوي محمد ، مصطفى نهال فريد ، مبادئ وأساسيات الاستثمار ، المكتب الجامعي الحديث ، مصر ، 2006 ، ص:375 .

<sup>2</sup> مرغاد لخضر ، الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، العدد 17

،نوفمبر، 2009، ص:15 .

الفرع الثاني : العقود المستقبلية.

أولاً : تعريف العقود المستقبلية:

هي عقود نمطية ملزمة بين الباعة والمشتريين تقتضي بأن يسلم البائع أصلاً من الأصول إلى المشتري ويتسلم منه الثمن المحدد مسبقاً وذلك في فترة قادمة متفق عليها في تاريخ استحقاق العقد<sup>1</sup>.

ثانياً : خصائص العقود المستقبلية.

- الكمية : هي الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي، إذ تختلف مكونات العقد باختلاف الموجود محل التعاقد.
- أشهر التنفيذ : وهي الأشهر التي يلتزم فيها بائعو العقود المستقبلية بتسليم الموجود إلى مشتري العقد المستقبلي بمعنى آخر الأشهر التي تنفذ فيها العقود المستقبلية في كل سنة.
- شروط التسليم : وتتضمن شروط تسليم الموجود محل العقد.
- أدنى تقلب سعري : هو أدنى تقلب سعري مسموح به ويشار إليه بحجم التحرك.
- الهامش المبدئي : يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه ، ولكي لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر قرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه ، وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5%-15% من قيمة العقد<sup>2</sup>.

الفرع الثالث : العقود الآجلة

العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع الأصل محل التعاقد وسعر التسوية ، وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين ، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محفوظ جبار ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات والاستراتيجيات ، دار الهدى ، الجزائر ، 2010 ، ص ص : 248 .

<sup>2</sup> بين لخضر مسعودة ، مرجع سابق ، ص: 51 .

<sup>3</sup> رضوان سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية ، دار النشر للجامعات ، مصر ، 2005 ، ص: 208 .

الفرع الرابع : عقود المبادلة.

أولاً : تعريف عقود المبادلة:

يمكن تعريف عقد المبادلة "بأنه التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد".

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي :

- طرفا العقد.
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات .
- السعر الأجل لمقايضة العملة المتفق عليه.
- مدة سريان العقد<sup>1</sup>.

ثانياً : أنواع عقود المبادلة:

وتسري عقود المقايضة على عدة أدوات ومن أهمها:

✓ عقود مبادلة أسعار الفائدة:

عقد مبادلة أسعار الفائدة عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة ، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه.

المدفوعات التي يدفعها كل طرف دورياً عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروباً في قيمة العقد ، والمبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي مدفوعات الفائدة وليس قيمة العقد ، والطرف الذي يوافق على أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة على مدار فترة العقد، يسمى دافع معدل الفائدة المتغير وهو الذي يوافق على أن يدفع للطرف الأول مدفوعات فائدة متغيرة وفقاً لمعدل مرجعي.

<sup>1</sup> كافي مصطفى يوسف ، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ،ص:174 .

• عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة :

وهو النوع الأكثر انتشارا في هذه المبادلات ، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفق لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن LIBOR وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل فجوى عقد المبادلة ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتيادي وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة .

• عقود مبادلات خاصة:

وهذه الأنواع تختلف خصائصها باختلاف احتياجات أطرافها ، حيث تختلف فيها قيمة أو مبلغ عقد المبادلة ، ومن هذه الأنواع عقد مبادلة على أصل يستهلك بحيث يتناقص مبلغ العقد على مدار فترة العقد وذلك مثل القرض العقاري أو القرض التجاري الذي يدفع على أقساط مع الفائدة ، كما أن هناك عقد المبادلة على أسعار الفائدة والذي يتزايد فيه مبلغ أو قيمة العقد حسب احتياجات طرف العقد ، وإن كانت هذه الأنواع أقل شيوعا من النوع المتناقص أو المستهلك.

✓ مبادلات العملات :

وهي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد ( الحالي ) مقابل سعر الصرف الأجل ( أي في وقت لاحق يحدد مسبقا). وتهدف المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة يكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغير الأسعار المعنية<sup>1</sup>.

✓ عقود مبادلة الخيارات:

وهي عبارة عن عقود تعطي حاملها الحق بأن ينفذ هذا الخيار ، إذا ما رغب بذلك أي بأن يجري هذا الحامل المبادلة مع الغير دافعا للعلاوة المطلوبة.

ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات التي تشعر بالقلق من أن تغيرات مستقبلية في سعر الفائدة في غير صالحها وكذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة ، ذلك أن المنشآت التي تقترض بسعر معوم (متغير) تبقى عرضة دائما لارتفاع أسعار الفائدة وقد تلجأ إلى شراء عقد الحد الأقصى للفائدة أو ما يسمى بالسقف لتقليل

<sup>1</sup> ابن لخضر مسعودة ، مرجع سابق ، ص: 50 .

حجم المخاطر إلى أقل حد ممكن وعند تحديد ثمن الخيار يؤخذ في الاعتبار طول مدة الخيار وسعر التعاقد وكذا مدى تقلب أسعار الفائدة محل التعاقد<sup>1</sup>.

### المبحث الثالث : التمويل عن طريق الأدوات المالية.

إن من أهم الطرق التي تلجأ إليها المؤسسات لتمويل استثماراتها ، هي التمويل عن طريق سوق رأس المال وبالتحديد السوق الأولي ، وذلك عن طريق إصدار مجموعة من الأوراق المالية .

ويمكن تقسيم هذا النوع من التمويل إلى قسمين أساسين هما التمويل عن طريق أدوات الملكية (الأسهم ) والتمويل عن طريق أدوات المديونية (السندات).

#### المطلب الأول : آلية التعامل في السوق الأولي.

يعد السوق الأولي الجهة التي يعهد إليها بإصدار وتسويق الأوراق المالية أي بيعها للجمهور لأول مرة ، قد تكون هذه الجهة شركة أو هيئة مصدرة ذاتها أو بنك استثمار أو حتى أحد البنوك التجارية<sup>2</sup>.

فالسوق الأولي يعتبر مصدر للتمويل الرأسمالي عن طريق إصدار أسهم وسندات من قبل الشركات لغرض حصولها على التمويل بهدف زيادة التوسع أو تكوين رأس المال.

#### الفرع الأول : شروط الإصدار في السوق الأولي.

قبل أن يتم الإصدار في السوق الأولي يجب أولاً على المصدر توفير مجموعة من الشروط من بينها:

- ✓ نشر المعلومات عن الهيئة المصدرة (شركة أو حكومة).
- ✓ نشر معلومات حول الإصدار (طبيعته ، مبلغه ، الهدف منه ، الأداة المستعملة....).
- ✓ الحصول على التأشيرة من السلطات المالية.
- ✓ الترخيص بتسويق الإصدار .
- ✓ استقاء الشروط القانونية والمالية لإتمام العملية .
- ✓ نشر المعلومات التفصيلية حول مجلس الإدارة وأعضاءه والهيئات الإدارية والرقابية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بن لخضر مسعودة ، مرجع سابق ، ص ص:54-55 .

<sup>2</sup> سلام محمد أحمد ، مرجع سابق، ص: 18 .

<sup>3</sup> محفوظ جبار ، مرجع سابق ، ص: 40 .

الفرع الثاني : مراحل الطرح الأولي.

تمر عملية الطرح الأولي عبر المراحل التالية:

أولاً: مرحلة تهيئة الشركة (تعيين الوسيط المالي):

يكون الوسيط في السوق الأولي بنك استثمار ، وتقوم مهامه على تغطية عملية إصدار الأسهم والسندات وإدارة محافظ الأوراق المالية ، كما يقوم بمجموعة من المهام من بينها:

- توجيه النصح والمشورة وذلك فيما يخص حجم الاصدار ، مدى ملاءمته .
- نوع الورقة المالية المعروضة.
- توقيت عرض الأوراق وذلك فيما يخص بيع الأوراق المالية حالاً أو التأخير أملاً في أسعار أفضل<sup>1</sup>.

ثانياً: نشرة الإصدار:

تحتوي الوثيقة على المعلومات التالية:

- عدد الأسهم المرغوب بإصدارها.
- معلومات عن الإدارة.
- معلومات مالية ومحاسبية والحسابات الختامية للشركة.
- بيان مفصل عن حركة الأموال داخل الشركة.

ثالثاً: الاكتتاب

هناك نوعين من الاكتتاب هما الاكتتاب العام والخاص:

✓ **الاكتتاب الخاص:** الأوراق المالية ذات الاكتتاب الخاص هي الأوراق المالية التي تعرض أمام فئة معينة من المستثمرين ، ونتيجة لذلك لا حاجة لتسييلها في الأسواق المالية ، وميزة هذا الاكتتاب أنه يمكن عرض إصدارات جديدة بسرعة وبدون تكاليف عالية.

✓ **الاكتتاب العام :** هو طرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل الجمهور<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الراوي خالد وهيب ، مرجع سابق ، ص ص 69-70 .

<sup>2</sup> [www.allabout-business.com](http://www.allabout-business.com)، 16/05/2017.

ومنه يكون للمؤسسة المصدرة التفضيل بين إصدار أسهم أو سندات حسب ما تراه مناسباً ، وذلك بمساعدة الوسيط ، فيمكن أن يكون التمويل عن طريق أسهم أو عن طريق سندات.

### المطلب الثاني : التمويل عن طريق الأسهم العادية.

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأساسي لشركة المساهمة ، وكذلك هي المصدر الرئيسي لتمويل الشركة وتكوين رأسمالها حيث تلجأ إلى هذا المصدر التمويلي في مرحلة التأسيس أو مرحلة التوسع المستقبلي ومن مميزات هذا المصدر التمويلي ما يلي :

- تصدر عن طريق شركات المساهمة ولا يحق للشركات الفردية إصدار أسهم عادية.
- تمتع حملة الأسهم العادية بالعديد من الحقوق (ذكرت سابقاً)

أولاً : مزايا استخدام هذا المصدر من وجهة نظر الشركة المصدرة للسهم.

- ✓ عدم وجود أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض.
- ✓ ليس لها تاريخ استحقاق محدد.
- ✓ زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة مقدرة الشركة على الاقتراض.
- ✓ يفضل المستثمرون التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل ، ويعتبر هذا مصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الاستثمارات .
- ✓ نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم العادية أقل من معدل الفائدة على القروض.

ثانياً: عيوب التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية من وجهة نظر الشركة المصدرة.

- ✓ يشمل بيع الأسهم العادية حق التصويت مما يضر أو يضعف رقابة الملاك الحاليين على الشركة.
- ✓ قد يترتب على الاقتراض استخدام أموال الغير بمعدل فائدة ثابت ومنخفض بينما إصدار اسهم جديدة يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة .
- ✓ تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض .
- ✓ لا تخصم التوزيعات من الضريبة (لا تحصل على أي إعفاءات ضريبية مثل الفوائد) كما هو الحال بالنسبة لمدفوعات الفوائد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حنفي عبد الغفار ، مرجع سابق ، ص ص : 457-458 .

المطلب الثالث : التمويل عن طريق الأسهم الممتازة والسندات.

يتم اتخاذ قرار التمويل من طرف الشركة باستعمال الأسهم الممتازة أو السندات بناء على الأهداف التي تحققها الأداة المختارة وذلك من وجهة نظر الشركة المصدرة .

وبالتالي سنتطرق في هذا المطلب إلى مزايا وعيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة والسندات.

الفرع الأول : التمويل عن طريق الأسهم الممتازة .

السهم الممتاز هو السهم الذي يختص دون غيره من الأسهم ببعض المزايا ويطلق عليه سهم الأولوية ويتمثل الامتياز الممنوح لهذا السهم في أنه :

- يمنح لحامله حق الأولوية في الأرباح قبل توزيع أي ربح على حملة الأسهم العادية .
- منح حامله حق الأولوية في حال تصفية الشركة<sup>1</sup>.

أولاً: مزايا استخدام هذا المصدر من وجهة نظر الشركة المصدرة للسهم

- ✓ لا يوجد أي التزام قانوني على دفع هذه التوزيعات.
- ✓ أنه يترتب على استخدام هذا النوع من التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية إذا كان أثر الرفع المالي موجبا ونسبة الرفع عالية.
- ✓ تجنب الشركة شرط المساواة مع حملة الأسهم العادية من حيث العائد لأن عائد الأسهم الممتازة محدود وثابت.
- ✓ إن استخدام هذا التمويل لا يضعف من رقابة حملة الأسهم العادية على الشركة .
- ✓ نظرا لأن هذا النوع ليس له تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب تكوين احتياطي استهلاك لهذه الأسهم لذلك فهو أكثر مرونة مقارنة بالسندات.
- ✓ أنه لا يتطلب وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، البورصة ، أطلس للنشر ، الجزائر ، ص:24 .

ثانيا : عيوب التمويل عن طريق إصدار أسهم ممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة

- ✓ معدل عائدها أعلى من معدل العائد الخاص بالسندات.
- ✓ أن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض<sup>1</sup>.

الفرع الثاني : التمويل عن طريق السندات

تلجأ المؤسسة لهذا النوع من الاصدار لخصائص هذه الأوراق المالية التي تختلف عن الأسهم بصفة عامة<sup>2</sup>.

أولاً : مبررات التمويل من وجهة نظر مصدر القرض بالسندات .

- ✓ تكلفة القروض محددة مسبقا ، كما أن التكلفة المتوقعة لهذا النوع من التمويل أقل من تكلفة الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة.
- ✓ إن الفوائد تعطي إعفاء ضريبي للمنظمة باعتبارها من الأعباء الواجبة الخصم من الدخل قبل حساب الضريبة.
- ✓ إن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو ذات الحق في شراء عدد من أسهم المنظمة تعطي المنظمة مرونة لتعديل الهيكل المالي.

ثانيا: عيوب التمويل عن طريق إصدار سندات من وجهة نظر الشركة المصدرة

- ✓ أنه يترتب على هذه القروض الالتزام بدفع الفوائد.
- ✓ زيادة المخاطر الناتجة عن التوسع بالتمويل بالمدىونية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة.
- ✓ أنها ذات تاريخ استحقاق محدد مما يفرض على المنظمة سداد هذه القروض أو إصدار قرض جديد لسداد قرض قائم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حنفي عبد الغفار ،مرجع سابق ، ص: 479 .

<sup>2</sup> الهندي منير ابراهيم ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،منشأة المعارف، مصر، 1998 ،ص ص : 24 .

<sup>3</sup> حنفي عبد الغفار ، مرجع سابق ، ص : 475 .

### المبحث الرابع : الاستثمار في المحفظة المالية.

تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية أسلوباً فعالاً لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ، لأنها تركز على مبدأ تنوع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة محفظة الأوراق المالية.

#### المطلب الأول : ماهية المحفظة الاستثمارية.

تعتبر المحفظة الاستثمارية أداة مركبة من أهم أدوات الاستثمار ويمكن توضيح ذلك بالتطرق إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية ، أهدافها وخصائصها.

#### الفرع الأول : مفهوم المحفظة الاستثمارية.

##### أولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية.

تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول المالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله مأخوذة كوحدة واحدة ، تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة<sup>1</sup>. وبهذا فإن المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي ، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط وفي هذه الحالة تسمى المحفظة - محفظة أسهم - أو تكون سندات فقط وتسمى المحفظة - محفظة سندات - كما قد تكون المحفظة مشكلة من الاثنين معا ويطلق عليها اسم -المحفظة الهجينة -<sup>2</sup>.

#### ثانياً : أنواع المحفظة الاستثمارية.

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها ، وتبعاً للأهداف المرجوة منها ، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى :

✓ **محفظة الدخل**: يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية ، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ

<sup>1</sup>العاني أحمد حسن بنال ، استخدام البرمجة التريبيعة في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى :مع إشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، العرق ، العدد الثاني ، 2008 ، ص: 2 .

<sup>2</sup> شريط صلاح الدين ، مرجع سابق ، ص : 152 .

هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم ، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان ، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد ، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة. وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلا شهريا أو سنويا ، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة.

✓ **محفظة النمو:** وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم ، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة ، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة. وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى ، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة (لها استثمارات جيدة ومتطورة ، قيمة سوقية مرتفعة ، معدل مردودية عالي ، هيكل مالي متوازن ، قدرة تمويل ذاتي كبيرة جدا ....)<sup>1</sup>.

✓ **المحفظة المختلطة** تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح ، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين ، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر ، وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني : أهداف المحفظة الاستثمارية:

تتمثل أهداف تكوين وإدارة المحفظة فيما يلي:

- المحافظة على رأس المال الأصلي من الاندثار .
- التنويع الذي يحقق التوازن بين أصول المحفظة من أجل الحصول على أكبر العوائد وبأقل درجات المخاطرة.
- قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة وبأقصى سرعة ممكنة ودون تحمل خسائر تؤثر في رأس المال.
- الحفاظ على مستوى دخل مستمر ومستقر .

<sup>1</sup> بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري -دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، إدارة مالية ،جامعة منتوري قسنطينة ،2006-2007 ، ص:17

<sup>2</sup> بوزيد سارة ، المرجع السابق ، ص:17 .

- النمو في رأس المال حيث تعتبر تنمية رأس مال المحفظة من أهم الأهداف التي يسعى إليها المستثمر أو مدير المحفظة<sup>1</sup>.

الفرع الثالث : خصائص المحفظة الاستثمارية .

تتميز المحفظة الاستثمارية بالخصائص التالية:

أولاً : العائد والمخاطرة:

✓ العائد: يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية ، وكما سبق ذكره فإن المحفظة هي أداة مركبة تتكون من مجموعة من الأوراق المالية ، وبالتالي فعائدها هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المشكلة لها.

وتتمثل عوامل التوزيع في نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف للأوراق المالية المكونة للمحفظة ، ومنه تكون صيغة العائد كما يلي:

$$Rp = \sum_{i=1}^{i=n} Xi . Ri$$

حيث:

$Ri$  عائد الورقة المالية  $i$

$Xi$  نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية  $i$

$n$  تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

وبذلك يمكن استنتاج العائد المتوقع للمحفظة ، وهو عبارة عن المتوسط المرجح للفوائد المتوقعة للأصول المالية المشكلة للمحفظة ، ويعطي العائد المتوقع للمحفظة بالصيغة التالية<sup>2</sup> :

$$E(Rp) = \sum_{i=1}^{i=n} Xi . E(Ri)$$

<sup>1</sup> العتيبي أحمد ، الهواري سيد ، المحفظة الاستثمارية ، إضاءات نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، الكويت ، السلسلة السادسة ، العدد 11 ، 2014 ، ص:2 .

<sup>2</sup> شريط صلاح الدين ، مرجع سابق ، ص:152-152 .

حيث  $E(R_i)$  = العائد المتوقع للورقة المالية  $i$

✓ **المخاطرة** : يقصد بالمخاطرة تلك الخسارة المتوقعة نتيجة عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا من الاستثمار في محفظة الاوراق المالية. وتعطي الصيغة العامة لمخاطرة المحفظة بالعلاقة التالية:

$$\delta^2(p) = \sum_{i=1}^{i=n} \delta^2_i \cdot X_i^2$$

حيث  $\delta_i$  = الانحراف المعياري للاستثمار <sup>1</sup>.

غير أنه عند حساب مخاطرة المحفظة يجب الأخذ بعين الاعتبار تغير عائد كل أصل من الأصول المالية وكذا درجة الارتباط الموجودة بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة.

ومنه يمكن حساب الارتباط بين الأصول المالية من خلال معامل التباين ومعامل الارتباط:

• **صيغة المخاطرة حسب معامل التباين  $cov(R_i, R_j)$** : معامل التباين بين معدل العائد لأصلين ماليين يمكن أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما وذلك حسب الحالات التالية:

إذا كانت تغيرات معدلات العائد لأصليين الماليين تسري في نفس الاتجاه ، فإن معامل التباين يكون موجبا.

أما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصليين الماليين تسري في اتجاهين معاكسين ، فإن معامل التباين يكون سالبا.

وفي حالة ما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصليين الماليين مستقلة عن بعضها البعض ، فإن معامل التباين يكون معدوما.

ويمكن حساب معامل التباين حسب الصيغة الرياضية التالية :

$$cov(R_i, R_j) = P(R_i, R_j) \cdot \delta_i \cdot \delta_j$$

حيث  $P(R_i, R_j)$  معامل الارتباط بين الاستثمارين  $i$  و  $j$

$\delta_i \cdot \delta_j$  تمثل الانحرافات المعيارية لعوائد الاستثمارين.

<sup>1</sup> شريط صلاح الدين ، مرجع سابق ، ص ص : 151-155 .

• صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط : معامل الارتباط عبارة عن معيار إحصائي يوضح العلاقة بين متغيرين واتجاههما ، ويأخذ معامل الارتباط قيمة محصورة بين (1+) و(1-) وذلك حسب الوضعيات التالية:

$P = 1$  ارتباط موجب وتام إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية ذات علاقة ارتباطية تامة وموجبة أن العوائد لها نفس الاتجاه.

$p = -1$  ارتباط سالب وتام ، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية تسير في اتجاهين متعاكسين.

$P = 0$  ارتباط معدوم ، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية مستقلة عن بعضها البعض.

وتعطى الصيغة الرياضية لمعامل الارتباط لنوعين من الأصول المالية حسب العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$P(R_i, R_j) = \frac{cov(R_i, R_j)}{\delta(R_i) \cdot \delta(R_j)}$$

ومن خلال هذه العلاقة يتضح أن إشارة معامل الارتباط تتوقف على معامل التباين بين المتغيرين  $(R_i, R_j)$ .

ثانيا : التنويع: يقصد بالتنويع المتعلق بتشكيلة الأوراق المالية ذلك التنويع الذي ينجم عنه تخفيض المخاطر التي يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد، كما يعتبر من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموما ، إذ أنه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فإنه على الأقل يمكن تجزئتها وحصرها في نسبة مقبولة<sup>2</sup>.

وهناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد هما التنويع الساذج وتنويع ماركوتز.

• التنويع الساذج : يقوم على فكرة أساسية هي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدتها<sup>3</sup>.

• تنويع ماركوتز: إذا كان التنويع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فإن تنويع ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية ، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب وإنما أيضا على الترابط بين عوائد هذه الأوراق<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> شريط صلاح الدين ، مرجع سابق ، ص ص :154-155 .

<sup>2</sup> بوزيد سارة، مرجع سابق، ص:42 .

<sup>3</sup> الشمري ناظم محمد نوري وآخرون، مرجع سابق ، ص ص:270-271 .

<sup>4</sup> هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق ، ص ص :272-274 .

المطلب الثاني : السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية.

يراعي المستثمر عند بناء محفظته ، السياسة التي يرغب اتباعها التي تتأثر بدورها بنوعية مكونات المحفظة في هذا الإطار توجد ثلاث سياسات لإدارة المحفظة وهي:

الفرع الأول : السياسة المتوازنة:

تحقق هذه السياسة استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطر ، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات بأنواعها) تؤمن فرصة الحصول على دخل مستقر نسبيا ، في حدود لا تمنع مدير المحفظة من استثماره في فرصة تحقق له عائد رأسمالي ، سمة هذه المحفظة هي : الجمع بين السياسة الهجومية والدفاعية ، قاعدتها الأساسية الموازنة بين السيولة والأمان والدخل ، كما تتوفر هذه المحافظ على خاصية الأفق الزمني<sup>1</sup>.

الفرع الثاني : السياسة الهجومية

يبني المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأسمالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار ، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار و يطلق على هذا النوع من المحافظ محافظ رأس المال و من أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل % 80 - 90 من قيمة المحفظة، و يلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي ، فعند شراء الأسهم العادية و الاحتفاظ بها تتحسن الأسعار و بذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم.

الفرع الثالث: السياسة الدفاعية:

يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى بحيث يكون متحفظا جدا اتجاه عنصر المخاطرة و ذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت و تشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية و الأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين<sup>2</sup> % 60 إلى % 80.

<sup>1</sup> التميمي أرشد فؤاد ، سلام أسامة عزمي ، مرجع سابق ، ص:197 .

<sup>2</sup> بن موسى كمال ، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها ، مجلة الباحث ، الجزائر ، العدد 03 ، 2004 ، ص:40

### المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار في المحفظة المالية.

يتعرض المستثمر في الأدوات المالية عموماً إلى أنواع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر الناتجة عن رغبته في تحقيق عائد .

#### الفرع الأول: تعريف مخاطر الاستثمار في المحفظة المالية.

تعرف المخاطر بأنها الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداة الاستثمارية كالأسهم العادية مثلاً والتي يختلف مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف وتأثيرات ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلى حد ما كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثرها بمعدلات تضخم<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار في المحفظة المالية.

##### أولاً: المخاطر الناشئة عن التعامل بالأسهم والسندات:

✓ **المخاطر منتظمة:** وهي المخاطر التي ترتبط بالبيئة الاقتصادية والتي يقدر تأثيرها بحدوده 35% - 50% من المخاطر الكلية التي تتعرض لها التدفقات النقدية للمشروع وتكون بعيدة عن تأثير قرارات الإدارة، والتأثير بالبيئة التي تحيط بالمشروع والتي تتضمن التغير في أسعار الفائدة والقوة الشرائية بسبب التضخم النقدي والدورات الاقتصادية من رواج و إنكماش والعلاقة مع الدول الأخرى والأداء الاقتصادي المحلي والدولي وطبيعة القوانين والأنظمة الضريبية والكوارث الطبيعية<sup>2</sup>.

- **مخاطر أسعار الفائدة:** قد يحدث تقلب وتغير شديد في إجمالي عائد الاستثمار للأوراق المالية نتيجة أسعار الفائدة (هناك علاقة عكسية سالبة من أسعار الأوراق المالية وبين التغير في أسعار الفائدة)<sup>3</sup>.

- **مخاطر السوق:** تؤثر حركة السوق على عوائد الاستثمار وذلك نتيجة للمخاطر التي تصيب الشركات بصفة عامة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية والحروب وغيرها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> الشمري ناظم محمد نوري وآخرون، مرجع سابق، ص: 316 .

<sup>2</sup> بن لخضر مسعودة، مرجع سابق ، ص: 66 .

<sup>3</sup> الأنصاري أسامة عبد الخالق، الدليل العملي للاستثمار في البورصة، دار السحاب ،مصر ، 2008 ، ص: 92 .

<sup>4</sup> علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار ، دار الثقافة ، الأردن ، 2009 ، ص: 64 .

- **مخاطر التضخم:** تتمثل مخاطر التضخم بالمخاطر الناشئة عن انخفاض القوة الشرائية لقيمة الاستثمار أو العائد الذي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد فالأموال التي توجه إلى الاستثمار اليوم تملك قوة شرائية أعلى من قيمة تلك الأموال حينما تسترد بعد فترة من الزمن، وفقا لما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود وبالتالي أصبح المستثمرون عموما بسبب شيوع حالة التضخم يبحثون عن الاستثمارات التي يمكن أن تحميهم أو تجنبهم الآثار السلبية للتضخم<sup>1</sup>.

✓ **مخاطر غير منتظمة:** وهي عبارة عن المخاطر المتبقية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، أي هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها منشأة أو صناعة ما فالتغيرات مثل إضرابات العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين والدعاوي القضائية تسبب قابلية عوائد منشأة ما للتباين ويكون هذا التباين غير المنتظم مستقلا عن العوامل المؤثرة على أسواق الأوراق المالية الأخرى.

وبالتالي فإن هذه المخاطر هي التي يمكن التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات وتتمثل هذه المخاطر أساسا في<sup>2</sup>:

- **مخاطر إدارية:** يقصد بها الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة ، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس ، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب لمواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية ، وعمل الإدارة في فريق منسجم لتحقيق أهداف وغايات الشركة ، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا ايجابيا على أسعار أسهمها<sup>3</sup>.

- **مخاطر قانونية واجتماعية:** كثيرا ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فنقوم بتأميم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمرين ، ناهيك عن بعض العادات الاجتماعية والقوانين السائدة في كثير من الدول كطبيعة الاستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس التي لها دور كبير.

<sup>1</sup> كافي مصطفى يوسف، مرجع سابق ، ص: 226 .

<sup>2</sup> حماد طارق عبد العال، مرجع سابق ، ص: 363 .

<sup>3</sup> الحضيبي حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، مصر ، 2000 ، ص: 48 .

- مخاطر النشاط الصناعي: قد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين فيه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع، ومثال ذلك التطور العلمي وظهور أنواع منافسة للآلات والمعدات المستعملة مما يؤثر على المشروع وإنتاجيته بالمقارنة مع غيره من المشاريع في ذات المجال<sup>1</sup>.

ثانياً: المخاطر الناشئة عن التعامل في المشتقات المالية.

- مخاطر السوق:

ترتبط بالخسائر الاقتصادية التي يمكن أن يتحملها المشتري نتيجة حدوث تغيرات معاكسة في القيمة العادلة للمشتقات داخل السوق نتيجة لما يلي:

- التقلبات في مستوى الأسعار كنتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بالأداة المالية المشتقة ، مما يؤثر في قيمة عقود المشتقات نفسها .
- عدم التناسب بين مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عقود المشتقات.
- عدم القدرة على تسهيل الأداة المشتقة بالتخلص منها عند الحاجة وذلك بسبب وجود خلل في معدلات الطلب على تلك الأداة أو بسبب عدم رغبة الطرف المتعامل معه استناداً على خلل في العقد ذاته.

- مخاطر قانونية:

مخاطر ناجمة عن عدم توخي الدقة والحرص عند توثيق العقد، وعدم توفر الصلاحيات اللازمة للتعاقد لدى الطرف المقابل ، بالإضافة إلى عدم القدرة على تنفيذ أحكام القضاء في حالة إشهار إفلاس الطرف المقابل ، أو صدور تشريع مفاجئ يمنع منشآت معينة (وحدات حكومية مثلاً) من التعامل في المشتقات.

- مخاطر تنظيمية أو تشغيلية.

هي مخاطر تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشأة نفسها ، مثل غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الشمري ناظم محمد نوري وآخرون، مرجع سابق ، ص:320 .

<sup>2</sup> عطية أحمد صلاح ، مرجع سابق ، ص ص:217-218 .

## خلاصة الفصل الثاني:

إن الاستثمارات المالية عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الناس ويمكن تمثيل هذه الحقوق بأدوات مالية تتمثل في الأسهم (حقوق ملكية) والسندات (حقوق مديونية)، بالإضافة إلى المشتقات المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية للأوراق المالية وهذه المشتقات تعد بمثابة أداة لتصرف ومواجهة مخاطر الأدوات المالية.

تعد المحفظة المالية أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها المحافظة على رأس المال وتحقيق إيراد أو معدل عائد متوقع ولبلوغ هذه الأهداف يجب اتخاذ أو اتباع سياسات وآليات لإدارة المحفظة الاستثمارية لتحقيق هدفها على أكمل وجه.

غير أن العائد المراد تحقيقه من جراء عملية الاستثمار تعترضه جملة من المخاطر منها مخاطر نظامية ناشئة من محيط الاستثمار وبيئته ومخاطر غير نظامية ناشئة عن طبيعة نوع الاستثمار فيمكن مواجهة هذه المخاطر عن طريق تنويع الأوراق المالية وإتباع سياسات للوقاية من الخسائر.

**الفصل الثالث: سوق**

**رأس المال في**

**الجزائر**

**2016-2014**

## تمهيد:

أتت فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر كعملية مكتملة لسلسلة الإصلاحات الاقتصادية التي خاضتها الجزائر والتي عملت على تحويل الاقتصاد الجزائري من الاقتصاد الموجه إلى الاقتصاد الحر الأمر الذي يستدعي سوق مالية على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم تضمن للوحدات الاقتصادية المختلفة الحصول على احتياجاتها من الأموال واستثمار ما لديها من فوائض مالية في قنوات مربحة.

و بغرض محاولة السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية، خاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا وأمنيا مما قلل من مخاطر الاستثمار، قامت بتغيير التشريعات في هذا الاتجاه وأقرت قانونا جديدا للمنافسة وآخر للاستثمار تميز بأنه أكثر وضوحا واستقرارا من حيث سياسات وأولويات الاستثمار ، أساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة المجالات و ضمان الشفافية والمنافسة النزيفة بين المتعاملين ، وتسهيل إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار والتعامل مع الجهات العمومية.

قمنا بتخصيص هذا الفصل لدراسة حالة سوق رأس المال في الجزائر، فتناولنا في المبحث الأول تقديم لبورصة الجزائر و المبحث الثاني واقع نشاط بورصة الجزائر ، أما المبحث الثالث فيتضمن معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها.

## المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.

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

## المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها.

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر ظهرت سنة 1993 في إطار الإصلاحات الاقتصادية المعلنة منذ 1988 أما القوانين التي ساهمت في تعزيز فكرة إنشاء البورصة فهي قانون 88-01 المتعلق ب: " توجه المؤسسات العمومية الاقتصادية" ، قانون 88-03 المتعلق بتشكيل 08 صناديق مساهمة ، قانون 88-04 المعدل والمكمل للأمر رقم 59-75 بتاريخ 09/26/97 والمتعلق بالقانون التجاري علما أن هذه القوانين عملت على التفرقة بين دور الدولة كمساهم ودور الدولة كقوة عمومية.

تمثلت صناديق المساهمة في <sup>1</sup>:

ص1 : صندوق المواد الغذائية الفلاحية.

ص2 : صندوق مناجم الفحم و الري.

ص3 : صندوق التجهيز.

ص4 : صندوق البناء.

ص5 : صندوق الكيمياء ، البتروكيميا ، الصيدلانية.

ص6 : صندوق الاتصال ، الإلكترونيك و الإعلام الآلي.

ص7 : صندوق الصناعات المختلفة.

ص8 : صندوق الخدمات.

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

في 09/12/1990 بعد قرار الحكومة وعن طريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة و شركة القيم المنقولة ، أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها تقدر بثلاثة مئة و عشرون ألف دينار جزائري = (320,000 DA) للاكتتاب أو الاشتراك و موزعة بين صناديق

<sup>1</sup> http://www.sgbv.dz/ar/، 03/03/2017

المساهمة الثمانية ، الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في أحسن الشروط ، لكن هذه الشركة بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تتبأ بهذا الفرع من التفاوض ،في 28/05/1991 ظهر شكل جديد للبورصة وهذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسيم التشريعية الثلاثة و التي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة<sup>1</sup>.

ولقد مر إنجاز بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

### المرحلة الأولى 1990-1992:

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة دعيت "شركة القيم المنقولة" ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأسمال هذه الشركة فلقد قدر بمبلغ (320000دج) يدير الشركة مجلس إدارة مكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة<sup>2</sup>.

### المرحلة الثانية 1993-1996

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للدخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها<sup>3</sup>.

### المرحلة الثالثة (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 وتنظيم هذه البورصة.

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

<sup>1</sup>. <http://www.sgbv.dz/ar/2017/03/03> .

<sup>2</sup>دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدولة النامية ، بسكرة ، دون ذكر التاريخ.

<sup>3</sup> محمد زيدان، بومدين نورين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، بسكرة ، يومي 7-8 نوفمبر 2006 ، ص ص :7-8 .

- 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. و مع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية 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 .

وقد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، و هو نهاية سنة 1997م ، 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 ي دشن سوق رأس المال في الجزائر ، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية<sup>1</sup>.

#### المطلب الثاني: تنظيم بورصة الجزائر.

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

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

واليوم سوق رأس المال في الجزائر يتكون من:

<sup>1</sup> محمد زيدان ، بومدين نورين ، المرجع السابق ، ص: 8 .

✓ سوق أولية:

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

✓ سوق ثانوية:

السوق المنظمة: وتتمثل في بورصة القيم التي فتحت أبوابها في شهر جويلية من عام 1999 .

السوق غير المنظمة: ويتم تبادل سندات الخزينة<sup>1</sup>.

المطلب الثالث: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر .

تم وضع عدة هيئات تقوم بمهمة الإشراف على عمليات البورصة والمتدخلين فيها وتتمثل هذه الهيئات فيما يلي :

الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

أنشأت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. تتكون لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء، يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدتها أربع ( 4 ) سنوات.

ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية، بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع ( 4 ) سنوات ، تبعا للتوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل.
  - عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
  - أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
  - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
  - عضو يُختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مُصدري القيم المنقولة.
  - عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.
- وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهل خصوصا على ما يأتي:

<sup>1</sup> عيجولي خالد ، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر ، ديسمبر ، 2006 ، ص:130.

## حماية المستثمرين في القيم المنقولة:

تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية. ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييماً لنوعية العملية التي يقررها المصدر، بل تعني أنّ المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.

## حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:

تهدف مراقبة السوق أساساً إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها. وتتصبّ على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات - حافضي السندات ، وشركة تسيير بورصة القيم ، والمؤتمن المركزي على السندات ، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

## الفرع الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة .

فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، وتقوم أساساً بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في:

- دعم الاقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم.
- القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة.
- التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداء النشرة الرسمية لجدول التسعيرة<sup>1</sup>.

## الفرع الثالث: المؤتمن المركزي للسندات .

هي هيئة تأسست بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 في شكل شركة ذات أسهم ، تتكون من مساهمات ست بنوك عمومية الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط ، بنك الفلاحة والتنمية الريفية ، البنك الوطني الجزائري ، القرض الشعبي الجزائري ، البنك الخارجي الجزائري وبنك التنمية المحلية وثلاث شركات مسعرة في البورصة مجمع صيدال مؤسسة تسيير فندق الأوراسي ومؤسسة رياض سطيف وتتولى هذه الهيئة القيام بمهمة

<sup>1</sup>لجنة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها ، التقرير السنوي ، 2010 ، ص ص:8-74 .

حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين كذلك متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر إضافة إلى نشر المعلومات المتعلقة بالسوق<sup>1</sup>.

#### الفرع الرابع : الوسطاء في عملية البورصة.

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

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

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه.
  - التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية.
  - القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.
- شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:**
- وتتمثل في:

- السن 25 سنة عند تقديم الطلب.
- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
- تكوين في التجارة وتسيير القيم المنقولة.
- أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين.
- توفر محلا واضحا وملائم لممارسة النشاط.
- أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة ب 500000 دج.
- أن يقدم طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، المرجع السابق ، ص : 74 .

<sup>2</sup> المرسوم التشريعي ، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997 .

شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط:

وتتمثل في:

- امتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري.
- امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن.
- مقر الشركة أن يكون بالجزائر.
- أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل.
- إيداع طلب لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة<sup>1</sup>.

أنواع الوسطاء الماليين:

1- تقسيم عام:

يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم عام إلى:

- الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود :

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

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل.
- كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة.
- الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود :

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

ب-تقسيم خاص

يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم خاص إلى:

<sup>1</sup> المادة 2 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة، رقم 96-03 المؤرخ في 07/03/1996 .

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء ونميز بين الوسطاء التاليين<sup>1</sup>:  
**وسيط**: هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

**تاجر**: هو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري ويبيع لحسابه الخاص ، و يتلقى كمقابل فرق الأسعار عوض العمولة و لقد حددت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة.

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

### الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر:

- البنوك الوطنية: BDL, BEA, BADR, BNA, CPA, CNEP-Banque, BNP Paribas

### المبحث الثاني: واقع نشاط بورصة الجزائر.

سنتناول في هذا المبحث الأدوات المالية المتداولة وآلية عمل البورصة وكذا الشركات المدرجة في هذه السوق ومن خلال ذلك التعرف على نشاط البورصة خلال الثلاث سنوات الأخيرة.

### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة وآلية عمل بورصة الجزائر.

حتى تتم عملية التفاوض حول الأوراق ومبادلتها طبقا لقواعد التداول، فقد تم تحديد مختلف الأدوات المالية المتداولة ، كما أن آلية عملها تشمل مختلف الأوامر ، والتسوية والتسليم وكيفية الإدراج.

### الفرع الأول: الأدوات المالية وطرق قيدها في بورصة الجزائر.

تتنوع الأدوات المالية في البورصة بين الأسهم والسندات حسب سوق رأس المال وسوق السندات

### أولاً: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر :حسب الأمر 75- 79 يقبل التداول في البورصة مايلي<sup>2</sup>:

✓ أوراق رأس المال :والتي تنقسم إلى أسهم عادية وأسهم التمتع وأسهم مجزأة إلى شهادات الاستثمار .

✓ أوراق الاقتراض :وتنقسم إلى أوراق المساهمة و السندات العادية.

✓ أوراق هجينة :تنقسم إلى سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

### ثالثاً: شروط قيد الأوراق المالية في البورصة الجزائرية

تحدد شروط قبولها بموجب الأمر رقم 97- 03 كما يلي<sup>3</sup> :

- على الشركة التي تطلب القبول أن تعين وسيطا أو أكثر يكلف بمساعدتهم في تحضير ملف القبول.

<sup>1</sup> منشورات شركة إدارة بورصة القيم، 2008 .

<sup>2</sup> www.sgbv-dz/ar/op-cit.guide.02/03/2017

<sup>3</sup> www.Sgbv.DDB,guide-Fonctionnement-de-la-bourse-arabe-pdf02/03/2017.

- تقديم ملف القبول يشمل الوثائق القانونية، الاقتصادية، المالية والمحاسبية كما في التعليمات رقم 98-01 .
- أن توزع على الجمهور % 20 من رأسمالها، وأن يكون لها 300 مساهم على الأقل و 100 حائز على السندات.

### 3- إجراءات قيد الأوراق المالية في البورصة الجزائرية

يحدد النظام العام للبورصة للإجراءات التالية:

#### إجراء العرض العمودي العادي:

يطبق على سندات الدين والسندات الشبيهة بالسندات التي سبق تسعيرها، ويسمح بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة ليتم تداوله .

#### إجراء العرض العمودي للبيع بسعر محدود:

هو الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور في يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت تحديده.

#### إجراء العرض العمودي للبيع بأدنى سعر:

يتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور في يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون بالتنازل عنها.

#### الفرع الثاني : آلية عمل بورصة الجزائر .

تشمل آلية عمل البورصة مختلف قواعد التداول، طرق وتوقيت التسعير وتسوية الصفقات وكيفية الإدراج. أولاً: أوامر البورصة: هي أوامر بشراء أو بيع سندات يأمر بها مصدر الأمر وسيط مؤهل يقوم بإرساله مباشرة إلى السوق ويتأكد من تنفيذه، ويمكن تصنيف الأوامر كما يلي:

#### ✓ الأمر بسعر السوق أو بالسعر الأحسن:

حيث لا يفيد الأمر بأي بيان للسعر وينفذ من باب الأولوية حسب الإمكانيات المتاحة في السوق سواء كان السعر باستمرار أو السعر بالتحديد<sup>1</sup>.

#### ✓ الأمر ذو السعر المحدود:

وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به السندات.

<sup>1</sup> www.Sgbv.DDB.guide-Fonctionnement-de-la-bourse-arabe-pdf,03/03/2017

ثانيا : قواعد التداول

تخضع حصص التداول لقرارات البورصة حسب كل سوق كما يلي :

- قواعد التداول في السوق الرئيسية.
- قواعد التداول في سوق سندات الخزينة العمومية.
- قواعد التداول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ثالثا : مواقيت وطريقة التسعير

بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط يتم تقديمه إلى بورصة من أجل تنفيذه، كما تقام حصص التداول في مقصورة البورصة يومي الإثنين والأربعاء على الساعة 9.30 إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. في ختام الحصة يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم أو السندات وتتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد.

رابعا : نظام التسوية والتسليم:

تعتبر البورصة سوق فورية وبعد إقفال الحصة تقوم بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول وبعد تنفيذ الأمر يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد بالنسبة لسندات الخزينة العمومية<sup>1</sup>.

خامسا: الإدراج في البورصة :

تتمثل شروط الإدراج في بورصة الجزائر فيما يلي:

✓ شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:

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

<sup>1</sup> <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147> 03/03/2017

شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج وهي:

- الحد الأدنى لرأس المال 500 مليون دينار؛
- إصدار 20 % من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: الشركات المصدرة في بورصة الجزائر.**

تتمثل الشركات المدرجة فيما يلي:

**مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:**

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

وعُدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

في جوان 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 % من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فيفري 2000: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقُدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري).

<sup>1</sup> <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=14903/03/2017>

## أليانس للتأمينات :

هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشأت في جويلية 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصب مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم. في مارس 2011: بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

## أن سي أ الروبية:

شركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ذ م م) تحت إسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". في سنة 2003: غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم.

في أبريل 2013: شرعت مؤسسة أن سي أ-الروبية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم. في جوان 2013: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013. وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> <http://www.sgbv.dz/ar2017/05/18/>

## مجمع صيدال:

يعتبر مجمع صيدال ثاني مؤسسة دخلت البورصة في سبتمبر 1999 ، طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة اجتماعه المنعقد في 18/06/2002. وفي إطار عملية الخصخصة، وطبقا للأمر رقم 22/95 بتاريخ 26/08/1995 المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخصخصة المقرر من طرف الحكومة، أيدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 22/06/98 القرار رقم 40 لاقتراح مجلس الإدارة الذي يسمح للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة، إذ أن حصة رأسمال المتنازل عنها هي % 20 من رأس المال وتمثل 2.000.000 سهم بسعر محدد بـ 800 د.ج.<sup>1</sup>

## بيو فارم:

مؤسسة خاصة متخصصة في المنتجات الصيدلانية يبلغ رأسمالها الاجتماعي 5.104.375.000 دج متمثل في 25.521.875 سهم عادي، تمثل القيمة الاسمية للسهم 200 دج.<sup>2</sup>

## الشركة العربية للإيجار:

هي مؤسسة مالية لجأت إلى السوق السندية من أجل رفع أموال لتمويل عملياتها في مجال الإيجار سنة 2006. مجمع رياض سطيف:

يعتبر مجمع رياض سطيف من المؤسسات الصناعية الكبرى في الجزائر، والرائدة في مجال إنتاج الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها، فهو أول المؤسسات التي دخلت إلى بورصة الجزائر، حيث كان ذلك بتاريخ 17 جويلية 1998 بطرح أسهمه للاكتتاب العام<sup>3</sup>، حيث حدد الإطار العام لزيادة رأسمال عن طريق اللجوء العلني للادخار برفع رأسمالها من 4000000000 إلى 5000000000 دج أي بنسبة 25 بالمائة وذلك بإصدار 1000000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج.

## شركة دحلي:

هي شركة تابعة للقطاع الخاص أصدرت قرضا سنديا سنة 2008 موجه للجمهور، هدفه تمويل الاستثمارات في قطاع الفنادق والعقارات.

<sup>1</sup> زرقون محمد، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر ، مجلة الباحث ، عدد 12 ، 2013 ، ص: 109 .

<sup>2</sup> <http://www.elkhabar.com/press>

<sup>3</sup> زرقون محمد، المرجع السابق ، ص: 108 .

**المؤسسة الوطنية للحفر:**

فرع من فروع سوناطراك تشتغل في القطاع الشبه البترولي لجأت إلى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2008<sup>1</sup>.

**المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار:**

تشتغل في القطاع الشبه بترولي لجأت إلى سوق السندات سنة 2007.

**مؤسسة التعليم المهني عن بعد:**

هي شركة ذات أسهم تنشط بصورة رئيسية في استغلال خدمات الانترنت، وتركيب الشبكات المعلوماتية وكذا التجهيزات والعتاد ذات الصلة بالإعلام الآلي<sup>2</sup>.

**شركة الائتمان الإيجاري المغربي:**

لجأت إلى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2010.

**شركة حداد:**

هي شركة ذات أسهم تحوزها عائلة حداد ويتمثل نشاطها الرئيسي في انجاز الاشغال المتعلقة بالطرق والطرق السيارة والسكك الحديدية، لجأت إلى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2009<sup>3</sup>.

**سيفيتال:**

هي مجموعة صناعية مندمجة يقوم نشاطها على تكرير السكر والزيت لجأت إلى السوق السنديّة سنة 2005.

**شركة الكهرباء والغاز:**

في إطار توسيع وتطوير شبكة الكهرباء والغاز قامت بطرح سندات للجمهور في 22 ماي 2005 بقيمة 10 مليار دج للسند وذلك لمدة 6 سنوات<sup>4</sup>.

**شركة اتصالات الجزائر:**

قامت بإصدار سندات عادية في 17 /10/ 2006 بقيمة 20 مليار دج، الهدف من الإصدار هو تمويل التطويري لشبكة الهاتف النقال لشركتها الفرعية موبيليس .

**شركة سوناطراك:**

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، التقرير السنوي 2008 ، ص:28 .

<sup>2</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، التقرير السنوي 2007 ، ص:20 .

<sup>3</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، التقرير السنوي 2009 ، ص:30 .

<sup>4</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، التقرير السنوي 2005 ، ص:24 .

أكبر شركة في الجزائر تعمل في قطاع المحروقات، دخلت البورصة بطرحها سندات للاكتتاب العام بمبلغ خمسة ملايين دينار.

### شركة الخطوط الجوية الجزائرية:

قامت باللجوء إلى سوق السندات في 2 نوفمبر 2004 بطرح سندات قيمتها 14.18 مليار دينار للاكتتاب العام في بورصة الجزائر وكان الهدف من طرح القرض هو اقتناء أربع طائرات<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: نشاط بورصة الجزائر.

حسب تقرير صادر عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2010 سجلت البورصة طلبين لزيادة رأس المال من مصدرين خاصين، كما تم تأسيس وسيط في عمليات البورصة من القطاع الخاص مع شريك أجنبي من أجل ضمان خدمات الاستثمار على مستوى السوق<sup>2</sup>، وفيما يلي سيتم عرض لتطور نشاط بورصة الجزائر خلال 3 سنوات الأخيرة وقيمة التداول بالنسبة للشركات الناشطة على مستوى السوق المالية الجزائرية :

### الجدول (2) نشاط بورصة الجزائر للفترة 2014-2016

الوحدة دينار جزائري

السنة	عدد الصفقات	حجم التداول	القيمة المتداولة (دج)
2014	251	90111	41410340.00
2015	259	2213143	1251956825.0
2016	339	788860	805500430.00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

[http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan\\_boc](http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc)

شهدت بورصة في السنوات الأخيرة تذبذبا وهذا ما عكسه الجدول (02) حيث نلاحظ ارتفاع الحجم المتداول ليبلغ قمته من 90111 سنة 2014 و بقيمة 41410340 دج ليصل سنة 2015 إلى 2213143 وبقية 1251956825 دج، كما شهد عدد الصفقات المبرمة ارتفاعا 251 سنة 2014 إلى 259 سنة 2015 من قدر ب 3.19 %.

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، التقرير السنوي 2007 ، ص:17.

<sup>2</sup> بن سميحة عزيزة ، طيني مريم ، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل بورصة الجزائر ، مجلة تاريخ العلوم ، العدد السابع ، مارس 2017 ، ص:333 .

انخفاض الحجم المتداول من 2213143 وبقيمة 1251956825 دج سنة 2015 إلى 788860 وقيمة 805500430 دج سنة 2016 وذلك بالرغم من ارتفاع عدد الصفقات المبرمة إلى 339 مقارنة ب 259 سنة 2015 وبمقدار 30.89 %.

الجدول رقم (03) القيمة المتداولة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2014-2016

الوحدة دينار جزائري

السنة	أليانس للتأمينات	م.ت.ف الأوراسي	أن.سي.أ الروبية	صيدال	بيوفارم
2014	5660690	3339595	20303575	12106480	-
2015	1202108515	4427100	360779615	9343259	-
2016	112691920	160980	21004785	10945785	659186960

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

[http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan\\_boc](http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc)

نلاحظ من خلال الجدول (3) أنه سنة 2014 سجلت أن.سي.أ الروبية أكبر حجم للتداول قدر بما قيمته 20303575 دج تليها صيدال ب 12106480 دج و أليانس للتأمينات ب 5660690 دج أما مؤسسة الأوراسي فسجلت أدنى قيمة للتداول قدرت ب 3339595 دج.

في سنة 2015 سجلت أليانس للتأمينات أعلى قيمة للتداول قدرت ب 1202108515 دج، لتسجل مؤسسة الأوراسي أدنى قيمة للتداول قدرت ب 4427100 دج .

أما في سنة 2016 نلاحظ دخول مؤسسة بيوفارم الصيدلانية لتسجل ألى قيمة للتداول قدرت ب 659186960 دج تليها أليانس للتأمينات ب 112691920 دج و أن.سي.أ الروبية ببقيمة قدرها 21004785 دج و صيدال بما قيمته 10945785 دج ، لتحقق مؤسسة الأوراسي أدنى قيمة قدرت ب 1670980 دج.

من خلال هذه المعطيات نستخلص أن سوق رأس المال في الجزائر غير قادر على تمويل الاستثمار، فهناك تذبذب في عدد الاصدارات وقيمتها وكذا محدودية واقتصار سوق رأس المال على أربع مؤسسات خلال سنتي 2014-2015 وخمس مؤسسات سنة 2016. وكذا الاقتصار على أداة مالية واحدة تتمثل في سند رأس المال.

إن ضعف سوق رأس المال في الجزائر وعدم قدرتها على تمويل الاستثمارات راجع إلى العديد من الأسباب التي حالت دون تطوره والحد من دوره.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وسبل تفعيلها.

هناك العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الفعالية في دور بورصة الجزائر في تمويل الاستثمار وبالتالي ضرورة وضع المتطلبات والأسس التي بإمكانها فتح الآفاق أمام هذه المؤسسة التمويلية و تفعيل دورها الاستثماري.

**المطلب الأول: المعوقات الاقتصادية.**

فيما يلي مجموعة من المعوقات الاقتصادية التي تعرقل سير ب بورصة الجزائر:

### 1- معدلات الفائدة:

إن تحرك أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا بتحديد بناء على الحجم المطلوب من القروض مقارنة بالحجم المعروف من المدخرات، تميل أسعار الأسهم والسندات إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل، ومن ثم يؤدي إلى تخفيض الاستهلاك وزيادة الادخار لتعويض قيمة الأصول<sup>1</sup>.

### 2- ضعف الحوافز الجبائية:

ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلي حسابات المساهمين ، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري<sup>2</sup>.

### 3- عائق الخصوصية:

يضم مفهوم الخصوصية عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخصوصية.

الخصوصية هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فإن الخصوصية تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 250.

<sup>2</sup> عثمانى أحسين، شعابنية سعاد، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة ، يومي 6-7 ماي 2012 .

وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كيفية تحويل التسيير وممارسته وشروطه.

كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخوصصة وقد حدد المرسوم التنفيذي 01-354 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001 تشكيلتها وصلاحياتها وكيفية تنظيمها وسيورها.

وتعتبر سياسة الخوصصة من بين الأهداف التي البورصة، لأن أهمية هذه الأخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخوصصة، وذلك أنها :

- تتمكن من بيع عدد كبير من أسهم الشركات وتتنافس على حصص حقوق الملكية.
- تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية<sup>1</sup>.

#### 4- التضخم:

إن مقومات التضخم بالجزائر بدأت تشق طريقها، وتعمق في توغنها، منذ أوائل التسعينات، واشتدت حدتها في منتصف التسعينات فخلال مرحلة الاقتصاد المخطط وإلى نهاية الثمانينات لم يتعد التضخم 9% ، وذلك لأن استقرار الأسعار كان السمة السائدة في الاقتصاد الجزائري، حيث كانت الدولة تعالج العجز في الميزانية باللجوء إلى إجراءات السيولة النقدية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق ، ص:243 .

<sup>2</sup> عماري عمار، بوسعيدة سعيدة ، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر ، الملتقى الوطني الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 14-15 نوفمبر 2005 ، ص ص:2016-2017 .

## 5- ضعف الإفصاح والشفافية:

في بورصة الجزائر فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، وكذا انعدام صناعة التحليلي المالي والاستثماري<sup>1</sup>.

## 6- الاقتصاد الموازي:

الاقتصاد الموازي أو ما يسمى (الظل الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة<sup>2</sup>.

**المطلب الثاني: المعوقات الاجتماعية والثقافية والتشريعية والتنظيمية.**

**أولاً: المعوقات الاجتماعية والثقافية.**

إن بورصة الجزائر تعاني من عوائق أخرى ذات طابع اجتماعي وثقافي، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

## 1- العوامل التاريخية

يشكل انتشار الأمية بشكل واسع في الدول النامية عائقا حقيقيا أمام تطور البورصة، مما أدى إلى تخوف الكثيرين من الاستثمار في القيم المتداولة، وكذا نتيجة لعدم الثقة في مصداقية فعالية البورصة والتخوف من مصالح الجباية، كما أن النظام المصرفي الذي تبنته الجزائر عقب الاستقلال لم يعط الانطباع الحسن في نفوس المواطنين.

## 2- غياب الثقافة المالية والبورصة:

أثناء فترة التخطيط المركزي، رسخت الدولة ثقافتها المالية الخاصة بها والتي أثرت على المؤسسات، حيث أصبحت هذه المؤسسات لا تقوم إلا بتنفيذ القرارات التي تأتيها من سلطات المركزية، وهو الشيء الذي انعكس على طرق التسيير في قبول مخاطر الاستثمار ورفع المبادرة لدى المسؤولين في هذه المؤسسات.

## 3- العامل الديني:

لهذا العامل تأثير كبير في توجيه عملية الاستثمار في الأوراق المالية، فالاعتقاد السائد لدى المجتمع من الناحية الدينية في أن الفائدة حرام في الإسلام، باعتبارها ربا وعليه، فإنه ينبغي العمل على جذب المدخرات

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، أوكيل سمية، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، العدد 06، ماي 2006، ص: 38.

<sup>2</sup> فريد بريك شنادينر، دومنيك انتي، الإختباء وراء الظلال: نمو الاقتصاد الخفي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 30، 2002،

العائلية نحو الأدوات المالية الأخرى وكما أن دخول البنوك الإسلامية كطرف من الوسطاء سيضفي على البورصة الشرعية المطلوبة ويرفع من ثقتها المفقودة لدى العائلات<sup>1</sup>.

ثانيا: المعوقات التشريعية والتنظيمية .

### 1- العوائق التشريعية :

وتتمثل العوائق التشريعية عموما في عدم تجزئة البورصة، والشروط القاسية في قبول المؤسسات مع عدم فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.

### 2- العوائق التنظيمية :

إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكويننا ماليا واقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة. وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين، وحتى لو اعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إطارات البنوك والمؤسسات المالية وإطارات شركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافي<sup>2</sup>.

المطلب الثالث: شروط فعالية بورصة الجزائر.

قبل الشروع في عملية ما لا بد من القيام بدراسة السوق، أي التقرب من الميدان من أجل جمع المعلومات اللازمة التي تؤدي إلى نجاح هذا المشروع. وهو ما يطبق على السوق المالي حيث هناك عوامل عديدة تحدد ترقيته وتطوره لا بد أن تأخذ بعين الاعتبار. ولتحقيق ذلك لا بد من توفر مجموعة من العناصر تتمثل في:

### 1- إرساء الثقافة البورصية:

ينبغي أن تعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية، كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي في الأوراق المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من صناديق جماعية للتوظيف، نوادي للاستثمار... الخ.

<sup>1</sup> براق محمد، معوقات الاستثمار في الأسواق المالية العربية، المؤتمر الدولي العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 14-15 ماي 2004، ص ص: 22-24 .

<sup>2</sup> عثمانى أحسين، شعابنية سعاد، مرجع سابق، ص: 14 .

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة سالفة الذكر بنظر لما توفره من مزايا تتعلق في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر.

## 2- العامل الديني:

يعتبر هذا العامل محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتتب بتعبئته<sup>1</sup>.

## 3- تحديد التوظيف في القيم المنقولة:

بغرض جلب المستثمرين وليس المضاربين نحو السوق المالي لا بد في بداية الأمر إخضاع القيم المنقولة إلى عوائد متغيرة (عوائد الأسهم) ، وعوائد ثابتة (الفوائد).  
من جهة أخرى ومن أجل الحد من المضاربة لا بد من إخضاع القيمة المضافة الناتجة عن التنازل عن القيم لمعدل ضريبة مرتفع نوعا ما.

## 4- التعديل المالي للمؤسسات الجزائرية:

يتطلب السوق المالي أن تكون المؤسسات التي تطمح الدخول إلى البورصة ناجعة ذات مردودية، لكن أغلبية الشركات الجزائرية هي في الوقت الراهن ماليا وتنظيميا وتسييريا هشة. أنهت البعض منها برنامجها التطهيري بينما لم ينتهي البعض الآخر بعد، وعليه يعد ضروريا إعادة النظر في نتائج عملية التطهير المالية للمؤسسات الجزائرية والإسراع فيها.

## 5- جلب المستثمر

تتحقق ثقة المستثمر في القيم المنقولة بتوفير:

✓ **الاستقرار السياسي:** يبحث المستثمر في الأوراق المالية دوما عن الأمن والاستقرار قبل توظيف أمواله ويتأكد من أن سياسة البلد مستقرة وغير قابلة للتغيير بين لحظة وأخرى، ولتحقيق ذلك وجلب المستثمر وكسب ثقته لا بد من استتباب الأمن والسلم وبهذا نصل إلى سوق مالي ناجح.

✓ **حماية المدخر:** أن تجعل المستثمر أو المدخر يشعر بأمان يدفعه إلى الاستثمار في القيم المنقولة بكل ثقة، وهو الشيء الذي يساهم في ترقية وتطوير سوق القيم المنقولة.

✓ **وضع سياسة الخصوصية حيز التطبيق:** إن وضع سوق مالي ناجح يمثل شرطا هاما وضروريا لنجاح الخصوصية. فعملية الخصوصية تسهل تحقيقها إذا وجدت مسبقا بورصة عملية وناجعة يقتنع فيها المدخرون

<sup>1</sup> فلاح صالحي ، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار ، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة .

الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004 ، ص: 95 .

بالاكتتاب لشراء قيم جديدة. نشير أيضا إلى أنه بدون خصوصية لا يمكن للبورصة أن تتقدم لأن الشركات التي تقبل أسهمها للتفاوض في البورصة لا بد أن تكون شركات أسهم.

✓ **الإستفادة من إطار قانوني:** للتأكد من حسن سير البورصة لا بد من توفير بعض القوانين التي تحكم المتدخلين في السوق من جهة وشفافية الشركات المسعرة فيها من جهة أخرى<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> أبن بوسحاقي فتيحة، **بورصة الجزائر واقع وآفاق** ، منكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص النقود المالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2002 -2003، ص ص :244-245 .

## خلاصة الفصل الثالث:

إن متطلبات الحياة الاقتصادية الواسعة والتطور الاقتصادي الذي تمر به الجزائر، جعل الحاجة ملحة إلى رؤوس أموال ضخمة وكبيرة لتأمين مختلف الفعاليات الاقتصادية.

ومن أجل ذلك أخذت السلطات المعنية كل التدابير من تشريعات وقوانين وتوفير الإمكانيات المادية والبشرية من أجل استحداث بورصة الجزائر، حيث مرت بعدة مراحل وكانت مرحلة الانطلاق الفعلية عام 1996 . وبواسطة البورصة فإنه يمكن للشركات أن تمول نفسها عن طريق إصدار سلسلة من الأسهم والسندات وغيرها و هذا ما يساعد على تمويلها ذاتيا.

تتميز بورصة الجزائر بصغر حجمها ومحدودية أدواتها المالية، وعدم قدرتها على تمويل الاستثمار بشكل كبير وذلك راجع إلى ضعف هيكلها التنظيمية والتشريعية وكذا العديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني.

الخاتمة

### الخاتمة:

أدت العولمة الاقتصادية إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها ، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة ، مما جعل الأسواق المالية تتصدر اهتمام الساسة والاقتصاديين ، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد و كذا الدور الذي تلعبه في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار .

والجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة" ، إلا أنها وإلى غاية يومنا هذا لا تزال تعاني من انعدام ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية لدى افراد المجتمع الجزائري ، وكذا ضعف الأطر التشريعية والتنظيمية ، قلة التنوع في الأدوات المالية المتداولة ، ضيق نطاق السوق الأمر الذي حال دون قدرتها على تمويل الاستثمارات من خلال جذب المدخرين والمستثمرين .

### اختبار الفرضيات :

- تلعب سوق رأس المال دورا أساسيا في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال لتمويل التنمية الاقتصادية و هذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- إن السوق المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة .بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق ، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية ، و هذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
- يواجه سوق رأس المال في الجزائر العديد من الصعوبات المتعلقة بانعدام ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية لدى الفرد الجزائري وكذا ضعف الأطر التنظيمية والتشريعية والعديد من العراقيل التي تحد من تطور وقدرة هذه السوق على جلب المدخرين والمستثمرين وهذا ما نراه من خلال محدودية الشركات المصدرة فيها وكذا الأدوات المالية المتداولة على مستواها وهذا ما حد من قدرتها على تمويل الاستثمار وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

### نتائج وتوصيات:

بعد إتمام الدراسة خلصنا إلى مجموعة من النتائج:

- لسوق راس المال دور فعال في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار التي تجلب المستثمرين، وتزيد من حجم التداول، ومن ثم بعث حركة نشيطة في السوق، هذا الدور الذي يفسر الأهمية التي يكتسبها.
  - بالرغم من مرور سنوات عديدة على إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر إلا أنه مزال ضعيفا إذ يتصف بقلّة المؤسسات المنظمة إلى السوق أي النقص الشديد في العرض المقاس بعدد الشركات المدرجة.
  - تفتقر بورصة الجزائر للضوابط والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وتسهيل المعاملات، وتوفير الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الآخر منها لا يزال حديث العهد بالتنظيم، ومن ثم فإنه يلزم انقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق.
- من خلال النتائج المتوصل إليها خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات:
- نشر ثقافة السوق المالية داخل المجتمع الجزائري.
  - على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي هذا يساعد على تحسين كفاءة السوق.
  - على الشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف.
  - زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات.
  - تنويع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق.

# قائمة المراجع

- 1- ابراهيم محمد منير ، إدارة الأسواق والمنشأة المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، مصر ، 2002.
- 2- أبو موسى رسمية أحمد ، الأسواق المالية والنقدية ، المعتر للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2005.
- 3- أحمد سلام محمد ، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية ، دراسة مقارنة مصري - أمريكي فرنسي دراسة قانونية اقتصادية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2013 .
- 4- آل شبيب دريد كامل ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري ، الأردن ، 2009.
- 5- أندراوس عاطف وليم ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة الشباب الجامعية ، مصر ، 2004.
- 6- الأنصاري أسامة عبد الخالق ، الدليل العملي للاستثمار في البورصة ، دار السحاب ، مصر ، 2008.
- 7- التميمي أرشد فؤاد ، سلام أسامة عزمي ، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسيرة ، الأردن ، 2004 ، .
- 8- جمال ناجي ، إدارة محفظة الأوراق المالية ، المؤسسة الجامعية ، لبنان ، 1998 .
- 9- جودة صلاح سيد ، بورصة الأوراق المالية ، دار الاشعاع ، مصر ، 2000 .
- 10- جويدان الجمل جمال ، الأسواق المالية والنقدية ، دار صفاء ، الأردن ، 2002.
- 11- حردان طاهر ، أساسيات الاستثمار ، دار المستقبل ، الأردن ، 2009 .
- 12- حسين عصام ، أسواق الأوراق المالية البورصة ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 .
- 13- الحضيرى حامد العربي ، تقييم الاستثمارات ، دار الكتب العلمية ، مصر ، 2000 .
- 14- حماد طارق عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر ، مصر ، 2005 .
- 15- الحناوي محمد ، مصطفى نهال فريد ، مبادئ وأساسيات الاستثمار ، المكتب الجامعي الحديث ، مصر ، 2006 .

- 16- الحناوي محمد صالح ، مصطفى نهال فريد ، العبد جلال ابراهيم ، الإدارة المالية ، المكتبة الجامعية الحديثة ، مصر ، 2009.
- 17- حنفي عبد الغفار ، قرياقس رسمية ، أسواق المال ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2003.
- 18- حنفي عبد الغفار ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000.
- 19- الداغر محمود محمد ، الأسواق المالية ، دار الشروق ، الأردن ، 2007.
- 20- الراوي خالد وهيب ، الاستثمار ، مفاهيم تحليل واستراتيجية ، دار المسيرة ، عمان ، 1999.
- 21- رضوان سمير عبد الحميد ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي ، 1996 .
- 22- رضوان سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية ، دار النشر للجامعات ، مصر ، 2005 .
- 23- رمضان زياد ، شموط مروان ، الأسواق المالية ، جامعة القدس مصر ، 2008.
- 24- رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، الطبعة الثالثة ، الأردن ، 2005 .
- 25- الزبيدي حمزة ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان ، 2001 .
- 26- الزيدانين جمال سالم ، أساسيات في الجهاز المالي ، دار وائل ، عمان ، 1999 .
- 27- سلام عماد صلاح ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة ، أبوظبي ، 2002.
- 28- السيسي صلاح الدين حسن ، بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب ، مصر ، 2003.
- 29- الشمري ناظم محمد نوري وآخرون ، أساسيات الاستثمار المالي والعيني ، دار وائل ، الأردن ، 1999.
- 30- شمعون شمعون ، اليورصة ، أطلس للنشر ، بدون سنة نشر ، الجزائر .
- 31- صافي وليد ، البكري أنس ، الأسواق المالية والدولية ، دار المستقبل ، الأردن ، 2009.
- 32- صفر أحمد ، المصارف والأسواق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، 2006.

- 33- الصيرفي محمد، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 34- عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، 2008.
- 35- عجام هيثم صاحب، سعود علي محمد، التمويل الدولي، دار الكندي، لبنان، 2002.
- 36- عطون مروان، الأسواق المالية والنقدية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2003.
- 37- عطية أحمد صلاح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 38- علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار، دار الثقافة، الأردن، 2009.
- 39- علي عبد المنعم السيد، العيسى نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الجاسر، الأردن، 2004.
- 40- الفولي أسامة محمد، عوض الله زينب، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
- 41- كافي مصطفى يوسف، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009.
- 42- كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2014.
- 43- مجيد ضياء، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
- 44- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى، الجزائر، 2010.
- 45- مطر محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل الأردن، 2005.
- 46- مطلوع سعيد عبد الحميد، الأسواق المالية، دار وائل، 2001.
- 47- معروف هوشيار، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، ص: 92.
- 48- الهندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق راس المال، توزيع منشأة المعارف، مصر، 2002.
- 49- الهندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998.

50- الهيتي نوزاد ،مقدمة في الأسواق المالية ، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس ، 1998 .

51- يونس محمود ، مبارك عبد النعيم ،النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية،الدار الجامعية ،مصر ،2003.

المذكرات والرسائل :

1- ابن بوسحاقي فتيحة ، بورصة الجزائر واقع وآفاق ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص النقود المالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2002 -2003.

2- براق محمد ، معوقات الاستثمار في الأسواق المالية العربية ، المؤتمر الدولي العالمي الثاني ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سكيكدة ، 14-15 ماي 2004.

3- براق محمد ،السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي،الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية ،جامعة فرحات عباس ،سطيف ،8-9 ماي ،2004.

4- بلجالية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية على أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في الأردن (بورصة عمان 1996-2006)،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير .

5- بن سميثة عزيزة ، طبني مريم ، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل بورصة الجزائر ، مجلة تاريخ العلوم ، العدد السابع ، مارس 2017.

6- بن لخضر مسعودة ، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال -دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009- 2014 ، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير

في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية

، تخصص الأسواق المالية والبورصات ، 2014-2015.

7- بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض

الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

، علوم تجارية، تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

8- بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري -دراسة حالة بنك BNP

PARIBAS، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007.

9- بوكساني رشيد ، أوكيل سمية ، مجلة العلوم التجارية ، المعهد الوطني للتجارة ، العدد 06 ، ماي

2006.

10- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في

العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2005 -2006.

11- حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية،

ملتقى حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ،جامعة فرحات عباس سطيف، أيام

20-21 أكتوبر 2009 .

12- دالي علي لمياء ، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية ، الملتقى الدولي

حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدولة النامية ، بسكرة

، دون ذكر التاريخ.

13- زرقون محمد ، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية -دراسة

حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر ، مجلة الباحث ، عدد 12 ، 2013.

- 14- زيدان محمد ، بومدين نورين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، بسكرة ، يومي 7-8 نوفمبر 2006.
- 15- شريط صلاح الدين ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها على الجزائر ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، علوم اقتصادية ، نقود ومالية، جامعة الجزائر 3 ، 2011-2012.
- 16- العاني أحمد حسن بتال ، استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى :مع إشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، العرق ، العدد الثاني ، 2008.
- 17- العتيبي أحمد ، الهواري سيد ، المحفظة الاستثمارية ، إضاءات نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، الكويت ، السلسلة السادسة ، العدد 11 ، 2014.
- 18- عثمانى أحسين ، شعابنية سعاد ، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر ، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، يومي 6-7 ماي 2012 .
- 19- عماري عمار ، بوسعيدة سعيدة ، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر ، الملتقى الوطني الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 14-15 نوفمبر 2005 ، ص ص: 2016-2017.
- 20- عيجولي خالد ، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر ، ديسمبر ، 2006.

21- فريد بريك شنادينر ، دومنيك انتي ، الاختباء وراء الظلال :نمو الاقتصاد الخفي ، مجلة التمويل والتنمية ، صندوق النقد الدولي ، العدد 30 ، 2002.

22- فلاح صالح ، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل

الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31ماي إلى 02 جوان 2004 .

23- كمال بن موسى ،المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها ، مجلة الباحث ،الجزائر ،العدد 03، 2004.

#### المجلات والجرائد:

24- محمد زيدان ،ريمه العمري وآخرون ، أسواق رؤوس الأموال: مصدر لتمويل التنمية الاقتصادية أم قناة لعدوى الأزمات المالية ،مجلة حوليات بشار ،العدد 08 ، 2010.

25- مرغاد لخضر ، الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، العدد 17 ،نوفمبر، 2009.

26- مزاهدية رفيق ،كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات :دراسة حالة سوق

السهم السعودي ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،تخصص اقتصاد دولي ،جامعة باتنة ، 2006 -2007 .

27- مفتاح صالح ،معارفي فريدة ، كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية

العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، بسكرة ، عدد 07 ، 2009-2010.

#### الملتقيات والمؤتمرات :

28- هولي رشيد ،مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تمويل برامج الخصخصة :دراسة مجموعة

دول المغرب العربي ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير ،إدارة مالية ،جامعة قسنطينة ، 2010

## المواقع الالكترونية :

- 1- [www.allabout-business.com](http://www.allabout-business.com)
- 2- 03/03/2017، <http://www.sgbv.dz/ar/>،
- 3- [www.sgbv-dz/ar/op-cit.guide.02/03/2017](http://www.sgbv-dz/ar/op-cit.guide.02/03/2017)
- 4- [www.Sgbv.DDB.guide-Fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf02/03/2017](http://www.Sgbv.DDB.guide-Fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf02/03/2017).
- 5- [www.Sgbv.DDB.guide-Fonctionnement-de-la-bourse-arabe-pdf,03/03/2017](http://www.Sgbv.DDB.guide-Fonctionnement-de-la-bourse-arabe-pdf,03/03/2017)
- 6- <http://www.elkhabar.com/press>

## التقارير :

- 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2010 ،
- 2- المرسوم التشريعي ، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997.
- 3- لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، التقرير السنوي 2008 .
- 4- لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، التقرير السنوي 2007 .
- 5- لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، التقرير السنوي 2009 .
- 6- لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، التقرير السنوي 2005 .

## الكتب باللغة الفرنسية:

- 1- J Peyard , La bourse, Imprimerie Herissey a ayreux, 3 éme édition, 1993 .
- 2- Laurence Gitman et Michel Joehmk, Investissement et marchés financiers, Pearsom éducation France, 9 édition, 2005.