



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الدكتور الطاهر مولاي - سعيدة-

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر الأكاديمي

في العلوم الاقتصادية

تخصص : تخصص بنوك، مالية وتسيير المخاطر

بمعنوان :

إجراءات إصدار الأوراق المالية في بورصة (دراسة مقارنة بين بورصة المغرب والجزائر)

إشراف الأستاذ:

الأستاذ: عشعاشي

إعداد الطالبين:

- بوشريط عبدالهادي

- هزيل نظري

أعضاء لجنة المناقشة :

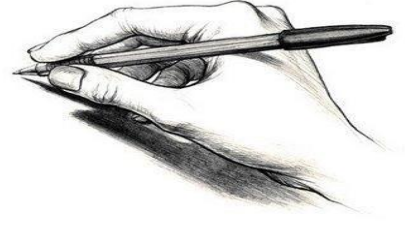
- الأستاذ :.....رئيسا

- الأستاذ:.....مشرفا ومقررا

- الأستاذ.....مناقشا

الموسم الجامعي :2015-2016م

تَشْكُر



قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

من لم يشكر الناس لم يشكر الله، ومن أسدى إليكم معروفا فكافئوه فان لم تستطيعوا فادعوا له الله.

يا رب لك الحمد و الشكر كما ينبغي لجلال وجهك و عظيم سلطانك لك الحمد إذا رضيت و لك الحمد حتى ترضى و لك الحمد بعد الرضا.

و الصلاة و السلام على خاتم النبيين و المرسلين محمد بن عبد الله و صلوات ربي و سلامه عليه الذي بلغ الرسالة و أدى الأمانة و نصح الأمة و كشف الغمة, و جعل ليها كنهارها و تركها على المحجة البيضاء لا يزيغ عنها الا هالك.

الحمد لله الذي وهبنا التوفيق والسداد ومنحنا الرشد والثبات لجني ثمرة النجاح بعد عشرة الفرح يعجز اللسان عن أصدق كلمات الشكر و الامتنان لتقديم أعمق آيات التقدير الى الله عز و جل .

نتقدم بخالص شكرنا إلى كل من كان عوناً لنا في دربنا لإنجاز هذه المذكرة و نخص بالذكر :

الأستاذ المشرف «عشعاشي مصطفى» و إلى كل من نهلنا من منابعهم العلمية من أساتذة جامعة العلوم الاقتصادية و التجارية

و الى كل من أمدنا بيد العون مع تمنياتنا بالنجاح لكافة الطلبة.

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على واقع كل من بورصة الجزائر و المغرب للأوراق المالية، و من أهم النتائج التي توصلنا إليها أن عدد الشركات المدرجة يعد قليلا جدا بالنسبة للدول المتطورة. كما أن نشاط البورصة في الجزائر يعتبر ضعيفا نوعا ما و يرجع ذلك بالأساس إلى التشريعات التي وضعتها هيئة السوق المالية الجزائرية و التي تتعلق بتنظيم هذه الشركات داخل البورصة، كما قمنا بوضع توصيات مفادها الإسهام في تطوير البورصة و تنشيطها من أهمها :القيام بخصوصية الشركات و إرساء ثقافة بورصية لرفع الوعي الاستثماري لدى الأفراد، و إن أمكن الاستشارة بخبراء أجانب لإعادة هيكلة البورصة بغية رفع مردودية سوق رأس المال الذي أصبح يعاني من ضعف المناخ الاستثماري.

الكلمات المفتاحية :بورصة ،الأوراق المالية

Résumé

Cette étude vient d'objectiver le quotidien des deux bourses, Celle l'Algérie et l'autre du Maroc, Le plus important de nos constatations c'est que le nombre de sociétés cotées dans les deux bourses est minime par rapport aux bourses des pays développés.

L'activité de la bourse en Algérie est faible et cela est lié principalement aux législations adoptées par cette dernière.

Comme nous avons élaboré des recommandations qui contribueront au développement du marché boursier en privatisant les entreprises, mise en place d'une culture d'investissement chez les individus, et si possible la consultation d'experts pour restructurer la bourse afin d'améliorer rendement qui souffre de l'absence du climat d'investissement

Mots Clés : bourse, outils financiers

فهرس

1.....	مقدمة
1.....	إشكالية البحث
2.....	فرضيات الدراسة
2.....	أهمية الموضوع
2.....	اهداف الموضوع
3.....	دوافع إختيار الموضوع
3.....	المنهج المتبع
3.....	مصادر الموضوع
3.....	منهجية البحث
4.....	الدراسات السابقة

الفصل الأول : ماهية الأسواق المالية

7.....	تمهيد:
7.....	1- الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية
7.....	1-1 السوق المالي
8.....	1-1-1 تعريف السوق المالية
8.....	1-1-2 مكونات السوق المالية
8.....	1-1-2-1 سوق النقد
10.....	1-1-2-2 سوق رأس المال
13.....	1-1-2-2-1 الاسواق الاجلة
13.....	1-1-2-2-1-1 الادوات المالية المتداولة في أسواق الاجلة
19.....	1-1-2-2-3 الاسواق الحاضرة
19.....	1- الاسواق الأولية

20	2-الاسواق الثانوية.....
20	1-2الاسواق المنظمة.....
21	2-2 الاسواق الغير منظمة
21	1-2-2السوق الثالث.....
21	1-2-2السوق الرابع.....
22	2-1 بورصة الاوراق المالية.....
22	1-2-1نشأت البورصة.....
23	1-2-2تعريف البورصة.....
27	1-2-3وظائف البورصة.....
29	1-2-4اهمية البورصة.....
29	3-1 المؤشرات
32	1-3-1تعريف المؤشر.....
33	1-3-2انواع المؤشر.....
33	1-3-3استخدام المؤشر.....
34	4-1 الاوراق المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية.....
34	1-4-1الاسهم.....
38	1-4-2السندات.....
41	1-4-3مقارنة بين السهم والسند.....
44	1-4-4مخاطر المتعلقة بالأوراق المالية.....
46	1-5التقنيات الأساسية في سوق الاوراق المالية
47	خاتمة الفصل.....

الفصل الثاني: الأدبيات التطبيقية دراسة بورصة المغرب والجزائر

تمهيد.....	48
1- بورصة دار البيضاء.....	48
1-1 تعريف البورصة.....	48
1-2 نبذة تاريخية	48
1-3 الهيكل التنظيمي.....	50
1-4 اهداف بورصة دار البيضاء.....	51
1-5 مهام بورصة دار البيضاء.....	51
1-6 الشركات المدرجة في البورصة.....	52
1-7 مؤشرات البورصة.....	53
1-8 اسواق التداول في بورصة دار البيضاء.....	55
1-8-1 سوق الأولية.....	55
1-8-2 السوق الثانوية.....	57
1-9 مزايا الادراج في بورصة دار البيضاء.....	57
2- بورصة الجزائر.....	58
2-1 ظروف إنشاء بورصة الجزائر.....	58
2-2 مراحل إنشاء بورصة الجزائر.....	59
2-3 الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.....	61
2-4 الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.....	63
2-5 مؤشرات بورصة الجزائر.....	64
2-6 نشاط سوق القيم المنقولة في الجزائر.....	65
7 مزايا الادراج في بورصة الجزائر.....	68
معوقات اسواق الاوراق المالية.....	69

أهم الفروقات.....-2 71

10 سبل رفع كفاءة اسواق الاوراق المالية العربية.....72

خاتمة عامة.....75

نتائج و اقتراحات.....76

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
17	مقارنة بين العقود الاختيارية وعقود الاجلة وعقود المستقبلية	01
42	مقارنة بين السهم والسند	02
43	أوجه الاختلاف بين القيم المتداولة في سوق المالي	03
52	تطور عدد الشركات في بورصة دار البيضاء ما بين (1993-2013)	04
54	اهم مؤشرات دار البيضاء	05
54	مؤشر قطاعي	06
55	الاسهم الأكثر طلبا	07
56	الاسهم الأكثر ارتفاعا	08
56	الاسهم الأكثر إنخفاضا	09
63	تطور عدد الشركات المدرجة في الجزائر	10
64	تطور مؤشر حجم التداول وعدل دوران البورصة	11
66	الاورامر المنفذة في بورصة الجزائر خلال سنة 2007	12
66	حجم العرض و طلب في بورصة الجزائر خلال سنة 2006-2007	13
67	مستوى الاسعار في سوق الاسهم خلال سنتي 2006-2007	14
71	الفرقات	15

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
12	مكونات السوق المالي	01
25	جوانب مفهوم البورصة	02
32	اهمية البورصة في الإقتصاد الوطني	03
50	الهيكل التنظيمي لبورصة دار البيضاء	04
52	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة دار البيضاء	05
61	هيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	06
67	تطور اسعار الاسهم المدرجو في بورصة الجزائر	07

مقدمة:

يرجع تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، وفي العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج وأنفيرز وليون وأمستردام ولندن مراكز مالية مهمة، حيث قامت فيها "البورصات" إلى جانب الأسواق التجارية وتم التبادل فيها على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية. ومن المعروف أن نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجىء وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي.

ومن ذلك الحين الذي يمتد زمنيا لعدة قرون، لعبت هذه السوق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية. ومع استمرارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وتعاضل قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثره المباشر أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية.

واهتمت الدول العربية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وتربط أسواق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة، كما يمكن أن تكون هامشية، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها. بالرغم من مرور حقبة زمنية معتبرة على إنشاء أسواق الأوراق المالية العربية إلا أنها مازالت تعاني من التخلف، رغم الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدى في سوقها المحلية ورغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البلدان العربية لتطوير القطاع المالي فيما بينها، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه العديد من العوائق، تشكل سمات مشتركة بينها حالت دون تحقيق الترابط بينها وتوحيد البورصات.

إشكالية البحث:

السؤال الجوهرى الذي نسعى للإجابة عليه يمكن بلورته على النحو التالي:

➤ ما هي أهم الإجراءات و الاستراتيجيات المتخذة في إصدار الأوراق المالية بالبورصة ؟

و من خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الجزئية التالية :

1- ما هي الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية ؟

2- ما هو دور البورصة و ما هي مكانتها في الحياة المالية و الاقتصادية ؟

3- ماذا نعني بالمنتجات المالية من أسهم و سندات و غيرها ...؟

4- ما هي أهم المعوقات التي تواجه السوق المالي بالجزائر ؟ و ما هي القواعد التي يركز عليها السوق المالي لتحقيق متطلبات الفعالية ؟

فرضيات الدراسة :

لقد اعتمدنا في دراستنا على الفرضيات التالية :

- لا تتحقق الكفاءة لسوق رأس المال إلا بتوفر مجموعة من الشروط.
- إن إنشاء البورصة في الجزائر ساعد على زيادة سرعة العجلة التنموية فيها.
- تحتل السوق المالية مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة ودورها يتمثل في أنها أداة مهمة لتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية.
- يعود تخلف الأسواق المالية العربية إلى حادثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لاستكمال بناء أطرها التشريعية والتنظيمية

أهمية الموضوع :

- تتمثل أهمية الموضوع في مساهمة أسواق الأوراق المالية في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية كبيرة وتقليص حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي.
- تأسيس سوق أوراق مالية تقوم على توفر مقومات قيام تلك السوق، وتوفر الشروط والأطر التشريعية والتنظيمية و المناخ الاقتصادي و السياسي.
 - يعد إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية تأكيداً على تعاظم الاهتمام بهذا النوع من الأسواق، خاصة وأن أغلب الدول العربية تسير في اتجاه العولمة والانفتاح الذي يقتضي تقليص دور الدولة، مما يستلزم خصوصية القطاع العام عن طريق أسواق الأوراق المالية فعالة.
 - يتوقف نجاح الربط بين أسواق الأوراق المالية على نجاح السوق المالية على المستوى المحلي، ثم التفكير في المرحلة الثانية في التعاون والترابط فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية.

أهداف الموضوع :

1. محاولة معرفة طبيعة الأسواق المالية و تبيين الفعالية الاقتصادية لإقامتها.
2. محاولة اعطاء صورة حقيقية و واضحة تبرز موضوع السوق المالي و أهم مميزاته شكلاً و مضموناً.
3. مراجعة التدابير والإجراءات التي تقوم بها البورصة لتطوير أدائها في الاقتصاد الوطني.

4. الرغبة في تقديم إسهامات جديدة لتطوير بورصة الجزائر و جعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية.
5. تسليط الضوء على أبرز المشاكل و المعوقات التي تواجه السوق المالي و محاولة تقديم حلول لتحريك العجلة الاقتصادية بها .

دوافع اختيار الموضوع:

لقد تم اختيار هذا الموضوع نظرا لما له من أهمية اقتصادية بالغة في تطور الاقتصاد الوطني حيث لازالت السوق المالية في مرحلة النشأة و تحتاج إلى جهود كبيرة لكي تصبح أداة فعالة في التنمية الاقتصادية, وأيضا لأن هذا الموضوع يندرج ضمن تخصصنا ولم يتعرض له سابقا، كما أردنا أن نوضح الأسباب الحقيقية التي أدت إلى تجميد عمل بورصة الجزائر و كذلك حصر العوامل الضرورية التي تسمح لها بالفتح و الازدهار.

المنهج المتبع:

إن هذا البحث موضوع الدراسة يحتاج إلى منهجين الوصفي التحليلي والتطبيقي [دراسة حالة] حيث يهتم المنهج الأول بالإطار النظري و التحليلي للسوق المالي من مختلف جوانبه أما المنهج الثاني فيعالج دراسة حالة لبورصة الجزائر.

فبالرغم من ارتباط كل منهج بهدف محدد إلا أن محاولة الربط بين التحليل والتطبيق كان أحد أهداف هذا البحث.

مصادر الموضوع :

لقد استخدمنا مصادر مختلفة منها الكتب الرسائل العلمية والمواقع الإلكترونية بالإضافة إلى المقالات والمجلات الدورية العلمية المتخصصة في مجال العمل ضمن السوق المالي و قواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية.

منهجية البحث:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين رئيسيين و هما كالآتي:

الفصل الأول: مخصص لعموميات السوق المالي و البورصة حيث نتعرض فيه إلى تعريف، نشأة وتاريخ البورصة، تنظيمها وسيرها، أهميتها وأهدافها، كما نعرض فيه أهم القيم المتداولة في هذه السوق بالإضافة الى كفاءة الأسواق المالية و أهم متطلباتها.

الفصل الثاني : قمنا بالتطرق إلى دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب و بورصة الجزائر .

الدراسات السابقة:

❖ دراسة بوكساني رشيد، بعنوان "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها خلال-2003

1999"، الدراسة عبارة عن رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006/2005.

تهدف هذه الدراسة معرفة تطورات وأداء الأسواق المالية العربية، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول "ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وماهي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وماهي سبل تطويرها قصد ترابطها ، حيث اعتمد الباحث على منهجين هما المنهج الوصفي في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي اعتمد على المنهج التحليلي عند رصد التطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003، ومن النتائج المتوصل إليها فتعتبر التشريعات والتنظيمات للأسواق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، وعدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لان كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة ولا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها من اجل اتخاذ قرار الاستثمار والوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية.

❖ دراسة إياد فلاح حسن الزيدي، بعنوان "دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق

المالي العراقي"، الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير، 2009الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك.

تهدف هذه الدراسة إلى إصلاح وتطوير سوق المال العراقي بالشكل الذي يعمل على تنشيط حركة السوق بحيث يكون فاعلا ومؤثر في الاقتصاد العراقي مثل ما يحدث لكبير من البلدان المتقدمة و النامية، بحيث يساهم وبشكل كبير في رفع مستوى الناتج المحلي الإجمالي، كما تعتبر التنمية الهدف الأساسي لكل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: "هل السوق المالي العراقي نشط ومواكب لتطورات الحديثة في أسواق المال العالمية؟" حيث اعتمد الباحث على المنهج المقارن و المنهج التحليلي النظري، فقام بمقارنة سوق المال العراقي بسوق المال المصري من حيث مستوى أدائه ودرجة تأثيره في الاقتصاد المصري ، فتوصل الباحث إلى النتائج التالية : يعتبر السوق المالي من المصادر المهمة والحيوية في التمويل ، كما يلعب السوق المالي دورا مهما في زيادة الإنتاج المحلي الإجمالي ومن ثم زيادة الدخل القومي وبتالي رفع معدلات النمو

الاقتصادي، ومستوى أداء المشاركون في السوق يؤثر كثيرا في نشاط السوق ويعمل على توسيع أداء دوره في عموم الاقتصاد القومي، كما أن السوق المال العراقي غير واسع وحجم التداول فيه على أداة تداولية واحدة .

❖ **دراسة بن عمر بن حاسين، بعنوان " فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية"، الدراسة**
عبارة عن رسالة دكتوراه 2013/2012، جامعة تلمسان.

تهدف هذه الدراسة إلى أن التنمية هي الهدف الأساسي لكل الدول النامية والمتقدمة، غير إن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب التمويل وبالتالي فالأسواق المالية تمثل عنصر أساسي يستطيع أن يلعب دورا ايجابيا في التمويل الاقتصادي، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول : "هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة؟ وماهي متطلبات تفعيل؟" كما اعتمد الباحث على المنهج الوصفي في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي فقام بدراسة قياسية، وفي آخر دراسته توصل إلى جملة من النتائج منها : أسعار الأسهم ذات حركة عشوائية خلال فترة الدراسة كما إن حركة الأسعار لكل من البورصات المدروسة لا تتبع توزيع طبيعي أي وجود عشوائية في أسعار الأوراق المالية وبالتالي كفاءة هذه الأسواق وبالتالي لاتزال الأسواق المالية في الدول النامية محل الدراسة دون المستوى الذي يسمح لها بالمنافسة على القيام بدورها الرئيسي في الاقتصاد .

❖ **دراسة خالد إدريس، بعنوان " فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية عن طريقة البورصة"**
دراسة استشرافية"، الدراسة في شكل رسالة ماجستير، جامعة ورقلة 2008/2007.

تهدف الدراسة إلى إظهار أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة، وذلك بإنشاء أسواق مالية تأخذ في الحسبان خصوصية تلك المؤسسات، وهذا من خلال عرض بعض التجارب الدولية في كل من فرنسا ومصر كما توصل الباحث إلى أن المسير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة له دورا مركزيا فهو مصدر القرارات، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول " ما مدى إمكانية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية عن طريق البورصة؟" كما اعتمد الباحث في تحليله على المنهج الوصفي التحليلي، المقارن والاستقرائي حيث قام بوصف وتحليل السياسات المالية المتبعة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استعمال والمنهج الاستقرائي من اجل التعرف على رؤية مسير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبورصة في كل من ولاية الوادي، و ورقلة وبسكرة عن طريق طرح استبيان، وفي الأخير توصل الباحث إلى جملة من النتائج منها: أهمية ودور المسير في المؤسسات الصغيرة

المقدمة العامة

والمتوسطة في تحديد ملامح السياسات المالية لتلك المؤسسات، فعالية إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال توفير التمويل اللازم لتلك المؤسسات وهذا عن طريق توظيف المدخرات الوطنية واثـر الجانب الديني في تحديد النمط المتبع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لاختيار مصادر التمويل .

تمهيد:

تهدف الأنظمة الاقتصادية الحديثة إلى توجيه مؤسساتها قطاعا عاما كانت أو قطاعا خاصا لتجميع الأرصدة النقدية اللازمة لتمويل الأعباء المتزايدة لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهو ما يعكس مدى تشعب الأسواق المالية وتشابكها مع مختلف الأنشطة داخل النظام الاقتصادي.

لهذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مباحث لإعطاء مفاهيم أساسية حول السوق المالي

الفصل الأول : ماهية الأسواق المالية

1 الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط. غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

1.1 السوق المالي

إن حركة تحرر اقتصادي و الخصوصية التي سادت معظم الدول المتقدمة و الدول النامية منذ أمد طويل وخاصة منذ منتصف الثمانينات تعتبر من أهم التطورات في هذا المجال وقد ترتب على الإصلاح الاقتصادي في هذه الدول تتبع مجموعة من السياسات التي تعمل على تهيئة المناخ المناسب للتطور وتوفير مستلزمات التمويل الأساسية، ومن بين هذه المستلزمات توفر السيولة الكافية لتمويل الشركات أو المشروعات الصناعية والتجارية. هذا التمويل ينقسم إلى تمويل مباشر وتمويل غير مباشر ولعل التمويل غير المباشر يكمن في اللجوء إلى البنوك بشتى طرقها أما التمويل المباشر فيتجسد في سوق رأس المال بشقيه السوق الأولي والسوق الثانوي، والذي أصبح يمثل مكانة هامة في اقتصاديات الدول خاصة المتقدمة منها.

1.1.1 تعريف السوق المالية

يؤخذ من مجموع آراء للباحثين الاقتصاديين أن السوق المالي ما هو إلا تنظيم يجمع بين المقرضين والمقرضين معا بما يوفر الموارد المالية للمؤسسات والحكومات عند سعر معين ويحقق للمقرضين فرصة للحصول على عائد التنازل عن نقودهم.

وما يلاحظ على التعريف أعلاه أنه قد ضيق مفهوم السوق المالية في دائرة الاقتراض والإقراض وأن صاحب الفائض يتنازل عن نقوده مقابل سعر معين يتمثل في سعر الفائدة كما أن دائرة الاستفادة من هذه السوق محصورة في عونين اقتصاديين هما المؤسسات الاقتصادية و الإدارات العمومية دون غيرها من عائلات وباقي العالم والمؤسسات والهيآت المالية ... إلخ.

ولعل التعريف الذي نراه مناسبا في هذا المقام يتمثل فيما يلي:

تعتبر السوق المالية مكان التقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين لها وذلك بغية تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز بعضهم الآخر وفق شروط محددة مسبقا، بما يضبط فيها العوائد المنتظرة من وراء التنازل على النقود، والهدف الأسمى من هذه العملية هو المساهمة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

كما تعرف السوق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين و المقرضين، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت للتوسع في المشاريع والحكومات عند سعر معين، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) مقابل التنازل على نقوده. (محمد ألبنا، 1996).

2.1.1 مكونات السوق المالية

تتعدد تقسيمات أسواق المال نظرا لتعدد المؤسسات والوحدات التي تحتاج إلى الأموال، فضلا عن اختلاف الأغراض التي من أجلها تطلب أو تعرض، وكذلك تتنوع لاختلاف الآجال الزمنية للقروض ومن ثم تعدد أنواع القروض المتاحة والمؤسسات التي توفر الأموال، ولذلك يمكن تقسيم أسواق المال إلى سوقين: سوق النقد وسوق رأس المال.

1.2.1.1 سوق النقد

تعرف السوق النقدية على أنها: "سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والصالبة للتداول (أقل من سنة)، و هذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص و محدد لإبرام الصفقات، إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، و الهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، و مدتها بالقروض، و أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، أدوات الخزنة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع" (حسين بن هاني، 2002).

كما تعرف السوق النقدية بأنها السوق التي يتم فيها التعامل في أوعية قصيرة الأجل لا تزيد عن سنة وتتميز هذه الأوعية بانخفاض درجة المخاطرة فيها، و من أهم المؤسسات التي تعمل في السوق النقدية نجد البنك المركزي والبنوك التجارية(ع .وليم أندراوس، 2005).

* غير أن هذه الأسواق لها خصائص و مميزات نذكر منها : (محمد إبراهيم الشديفات، 2006)

- 1- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترة تسديدها ما بين يوم واحد و في بعض الحالات سنة واحدة و ذلك بشكل عام.
- 2- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية و ذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود و هذا ما دفع الناس إلى إطلاق اسم الأسواق النقدية.
- 3- نظرا لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قصيرة الأجل و ارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل للفشل.
- 4- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم، و ذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.
- 5- تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية و فضلا عن ذلك تميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرضية للفوائد المصرفية، و بالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة لاستثمار في فترات قصيرة.

● الأدوات المتداولة في السوق النقدي :

يشارك مختلف المتدخلين في السوق النقدية معاملاتهم بواسطة أدوات مالية لها خصائص استثمارية تتميز بها وذلك خلال آجال محددة ومعدلات فائدة معينة و لعل أبرزها يتمثل في النقاط التالية: (محمد عوض عبد الجواد، 2006).

-أولا: أذونات الخزينة.

-ثانيا :قبولات مصرفية.

-ثالثا :شهادات الإيداع القابلة للتداول.

-رابعا :أوراق تجارية.

-خامسا :يوروبولار.

-سادسا :اتفاقيات إعادة الشراء.

2.2.1.1 سوق رأس المال

تعرف هذه السوق بأنها: " تلك السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما .حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة "(حسين بن هاني، 2002).

كما تعرف على أنها: " السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن سنة، والهدف من هذا السوق أنه يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما:
-قيام المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة، وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها

-قيام المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق " (عادل محمد رزق، 2004).
أما عن بيا كونسو *P.conso* فقد عرف سوق رأس المال على أنه "شبكة للتمويل طويل الأجل ، هذه الشبكة مبنية على الإصدار بمعنى يمكن بيع القيم المنقولة (أسهم وسندات)والتي تسمح بتعبئة الادخار الفردي" (conso ,1999).

من خلال التعاريف السابقة يمكن قول أن سوق رؤوس الأموال هي مكان إلتقاء عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل والطالبين لها ،وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
لذا فإن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين رئيسيين هما :سوق الائتمان(الإقراض المباشر متوسط و طويل الأجل) و سوق الأوراق المالية.

و يتكون سوق الائتمان هيكليا من نوعين من المؤسسات المالية هما:
-المؤسسات المصرفية التجارية و المتخصصة (البنوك العقارية، البنوك الزراعية، البنوك الصناعية، بنوك الاستثمار و الأعمال، البنوك التجارية فيما يتصل بعملياتها المتوسطة و الطويلة الأجل).
-المؤسسات المالية غير المصرفية و تشمل (شركات التأمين، شركات إعادة التأمين، الهيئات العامة للتأمين و المعاشات، الهيئات العامة للتأمينات الاجتماعية، صناديق التأمين و الادخار الخاصة).

أما سوق الأوراق المالية فإنه يتكون مؤسسيا من نوعين من المؤسسات هما:
- مؤسسات غير مالية منظمة للسوق و من أشكالها الشائعة:

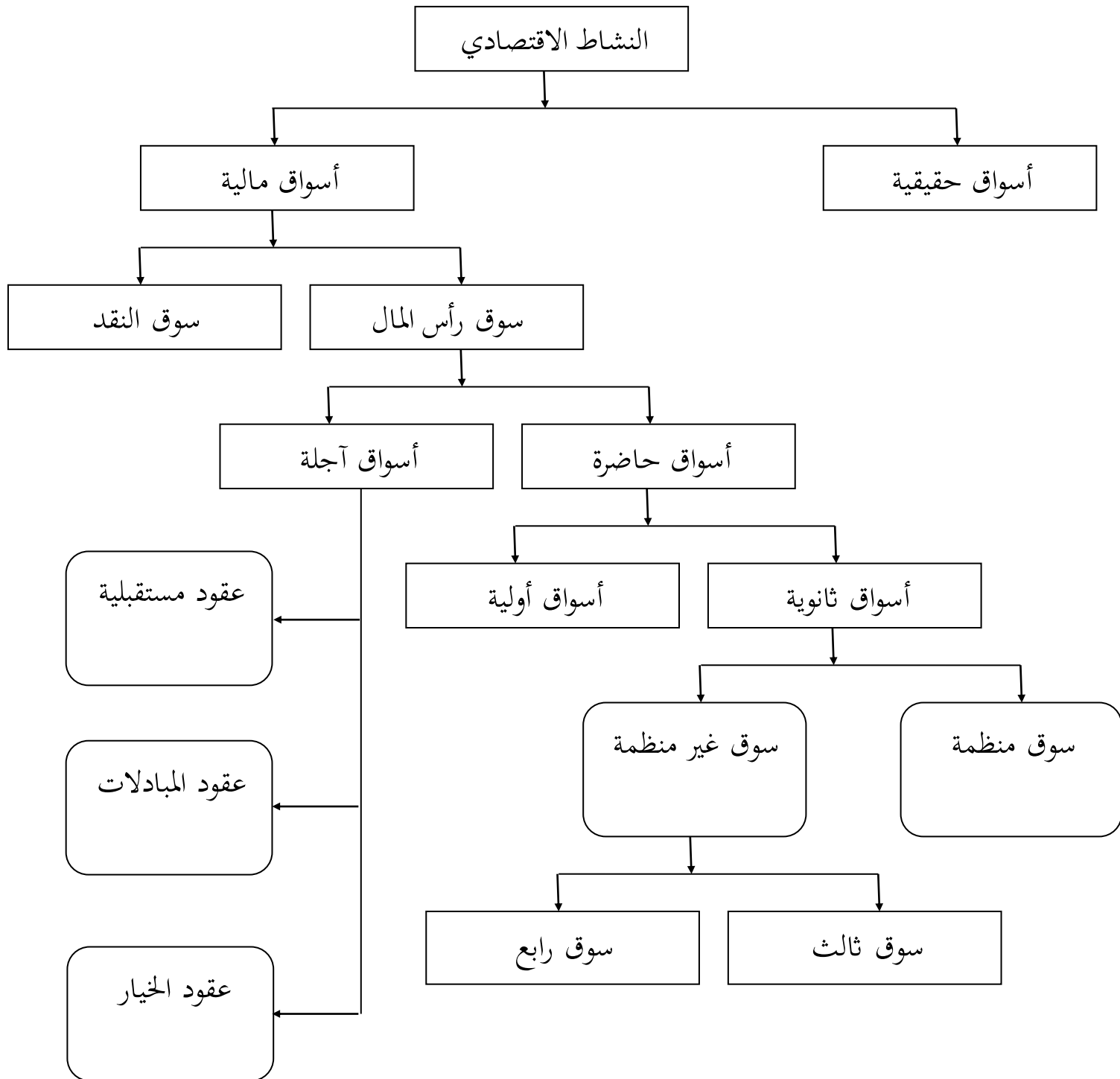
-الهيئة العامة لسوق المال.

-بورصات الأوراق المالية.

-مؤسسات مالية متعاملة في السوق و من أشكالها الشائعة:

- شركات المساهمة و صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركات المساهمة.
- المصارف بأنواعها (حيث تقوم بتغطية إصدارات الأوراق المالية و تكوين إدارة صناديق الاستثمار).
- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية و التي يتصل نشاطها بعمليات السمسرة أو ترويج و تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية أو تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية (محمد بن علي العقلا، 2007).
- كما ينقسم سوق رأس المال إلى أسواق فورية وأسواق آجلة حيث تضم الأسواق الفورية كل من سوق الأولية المتمثلة في سوق الإصدار وسوق الثانوية المتمثلة في السوق المنظمة وغير المنظمة.
- أما الأسواق الآجلة هي التي تعقد فيها صفقات الشراء أو البيع للأوراق المالية تم يجرى تنفيذها في المستقبل.

الشكل (01) : مكونات السوق المالي



المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على: د. صالح الحناوي، 2002.

1.2.2.1.1 الأسواق الآجلة

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود الآجلة، هي الأسواق التي تتميز بالعمليات طويلة الأجل، حيث يتم عقد الصفقات وإبرامها دون تسليم أو استلام لا للمنتجات المتعاقد عليها ولا لأثمانها، إذ أن التسليم لا يتم إلا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقاً.

العقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل (سلع، سندات دين، عملات صعبة، أسهم، مؤشرات البورصات... الخ) أين يكون الهدف إما الحد من المخاطر، إما المضاربة على تغيرات الأسعار (Gunther capelle-Blancard, 2001)

كما أن الأسواق الآجلة هي التي تتم فيها تداول أنواع معينة من الأصول المالية والمسماة بالأدوات المالية المشتقة، يتم التعامل داخل هذه الأسواق من خلال التعاقد الآني لكن التسليم والاستلام يكون في تاريخ لاحق (مستقبلي) (Frank j. fabozzi and) (Franco Modigliani, 1992)

وتعرف هذه الأسواق بأسواق المشتقات المالية *Financial derivative Markets* وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق قيم الأدوات المالية من أدوات مالية أصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو أدوات مالية أخرى).

2.2.2.1.1 الأدوات المالية المتداولة في الأسواق الآجلة

لقد ظهرت مجموعة من المستحدثات في سوق الأوراق المالية والتي لم تكن معروفة في عهد الأسهم و السندات والمقصود بها تلك الأدوات المسماة ب: المشتقات المالية.

المشتقات

أولاً: تعريفها:

تعرف المشتقات المالية بأنها: عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية، وتتنوع هذه الأصول ما بين الأسهم والسندات والسلع وغيرها ويتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، ولا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد. (طارق عبد العال، حماد، 2001)

- كما عرفها صندوق النقد الدولي (F.M.I): على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول، وتتعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري. (محمد خميسي بن رجم، 2010).

* وبصفة عامة يتلخص مفهوم المشتقات فيما يلي:

- هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

- لا تتطلب استثمارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد.
- تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد، أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد و لذلك سميت بالمشتقات.

* ويتضمن العقد:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد
- تحديد محل العقد و الذي قد يكون سعر فائدة محدد أو سعر ورقة مالية أو سعر سلعة أو سعر صرف أجنبي أو مؤشر أسعار.

ثانيا: أنواعها:

تتمثل في عقود الخيار، العقود المستقبلية، الآجلة وعقود المبادلات.

أ- عقود الخيار:

أ- 1 - تعريفها:

يمكن تعريف الخيارات على أنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد دون الالتزام بشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد و ذلك خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد ويمنح مشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل في علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار، حيث يطلق على السعر الذي يتم من خلاله تنفيذ بيع أو شراء الأصل المالي بسعر التنفيذ أو الممارسة، و يسمى الخيار الذي يعطي لمالكه الحق في شراء بخيار الشراء Call Option ، في حين يطلق على الخيار الذي يعطي لمالكه الحق في بيع الأصل محل الخيار بخيار البيع Put Option .

ويمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي، الخيار الأوروبي والخيار الآسيوي:

فالخيار الأمريكي *Option Américaine* : يعطي الحق لحامله في تنفيذه بسعر منفق عليه مسبقا على أن يتم التنفيذ في أي وقت يمتد من يوم إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه.

الخيار الأوروبي *Option Européenne* : وهو يختلف عن عقد الخيار الأمريكي من حيث موعد التنفيذ حيث لا ينفذ هذا الخيار إلا عند التاريخ المحدد لانتهائه والمنصوص عليه في العقد.

أما الاختيار الآسيوي *Option Asiatique* : فهو عبارة عن عقد إختيار لا يتضمن تاريخ تنفيذ الذي

يمكن لحائز الاختيار من خلاله تنفيذ الحق من عدمه (عكس الخيار الأوروبي والأمريكي)، أما عن سعر تنفيذ الاختيار الآسيوي يساوي متوسط الأسعار الجارية للأصول منذ إبرام الاختيار إلى غاية يوم التنفيذ عكس الاختيار الأوروبي والأمريكي أين تكون أسعار الاختيار ثابتة ومحددة (عاطف وليم اندراوس، 2005).

و بصفة عامة فإن الأدوات المالية هي عبارة عن أدوات للتأمين من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر،

خاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، أو التي يفترض أن يقوم المستثمر بشرائها أو بيعها في المستقبل.

أ- 1 - أنواع الخيارات:

وفقا لطبيعة وشروط العقد فإن الخيارات تنقسم إلى نوعين: (محمد مطر، 2009)

➤ خيار الشراء: Call Option

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول الذي يمثل المشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينا لكمية معينة و سعر معين و في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية و ذلك مقبل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددتها شروط العقد.

➤ خيار البيع: Put Option

يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول الذي هو المشتري الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينا بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة و ذلك حسب الاتفاق و ذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددتها شروط العقد.

ب- العقود المستقبلية:

تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه. (محمد صالح الحناوي، 2001)

فالعقد المستقبلي هو عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد

بمضمون العقد بطبيعة الحال. (أحمد صالح عطية، 2003)

ب- 1 - أركان العقود المستقبلية:

محل السعر في المستقبل: وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام تبادل الصفقة في المستقبل.

تاريخ التسليم أو التسوية: وهو تاريخ اتفاق طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

محل العقد: وهو الشيء المتفق على بيعه أو شراؤه بين طرفي العقد.

مشتري العقد: وهو الطرف الملزم بالاستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني في التاريخ المستقبلي المحدد.

بائع العقد: وهو الطرف الملزم بتسليم الشيء محل العقد نظير حصوله على السعر المتفق عليه من الطرف الأول في التاريخ المحدد المستقبلي.

ب-2- خصائص العقود المستقبلية:

- الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلا لكن بشروط يتم الاتفاق عليها في الوقت الحاضر
- لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك بل تتم في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها، وأوقات المتاجرة بها، ومواعيد الاستلام و التسليم.

ج- العقود الآجلة:

يعرفه صندوق النقد الدولي كما يلي: " بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أو ماليا، بكميات معينة و في تاريخ معين، و بسعر تعاقد متفق عليه ، و العقود الآجلة ليست عقودا مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين". (نورين بومدين و مداني أحمد، مداخلة بعنوان دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة).

من صفة العقود الآجلة أنها تعطي الحق لمشتريها في شراء أو بيع أي أصل مالي أو عيني و ذلك بسعر محدد و تاريخ التسليم يكون لاحقا، و بالتالي فهي بهذا لا تختلف عن المستقبلات إلا أنه نجدها تختلف عن المستقبلات من حيث التداول فهذه الأخيرة يتم تداولها في الأسواق المالية، بينما نجد أن العقود الآجلة لا يتم تداولها ولا يوجد لها سوقا ثانوية، فهي لا توفر الحماية لطرفي العقد من مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزام بالعقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية بينما هو الحل بالنسبة للمستقبلات. (عاطف وليم، 2009).

وبصورة عامة إن عقود الآجلة ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي، بل أنها بالأحرى نوع من الاتفاقيات التجارية لعقد بين طرفين لتبادل معين سيتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل.

وقد نشأت أسواق العقود الآجلة بشكل أساسي بعد الانتقال من نظام القاعدة السلعية إلى نظام التقويم بهدف التحوط من مخاطر العملات الأجنبية، وكثيرا ما تلجأ إليه الشركات متعددة الجنسيات التي تتعامل بعملات متعددة ومنتشرة في بلدان متعددة وتريد أن تحمي نفسها ضد أخطار التغير في أسعار هذه العملات.

جدول رقم (01) مقارنة بين عقود الخيار وعقود الآجلة وعقود المستقبلية

وجه المقارنة	عقود الخيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1- ماهيتها	هي عقود خيارية بالنسبة لمشتري أي يكون له الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزما لمصدره وهي غمطية ولا تتم فيها التسوية السعريّة على أساس يومي	هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق و ظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها.	هي عقود غمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلا للتفاوض بما يجعلها عقودا غير شخصية والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما.
2- درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي	ليس لها سوق ثانوي الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه (دون خسائر) وبالتالي فهي تنطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل	لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء
3- مدى التعرض للخسارة	تقتصر خسائر مشتري عقد الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة فقط. ولا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة لمحرر (أي البائع) عند التعاقد حتى في حالة تنفيذ المشتري لعقد الخيار	تحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقا لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر.	خسائر مشتري العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة.
4- استخدامها	على الرغم من أنها تستعمل كوسيلة للتحوط ضد المخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد، إلا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضا من جهة نظر كل من مشتري عقد الخيار ومحرره (البائع)	لا يجد المضاربون مكانا في سوق العقود الآجلة فهم لا غرض لهم في الأصل محل التعامل، بل إن كل ما يهم المضارب هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوم بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أرباح.	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح.

المصدر : سميرة محسن ، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية ، رسالة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005 2006

د- عقود المبادلات:

تعرف عقود المبادلة بأنها: التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي (أو أصل معين)

يملكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق. وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها:

أ - الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة.

ب - تخفيض تكلفة التمويل.

ج - الدخول إلى أسواق جديدة

د - استحداث أدوات مركبة.

ويوجد نوعين من عقود المبادلات مبادلات العملة ومبادلات أسعار الفائدة إذ تستحوذ هذه الأخيرة حالياً على نحو 90 % من حجم عمليات المبادلة المتداولة لكونها أداة هامة للتغطية ضد مخاطر معدلات الفائدة.

الأوراق المهجنة

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما (منير إبراهيم هندي، 1993). و بالتالي فإن هذه الأوراق تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية و بين خصائص السندات التي تمثل حق المديونية، وأهم أنواعها هي: (محمد براق، 2003).

أولاً: سندات المساهمة

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

ثانياً: شهادات الاستثمار

و هي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها كغيره من الحقوق كحقه في التوزيعات، حقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية للمؤسسة المصدرة. و هنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى شهادة استثمار و التي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، و كذا شهادة حق التصويت و التي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة.

و يقوم بإصدار شهادات الاستثمار كل من مؤسسات القطاع العام و الخاص، و ذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها و من مراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار.

3.2.2.1.1 الأسواق الحاضرة

وهي تلك السوق الذي يتم فيها تداول الأصول المالية فوراً أي يكون تسليم الأصول و استلام المبالغ حالاً أو في مدة أقصاها ثلاثة أيام ويمكن التمييز بين نوعين من الأسواق الحاضرة وهي الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

1- السوق الأولية (سوق الإصدار) :

يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها لأول مرة عن طريق عملية الاكتتاب وتخلق هذه السوق مؤسسات متخصصة تعرض فيها للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لحساب منشآت أعمال أو جهة حكومية .ويطلق على السوق الأولية إسم سوق الإصدارات حيث تنشأ فيه العلاقة بين المقرض والمقترض أو بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها لأول مرة ولذلك هو سوق مالي تتجمع فيه المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل(مصطفى رشدي شيحة،1996).

ويمكن تصنيف هذه الإصدارات إلى إصدارات جديدة موسمية وهي تلك الإصدارات الإضافية من الأوراق المالية المتواجدة فعلاً في حين تشير الإصدارات الجديدة غير الموسمية إلى إصدارات عامة أولية من الأوراق المالية . (التي تصدر أول مرة وتعرض للاكتتاب العام) (محمد صالح الحناوي،2002).

والجدير بالذكر أنه يوجد نوعين من طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام في السوق الأولية وهما:

الطرح للتداول العام *Publicplacement* و الطرح للتداول الخاص *Privateplacement* حيث يتم

طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق في حالة الطرح العام ،بينما تطرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص وغالباً ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة بإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين(عاطف وليم أندراوس،2005).

يتم طرح إصدارات جديدة في السوق الأولية باستخدام ثلاثة أساليب:

أ. أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى بنك الاستثمار عملية الإصدار لحساب شركة ما أو جهة حكومية ،ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة والجهة التي قررت إصدارها وفي الدول التي تتسم بصغر حجم سوق الأوراق المالية قد تتولى البنوك التجارية مهمة ترويج الإصدار.

ب. أن تقوم جهة الإصدار نفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين.

ج. أسلوب المزاد : وبمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف إصدارات سندات حكومية و أذون الخزانة.

2- السوق الثانوية (سوق التداول) :

هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، بعبارة أخرى فإن هذه السوق هي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، و أهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، و لهذا يقال بأن السوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانوية(حسين بن هاني،2002).

و يكون بيع الأوراق المالية فيها بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، و يحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية(صلاح الدين حسن السبسي،2002). ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق مالية عند الحاجة لقيمتها نقدا(محمد صالح الحناوي،2002).

كما يتم التداول في السوق الثانوية باستخدام أحد الأسلوبين:

أ. **أسلوب التفاوض** : حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض والطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.

ب. **أسلوب المزاد العلني** : والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

وتنقسم السوق الثانوية إلى:

2-1 أسواق منظمة :

ويطلق عليها مصطلح بورصة الأوراق المالية فهي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتداول فيها الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد. يحقق الإدراج في السوق المنظمة المزايا التالية:

- يعتبر الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة وتزداد فعالية هذا الإعلان كلما نشط تداول أسهمها.

- يعطي الإدراج انطبعا إيجابيا عن المركز المالي والائتماني للشركة مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بأقل تكلفة.

- يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بالشركة.

2-2 أسواق غير منظمة :

و تعرف كذلك ب (otc) over the counter : يتم التعامل في هذه الأسواق بالأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، وتمتاز تلك السوق بسهولة التعامل فيها بحكم تحريرها من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية ،بالإضافة إلى المرونة العالية (نسبيا) في التعامل لإستمرار أعمالها بعد إغلاق البورصة ، هذا فضلا على التسهيلات المتاحة فيها وقلة تكاليفها (النسبية)(هويشار معروف كاكامولا،2003).

يتم التعامل داخل هذه الأسواق من خلال شبكات إلكترونية تزود سماسرة الأوراق المالية بأسعار البيع والشراء لآلاف الأوراق التي يتاجر فيها العديد من التجار، الأمر الذي يمكن السماسرة من التفاوض وإتمام الصفقات بأفضل الأسعار وذلك عكس الأسواق المنظمة والتي تحدّد فيها الأسعار عن طريق التقاء أوامر الشراء أو البيع (منير إبراهيم الهندي، 2002)، في الولايات المتحدة الأمريكية يتضمن السوق غير المنظم أسواق أخرى فرعية هي سوق الثالث، سوق الرابع... الخ.

2-2-1 السوق الثالث:

هي الأسواق التي تم تداول أدوات مالية لشركات مدرجة في البورصة ولكن تتعامل في السوق الموازي و يتم التعامل هنا عن طريق بيوت السمسرة. نمت هذه الأسواق منذ بدايات 1960 كسوق منافس للأسواق المنتظمة والموازية، ويرجع سبب نموها في تخفيض تكلفة الصفقات.

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وأن كان لهم الحق في التعامل في الأدوات المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت تكون على استعداد دائم لشراء و بيع تلك الأدوات وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة أما الجمهور من العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات والبنوك الاستثمارية التجارية.

وكان الدافع وراء خلق ونمو هذا السوق هو عدم تمتع مؤسسات الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة وعليها فقد وجدت تلك المؤسسات ضالتها في السوق الثالث الذي يتبع لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغرى بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة.

2-2-2 السوق الرابع:

يتعامل في السوق الرابع المؤسسات الاستثمارية المالية الكبيرة المملوكة للأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأدوات المالية ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، بمعنى أنه يتم التبادل بصورة مباشرة قد يستدعي ذلك وسيط واحد يعمل لإتمام الصفقة، وعليه يتم إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، كما لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها الطرفين، في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر، وذلك لأن الاتصال يكون مباشر، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة وغير المنظمة.

2.1 بورصة الأوراق المالية

1.2.1 نشأة البورصة:

تحديد اللحظة التي نشأت فيها البورصات، من الناحية التاريخية، هو أمر صعب للغاية ومع ذلك، يرجع البعض جذورها إلى القرن الخامس قبل الميلاد حيث يعتقد بأن الرومان هم أول من عرف الأسواق المالية في أثينا القديمة و في روما (عبد الفضيل محمد أحمد، 1985).

فقد استفاد هؤلاء بامتيازات من الدولة تمكنهم من الحصول على تمويلات تخص الجانب العسكري ، مؤسسات النقل، تحميل منطقة روما إضافة إلى تحصيل وجمع الضرائب، حيث مثل هذا الإطار أول الأشكال التي ظهرت عليها شركات المساهمة . تجسدت حصص هذه الشركات في قيم منقولة يجرى التفاوض عليها في أماكن محددة تدعى بالبازيليك " Basilique " بنيت خصيصا لهذا الغرض.

أما عن أصل كلمة " بورصة"، فيقال أنها تعود إلى القلب الذي كان يحمله تاجر اسمه " Van der Burse " والذي كان يملك فندقا في مدينة " Bruges " البلجيكية . و كان هذا الفندق ملتقى تجار المدينة في القرن الخامس عشر (شمعون شمعون، 1999).

كانت البورصات تفتقر في بدايتها إلى التنظيم . تمثلت في شكل لقاءات غير رسمية بين تجار لا يعرفون بعضهم، في أسواق موجودة في كل دولة من العصور القديمة . وكان للأسواق التي تتم فيها أساسا نشاطات التجار، شأن عظيم في الكثير من المدن الهامة . تتم فيها عمليات البيع والشراء، وتعتبر هي الأصل في حركة التعامل ومصدر حصول الأفراد والدولة على احتياجاتها من السلع والمنتجات . والبورصات هي وليدة الأسواق التي كانت تعقد منذ القدم لتبادل الحاصلات و المنتجات . فإلى جانب سوق البضائع التي كانت تعقد في أوروبا، خلال العصور الوسطى، وأين كانت تتبادل السلع المادية مقابل نقود، ومع تزايد حجم المعاملات التجارية واتساعها، ظهرت ثم تجسدت فكرة إنشاء و تنظيم سوق لرؤوس الأموال وأصبح التجار يتجهون إلى شراء كمبيالات مسحوبة على تجار آخرين (عبد الفضيل محمد أحمد، 1985).

وقد زاد ظهور شركات المساهمة من أهمية هذه الأسواق و أصبحت الحكومات، نتيجة لهذا، تقترض من مواطنيها بواسطة سندات طويلة الأجل من خلال إصدار البنوك المركزية لسندات الخزينة، ومن هنا صارت الصكوك وسيلة لتوظيف الأموال العامة لا تقل أهمية عن أوجه التوظيف العقاري و السلعية الأخرى ولما كانت هذه الصكوك قابلة للتداول بحيث تستبدل بالنقود في أية لحظة، أصبحت الأسهم و السندات سلعا كغيرها من السلع، لها سوق تجعل هذا الاستبدال ممكنا وسهلا يسمى " البورصة " (د . مروان عطون، 1993).

أول مبنى أنشئ للتجار، وعرف باسم " بورصة " هو بناء مدينة "Anvers" سنة 1460 إلا أنها كانت رمزية لأن مصطلح " بورصة " كان آنذاك، لا يزال يشير إلى المكان وليس إلى الصرح أو البناء . أما عن العمليات التجارية الكبرى الحقيقية فلم تقم في البنايات إلا خلال القرن السادس عشر 16 والسابع عشر 17، أين تم إنشاء العديد من البورصات بداية من بورصة ليون في حوالي سنة 1530 ، بورصة باريس في سنة 1563 إلى بورصة روما في سنة 1566 ، وبورصة أمستردام سنة 1602 (S. A. Boukrami, 1992) .

بعد بناء هذه المقررات الخاصة التي تجمع فيها عدد من المتدخلين، أصبحت المعاملات على الأوراق المالية تتم في ظروف حسنة.

ظهرت أولى بورصات القيم المنقولة، بطابع عصري، في القرن التاسع عشر 19، عهد التصنيع والاحتياجات الكبرى لرؤوس الأموال. وعرف كل بلد تطورا خاصا لبورسته، حسب نظام الحكم المتبع. شهدت البورصات في البلدان الرأسمالية تطورا مستمرا، ولا زالت تؤدي دورا هاما وكبيرا في تمويل بعض المشاريع طويلة الأجل. بينما ينعلم وجودها في البلدان الاشتراكية، أين تبقى الاستثمارات ممولة من طرف الدولة. (مصطفى رشدي شبيحة وزينب حسن عوض الله، 1993).

وبهذا إتخذت البورصة مفهوما أوسع وأصبحت تعرف على أنها مجموع العمليات المقامة والمنجزة كما تشير أيضا إلى المكان الذي تتم فيه المفاوضات على رؤوس الأموال طويلة الأجل والتي تتمثل ركيزتها في القيم المنقولة من أسهم و سندات.

2.2.1 تعريف البورصة:

يشتمل مفهوم بورصة الأوراق المالية على عدة تعاريف نذكر منها:

- "هي سوق منظم تنظيم دقيقا لتداول الأسهم والسندات "أو هي" سوق مالية منظمة يتم بها تداول الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب."
- "سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل ببيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية." (زكريا سلامة عيسى شطناوي، 2009).
- "تلك السوق المنظمة التي تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يشغل بها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الإستثمار ومن الذين يناشدون الإستفادة من تقلبات الأسعار، وتنعقد جلساتها يوميا، حيث يقوم الوسطاء الماليين بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين." (محمد وجيه حنيني، 2010).

- "هي سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، ويلتزم المتعاملون في البورصة بتطبيق القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين."

ومن خلال هذه التعاريف تتحدد أهم صفات البورصة:

أ- أنها سوق منظمة يتم فيها التداول وفق قوانين ولوائح ونظم .

ب- أنها مكان معلوم محدد مسبقا ويتمتع بقدر كبير من الشفافية .

ج- يتم داخلها تداول مختلف الأوراق المالية.

غير أن الواضح من هذه التعاريف عدم تطرقها إلى الدور التنموي لبورصة الأوراق المالية وقد حاولت بعض

التعاريف إدراج هذا الدور ضمن تعريف البورصة، فعرفت على أنها " : السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد إلى المؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الإدخار ويشجع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد " (زكريا سلامة عيسى شطناوي، 2009).

أو هي " المكان الذي يسهل فيه تدفق وإنسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات أو مشتقات)، وحصول الطرف الثاني على مدخرات نقدية، أي هي حلقة الوصل بين المدخرين والمقترضين."

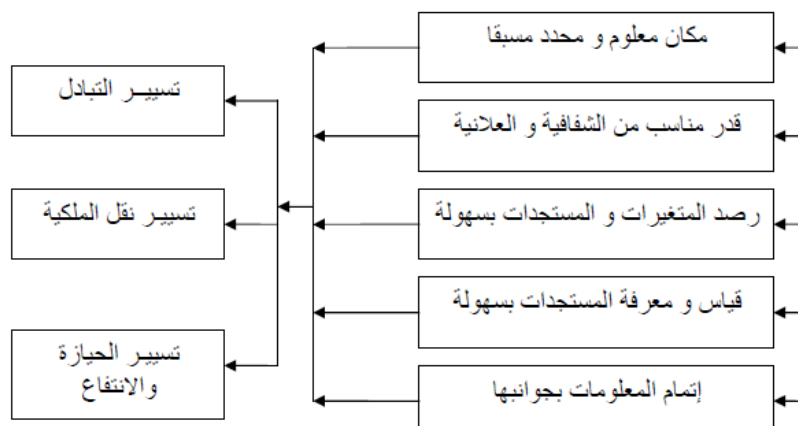
وتوجد عدة أسماء عادة ما تطلق على بورصة الأوراق المالية أو تشير إلى مدلولها مثل: "سوق الأسهم والسندات " غير أن هذه التسمية وإن وصفت واقع البورصات إلا أنها حصرت أدوات التعامل داخل البورصة في الأسهم والسندات دون أدوات التعامل الجديدة، كما يطلق عليها تسمية " السوق المالية "أو السوق الإستثمارية أي سوق الأموال طويل الأجل تميزها لها عن السوق النقدية والتي تمثل سوق الأموال قصيرة الأجل إلا أن مفهوم السوق المالي قد إمتد وإتسع لدى الإقتصاديين ليشمل كل المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية من مصارف وشركات تأمين وغيرهم.

غير أن أكثر الأسماء شيوعا والتي تطلق على بورصة الأوراق المالية هي سوق الأوراق المالية ، وإن سعت بعض الدراسات إلى التفرقة بين اللفظين من خلال: (زكريا سلامة عيسى شطناوي، 2009).

إعتبار بورصة الأوراق المالية " هي السوق الرسمية للمال والتي لها نظامها التجاري والإداري ونظمها الخاصة بنشر المعلومات ويتعين على كافة المتعاملين داخلها الإلتزام بالقواعد التي تحكمها"، وتحتوي كل بورصة على مبنى به قاعة تتم بداخلها عمليات التداول.

أما سوق الأوراق المالية فهي مصطلح عام يشير إلى سوق منظم لتداول الأوراق المالية دون الحاجة لقاعة تداول أو مبنى مثل سوق ناسداك "Nasdaq" أو السوق الدولية للأسهم المالية لذلك فإن كل بورصة تدير سوقا للأوراق المالية بينما لا يحتاج سوق الأوراق المالية لوجود بورصة (مبنى للتداول). (برايان كويل-ترجمة خالد العمري، 2007).

الشكل رقم: 2 يوضح جوانب مفهوم البورصة



3.2.1 نظام البورصة و أبرز وظائفها:

1.3.2.1 نظام البورصة الداخلي:

يختلف نظام البورصة من بورصة لأخرى و عموما وفي أغلب بورصات العالم هو على النحو التالي: (شمعون، 1993)

لجنة البورصة: تشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بينهم السماسرة و من قبل الدولة، مهمتها تحقيق حسن سير العمل في البورصة، بالإضافة إلى رعاية مصالح حاملي الأوراق المالية، و تسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة لما يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب، أو بغرامة مالية.

الجمعية العامة: تؤلف جميع الأعضاء العاملين والمنظمين في البورصة الجمعية العامة، يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبه، من صلاحياتها أن تبدي رأيها في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللائحة الداخلية والتي تتناول:

-مواعيد العمل و أيام العطل.

-الرسوم و الاشتراكات.

-العمليات و جداول الأسعار.

-طريقة عمل المقصورة: هذه الأخيرة المكان الذي تعينه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء، تبني عادة المقصورة على شكل مدرج نظر الدقة وخطورة العمليات التي تتم في المقصورة.

هيئة التحكيم: تشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة وتؤلف هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة وأربع أعضاء تختارهم اللجنة وتكون قراراتهم غير قابلة للاستئناف.

مجلس التأديب: محافظة على مصلحة عملاء السماسرة من تلاعب بعض السماسرة فقد أنشئت هيئة خاصة لها صلاحيات واسعة فيما يتعلق بالتأديب سميت بمجلس التأديب، بحيث يختص هذا المجلس بالنظر فيما يقع من مخالفات لأحكام و قوانين البورصة ولوائحها وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن وسير العمل والنظام في البورصة كالإخلال بقواعد الشروط والسلوك أو إخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة، أما العقوبات التي يفرضها المجلس هي: الإنذار، الغرامة، الوقف الشطب.

مندوب الحكومة: تشرف الحكومة على جميع البورصات وهي صاحبة الكلمة العليا فيها، لذلك تعيين الوزارة المختصة وهي عادة وزارة المالية، لدى كل بورصة مندوبا أو أكثر تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح ويجب أن يدعى مندوب الحكومة لحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم وإلا كانت قراراتها باطلة، ولمندوب الحكومة الاعتراض على جميع القرارات إذا صدرت مخالفة لقوانين البورصة أو للصالح العام.

الأعضاء: يوجد بالبورصة عدة أعضاء يتم اختيارهم بعد إجراء اختبارات معينة مؤهلة، وبعد دفع رسوم معينة، ويتمثل هؤلاء الأعضاء في: (محسن احمد الخضري، 1999)

- **السماسرة:** هم الذين يتوسطون بين البائعين والمشتريين، و يسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون، وعادة ما يتخذون شكل شركات أو ما يعرف بالبيوت السمسرة، ولكي تتم عملية جمع البائعين والمشتريين بطريقة صحيحة وسريعة وجب توفر شروط هامة في السمسار وهي:

- لا بد أن يكون شخص أمين وموثوق فيه.

- حسن السيرة و السلوك.

- أن يكون ذا مركز مالي جيد.

- أن تكون لديه الخبرة في الشؤون المالية.

- أن لا يقل عمره عن 25 سنة.

- **سماسرة الصالة:** هم سماسرة لا ينتمون لأي شركة من شركات السمسرة، و إنما ينفذون الأوامر في الصالة التعامل بطلب من سماسرة آخرين الذين تكون لديهم ضغوط عمل كثيرة، لذا يطلق على هؤلاء بسماسرة السماسرة، فهم بذلك يحدوا من الاختناقات في المعاملات.

- **تجار الصالة:** هم تجار يقومون بالتعامل في الأوراق المالية لكن لحسابهم الخاص فقط، أي بمعنى أنه لا يقومون بعمليات البيع و الشراء لحساب الجمهور أو السماسرة، يطلق على تجار الصالة عادة اسم " المضاربون 2"، فالمضاربون هم أفراد يهتمون قليلا بالدخل الذي تدره الأوراق المالية، وكل اهتمامهم ينصب فقط على العمليات التي تحدث في أسعارها، فعندما يقومون بالشراء، فإنما يقومون فقط لاعتقادهم بأن السعر منخفض، ومن المحتمل أن يرتفع السعر وهم يقومون بالبيع لأنهم يتوقعون أن الأسعار سوف ترتفع، بمعنى آخر شرائهم للأوراق المالية لم يكن بصدق الاحتفاظ بها والاستفادة من العائد.

- **المختصون:** هم أشخاص يتخصصون في التعامل في نوع معين أو عدد معين من الأوراق المالية بحيث يصبح محتكرا لها، كما يمكنهم أن يقوموا بعمل السمسار لحساب أشخاص آخرين مقابل عمولة، كما له الحق أن يعمل لحسابه الخاص بالمتاجرة في الأوراق.

2.3.2.1 وظائف البورصة:

لقد حاول العديد من الباحثين تحديد وظائف البورصة للأوراق المالية من أكثر من زاوية، و بالرغم من تعدد و تنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين و ذلك إلى جانب بعض الوظائف التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات و ما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أداء هذه البورصات وتلخص هذه الوظائف كالتالي:

هناك وظيفتين سوف نتطرق إليهما مالية و أخرى اقتصادية:

- وظيفة اقتصادية :ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية (علي محمد سعود،2002)

و ذلك من أجل استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها عند الحاجة إليها،فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته كما يرغب أيضا في استغلال هذه الأموال دون خسارة، إن صاحب السهم لا يستطيع الحصول على مدخراته في أي وقت يرغب لأنها تتحول إلى موجودات في المنشأة و تبقى طالما أن المنشأة باقية و من هنا يتمتع حملة هذه الأسهم بالحق في التنازل عنه لشخص آخر بالبيع، و بهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات و تلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية حاجاته، و من ناحية الطلب و التي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة و ألا تعرض الاقتصاد لعدم الاستقرار والبورصة هي الجهاز الذي يمكن أن يتحقق به سهولة لتسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على استغلالها في أي وقت.

و لكن نجاح جهاز البورصة على تحقيق هذه الوظيفة الأصلية و هي السرعة التي تساعد بها المستثمر في استثماراته، و للمساهم الحق في التنازل على أسهمه في أي وقت و ذلك يتطلب أمرين هما:

- إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع و الشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير، و بذلك يهيؤا للمستثمر سوق كما يمتلكه من أوراق مالية
- وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين و درجة التعامل بمثابة دعابة للاستثمار في الأوراق المالية، فكلما كان هناك نشاط في التعامل دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها و العكس صحيح و عموما يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل بعضها داخلي خاص بالبورصة و بعضها خارجي خاص بملكية الأسهم و السندات المقيدة بالبورصة.
- فكلما توسعت هذه النشاطات كلما كانت احتمالات البيع و الشراء كبيرة وبعكس ما إذا كانت هذه الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع و المشتري وقت اللزوم وعموما رغم تعدد العوامل التي قد تؤثر على هذه الوظيفة الآن في البورصة بأجهزتها و تنظيمها فإنها تهيأ الاتجاه من أجل سرعة تسويق الأوراق المالية المقيدة بها.

- وظيفة مالية :مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية

و هذه الوظيفة الأساسية الثانية مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى، فلا يمكن أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار و هذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية، فكلما احتاج إلى ذلك فانه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع بيه مناسباً لاستثماراته و البورصة لها دور هام في تحقيق عدالة الأسعار و ذلك من خلال تبيين الالتقاء الواسع والعرض والطلب معا. فهي بما لديها من أجهزة و إمكانيات الاتصالات السماسرة يبيعهم و اتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد. مما يترتب عليه سعر عادل، حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطرا بخسارة.

أيضا تساهم البورصة في تحقيق السعر المناسب و ذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة لها طبقا للوائح بعض البورصات من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة السهم و بذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المالية المتداولة على أسس معلومة. و بالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم و التي قد تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية و إلى جانب هذين الوظيفتين هناك وظائف أخرى نابعة و مكملة للوظائف الرئيسية منها:

أ- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:

إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة انفعالات لسمع أي أخبار و ما يترتب عليه من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل.

و البورصة في هذا المجال تقوم بدور كسر هذه التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات و التي قد تكون خاطئة و يتحقق ذلك بان يقوم أعضاءها المتخصصون وخبرائها المحترفون بتلقي اثر هذه الانفعالات فيشترون ما يروه بحكم خبرتهم انه عرض زائد نتيجة للتشاؤم و كذلك يوجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له و يساعد ذلك على كسر حدة الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار وبعد أن تستقر الأمور و تهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

ب- توفر فرص استثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطرة:

و ذلك من خلال كثرة و تنوع الأوراق المالية من جانب و توفير البيانات من جانب آخر فالبورصة تصدر نشرة الأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل و حركة الأسعار لها و هذا ما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق و بالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها.

ج - مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:

حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت المقيدة بالبورصات في شكل أسهم و سندات يكون غالبا اكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مقيدة بالبورصة لان قيد هذه الأوراق في البورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة هذه المنشأة و كفاءتها مما خلق درجة معينة من الاطمئنان و الثقة في أوضاعها و يسهل

هذا من توجيه المستثمرين مدخراهم نحو الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل.

مما سبق يتبين لنا أهمية وجود البورصة فهي في الواقع تؤدي وظيفة اقتصادية عامة لكل المنشآت المصدرة للأوراق المالية أيضا المستثمرون في تلك الأوراق فجمعها بين البائع والمشتري في مكان واحد يساعد على سهولة تداول الأوراق المالية من ناحية و يتوفر اللاتئية للمستثمر عن مركز الشركة المالية و حالة الطلب و العرض على أي ورقة مالية و اتجاه الأسعار يساعد بدوره على جذب المستثمرين في توجيه مدخراهم ووضع الخطط الاستثمارية نحو هذه المنشآت.

4.2.1 أهمية البورصة:

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية من هذا المنطلق تكمن أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي :

1.4.2.1- دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الإقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول. و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها. (فريد النجار، 1999) و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

2.4.2.1- دورها في زيادة الادخار

إذ توفر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار ، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدة الفائض ؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

3.4.2.1- دورها في علاج المديونية

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإفراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين . كما تساهم سوق الأوراق المالية في خفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية . وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج . إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.(عمر صقر، 2003)

4.4.2.1- دورها في عملية الخصخصة

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية ، في إطار ما يعرف بالخصخصة. ولكن هذه الأخيرة يعترضها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية ، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.(حسان خضر، 2004)

وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصخصتها ، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح ، حيث أن العلاقة بينهما هي علاقة وطيدة . فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتعمق بوجود عمليات الخصخصة ، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عمليات التخصيص . ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي :

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين

- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.

5.4.2.1- دورها تمويل خطط التنمية

وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

6.4.2.1- دورها في تقييم الشركات والمشروعات

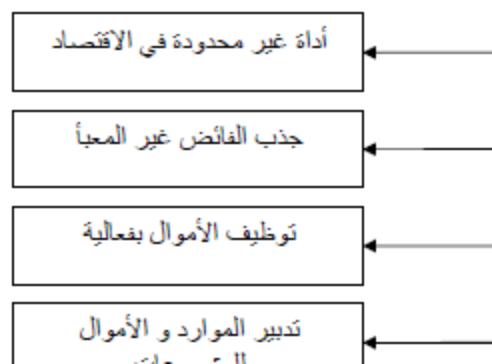
إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة

لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياساتها أملاً في تحسين مركزها .

7.4.2.1- دورها في تجنب الآثار التضخمية

إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية ، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج. (صلاح الدين السيسي، 2003)

الشكل رقم: 3 أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني



5.2.1 مؤشرات أداء البورصة:

3.1 المؤشرات

1.3.1 أولاً: تعريف المؤشر: المؤشر هو محصل للتغيرات التي حدثت في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق.

كما يقوم المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي تتداول في أسواق المال المنظمة والغير منظمة و غالبا ما

يتم اختيار العينة بطريقة تسمح للمؤشر بعكس الحالة التي عليها البورصة (محمد عبد الحميد محمد عطية، 2011) ويعتمد المؤشر عند بنائه على النقاط التالية: (غازي فلاح المومني، 2008)

-عينة كافية لإعطاء نتيجة جيدة.

-تحديد أوزان لكل مفردة من العينة.

-طريقة رياضية واضحة لحساب المؤشر.

2.3.1 أنواع المؤشرات :يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل البورصة هما :

1.المؤشرات العامة :وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أداء السوق بشكل عام.

2.المؤشرات القطاعية :وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة.

3.3.1 استخدامات المؤشر :للمؤشرات البورصة استخدامات عديدة أهمها المستثمرين والمحللين والحكومات، حيث

أن هذه المؤشرات تمد مستخدميها بالمعلومات اللازمة عن البورصة ومن خلال هذا نذكر بعض استخدامات المؤشرات المالية:

1-إعطاء فكرة سريعة عن أداء الحافظة : حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار إجراء مقارنة بين التغير في عائد حافظة الأوراق المالية (بالزيادة أو النقصان) مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق و بهذا يتفادى المستثمر متابعة أداء كل ورقة على حدا.

2-الحكم على أداء المديرين المحترفين : يمكن للمستثمر الذي يختار محتويات حافظته بطريقة عشوائية أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق)الذي يعكسه المؤشر مما يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه تحقيق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

3-التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق : يركز هذا العنصر على قدرات الفنية للمحلل بحيث إذا تمكن من معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي) فيإمكانه أن يتنبأ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمو للمتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمو يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4-تقدير مخاطر الحافظة : يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لحافظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد الأصول خطرة ومعدل العائد لحافظة السوق المكونة من أصول خطرة.

4.1 الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا و شراء في السوق المالي فهي إذا بمثابة العمود الفقري لهذا السوق فالورقة المالية تمثل حقا قانونيا لحاملها في أصل رأس ماله (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار كما

تمثل الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدر من شركات حكومية مثل : سندات حكومية، و أسهم الشركات العامة ... وغيرها. فالورقة المالية إذن مستند حق الملكية أو دين يثبت حقوق المستثمر.

1.4.1 الأسهم:

يعرف السهم على أنه: " صك يمثل جزءا من رأس مال شركة أموال و يثبت لمالكه حقوق الشريك (أي المساهم) و تستعمل هذه الكلمة أيضا للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار". (Joseph Antoine، 2010)
وقد عرفه بعضهم بأنه الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة، سواء أكانت نقدية أم عينية و يتكون رأس المال الشركة من هذه الأسهم. (شعبان محمد إسلام البرواري، 2001)

وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة .وللسهم قيم مختلفة وهي :

- **القيمة الاسمية**: وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم وعلى عقد التأسيس.

- **القيمة الدفترية**: وهي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، حيث تساوي رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

- **القيمة السوقية**: وهي عبارة عن سعر السهم في السوق المالي، وهذه القيمة تتغير بناءا على عوامل مختلفة كالعوائد التي تحققها الشركة والتوزيعات. (محمد مطر، 2009).

1.1.4.1 أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة حسب عدة اعتبارات، وذلك بسبب تعددها وتنوعها، ويمكن بيان ذلك على النحو التالي:

أ - **تقسيم السهم على أساس شكل ملكيتها وتداولها إلى:**

* **سهم لحامله**: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية . إذ تكتسب ملكية السهم في هذا النوع بمجرد استلامه، ولكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو الضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

* **السهم الاسمي**: ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل باسمه في سجلات الشركة، ويتطلب انتقال ملكية السهم هنا للقيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

* **السهم الأذني أو الأمر**: ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الأذن، وعليه يتم إنتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

ب - **بتقسيم الأسهم بحسب طبيعة حصة المساهم إلى:**

* أسهم نقدية: يسدد المساهم قيمتها نقوداً، وقد يكون محررة، أي مدفوعة بالكامل، أي غير محررة، أي مدفوعة جزئياً والمتبقي ديناً على المساهم.

* أسهم عينية: يسدد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل التنضيد، وتقويم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين.

* أسهم مختلطة: يدفع جزءاً منها نقداً وجزءاً عينا

* حصص التأسيس: هي صكوك قابلة للتداول بدون قيمة اسمية، ولا تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت للشركة، وتمنح صاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة.

ج - تقسم الأسهم بحسب الحقوق التي تقرها لأصحابها إلى:

* الأسهم العادية: وهي الأسهم التي تتساوي في قيمتها وتحول حاملها حقوقاً متساوية وتمثل خصائصها في النقاط التالية: (عبدالعزیز الخياط، 1989)

- الأسهم العادية تمثل ملكية للشركة ولا تعتبر التزام واجب السداد.

- الأسهم ليس لها تاريخ استرداد أو استحقاق ولا يجوز للجهة المصدرة لها بإعادة شرائها من مساهميها.

- الأسهم العادية لا يجوز مطالبة الشركة بتسديد قيمتها إلا عند التصفية، وبالتالي يحق لجميع حملة الأسهم المشاركة في متحصلات التصفية.

- الأسهم العادية قابلة للتداول في البورصة، وبالتالي إمكانية انتقال ملكيتها من مساهم إلى آخر كما يجوز أن تصدر الشركة أسهماً جديدة إذا رغبت في زيادة رأسمالها.

يرتبط عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات الشركة، ومن خلال حقه في التصويت على تلك القرارات، إلا أننا نجد إن الغالبية العظمى من حملة الأسهم ليس لديهم القدرة على اتخاذ القرار للضالة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم.

- أما عيوب الأسهم العادية:

1- عدم ثبات تركيبة المساهمين نتيجة تداول الأسهم، الأمر الذي ينعكس على عدم ثبات إدارة الشركة ومجلس إدارتها.

2- عند زيادة رأسمال الشركة وطرح أسهم الاكتتاب العام تتحمل ميزانية الشركة مصروفات الاكتتاب، حيث لا يجوز خصم هذه المصروفات من علاوة الإصدار التي تضاف لحقوق المساهمين.

3- عند طرح أسهم بالعملة الحرة في الاكتتاب ومن تداولها بالعملة المحلية، قد يؤدي إلى حدوث خسائر للمساهمين نتيجة التضخم و فروقات الأسعار.

4- عائد السهم قد يكون ضعيفاً عند مقارنته بأساليب استثمارية أخرى.

* الأسهم الممتازة:

هي خليط من الأسهم العادية والسندات، فهي تحمل بعض صفات من الأسهم العادية وبعض صفات من السندات، وتتمثل أوجه الشبه مع الأسهم العادية في الآتي: كونها تمثل جزء من الملكية يحق لحاملها الحصول على كافة الامتيازات التي يحصل عليها المساهم العادي أما أوجه الشبه مع السندات تتمثل في أن كون الأرباح المحققة غالباً ما تكون محددة بحد أعلى وحد أدنى.

تتماز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما يلي:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحققها، قبل حملة الأسهم العادية.
- حق الحصول على نسبة أرباح ثابتة لا تقل عن (5%) في حال تحققها.
- حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- حق الحصول على فائدة شهرية متغيرة ومرتبطة بسعر الفائدة.
- حق المطالبة بالأرباح المجمعة المتأخرة، في حالة عدم كفاية الأرباح المحققة لدفع النسبة المقررة لهم.
- حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند التصفية.
- حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة.
- حق الصوت داخل مجلس الإدارة.
- حق التحويل إلى أسهم عادية.
- حق استدعاء الأسهم.

* أهم امتيازات حملة الأسهم العادية على حملة الأسهم الممتازة:

- الأسهم العادية لها نصيب في الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة، بخلاف الأسهم الممتازة.
- الأسهم العادية لها حق التصويت داخل الجمعية العمومية بخلاف الأسهم الممتازة "عدا سهم الصوت المتعدد".
- الأسهم العادية لها حق التصويت داخل مجلس إدارة الشركة بخلاف الأسهم الممتازة (عدا السهم المختص بذلك).

- الأسهم العادية لها حق الترشح داخل مجلس الإدارة، بخلاف الأسهم الممتازة.

* أهم أوجه الاتفاق بين الأسهم العادية والممتازة:

- كل منهما يعد من أدوات الملكية، أي يمثل حصة شائعة في رأس المال.
- كل منهما ليس له تاريخ استحقاق محدد، إلا تاريخ انقضاء الشركة.
- كل منهما له نفس القيمة الاسمية.
- كل منهما يسمح بتداوله.

2.1.4.1 الاتجاهات الجديدة بشأن الأسهم:

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم، و سوف ينصب اهتمامنا على الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية و الممتازة كما يلي: (عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، 2002)

أولاً: الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية

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

أ - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

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

ب - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

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

ج - الأسهم العادية المضمونة:

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

ثانياً: الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم الممتازة

نذكر منها ما يلي:

أ - الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5 % من القيمة الاسمية للسهم.

ب - الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي الأسهم الممتازة التي تعطي لحاملها حق التصويت - الأسهم الممتازة عموماً لا تعطي لحاملها حق التصويت - كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي و قد سبق الإشارة إليها عند الأسهم العادية المضمونة.

2.4.1 السندات:

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في تعريف السند، خصائص السندات، أنواع السندات، بالإضافة الفرق بين الأسهم والسندات.

أولاً: تعريف السند

السند وثيقة تتضمن وعداً من شركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ قرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة (حسان خضر، 2004).
كما تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها و تصدرها الشركات أو الحكومة لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه عقد يحمل معنى الوفاء مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.
وعليه نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

ثانياً: خصائص السندات

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترباح.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه إلى غيره.
- لا يحق المطالبة لقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، ويمكن بيعه في السوق الثانوية.
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.
- ورقة ذات قيمة اسمية وفقاً للقانون الفرنسي لا تقل القيمة عن 50 فرنك فرنسي.
- يعتبر حملتها دائنون وبهذه الصفة لهم حق الحجز على أصول الشركة لاستيفاء مستحقاتهم.
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية أي بعلاوة وقد تسدد بقيمة أعلى من

القيمة الاسمية.

- ليس للدائنين أي حملة السندات أي حق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية أو الحصول على التقارير والبيانات عن نشاط الشركة.

- ليس للدائنين أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين فقط:
*تغيير الشكل القانوني.

*إدماج الشركة في أخرى يمكن المساهمين إنهاء المديونية، ومن حق حملة السندات استرداد قيمة سنداتهم خلال 3 أشهر. (ضياء مجيد الموسوي، 2003).

ثالثا: أنواع السندات

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات:

- السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

تقوم بعض الشركات بإصدار سندات تمنح للمكتتبين ، و ذلك من أجل تشجيع المدخرين على الاكتتاب ، حيث تتوفر هذه السندات على بعض المزايا، حيث تقوم بإصدار سندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغا آخر يسمى علاوة ، فمثلا تقوم شركة ما بإصدار سندات بقيمة كل واحد 10,000 دج و تعرض على المكتتبين دفع مبلغ 9,000 دج فقط و عند ميعاد الوفاء ترد إلى المكتتبين مبلغ 10,000 في حين نجد أ م لم يدفعوا إلا 9,000 دج.

- سند النصيب :

النصيب هو عبارة عن مبلغ معين يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة و هو نوع من أنواع اليانصيب، ولا يجوز إصداره إلا بإذن الحكومة.

- السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار:

و هو السند العادي و يستعمل في القروض المعقودة لمدة قصيرة و يعطي فائدة مرتفعة.

- السند المضمون:

لكي تحصل بعض الشركات على حاجاتها من النقود تعتمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض كأن ترهن عقارا بعضها رهنا تأمينيا. (شمعون شمعون، 1993)

رابعا: الاتجاهات الجديدة بشأن السندات

تنطوي الاتجاهات الجديدة في مجال السندات على ما يلي: (عبد المطلب عبد الحميد، 2010)

1. سندات لا تحمل معدل كوبون:

تباع بخضم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق. كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد أرباحا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

2. سندات المشاركة:

تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية، بل و في جزء من أرباح المنظمة.

3. سندات ذات معدل فائدة متحركة:

و هو نوع استحدث في بداية الثمانينات من القرن العشرين الماضي لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات. و عادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، و يعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

4. السندات ذات الدخل:

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا. و مع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

5. السندات الرديئة (متواضعة الجودة):

استحدثت في الثمانينات من القرن العشرين الماضي لتمويل امتلاك إعادة مجلس الآجلة لحصة كبيرة في رأس مال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك إيداع قروض تستخدم حصيلته من أسهمها المتداولة في السوق. و عادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفا بقدر كبير من المخاطر، و هو ما يقتضي أموالا يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر.

3.4.1 مقارنة بين الأسهم و السندات:

السندات كالأسم من حيث خصائصها العامة، فهي متساوية القيمة ولها قيمة اسمية وقابلة للتداول ولا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة أو المؤسسة. وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه.

1- السند يعطي مالكة حقا في فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت، أما السهم فمالكة يحصل على الأرباح إذا ربحت الشركة فقط.

- 2-السند يمثل ديناً على الشركة ويعتبر مالكة دائناً للشركة، بينما السهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركة ويعتبر مالكة شريكاً.
 - 3-السند لا يعطي مالكة حقاً في التدخل في شؤون الهيئة العامة للمساهمين ولا في التصويت أو الاشتراك في الإدارة والرقابة وغير ذلك، كما يستحقه مالك السهم.
 - 4-عند تصفية الشركة يكون لمالك السند الأولوية في الحصول على قيمة السند، أما مالك السهم فليس له شيء إلا بعد تصفية السندات وقضاء الديون
 - 5-تنقطع صلة صاحب السند بعد أن يتم الوفاء بقيمته للشركة، أما صاحب السهم الذي يستوفي قيمته من الأرباح فتبقى صلته بالشركة ويبقى له حق المساهمة في الربح والاشتراك في الجمعية العامة
 - 6-يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية) أي بخصم إصدار)، بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.
- والجدول التالي يوضح الفرق بين السندات والأسهم:

الجدول رقم (02) مقارنة بين السهم و السند

السند	السهم
-------	-------

1- جزء من رأس المال الشركة.	1- دين على الشركة.
2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.	2- حامل السند دائن بقيمة السند.
3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
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.	5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.	8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.	9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار	10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، 1998، ص ص: 44-45

أما الجدول الموالي يوضح أهم الاختلافات بين الأسهم العادية والممتازة والسندات.

جدول رقم: (03) أوجه الاختلاف بين القيم المتداولة في السوق المالي

الورقة المالية	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات
عامل المقارنة	42		
1- المفهوم:	تمثل جزء صغير من رأس المال.	تمثل جزء من رأس المال وان كانت تجمع بين	تمثل جزء من القروض طويلة الأجل.

4.4.1 مخاطر متعلقة بالأوراق المالية:

أ- مخاطر السيولة : تفتقر السندات لخاصية السيولة، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو متى كانت من فئة متدنية الجودة، وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في الفترات التي يسود فيها التضخم الإقتصادي، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الإسمية التي صدر بها. ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حدها الأدنى ينصح المستثمر في السندات أخذ بعين الاعتبار العوامل الآتية:

- حجم الإصدار.
- حجم الصفقة.
- فئة السند.

إذا كلما زاد حجم الإصدار، وزاد حجم صفقة التعامل، وارتفعت فئة السند كلما زادت سيولته، والعكس بالعكس.

ب - مخاطر تقلب أسعار الفائدة

تتحرك أسعار السندات صعودا وهبوطا باتجاه معاكس بتحرك أسعار الفائدة في أسواق المال من هنا يتعرض حملة السندات إلى هبوط أسعار سنداتهم عندما يرتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم مما لديهم من سندات مما يغرق السوق المالي بما فتتنخفض أسعارها فالأكثر تعرضا لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل ذو سعر الفائدة الثابت.

ج - مخاطر استدعاء السندات

تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط الاستدعاء و يعطي هذا الشرط للشركة المصدرة حق إطفاء سندات من خلال فترة محدودة بقيمة تسمى القيمة الإستدعائية للسند غالبا ما تكون أعلى من قيمته الإسمية بعلاوة تسمى علاوة الإستدعاء ويكون شرط الإستدعاء ملازما في معظم الحالات للسندات القابلة للتحويل.

د - مخاطر الإطفاء السنوي للسند

ويوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفأ سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفئة ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الإسمية فيقومون بإطفاء السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات. (محمد عبد الله القلق، 1992).

هـ - مخاطر الرفع المالي

طالما أن حملة السندات يشكلون فئة من دائني الشركة المصدرة، لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الدفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة يحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين).

ومن هنا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود النسبة المعيارية المتعارف عليها في الصناعة التي تعمل فيها الشركة المصدرة، فإنه يحمل في ثناياها مخاطر على حقوق حملة السندات، لظهور منافسين إضافيين لهم، ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة، إذا ما تعرضت للتصفية، أو للإفلاس، هذا إضافة إلى تجاوز نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة للحدود المعقولة يصاحبه غالبا انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها، والسندات الصادرة عنها. لذا ينصح المستثمرون في السندات أن يتفحصوا مليا ميزانية الشركة المصدرة للسندات قبل إقدامهم على شرائها للتعرف على هيكلية رأس مالها من جهة، وكذلك على الأصول التي سبق للشركة أن قدمتها كضمان لإصدارات سابقة.

و - مخاطر الإفلاس

في الحقيقة إن مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم، بسبب شرط الأولوية الموفر لحملة السندات على موجودات الشركة المصدرة، إلا أن إفلاس الشركة يؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات، بالتالي تعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معا.

لذا ينصح راغبوا الاستثمار في السندات بتوجيه مدخراتهم للاستثمار في السندات ذات النوعية الجيدة، الصادرة عن شركات تتمتع بملاءة مالية جيدة.

1.5.1 كفاءة السوق المالي

* تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يتصف السوق الكفء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل: سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية وهي المعلومات المعلنة للعامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية ومنه يمكن تعريفها "تتسم سوق الأوراق المالية الكفء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات. (Bodie Z. Kane et Marcus, 1995).

كما يمكن تعريف كفاءة السوق بالأوراق المالية أيضا "أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة." (Charles, P. Jones, 1996).

2.5.1 مقومات كفاءة السوق المالي

في الحالة العامة و حسب رأي الأخصائيين يوجد ثلاث مقومات رئيسة للسوق الكفء إلا أنه و حسب البعض هناك خاصية أخرى تعرف بعدالة السوق

1. دقة وسرعة وصول المعلومات :إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية (منير إبراهيم هندي، 1999)

2. كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى متطلبات كفاءة السوق :يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية.

أما كفاءة التسعير يقصد بها الكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير هذا يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة ذا يعني إتاحة الفرصة للجميع.

3. السيولة :يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة و بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية .إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أو استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى (منير إبراهيم هندي، 1999).

4. عدالة السوق :تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي ، كما أنو في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

خاتمة:

من خلال دراستنا لهذا الفصل قمنا بتسليط الضوء على أدبيات الأسواق المالية و توضيح مدى أهميتها بالنسبة للاقتصاد، فاتضح أن سوق رأس المال يعتبر أحد جناحي السوق المالي. كما تم التطرق الى الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الحاضرة و الأسواق الآجلة بمختلف أنواعها و أشكالها (أسهم، سندات، مشتقات و غيرها).

و في الأخير حاولنا ان نتناول بهذه الدراسة مفهوم كفاءة سوق رأس المال و أبرز مقومات السوق الكفاء.

تمهيد:

بهدف دفع عجلة التنمية الاقتصادية على المستوى الاقتصادي و الاجتماعي ، بادرت الدول النامية إلى تبني مجموعة من الإصلاحات ، و الجزائر كغيرها من الدول النامية قامت بإصلاحات جذرية بغرض التحول إلى اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة ، والتطهير المالي للمؤسسات العاجزة ، و إعادة تصحيح مسار القطاع العام ، و إدخال القطاع الخاص أو ما يعرف "الخصوصية" كل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت ترمي إلى تحضير المناخ المساعد على إرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل نظام التمويل .

و بناءا عليه سنحاول دراسة مقارنة بين كل من بورصة الجزائر و بورصة المغرب من خلال النقاط التالية .

1 بورصة دار البيضاء

1-1 تعريف بورصة دار البيضاء:

هي السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغاربيا والثالثة عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار يرجع تأسيسها إلى سنة 1929 وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة" هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الإقتصاد و المالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحميلات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة وقد استفادة من ثورة الانترنت حيث أصبحت جل التعاملات انطلاقا من موقعها الإلكتروني :

<http://www.casablanca-bourse.com>

1-2 نبذة تاريخية عن بورصة دار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 ، و كانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". حيث أن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة و وضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين، تقنين و تنظيم سير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز .

و أصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، إثر هذه المبادرة و تحديدا سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم، و بعد سبع سنوات من ذلك أي سنة 1993 شهدت سوق البيضاء البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة

فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسة و هي :

-ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم

ظهر معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم ؛

ظهر معتبر الإصلاح 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي ويسعى هذا الإصلاح الى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال :

-إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة
-الترخيص لشركات البورصة كوسطاء متخصصين وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة .

-إنشاء هيئة توظيف الجماعي للقيم المنقولة

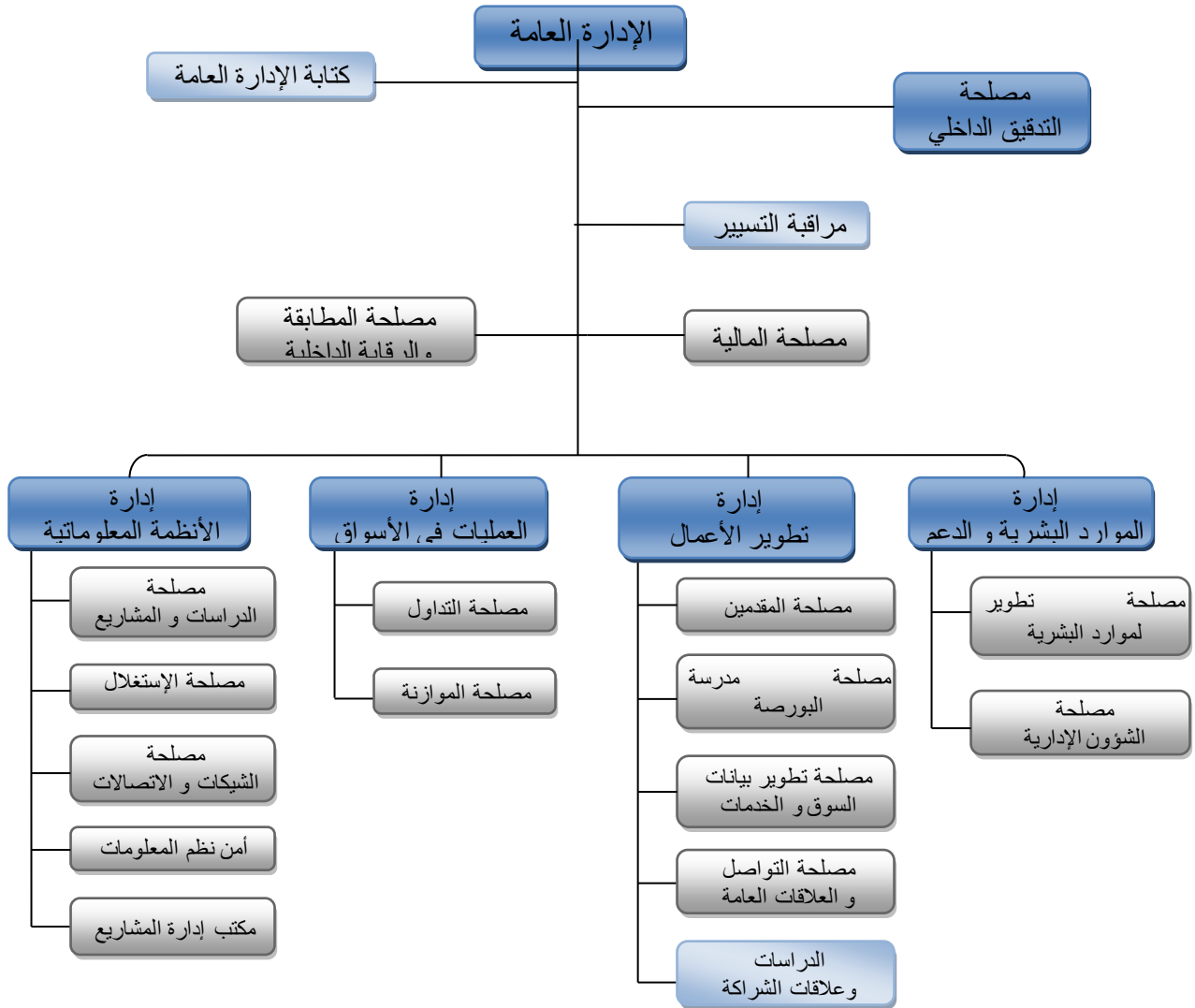
-إنشاء شركة بورصة دار البيضاء للقيم sbvc وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسير البورصة القيم ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية ومن أجل رفع فعالية السوق بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993 وقد تم شطب 10 شركات في جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها

-وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور قانون 34-96 الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-211-93 المتعلق ببورصة القيم وبعد ان قضى قانون رقم 35-96 بإحداث هيئة إيداع مركزية ماركولي في أكتوبر من سنة 1998 ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء إنتعاشا ملحوظا وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة وفي سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحويلات الهامة التي تشهدها

اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في شهر مارس 2008 ، أما في ديسمبر 2008 فأنشئت بورصة الدار البيضاء "لجنة متابعة " من أجل تعديل النظام الإداري للشركة و اعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

في أبريل 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يركز على مجلس إدارة وإدارة عامة .

1-3- شكل رقم 4: الهيكل التنظيمي لبورصة دار البيضاء :



المصدر: موقع بورصة دار البيضاء :

<http://www.casablanca-bourse.com>

يظهر من خلال الهيكل التنظيمي انه يتكون من :

الإدارة العامة: مهمتها تسيير الأنشطة بالسوق المالي تحت إشراف مجلس المراقبة، وكذا المسائل المتعلقة بالإطار القانوني والتنظيمي للسوق وتنفيذ التوجه الاستراتيجي له، ويجتمع مجلس المراقبة مرة في السنة على الأقل.

إدارة العمليات في الأسواق : تتعلق مسؤوليتها بإدارة جلسات الوساطة وإدارة التصنيف بالسوق ونشر الإحصائيات الرسمية والمؤشرات المالية.

إدارة الأنظمة المعلوماتية: مهمتها السهر على تسيير نظم المعلومات بالسوق وحمايته واستمراره وفعاليته من خلال:

- ضمان الأداء السليم للنظام المعلوماتي
- وضع إجراءات لمراقبة وصيانة المعدات والبرمجيات
- تعزيز واستخدام المعلومات وضمان مسايرة التطور التكنولوجي

إدارة التطوير: مكلفة بالتسويق وتعزيز أنشطة السوق، مع ضمان إدارة وتطوير الموارد البشرية

الإدارة المالية: وهي مسؤولة على جميع الجوانب المالية، ووضع القوائم المالية واللوائح ومختلف البيانات المالية

1-4 أهداف بورصة دار البيضاء

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها و تطبيقا للمهام التي أسندت إليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها و هي كالتالي :

- 1- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة
- 2- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق
- 3- تطوير سوق البورصة
- 4- احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا.

1-5 مهام بورصة دار البيضاء

- تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي، وذلك من خلال :
- مراقبة ورصد حصة التداول
 - إصدار و نشر معلومات السوق
 - مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية
 - التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف
 - ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء
 - توزيع الأسهم.

1-6 الشركات المدرجة في البورصة

بلغت عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء في ديسمبر 2013 إلى 75 شركة مقابل عددها عند افتتاح السوق في سنة 1929 ، و قد تطور إدراج الشركات في السوق المغربية منذ افتتاحها. يعتبر عامل عدد الشركات المدرجة في البورصة من أهم العوامل التي تساعد في تنشيط البورصة ، وذلك بسبب سرعة حركية السوق المالية بالإضافة إلى تنوع الأوراق المالية المتداولة، حيث يبين الجدول التالي الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء منذ بداية تنفيذ برنامج الخصخصة.

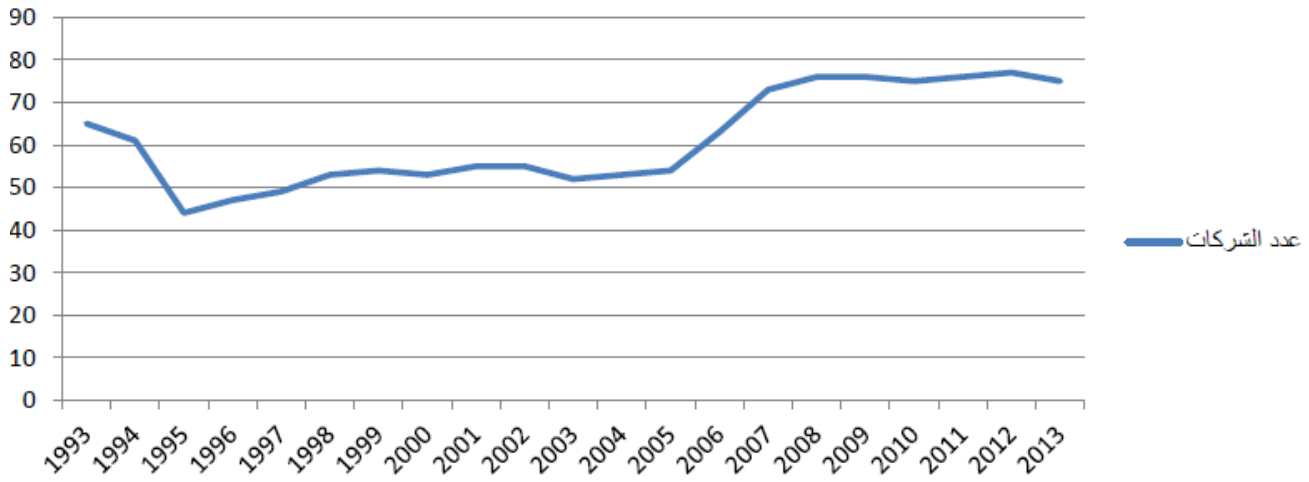
جدول رقم 4 : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين (1993 - 2013)

السنة	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13
العدد	65	61	44	47	49	53	54	53	55	55	52	53	54	63	73	76	76	75	76	77	75

المصدر: من اعداد الطلبة بناء على: صندوق النقد العربي _ أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الأعداد، 52، 71، 74،

شكل رقم 5 : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين 1993 الى 2013

تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ما بين 2013-1993



المصدر: من اعداد الطلبة بناء على:

صندوق النقد العربي _ أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الأعداد، 52، 71، 74،

تقرير بورصة الدار البيضاء 2007-2013

من خلال ما سبق نميز المراحل التالية : في تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة دار البيضاء من سنة 1993 إلى غاية 2013 .

*بين 1993-1995 نلاحظ إنخفاض كبير في عدد الشركات المدرجة في بورصة وذلك بسبب شطب 21 شركة ذلك لعدم تمكن هذه الأخيرة من التكيف أو التأقلم مع الإصلاحات التي عرفتها البورصة سنة 1993 , كما أن هذه المرحلة عرفت دخول 6 شركات جديدة وكانت كلها عن طريق الخصخصة .

*1996-1999 نلاحظ زيادة عدد شركات المدرجة في بورصة دار البيضاء حيث يرفع هذا الارتباط إلى دخول شركات جديدة منها 4 عن طريق الخصخصة مقابل شطب 11 شركة .

نلاحظ أن عدد الشركات التي دخلت إلى البورصة متواضع نسبيا , لكن ساهمت الخصخصة فيه نسبة 30% .

*2000-2005 نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في البورصة ما بين 53 و 54 مؤسسة مدرجة , قد ساهمت الخصخصة عن طريق البورصة نسبة ضئيلة فقط حيث تم خصخصة شركة واحدة فقط .

*2006-2013 عرفت عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفاعا قياسيا مقابل شطب شركة واحدة , ويعود ذلك إلى التحفيزات الضريبية ولقد تم تسجيل 13 شركة عن طريق الخصخصة .

7-1 مؤشرات البورصة :

تضم بورصة دار البيضاء أكبر من مؤشر و هي كالتالي:

مازي عائم: هو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم، أي أنه لا يشمل السندات و المنتجات المالية المشتقة... ، فعندما يسجل مازي ارتفاعا بنسبة 2 % هذا يعني أن معدل تغير قيم أسهم الشركات ارتفع بنسبة 2 % ، لكن لا يعني أن كل الشركات ارتفعت بنفس القيمة، و لكن هنالك أسهم شركات حققت ارتفاعا وأخرى انخفاضاً و أخرى ربما لم تتغير، و هذا ما يفسر تقديمهم لجداول يبين أهم الارتفاعات المسجلة و أهم الانخفاضات المسجلة.

مادكس عائم: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر، أي أنه لا يقتصر فقط على الأسهم بل يضم الأنواع الأخرى، لكنه يقتصر فقط على القيم التي يتم تداولها بشكل مستمر في بورصة الدار البيضاء. و يمثل مادكس معدل التغير أو التقلب القيم الخاضعة للتداول المستمر بغض النظر هل هي أسهم أم أشكال مالية أخرى، فعندما يسجل مادكس مثلاً انخفاضاً بـ 2 % ، يعني أن القيم المالية التي يتم تداولها (بيعها أو شراؤها) باستمرار قد حققت معدل تقلب ناقص 2 % ، و ما قلناه على مازي ينطبق على مادكس وهو أنه مجرد معدل و لا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، لكنها حققت أرقام مختلفة و التي أعطت معدل ناقص 2 % .

مؤشرات قطاعية: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع، أهمية هذا النوع من المؤشرات أنه يتابع التغيرات حسب قطاعاتها مثل قطاعات : البنوك، التأمينات، المناجم، العقار، الكيماويات، البناء و مواد البناء... و الجدول الموالي يوضح أبرز المؤشرات التي تضمها بورصة الدار البيضاء:

جدول رقم 5 : أهم مؤشرات دار البيضاء

نوع المؤشر	القيمة	التغير	الافتتاح	التطور السنوي
مادكس	7987.73	0.27%	7964.8	1010%
مازي	9783.23	0.26%	9756.289	9.61%
15 index	874.59	0.88%	8666.30	17.76%
All liquid	8264.12	0.26%	8242.51	10.46%

مصدر: <http://www.casablanca-bourse.com>

جدول رقم 6 : مؤشر قطاعي : نذكر منها بعض القطاعات

القطاع	القيمة	نسبة التغير	نسبة تغير 31/12
الخدمات للجمعيات	2187.50	3.14%	23.53%
الصناعة الصيدلية	2480.18	2.66%	25.65%
المناجم	18308.50	2.29%	20.34%
العقار	13957.08	0.98%	57.92%

مصدر: <http://www.casablanca-bourse.com>

1-8 أسواق التداول في بورصة دار البيضاء :

1-8-1- السوق الأولية

إن السوق الأولية هي سوق خاصة بالإصدارات الجديدة حيث يتم جمع الأسهم لأول مرة، وتضع المدخرين والمستثمرين في علاقة مباشرة، إذ تقوم شركات المساهمة بطرح أسهمها لأول مرة في هذه السوق من أجل الوصول إلى تلك الموارد التمويلية اللازمة، كما تساهم هذه السوق (الأولية) في تمويل المشاريع والنشاطات الجديدة بشكل مباشر، وبالتالي توسيع النشاطات القديمة، لكن للدخول إلى السوق الأولية والتقييد بأسعار البورصة غير مفتوح في وجه الجميع، بل مرتبط بشروط متفاوتة الشدة حسب نوع الأسواق التي تتكون منها هذه السوق:

أ-سوق الأسهم:

لقد كانت هذه السوق تتكون من قسمين، وكان ذلك قبل التعديل الذي عرفه الظهير المنظم للسوق المالية، حيث أصبحت تتكون من ثلاث أقسام:

- القسم الأول يضم الشركات الكبرى ذات رأسمال لا يقل عن 50 مليون درهم،

- أما القسم الثاني مفتوح أمام الشركات المتوسطة

- بالنسبة لقسم الثالث فهو مفتوح في وجه الشركات الصغيرة التي سجلت نتائج جيدة

ومن خلال الجدول سوف نعرض الأسهم الأكثر طلبا في المغرب

جدول رقم 7: الأسهم الأكثر طلبا :

القيمة المنقولة	حجم المعاملات
ليدك	50953059.20
دجي لإنعاش الصحي	17260605.07
التجاري وفا بنك	13674500.00
البنك الشعبي المركزي	864854.60
القرض العقاري والسياحي	433850.00
إتصالات المغرب	350221.80
ديسواي	259577.30
إسمنت لافارح	204240.00
لايبل في	203643.00
كوسومار	197990.70

مصدر: <http://www.casablanca-bourse.com>

جدول رقم 8: الأسهم الأكثر ارتفاعا :

قيمة المنقولة	السعر	صافي التغيرات	نسبة التغير
النقل	55.99	0.84	1.25%
إتصالات المغرب	123.00	0.45	0.37%
م2م	280.00	0.65	0.03%
أطنطا	49.00	0.01	0.02%

جدول رقم 9: الأسهم الأكثر إنخفاضا

القيمة المنقولة	السعر	صافي التغير	نسبة التغير %
بنك مغربي ت.خ	203.50	-6.50	-3.10%
ستيام	536.10	-12.90	-2.35%
سنيب	85.06	-1.44	-1.66%
دلتا هو لدينغ	23.35	-0.36	-1.60%
أليانس	63.00	-0.78	-1.18%

ب- سوق السندات:

لقد جاء من خلال التعديل الذي عرفته السوق المالية خلال 2004 بإنشاء قسم مستقل بسندات الدين القابلة للتداول، وذلك من أجل الرفع من رأسمال الأشخاص المعنوية عن طريق الاقتراض من السوق المالية .

ج- سوق الحصص:

كما تم إحداث بموجب تعديل 2004 قسم آخر خاص بالأسهم والحصص المملوكة لكل من:

- هيئات توظيف الأموال بالمجازفة

- هيئات توظيف الأموال بالمجازفة

1-8-2 السوق الثانوية :

في هذه السوق تتداول الأوراق المالية التي تم إصدارها فيما قبل بالأسواق الأولية، وذلك بالبيع والشراء وفق شروط وقواعد التعامل.

وتسميتها بالسوق الثانوية لأن تداول الأوراق لأول مرة يكون في السوق الأولية، أما في هذه السوق فيعاد بيعها وشراؤها للمرة الثانية، فلا يتعلق الأمر بهذه السوق بعملية تمويل جديد أو مباشر بل بتوفير السيولة، إذا فالسوق الثانوية تقوم بتوفير السيولة باستمرار بحامل القيم المنقولة، عن طريق لجوئهم إلى إعادة بيع الأسهم والسندات . ولقد قامت السلطات المالية المغربية في إطار تعديل قانون البورصة سنة 1997 فأصبحت تضم كل من السوق المركزي الذي حل محل السوق الرسمي وسوق الكتل الذي حل محل سوق التفويطات المباشرة.

أ-السوق المركزي: تلعب هذه السوق دورا مهما في سير السوق البورصة باعتبار أن ثمن الأسهم يحدد من خلال هذه السوق نتيجة التقاء العرض بالطلب عليها حيث يتم تحديد ثمن التوازن، لكن تم استبدال هذه التقنية منذ ماي 1998 بتقنية التداول الإلكتروني عن طريق نظام التسعيرة الإلكترونية وهو:

- نظام التسعير المستمر أو الثابت، حسب سيولة القيمة المنقولة
- تتكون حصة التسعير من عدة فترات متسلسلة. وتتم كل فترة في أوقات تحددها بورصة الدار البيضاء لكل مجموعة تسعير.

1-9 مزايا الإدراج في بورصة دار البيضاء

الإدراج في البورصة يقدم عدة مزايا :

1- يمكن من تمويل مشاريع بأدنى تكلفة:

بإدراج شركة في البورصة يصبح بإمكان المستثمر جمع الرساميل على سوق البورصة دون أن يقوم بتقديم أي ضمان، كما يمكن أن يستمر في ذلك حسب حاجيات شركته أو حسب فرص التطوير المتاحة، فيحصل على مورد جديد تكميلي للتمويل من البورصة، يضاف إلى عروض المؤسسات المختصة (كالبنوك، و مؤسسات الإجارة المنتهية بالتملك، مؤسسات الرأسمال المجازف)

2- يساعد على الاستفادة من إعفاءات ضريبية مهمة

3- يعد الإدراج في البورصة عنوان المكانة المرموقة، حسن الحكامة و المواطنة، وفضلا عن ذلك تكتسب شركة المدرجة مصداقية عالية وتعزز مكانتها المالية

4- يسلط الإدراج في البورصة الضوء على الشركة و منتجاتها وعلاماتها وقدراتها الإنتاجية وإدارتها

5- يضمن لشركة نجاحا مستديما، لأن الإدراج في البورصة للمقاولات العائلية يضمن الاستمرارية، لأنه يجعلها تتفادى الحلّ إثر رحيل أو وفاة أي من المساهمين الذين يمتلكون أغلبية الأسهم

- 6- يساعد على تحفيز و تعبئة موظفين من خلال منحهم جزءا من الأسهم بشروط تفضيلية وجعلهم يستفيدون من الربحيات التي توزعها الشركة
- 7- يساعد على إرضاء حملة أسهم شركة، إذ يضمن لهم أصولا سائلة ورؤية واضحة لما ستؤول له الشركة في المستقبل

2. بورصة الجزائر :

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية أن تلعبه في مسيرة التنمية . وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الاحتياجات التمويلية تكتسب أهمية متزايدة مع اعتماد أعداد متزايدة الأعوان الاقتصاديين على آلية السوق في تخصيص الموارد، وإفساح المجال للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ولجوء السلطة إلى المصادر غير التضخمية لتمويل العجز في الموازنات المالية.

إن بورصة الجزائر سوق متمركز تديره الأوامر ليس الأسعار حيث تتداول الأوراق المالية في سوق رسمي وحيد و تجرى المفاوضات على تلك الأوراق في قاعدة المفاوضات مكان التقاء الوسطاء في عملية البورصة و ذلك من اجل تنفيذ أوامر البيع و الشراء.

نظرا لحدائث بورصة الجزائر و قلة المؤسسات المتعاملة بها أعطى نظرة سيئة للاقتصاد الوطني و كافة المؤسسات الجزائرية، فقد فكرت الجزائر في إنشاء هذه السوق المالية.

2-1 ظروف إنشاء بورصة الجزائر

إن إنشاء بورصة الجزائر يدخل ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي تفصل بين مرحلتين أساسيتين من التحول الاقتصادي:

أ- مرحلة الاقتصاد المخطط مركزيا (1965 – 1988):

مبني على أسلوب التخطيط المركزي، حيث لعبت الخزينة دورا هام في تجميع الموارد المالية للمؤسسات ثم القيام بتمويل الميزانية العامة ، وتمويل الاستثمارات المخططة ، ومن جهة أخرى فإن القانون لا يسمح لأي جهة اقتصادية بإصدار قيم منقولة ما عدا الخزينة التي تصدر اذونات الخزينة ، واذونات التجهيز ، أما البنوك التجارية اقتصر دورها على استلام الودائع و المساهمة في تنمية المدخرات و الاستثمارات ، و بذلك نجد تداخل في الصلاحيات افرز عنه آثار سلبية على الاقتصاد.

فتمويل الاستثمارات في تلك الفترة لم تتولد عنها ضرورة إنشاء سوق مالي، ولم تطرح فكرة إنشاء بورصة ، مما الحق بالجزائر أزمة اقتصادية ومالية وعدم القدرة على تمويل النمو الاقتصادي ،خصوصا مع تدهور أسعار البترول ،

وارتفاع معدلات التضخم ، و تراجع الاستثمارات الإنتاجية مما دفع بالاقتصاد الجزائري إلى انتهاج مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية للانتقال إلى مرحلة ثانية .

ب- مرحلة الإصلاحات للانتقال إلى اقتصاد السوق : كل المخلفات السابقة دعت بالجزائر إلى القيام بجملة من الإصلاحات الرامية إلى استقلالية المؤسسات ، و تحرير أسعار الفائدة ، و التجارة الخارجية ، وتشجيع الاستثمار الأجنبي ، و تسطير برامج واسعة لخصوصية المؤسسات العمومية وهو ما دعى إلى إقامة سوق مالي يشكل الركيزة الأساسية لاقتصاد السوق .

فانطلاقا من قانون 1988 الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية ، وصناديق المساهمة صدرت عدة قوانين أخرى تدعم فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية ، حيث بدأ التحضير فعليا لإنشائها من سنة 1990 و مرت بعدة مراحل.(شمعون شمعون،1999)

2-2-مراحل انشاء بورصة الجزائر

شرع فعليا في تأسيس بورصة الجزائر في بداية التسعينات ، و مرت عملية إعداد بورصة على عدة مراحل ، يمكن حصرها في النقاط التالية:(ربوح عبد الغاني،2004/2005)

*** المرحلة التقريرية(1990 – 1993) :** ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية

تتمثل في :

◀ المرسوم 90-101 المؤرخ : 27 مارس 1990 : ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

◀ المرسوم 90-102 المؤرخ : 27 مارس 1990 : نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية ، وفي نفس السنة انشأت شركة القيم المنقولة (S.V.M) في 9 ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320000.00 دج يديرها مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة .

وقد نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح بآ إنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط كما تم صدور ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 ممثلة في :

◀ المرسوم التنفيذي رقم 91-161 لتنظيم المعاملات على القيم .

◀ المرسوم التنفيذي رقم 91-170 لتحديد أشكال ، و أنواع القيم المتداولة ، و شروط إصدارها.

◀ المرسوم التنفيذي رقم 91-171 لتحديد لجنة البورصة .

*** المرحلة الابتدائية (1993 – 1996):** كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة ، و ضعف

رأس مالها الاجتماعي ، تم إعادة تعديل رأس مالها إلى 9320.000.00 دج ، كما تغير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" (B.V.M) و حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة كما يلي :

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : وهي السلطة العليا في بورصة القيم المتداولة تعمل على تنظيم النشاط البورصي، وحسب المادة الخامسة من هذا المرسوم لا يجوز إجراء أي عملية إلا داخل المقصورة ، وعن طريق الوسيط بعد اعتمادهم من طرف اللجنة .
- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) : تعمل هذه الشركة على ضمان السير الحسن لعمليات التداول داخل البورصة.

* مرحلة الانطلاقة الفعلية (1996 - إلى يومنا هذا) : بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة قيم سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية من حيث :

- وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة .
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .
- تأسيس لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، و شركة تسيير بورصة القيم .
- ومع بداية 1997 تم اختيار الوسيط في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتم إعداد مجموعة من الأنظمة تتمثل في :
- النظام رقم 96-02 المتعلق بطبيعة المعلومات التي يتم نشرها عن الشركات التي تدخل البورصة .
- النظام رقم 97-01 القائم على مساهمة الوسيط في العمليات البورصية .
- النظام رقم 97-02 شروط الأعوان المؤهلين للمفاوضات حول القيم المتداولة .
- النظام رقم 97-03 تسيير بورصة الأوراق المالية.
- النظام رقم 97-04 الخاص ببيئات التوظيف في القيم المتداولة .
- النظام رقم 97-05 اتفاقيات العمل بين الوسيط و العملاء في البورصة .
- النظام رقم 97-01 (30/11/1997) المحدد لكيفية اعتماد الوسيط في العمليات البورصية .
- * و كانت شركة سونا طراك أول متعامل اقتصادي قامت بإصدار القيمة المنقولة المتمثلة في القرض السندي في 2 جانفي 1998 في السوق الأولية

وعملية إصدار القرض السندي لسونا طراك فكانت كما يلي : (ربوح عبد الغاني، 2004/2005)

- تاريخ العملية : من 15 جانفي الى 15 فيفري 1988 .
- المبلغ الإجمالي للإصدار : 12 مليار دج .
- نسبة الفائدة : 13 % .
- تاريخ التسديد النهائي : 4 جانفي 2003 .

وفي 13 سبتمبر 1999 سجلت بورصة الجزائر دخول أربع مؤسسات وطنية لأسهم وسندات و يتعلق الأمر :
رياض سطيف (منتجات غذائية) - صيدال (إنتاج الأدوية) - الاوراسي (الفندقة)
2-3- شكل رقم 6: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: من اعداد الطلبة استنادا من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=144>

طبقا للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة الجزائر أنشأت هيئتين لتنظيم نشاطها هما :

أولاً: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB

تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 10 المؤرخ في 23 05 1993 وتعتبر هذه اللجنة أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية ، وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء غير دائمين، وتتمثل مهمتها في حماية مصالح المستثمرين وذلك من خلال ضمان الشفافية اللازمة، أي العمل على تحقيق حسن سير نشاط البورصة وذلك باتخاذ ما يتطلبه الأمر من اجراءات ، كما تتمتع بأوسع الصلاحيات وذلك بقيامها بالمهام التالية:

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- قبول القيم للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها.
- القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المدرجة في البورصة ومدى تقيدها بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية المفعول.

- دراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير معين للقوانين واللوائح سارية المفعول في البورصة

ثانيا شركة إدارة بورصة القيم: SGBV

تم إنشائها بتاريخ 1997-05-25 لوضع الترتيبات العملية والفنية اللازمة لعمليات التداول على

القيم المنقولة. وتهدف إلى تنظيم ادراج وتداول وتسعير الأوراق المالية في البورصة . فهي عبارة عن

شركة ذات أسهم.(CNMA . CNEP . CPA . BADR BNA . BEA . BDL .

. UNION BANK . SAA . CAAT . CAAR)او اعتبارا من تاريخ 01 جويلية 1998

، فإن الأعضاء المؤسسين لشركة إدارة بورصة القيم تخلو عن حصصهم في أرس مال شركة إدارة بورصة القيم لصالح شركات متخصصة في الوساطة في الأوراق المالية وهي:

- 1- شركة الراشد المالي التي تظم كل من: BEA, CCR, CNMA :
- 2- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف S OFICOP التي تظم كل من: BNA , BDL , CAA,
- 3- المؤسسة المالية العامة SOGIEFI التي تظم كل من: CPA , CNEP , CAAT,
- 4- شركة توظيف القيم المنقولة SPDM التي تظم كل من: BADR, CAAR
- 5- شركة UNION BROKE RAGE المؤسسة من طرف UNION BANK

ثالثا مؤسسات الوسطاء في عملية البورصة: IOB

وهم أشخاص طبيعيين (أفراد) أو معنويين (مؤسسات مالية) حيث تعتمدهم لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .وتكمل مهمتهم في ممارسة عملية بيع و شراء الأوراق المالية لصالح زبائنهم فهم يحتكرون عمليات المفاوضة على القيم المنقولة . ويشترط أن يتوفر في الوسيط تقديم ضمانات كافية يقدمها للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ضف إلى ذلك لابد أن تكون لديهم تنظيمات ووسائل تتلاءم مع مهامهم المخولة إليهم حسب المرسوم التشريعي رقم 23 10 المؤرخ في 23 05 1993 وهي تداول الأوراق المالية لصالح زبائنهم . والوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر هم

- 1- الراشد المالي.
- 2- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف.
- 3- المؤسسة المالية العامة.
- 4- شركة توظيف القيم المنقول.
- 5- شركة UNION BROKERGE

2-4 الشركات المدرجة في بورصة الجزائر :

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة .وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، والجدول الموالي يوضح تطور عدد هذه الشركات في بورصة الجزائر:

الجدول رقم: 10 تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر 1999 - 2007

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد الشركات المدرجة	4	4	4	4	4	3	3	4	5

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على : التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تعد شركة "رياض سطيف" أول شركة وطنية أدرجت % 20 من رأس مالها في البورصة تلتها عمليات ناجحة بين 1999 إلى 2000 منها إدراج أسهم من صيدال والأوراسي ثم سند مؤسسة سوناطراك بنسبة فائدة تتعدى 13 % وكان من المفروض إدراج شركات أخرى في إطار عملية الخوصصة، لكن لوحظ بأنها غير فعالة من حيث زمن تنظيمها لاعتبارات تخص الوضعية المالية لهذه المؤسسات وتنظيم عملية فتح رأس المال وإدراج الأسهم في البورصة، فلم تكن الشركات المقترحة للخوصصة تلي شروط الإدراج في البورصة وبالتالي فلم تشهد هذه الأخيرة أي عمليات إدراج أسهم أو سندات.

وطرحت آنذاك مسألة عدم أهلية المؤسسات العمومية لدخول السوق الرسمي وكان عامل الزمن وكيفية الخوصصة تستند إلى تقييم موضوعي للوضع المالي التي تحتاجها الخوصصة وتم على أساس ذلك انتهاز طرق أخرى لخوصصة المؤسسات منها طريقة التراضي والمناقصة وبقيت البورصة بعيدة عن هذه العمليات. وانقطع تمويل البورصة من ماي 2000 إلى غاية 2004 حيث عرفت بعد هذه الفترة إدارة سندات سونالغاز، الشركة الجزائرية للاتصالات وسند الخطوط الجوية الجزائرية. غير أن التفاعل في البورصة لم يكن فعالا فانسحبت بعض الشركات كسونطراك و شركة رياض سطيف و حلت محلها شركات جديدة كبيوفارم للصيدلة و شركة روية للمواد الغذائية. و من خلال ما سبق يتضح أن عدد المؤسسات المدرجة في البورصة يعد منخفضا جدا ولا يشكل في نظر الكثير من المحللين سببا لوجود هذه السوق خاصة عند مقارنتها بالأسواق العالمية أو العربية كسوق ماليزيا أو تايلاند اللذان يحتويان على 986 و 523 شركة مدرجة على التوالي.

2-5 المؤشرات بورصة الجزائر

- مؤشر سيولة السوق: على صعيد مؤشر السيولة الذي يعتبر محددًا هامًا لضمان استمرارية السوق الأولى فإن حجم التداول أصبح منعما في بورصة الجزائر مع تسجيل إقبال المستثمرين بشكل كبير على عملية البيع مما أدى إلى انخفاض متتالي في أسعار الأسهم المدرجة على الرغم من تحقيق تلك الشركات لنتائج مقبولة. ويمكن دراسة هذا المؤشر من خلال كل من نسبة حجم التداول ومعدل دوران الأسهم كما يوضح الجدول الموالي

الجدول رقم: 11 تطور مؤشر حجم التداول ومعدل الدوران في بورصة الجزائر 1999 - 2007

الوحدة: مليون دينار

السنة	قيمة التداول	الناتج المحلي الإجمالي	حجم رأس المال السوقي	حجم التداول %	معدل الدوران
1999	108,08	3238.200	19.175	0,003	0,0056
2000	720,04	4078.800	21.495	0,018	0,0334
2001	533,22	4222.100	14.720	0,013	0,0362
2002	112,06	4541.900	10.990	0,002	0,0101
2003	17,26	5266.800	11.100	0,0003	0,0015
2004	8,40	6127.500	10.100	0,0001	0,0008
2005	4,19	7498.600	10.400	0,00006	0,0004
2006	149,40	8391.000	6.710	0,002	0,0222
2007	960,20	9389.600	6.460	0,010	0,1486

المصدر: التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحسابات شخصية.

يعكس مؤشر حجم التداول الذي يساوي القيمة المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي اتجاه السيولة في السوق الجزائري نحو الانخفاض الكبير جدا حيث بدأ هذا المؤشر في حدود (0.003 %) سنة 1999 ليرتفع إلى % (0.018) سنة 2000 وهي أعلى نسبة له، ليستمر بعد ذلك في الانخفاض إلى أن بلغ (0.00006 %) سنة 2005 وهي نسبة شبه معدومة توضح التدهور الكبير الذي بلغه مستوى السيولة في بورصة الجزائر، مما يعني أن الاستثمار المالي غير جذاب في هذه السوق. أما بالنسبة لمؤشر معدل دوران الأسهم فيحسب بقسمة حجم التداول في البورصة على رسميتها السوقية ويقاس مدى نشاط السوق وحركة التداول. حيث يعني بلوغ معدل الدوران قيمة الواحد الصحيح أن متوسط تداول السهم في السنة يبلغ مرة واحدة، ونلاحظ ارتفاع هذا المعدل خلال السنوات الأولى من انطلاق عمل البورصة حيث وصل إلى (0.0334) سنة 2001 لكن سرعان ما بدأ في الانخفاض تدريجيا إلى أن بلغ أدنى معدل له سنة 2005 وهو (0.0004) وتشير هذه النتائج إلى انخفاض تداول الأسهم لأنها تقل عن الواحد مما يعكس جمود هذه السوق في الجزائر ويوحى من خلال الأرقام التي آل إليها إلى توجه نشاط البورصة نحو التوقف التام على اعتبار أن المؤشر ذاته يسجل نسباً عالية في الأسواق العالمية، حيث بلغ عام 2007 على صعيد البورصات العربية مثلاً % 131: في سوق الأسهم السعودي، 24 % في بورصة عمان، % 100 في بورصة الكويت.

2-6 نشاط سوق القيم المنقولة في الجزائر

بعد ثماني سنوات من بداية نشاطها الفعلي، تجسدت عمليات البورصة الجزائرية من خلال إدراج خمس شركات وطنية لمنتجاتها المالية للتداول متمثلة في: سنيين لرأس المال وهما أسهم تسيير نزل الأوراسي وأسهم مجمع صيدال، وثلاث سندات دين التي أصدرتها مؤسسات سونالغاز واتصالات الجزائر والخطوط الجوية الجزائرية. ونحاول من خلال هذا المطلب تقييم واقع نشاط سوق القيم المنقولة في الجزائر بتحليل نشاط كل من سوق الأسهم وسوق السندات.

2-6-1 نشاط سوق الأسهم: يتميز نشاط سوق الأسهم في بورصة الجزائر بالجمود حيث أنه باستثناء سحب

سند مؤسسة رياض سطيف سنة 2006 لم يطرأ أي جديد على هذا القسم منذ سنة 2000 ويمكن تقييم الوضعية الحالية لسوق الأسهم من خلال النقاط التالية:

أولا - الأوامر المقدمة في السوق: بلغت الأوامر المقدمة في السوق الثانوية خلال السنة المالية 2007 (1489 أمرا) تخص أغليبتها عمليات البيع التي بلغت % 80.12 من مجموع الأوامر المعروضة في السوق أي ما يعادل 1193 أمر بيع، في حين بلغ مجموع الأوامر المصدرة سنة 2006 (691 أمرا) مما يشير إلى ارتفاع بلغ (798

أمرا) سنة 2007 بنسبة 115 % إلا أن الملاحظ أنه من ضمن الأوامر المعروضة خلال سنة 2007 تم تنفيذ 155 أمرا فقط كما يوضح الجدول التالي:

الجدول رقم:12 الأوامر المنفذة في بورصة الجزائر خلال سنة 2007

الأوامر المعروضة عند الشراء	الأوامر المنفذة عند الشراء	النسبة %	الأوامر المعروضة عند البيع	الأوامر المنفذة عند البيع	النسبة %	
3	3	100	1048	3	0.29	صيدال
293	74	25.26	145	75	51.72	الأوراسي
296	77	26.01	1193	78	6.54	المجموع

La source: COSOB, Rapport annuel 2007, p:13.

يتضح من الجدول انخفاض الأوامر المنفذة مقارنة بحجم الأوامر المعروضة حيث مثل مجموع أوامر الشراء المنفذة نسبة 26.01 % فقط من مجموع أوامر الشراء المعروضة، في حين مثلت أوامر البيع 6.54 % من مجموع أوامر البيع المعروضة.

ثانيا -حجم العرض والطلب :بلغ الحجم الإجمالي للعرض والطلب الذي أثمر عنه نشاط البورصة سنة 2007 فيما يخص مجموع سندات رأس المال 35284 سند موزعة كما يلي:

الجدول رقم:13 حجم العرض والطلب في بورصة الجزائر خلال سنتي 2006 - 2007

السهم	الحجم المتبادل 2006	الحجم المتبادل 2007	الفرق
صيدال	49285	35064	14221-
الأوراسي	14266	220	14046-
المجموع	63551	35284	28285-

La source: COSOB, op.cit, p:14.

يشير الجدول إلى انخفاض في مجموع حجم التبادل سنة 2007 مقارنة بالسنة السابقة بما يعادل 28285 سند، مع العلم أنه عبر مسيرتها القصيرة شهدت بورصة الجزائر تفوقا دائما للعرض على الطلب على القيم المنقولة دون أن يكون هناك تدخل فوري لتصحيح الانحراف واستقطاب الفائض من المعروض وإحلال التوازن بما يحفظ مصالح المستثمرين والسوق بصفة عامة ويمكن تفسير هذا الوضع بغياب المتخصصين في الأوراق المالية لما لهم من دور في إحلال التوازن في السوق.

ثالثا -تطور الأسعار :يتوقف تحليل حركة الأسعار على مؤشر أساسي يتمثل في مستوى الأسعار مقارنة بسعر الإدخال، وقد عرفت أسعار الأسهم المسعرة في بورصة الجزائر خلال سنتي 2006 و 2007 تحركات في المجالات التالية:

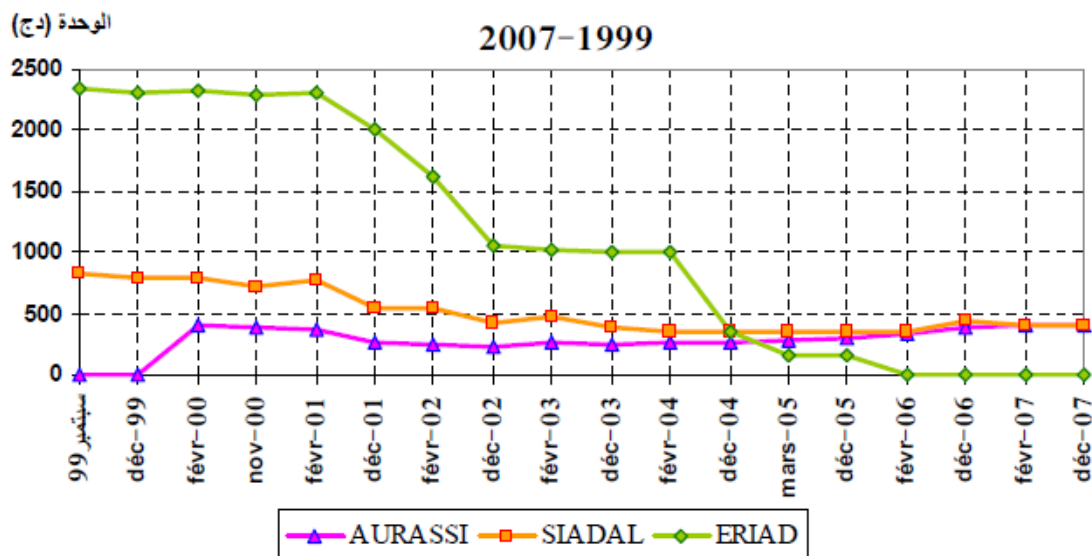
الجدول رقم:14 مستوى الأسعار في سوق الأسهم خلال سنتي 2006 - 2007

السهم	2006		2007	
	السعر الأدنى	السعر الأعلى	السعر الأدنى	السعر الأعلى
صيدال	360	440	400	400
الأوراسي	300	415	385	420

La source: COSOB, op.cit, p:15.

وتوضح مجالات تغير أسعار الأسهم بأن الأسعار الدنيا المسجلة خلال سنة 2007 بلغت 400 دج و 385 دج بالنسبة لمجمع صيدال ومؤسسة نزل الأوراسي على التوالي، أي أن الأسعار انخفضت بمقدار 50 % و4% مقارنة بأسعار الإدخال التي كانت على التوالي 800 دج و 400 دج .مع العلم أن أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر قد عرفت منذ انطلاقتها انخفاضا تدريجيا من سنة إلى أخرى، كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم 7: تطور أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة



المصدر :من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

- www.cosob.org/statistiques-boursieres-seances-bourse-der.htm. consulté le: 09/04/2008.

يظهر الشكل أن أسعار الأسهم الثلاثة عرفت تراجعاً كبيراً مقارنة بأسعار الإدخال المتمثلة في 2300 دج 800 دج و 400 دج بالنسبة لمؤسسات رياض سطيف، صيدال، الأوراسي على التوالي. حيث كانت الأسعار المتوسطة السنوية المسجلة خلال سنتي 1999 و 2000 تفوق سعر الإدخال إذ بلغت في السنة الأولى بالنسبة لمؤسسة رياض سطيف 2316.87 دج أين أسفر التقاء أوامر البيع بأوامر الشراء عن سعر توازن يتراوح بين 2300 دج و 2340 دج، و 2302.25 دج في السنة الثانية أين استقر السعر في حدود سعر الإدخال وتراوح سعر التوازن بين 2290 دج و 2352 دج. أما بالنسبة لمجمع صيدال فاق السعر المتوسط في سنة الإدخال السعر المرجعي بنسبة 3.12 % حيث تراوح سعر التوازن بين 800 دج و 825 دج.

ثم بدأت الأسعار المتوسطة في الهبوط إلى ما دون السعر المرجعي حيث وصل الانخفاض إلى نسبة 7.7% في رياض سطيف مقارنة بسعر الإدخال في سنة 2001 و 42 % سنة 2002 بعد ثلاثة سنوات فقط من

إدراجها في البورصة. ومع نهاية سنة 2002 عاد هذا السعر إلى الثبات في حدود 1000 دج أي بانخفاض وصل إلى 56.52 % عن سعر الإدخال. وبقي هذا الانخفاض مستمرا حتى خروج المؤسسة نهائيا من جدول تسعيرة البورصة مع نهاية 2006. أما مجمع صيدال فبعد الانخفاض الذي بلغ 57 % عن سعر الإدخال سنة 2005 عرفت أسعار أسهمه ارتفاعا طفيفا سنتي 2006 و 2007.

2-7 مزايا الإدراج في بورصة الجزائر:

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا:

-رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة

مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ...) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها ... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدرا تمويل بديل ولا ينضب.

-تنويع مصادر التمويل

يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

-توسيع نطاق المساهمين

تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

- تعزيز الشهرة

تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

- تامين الموارد البشرية: فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءًا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية .

- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية

تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

- التغيير في نظام " حوكمة الشركات "

تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

2-8 معوقات أسواق الأوراق المالية :

من خلال العرض السابق لبورصة الجزائر تتجلى محدودية الأداء ، ونقص المتدخلين ، ويمكن تحديد معوقات بورصة الجزائر التي تحول دون تحقيق الفعالية في تمويل الاقتصاد فيما يلي : (شمعون شمعون، 1999)

العوائق السياسية : وتتمثل هذه العوائق في :

❖ عدم الاستقرار السياسي ، و غياب امن الأشخاص و ممتلكاتهم .

❖ محدودية النشاط في بورصة الجزائر ، و بورصات الدول العربية مجتمعة التي تسجل رسملة لا تتعدى 35

مليار ، و هو مؤشر يدل على هامشية ومحدودية هذه البورصات ، مقارنة بتايوان او سنغافورة ، حيث وصلت الرسملة البورصية لديها سنة 1992 بما مقداره 101 مليار دولار و 49 مليار دولار على التوالي.

العوائق الاقتصادية : تتمثل العوائق الاقتصادية في :

❖ الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت اختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب

عجز الميزانية ، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المر دودية شرطا

أساسيا لجذب المدخرات و توجيهها نحو الأصول المالية .

- ◀ ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين ، و بالتالي قلة المدخرات الفردية ، كما أن هناك مجموعة من المؤشرات لا تشجع الأفراد على استثمار مدخراتهم في السوق المالية مثل : معدل التضخم ، معدل الفائدة .
- ◀ ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج و النوعية و المنافسة، و غياب التنوع في المحافظ المالية بالقدر الكافي ، بالإضافة إلى غياب الكفاءة المالية . (أوجستو دى لانورى - سيرجيو شموكلر، 2005)
- ◀ قلة المؤسسات المدرجة في البورصة و المهيمن عليها من طرف القطاع العام ، و اتجاهات المؤسسات نحو السوق الموازية نتيجة السياسات الجبائية .
- ◀ غياب البيانات عن أداء الشركات يعد من العوامل المعرقة لنجاح مشروع بورصة القيم ، إضافة إلى ضعف الثقافة التفسيرية ، و استراتيجيات التسويق التي تسمح برفع الأرباح و خفض التكاليف ، و القدرة على مواجهة المنافسين .

* عوائق التشريعية : و تتمثل في :

- ◀ عدم ملاءمة التشريعات القانونية للمؤسسات الاقتصادية أو المصرفية ، حيث يتعين على الشركة الرغبة في القيد في البورصة أن تأخذ شكل شركات أسهم ، وان يكون رأسمالها أكثر من 100.000.000 دج ، ويجب أن توزع أسهمها على الجمهور بما لا يقل عن 300 مساهم.
- ◀ من بين الشروط الأخرى لقيد المؤسسات في البورصة ، هو أن يقتصر الدخول للمؤسسات الناجحة و عدم قبول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

* عوامل اجتماعية وثقافية :

- ◀ يعد العامل الديني من عوائق قيام بورصة ، حيث يعتبر توظيف الادخارات في أوراق مالية على شكل سندات بمثابة ربا ، وهو محرم شرعا مما يحجم أصحاب الفوائض على شراء السندات .
- ◀ غياب ثقافة بورصية لدى المجتمع حول آليات التوظيف المالي، وعمل البنوك والمؤسسات المالية بدليل قيام الأفراد بحفظ مدخراتهم في الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط دون اهتمام بالبورصة

1- أهم الفروقات :

بعد أن قمنا بدراسة كل من بورصة الجزائر وبورصة المغرب إتضح لنا عدة فروقات سنحاول من خلالها تسليط الضوء على أبرز هذه الاختلافات وتلخيصها في الجدول رقم 15 الموالي :

أهم الفروقات	بورصة الدار البيضاء	بورصة الجزائر
الشركات المدرجة	75	05
القطاعات	متعددة القطاعات (خدمات، نقل، اتصال.... الخ)	محدودية القطاعات
المؤشرات	في طور النمو	ضعيف الكفاءة
الأسهم	تنوع في المعاملات و ارتفاع في القيمة	تدني قيم الأسهم و محدودية نشاطها
حصص التفاوض	كثيرة التفاوض	مرة واحدة في 15 يوم "حوالي ساعة"

المصدر : من اعداد الطلبة

🔍 نلاحظ من خلال الجدول أن بورصة الدار البيضاء تمتلك عددا لا بأس به من الشركات حوالي 75 شركة و بذلك تحتل المرتبة الأولى مغاربيا في حين أن بورصة الجزائر تضم فقط 5 شركات الأمر الذي يدل على عدم فعاليتها و ضعف كفاءتها .

🔍 من جانب القطاعات فبورصة المغرب لها تنوع في القطاعات حيث تشمل (خدمات، اتصال، فندقية، الالكترونيات، مواد الاستهلاك، المحروقات، صحة و غيرها). بينما الجزائر فتعثر محدودة القطاعات مقارنة بالمغرب.

🔍 إن بورصة دار البيضاء لها مؤشرات في طور النمو كمؤشر مازي العائم ومؤشر مادكس العائم ومؤشر القطاعي حيث يدعان بفارق 15 دقيقة أما بورصة الجزائر لها مؤشرات ضعيفة الكفاءة مقارنة ببورصة المغرب

✚ هناك تفاوت كبير بين بورصتي المغرب والجزائر من ناحية الأسهم المودعة فيهما حيث بورصة المغرب لها تنوع كبير في المعاملات الذي بدوره يؤدي الى إرتفاع قيمة الأسهم المتداولة في السوق بينما بورصة الجزائر لها نشاط محدود يصاحبه تدني قيمة الأسهم فيها

✚ من حيث حصص التفاوض يظهر لنا أن بورصة دار البيضاء تدار فيها تفاوضات و معاملات متجددة من خلال شراء و بيع للأوراق المالية بصفة دورية خلال الأسبوع مقارنة ببورصة الجزائر التي تفتح عملية التفاوض مرة واحدة في كل 15 يوم و ذلك لمدة ساعة واحدة الأمر الذي يدل على ضعف عمل أو سير هذه البورصة.

2- سبل رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية :

من واقع الأسواق المالية العربية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية، أصبح من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، على هذا الأساس نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير البورصات العربية ورفع مستوى كفاءتها:

1- تعزيز الدور الرقابي للسوق : وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك مايلي:

✚ الرقابة على الشركات المدرجة في السوق .

✚ الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار .

✚ الرقابة على التداول.

تعزيز الشفافية والإفصاح : بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة، من خلال:

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك .
- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها .
- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها .

- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.
- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

2- تعميق الوعي الاستثماري : لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي.

3- تشجيع الاستثمار الأجنبي : بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

4- تعديل الأنظمة الضريبية : أو إلغاء بعضا منا كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية، وجذب الاستثمارات الأجنبية

5- التوسع في برامج الخصوصية : التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

6- مكننة أنظمة التداول : باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.

7- الربط والتعاون بين البورصات العربية : بإنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، أيضا إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعد كثيرا على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة ارتباطها ضمنا لتدفق رؤوس الأموال. (بوكساني رشيد، 2006)

خاتمة:

اعتمدت الدول المغاربية كباقي الدول النامية في تنفيذ إصلاحات اقتصادية على برامج الخصوصية للانتقال من اقتصاد مغلق يعتمد على التخطيط الشامل إلى اقتصاد مفتوح يقوم على أساس المنافسة، و اتخذت اجراءات تنظيمية وتشريعية لتحسين فعالية ومردودية المؤسسة الاقتصادية، التي عانت من سوء تسيير القطاع العمومي وعدم تحقيقه للأهداف المسطرة، وبدأت في تنفيذ برامج تنموية، تقوم على إشراك القطاع الخاص الوطني والأجنبي في الرفع من معدلات النمو، ومعالجة الإختلالات الداخلية والخارجية التي عانت منها اقتصادات هذه الدول لعقود من الزمن.

وفي اطار تطبيق الإصلاحات، بدأت في العقدين الماضيين التخلي عن ممتلكات القطاع العام لصالح خواص محليين وأجانب، في جميع القطاعات (باستثناء القطاعات الحيوية، مع اختلاف بين الدول الثلاث في تحديد هذه القطاعات)، ووضعت لذلك برامج واستراتيجيات، تقوم على أساس حصر القطاعات والمؤسسات المعنية، وتحديد الآجال الزمنية اللازمة لتنفيذها، وهذا بعد تحضير الأرضية من إعادة هيكلة المؤسسات وسن القوانين والتشريعات الضرورية لذلك، ومعالجة كل العوائق التي تحول دون إنجاح هذا البرنامج.

غير أن برنامج الخصوصية في الجزائر الذي تم وضعه منذ عشرات السنين، لم يطبق إلا الجزء اليسير منه، وأن الأساليب التي تم اختيارها لا تتميز بأبسط معايير الشفافية والعلانية، باعتبار أن أهم عمليات الخصوصية التي تمت على مستوى مجلس مساهمات الدولة، لم يتم الإفصاح عنها، والدليل على ذلك قلة البيانات وانعدام المعلومات، وهو ما يعاب على مسار الخصوصية في الجزائر، كونها من ضمن الممارسات التي تتسم بالغموض والإهمال.

النتائج: من خلال هذه الدراسة توصلنا للنتائج التالية:

- ان بورصة دار البيضاء في المغرب تحتل المرتبة الأولى مغاربيا و الثالثة عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار يرجع تأسيسها إلى سنة 1929
- تهدف بورصة دار البيضاء إلى التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة و تحسين سوق البورصة
- تمتلك بورصة دار البيضاء عدد لا بأس به من الشركات المساهمة في شتى القطاعات وهذا ما يزيد من فعاليتها مقارنة ببورصة الجزائر التي تمتلك مجرد هيكل يسوده ضعف المناخ الاستثماري مع قلة الأدوات المتداولة.
- حصص التفاوض في بورصة دار البيضاء كثيرة مقارنة بحصص تفاوض في بورصة الجزائر
- تفتقر بورصة الجزائر للضوابط والقواعد التشريعية و الأطر 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.
- يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية في الدول المتخلفة أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر

التوصيات :

- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية وذلك من خلال :
- تخفيض سعر الفائدة :حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية
- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% على 20 % لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30 % على الأقل من رأس ماله
- العمل على خلق ثقافة الاستثمار و الادخار لدى الفرد الجزائري، بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية، السمعية، البصرية، المقروءة، من أجل إيصال ثقافة البورصة لدى الأفراد. دون أن ننسى الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الجامعة في هذا المجال بالتعاون مع الإطارات المختصة، من خلال الندوات، الأيام الدراسية...الخ.

- ضبط الاستهلاك :ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند مستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة وأيضا زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى.
- الاستمرارية والتوسع في برامج الخصوصية إذ تشكل عمليات الخصوصية أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية.
- تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات و تشجيع الاستثمار. حيث أثبتت العديد من الدراسات أن إعطاء أهمية للسندات، وبصورة خاصة السندات الحكومية المتنوعة يسمح بتنشيط حركة التداول في سوق رأس المال، إذ أن الأفراد يفضلون الاستثمار في السندات مقارنة بالأسهم، خاصة في الأسواق المالية حديثة النشأة.
- ونوصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح كما فعلت جمهورية مصر العربية سنة 2001
- وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها و طرح أوراقها المالية في البورصة، كتخفيض نسبة الضريبة مثلا ، من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، بالإضافة إلى أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر.
- إعادة النظر في هيكل البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف و محاولة تصحيحها على جميع الأصعدة، تشريعية، تنظيمية... الخ، وذلك بالاستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداء البورصة
- التركيز على سلطة السوق و دورها في توفير وزيادة درجة الإفصاح في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في سوق رأس المال.و بالتالي ضمان استمرارية السوق و زيادة الشفافية.
- كما نوصي بخصوصية قطاع النقل الجوي والاتصالات حتى يعطي دفعا لتنشيط البورصة نظرا لما تحققه من نتائج حسنة وهذا ما قامت به معظم الدول العربية نذكر منها تونس، مصر، المغرب، السعودية والأردن.

قائمة المراجع

أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية

الكتب:

- 1- محمد البنا "أسواق النقد و المال: الأسس النظرية و العلمية"، مؤسسة زهراء الشرق، بيروت، 1996.
- 2- حسين بن هاني، الأسواق المالية "طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة"، دار الكنين، الطبعة الأولى، عمان، 2002
- 3- عاطف. أندراوس "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجمعية، الاسكندرية، 2005
- 4- محمد ابراهيم الشديفات، الأسواق المالية و النقدية، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006
- 5- محمد عوض عبد الجواد، استثمارات البورصة، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006
- 6- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية (من منظور اداري و محاسبي)، دار طيبة للنشر و التوزيع، مصر، 2004
- 7- محمد صالح الخناوي و ابراهيم جلال العبد " تحليل و تقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
- 8- عبد الفيصل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، 1985
- 9- مروان عطون "الأسواق النقدية والمالية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الجزائر، 1993
- 10- مصطفى رشدي شيحة "اقتصاديات النقود والمصارف المالية"، دار المعارف الجامعية، القاهرة، 1996
- 11- زكريا سلامة عيسى شنطاوي، آثار اقتصادية لأسواق الأوراق المالية (من منظور اقتصادي اسلامي)، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2000
- 12- فيصل محمود الثاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية و العلمية، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2000
- 13- برايان كويل، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، مصر، 2007
- 14- صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية و تطبيقية: " قضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003
- 15- عمر صقر، العولة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003
- 16- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999
- 17- شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001

قائمة المراجع

- 18- محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري و التطبيقات العلمية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة 5، 2009
- 19- عبد العزيز الخياط، الأسهم و السندات من منظور اسلامي، دار السلام للطباعة، القاهرة، 1989
- 20- ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق المال و أدائها الأسهم و السندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003
- 21- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، الطبعة الأولى، 2010.
- 22- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2002
- 23- طارق عبد العال — حماد، المشتقات المالية: "المفاهيم، ادارة المخاطر المحاسبية"، الدار الجامعية، مصر، 2001
- 24- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003
- 25- محمد صالح الحناوي و آخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2001
- 26- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات ، مصر، 2005،
- 27- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر، طبعة 1، مصر، 1999
- 28- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الاسكندرية، 2011
- 29- غازي فلاح المومني، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان ، طبعة 2، 2008،

قائمة المراجع

الرسائل العلمية:

- 1- بوكساني رشيد ،"معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر،2006
- 2- دربال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة تلمسان،2014
- 3- بن حاسين بن عمر ،فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة تلمسان،2013
- 4- محمد براق ، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية ، أطروحة دكتوراه ، الجزء 2 ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999-2000

المجلات و الملتقيات:

- 1- محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات و آفاق و تحريات، كلية الشريعة و القانون، جامعة القرى،2007
- 2- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004
- 3- محمد خميسي بن رجم، تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، مجلة العلوم الانسانية،العدد 19، جامعة محمد خيضر، بسكرة - الجزائر -، جوان 2010
- 4- محمد عبد الله القلق، السندات الرديئة، مجلة البنوك في الأردن، العدد الخامس، 1992
- 5- أوجيستودي لاتوري - سيرجيو شوكلر، مستقبل أسواق رأس المال في الدول النامية في ظل الاقتصاد المعلوم،مجلة التمويل و التنمية، مجلد42، العدد02، جوان 2005
- 6- زيدان محمد و نور الدين بومدين ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات،مداخلة بعنوان دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية، جامعة بسكرة، 2006

قائمة المراجع

ثانيا :المراجع باللغة الأجنبية.

- 1- Bodez.kane et marcus a "essentials of investments" times minors higher education group,inc chicago,usa,1995
- 2- Charles p.jones " investments analyses and management,john milg et sons inc, new york,1996
- 3-Gunther capelle – balancard,les marchés a terme optionnels :organisation,efficience,évaluation des contrat et comportement des agent, these pour l'otention du grade de docteur de l'univercité de paris1,2001
- 4- P. Conso," la gestion financière de l'entreprise", Dunod, 7eme édition, tome 2,paris,(1999)
- 5- S.A.Boukrami, " vade mecum de la finance", OPU, 1er er édition, alger, (1992).
- 6- F. fabozzi, F. Modigliani, "capital market institution and instruments", hall international new York, inc,(1992).

Les sites :

- 1- <http://www.sgbv.dz/ar/>
- 2- <http://www.casablanca-bourse.com/ar/index.aspx>