

جامعة الجزائر 03

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والعلوم التسيير



التخصص: نقود ومالية

قسم علوم التسيير

الموضوع:

دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة: بورصة الجزائر

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم التسيير

تحت إشراف:

إعداد الطالبة:

أ.د. عدلي زهير

بوغنوز أمينة

مساعد المشرف:

أ.د. فارس فضيل

أعضاء لجنة المناقشة		
رئيس اللجنة	جامعة الجزائر 3	أ. د رجراج أحمد
مشرفا ومقرر	جامعة الجزائر 3	أ. د عدلي زهير
مساعد المشرف	جامعة الجزائر 3	أ. د فارس فضيل
عضو ممتحن	جامعة الجزائر 3	د يوسف صلاح الدين
عضو ممتحن	جامعة تيبازة	أ. د ديب كمال
عضو ممتحن	المدرسة العليا للتجارة	أ. د براق محمد
عضو ممتحن	جامعة بومرداس	أ. د بوكساني رشيد

السنة الجامعية 2023 / 2024

جامعة الجزائر 03

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والعلوم التسيير



التخصص: نقود ومالية

قسم علوم التسيير

الموضوع:

دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة: بورصة الجزائر

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم التسيير

تحت إشراف:

إعداد الطالبة:

أ.د. عدلي زهير

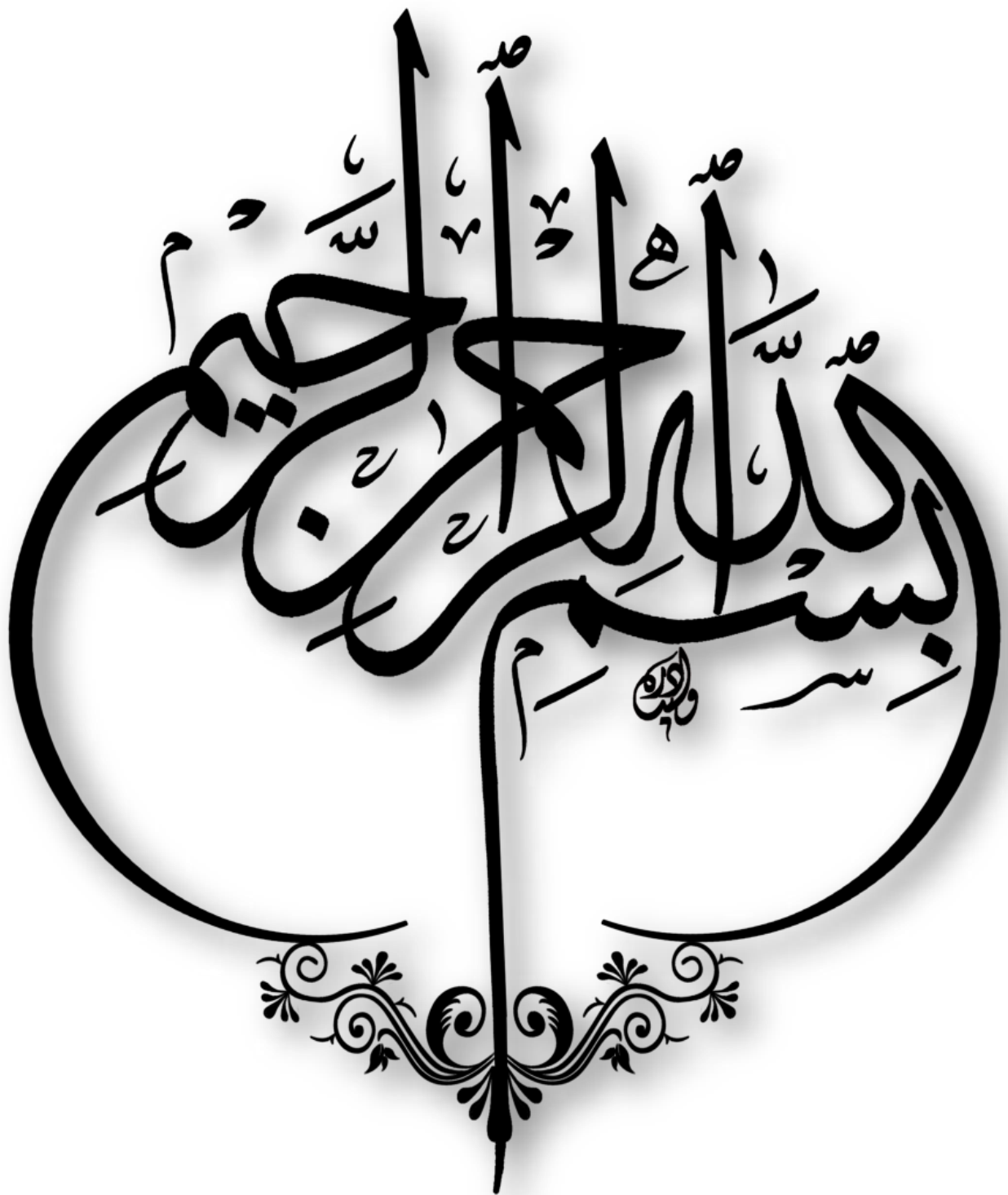
بوغنوز أمينة

مساعد المشرف:

أ.د. فارس فضيل

أعضاء لجنة المناقشة		
رئيس اللجنة	جامعة الجزائر 3	أ. د رجراج أحمد
مشرفا ومقرر	جامعة الجزائر 3	أ. د عدلي زهير
مساعد المشرف	جامعة الجزائر 3	أ. د فارس فضيل
عضو ممتحن	جامعة الجزائر 3	د يوسف صلاح الدين
عضو ممتحن	جامعة تيبازة	أ. د ديب كمال
عضو ممتحن	المدرسة العليا للتجارة	أ. د براق محمد
عضو ممتحن	جامعة بومرداس	أ. د بوكساني رشيد

السنة الجامعية 2023 / 2024



المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاديات المعاصرة والمعتزف به عمليا في مختلف دول العالم. أما في الجزائر فإننا نهدف من خلال هذه الدراسة تشخيص أهم المعوقات التي تواجه بورصة الأوراق المالية للقيم المنقولة والوقوف على أوجه القصور التي تعاني منها والاعتبارات التي انعكست سلبا على أدائها. وكذلك إبراز الأساليب والآليات التي يمكن الاعتماد عليها في تفعيل دورها في تمويل الاستثمارات وزيادة الدعم للقطاعات الاقتصادية المختلفة.

لقد بينت نتائج الدراسة أنّ هناك ضعفا حقيقيا من حيث قلة عدد الشركات المدرجة، جمود حصص التداول؛ ممّا أدى إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة، ومعدل قيمة التداول فيها يعد منخفضا جدا الأمر الذي يعكس انخفاض سيولتها. كما أنّ إنشاء بورصة كان مفروضا على المجتمع الجزائري الذي لا يمتلك ثقافة مالية وأنّ هذه العمليات بعيدة عن عقيدته. كذلك يعود ضعف الأداء إلى طبيعة النسيج الاقتصادي الذي أساسه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ترفض التحول إلى شركات مساهمة. وعليه فإن تفعيل دور بورصة الجزائر للقيم المنقولة حتى تساهم في تحقيق التمويل اللازم للاستثمار الحقيقي - يكون من خلال ضرورة عمل السلطات المالية في الجزائر على توظيف معطيات الظرف الاقتصادي والاجتماعي والعائدي لخلق مناخ ملائم يُحفّز الاستثمار المالي والذي بدوره يُفعّل دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات الحقيقية.

Abstract :

This study aims to highlight the importance of the role played by the stock market in the financing of contemporary economies, which is practically recognized in various countries of the world. As for Algeria, we aim through this study to diagnose the most important obstacles facing the stock exchange and identify the shortcomings it suffers from and the considerations that have negatively affected its performance. As well as the methods and mechanisms on which to rely to activate its role in the financing of investments and the strengthening of support for the various economic sectors.

The results of the study showed that there is a real weakness in terms of the small number of listed companies, the stagnation of securities exchanges; This has led to a decline in the prices of shares of listed companies, and the average value of their trading is very low, which reflects the decrease in their liquidity. In addition, the establishment of a stock exchange was imposed on Algerian society, which does not have a financial culture and that these operations are far from its faith. The underperformance is also explained by the nature of the economic fabric, which is based on small and medium-sized enterprises that refuse to become joint-stock companies. Thus, the activation of the role of the Algiers Stock Exchange for securities - in order to contribute to the realization of the financing necessary for real estate investment - requires the financial authorities in Algeria to exploit the data of the economic, social and ideological situation. conditions to create a climate conducive to financial investment, which in turn activates the role of the stock market in financing investments.

لا يكتب إنسان كتاباً في يومه إلا قال في نفسه:

"لو خير هذا لكان أحسن،

ولو زيد لكان يُستحسن،

ولو قدم هذا لكان أفضل،

ولو ترك لكان أجمل،

وهذا من أعظم العجز، وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر"

(القاضي عبد الرحيم البيساني العسقلاني مخاطباً عماد الدين الأصفهاني)

شكر وتقدير

الحمد لله الذي أماننا على إتمام هذا العمل حمدا كثيرا

أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدني على إتمام هذا العمل
وأخص بالذكر الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور " عدلي زهير "
وكذلك الأستاذ مساعد المشرف الأستاذ الدكتور "فارس فضيل"
اللذان لم يبخلا علينا بجهدهما وتوجيهاتهما وتقويماتهما، نسأل الله
أن يجازيهما عنا خير الجزاء

جزيل الشكر أيضا للأستاذ الدكتور بوشدوب محمد طلال الخميني
لما أسداه لنا من آراء وتوجيهات ولم يبخل علينا بوقته وجهده

الإهداء

بكل حب

أهدي هذا العمل إلى أمي منبع الحنان أطل الله في عمرها والتي
باركتني بدعواتها الصالحة

إلى الأرواح الطاهرة: والدي الغالي

شقيقتي وحببتي نورة

شقيقي شكري

رحمهم الله وأسكنهم فسيح جنانه

إلى إخوتي وأخواتي وأبنائهم وأخص بالذكر عزيزي الياس

إلى زوجي السيد عيساوي جيلالي

إلى كل عزيز وغالي

إلى كل طالب علم

فهرس محتویات

أولاً : فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الشكر والتقدير
	الإهداء
I	فهرس المحتويات
III	قائمة الجداول
IV	قائمة الاشكال
أ-د	مقدمة عامة
الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية	
2	تمهيد
3	المبحث الأول : مدخل مفاهيمي لسوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.
16	المطلب الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية.
17	المطلب الثالث: الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية
20	المبحث الثاني: آليات تنظيم عمل سوق الأوراق المالية
20	المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية
25	المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية
27	المطلب الثالث: نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية.
29	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.
29	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
32	المطلب الثاني : أنواع ومستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية
38	المطلب الثالث: ماهية مؤشرات قياس سوق الأوراق المالية:
44	خلاصة الفصل
الفصل الثاني : تمويل الاستثمار عن طريق سوق الأوراق المالية	
46	تمهيد
47	المبحث الاول: الإطار النظري لعملية الاستثمار

47	المطلب الأول: ماهية الاستثمار
52	المطلب الثاني: مجالات وأدوات الإستثمار
57	المطلب الثالث: العوائد والمخاطر المرتبطة بقرار الاستثمار
61	المبحث الثاني: صيغ تمويل الاستثمار
61	المطلب الأول : مصادر التمويل الداخلية للاستثمار
64	المطلب الثاني:مصادر التمويل الخارجي (صيغ التمويل المصرفي و التمويل برأس مال المخاطر)
69	المطلب الثالث: التمويل الإسلامي والصكوك الإسلامية
78	المبحث الثالث: التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية
78	المطلب الأول: التمويل عن طريق أدوات الملكية- الأسهم
83	المطلب الثاني: التمويل عن طريق أدوات الدين- السندات:
86	المطلب الثالث : التمويل عن طريق المشتقات المالية
96	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة	
98	تمهيد
99	المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر للقيم المنقولة
99	المطلب الأول: مراحل نشأة وتنظيم بورصة الجزائر للقيم المنقولة
104	المطلب الثاني: مسار عملية الإدراج في بورصة الجزائر للقيم المنقولة
109	المطلب الثالث: سيرورة عمل بورصة الجزائر للقيم المنقولة
115	المبحث الثاني: تقييم مستوى أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة 2015-2020
115	المطلب الأول: التقييم من خلال مؤشر عدد المؤسسات المدرجة
119	المطلب الثاني: التقييم من خلال مؤشر قيمة التداول للمؤسسات المدرجة
123	المطلب الثالث: التقييم من خلال مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق)
127	المبحث الثالث: تقييم مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل الشركات المدرجة - أن سي أ رويبة- و-أليانس للتأمينات-
127	المطلب الأول: مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل أن سي رويبة
132	المطلب الثاني: مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل شركة أليانس للتأمينات
136	المطلب الثالث: قراءة في أسباب تعثر الدور التمويلي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة
140	خلاصة الفصل

142	خاتمة
147	قائمة المراجع

ثالثا : قائمة الجدول

رقم الجدول	العنوان	رقم الصفحة
1	الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية	14
2	الأدوات المالية الحديثة المتداولة في سوق الأوراق المالية	15
3	مختلف مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	36
4	بعض أشهر المؤشرات المتداولة في البورصات العالمية	39
5	مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية	39
6	مؤشرات بعض الأسواق الناشئة	40
7	الفرق بين السندات والأصول	85
8	حافظوا السندات -كوسوب	103
9	تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق السندات رأس المال لبورصة الجزائر خلال الفترة 2015-2020	115
10	تطور سوق سندات الدين للمؤسسات ذات الأسهم في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (1999-2020)	117
11	تطور عدد السندات المتداولة في سوق كتل سندات الخزينة العمومية للفترة 2015 - 2020	118
12	تطور قيمة التداول لسوق الرئيسية خلال الفترة 2015-2020	119
13	تطور القيمة المتداولة لسوق كتل سندات الخزينة للفترة 2015 - 2020	121

124	تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة للفترة (2015-2020)	14
124	تطور تسعير أسهم المؤسسات المدرجة في سوق سندات رأي المال لبورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال 2015 - 2020	15
125	نشاط سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	16
130	مستويات القيمة السوقية لشركة ان سي أ رويبة خلال الفترة 2015- 2020	17
130	حجم تداول اسهم شركة ان سي أ رويبة خلال الفترة 2015- 2020	18
131	تطور أسعار شركة ان سي أ رويبة خلال الفترة 2013-2020	19
134	تطور القيمة السوقية لشكة اليانس خلال الفترة 2015-2020	20
135	حجم تداول اسهم شركة اليانس خلال الفترة 2015- 2020	21
135	تطور أسعار شركة اليانس للتأمين خلال للفترة 2015- 2020	22

ثانيا : قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	رقم الصفحة
1	مكانة سوق الأوراق المالية ضمن مكونات سوق رأس المال	12
2	العلاقة بين العائد والمخاطرة	60
3	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة في الجزائر	111

مقدمة

تمهيد

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في توظيف المدخرات وتدعيم الاستثمارات وحشد رؤوس الأموال الوطنية وجلب الأجنبية منها حسب ما تسمح به القوانين النازمة للاستثمار في الدولة، مساهمة من خلال هذا الدور في تحقيق الاستقرار المالي للمؤسسات الإنتاجية والنمو الاقتصادي الوطني؛ هذا ما جعل من وجود سوق أوراق مالية نشطة تعمل على رفع قدرة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مختلف العمليات الاستثمارية، أمراً ضرورياً في كل اقتصاد، خدمة لعمليات النمو الاقتصادي الذي يستند على حجم الاستثمار المحقق باعتباره عاملاً أساسياً لعملية التنمية بمختلف أبعادها الاقتصادية والاجتماعية وغيرها، علماً أن مفهوم الاستثمار يرتبط بمفهوم التمويل الذي يشكل في حد ذاته استثماراً وأحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها، ارتباطاً وثيقاً.

تعتبر وظيفة التمويل من بين أحد أهم الوظائف بالغة الأهمية في المؤسسات باختلاف حجمها ونوع نشاطها، فالتمويل يعد أحد أهم متغيرات عملية إحداث النمو والتنمية في الاقتصاد؛ حيث تحتاج الدول إلى مصادر تمويل تسمح لها بتنفيذ الخطط والبرامج، فإما أن تلجأ هذه الدول إلى الاقتراض الخارجي وما يترتب عليه من أعباء وتكاليف مرتفعة تمس أحياناً بسيادة هذه الدول أو تبحث عن تعبئة مواردها المحلية والمتمثلة في مدخرات الأفراد والمجتمع والمؤسسات لتعيد توظيفها في المشاريع التنموية المختلفة. وهنا يظهر دور القطاع المصرفي والمالي للقيام بهذه المهمة من خلال وظيفته كوسيط مالي ينظم انسياب رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز.

وعلى غرار مختلف اقتصاديات التخطيط المركزي التي اتجهت نحو تبني آليات السوق بتطبيق برامج التعديل الهيكلي؛ عملت الجزائر على تبني هذه البرامج والسياسات بهدف دفع الاقتصاد إلى وضعية فعالية والمؤسسات إلى وضعية التنافسية الدولية بطريقة تمكن من الوصول إلى مستويات نمو جيدة مع التحسن المستمر في المستوى المعيشي وتوسيع السوق الداخلية وهو ما يجعل الاقتصاد الوطني يتكيف مع التطورات والتغيرات المتلاحقة على المستوى العالمي.

وتماشياً مع ضرورة تفعيل دور النظام المصرفي وتوسّعه من أجل نجاح عملية التحوّل نحو اقتصاد السوق والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمؤسسات وتنمية المشروعات - وبالتالي تسريع إحداث تنمية اقتصادية واجتماعية تكون قادرة على إحداث نقلة نوعية في الاقتصاد الجزائري - تبنت الجزائر إنشاء سوق للأوراق المالية في بداية التسعينات لتعزيز القدرة التمويلية للاقتصاد الوطني حيث شكّل شح مصادر التمويل عائقاً أمام نجاح المخططات الاقتصادية المتعاقبة لتحقيق التنمية.

إنّ التحوّل نحو اقتصاد السوق جعل الدولة تعمل على تحويل ملكية الكثير من الشركات العمومية إلى القطاع الخاص (الخصوصية) وتشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالنظر إلى الدور الاقتصادي الذي حققته في تجارب الكثير من الدول المتقدمة، وأمام عدم قدرة الدولة لوحدها من خلال قطاعها المصرفي على دعم تمويل هذه المؤسسات التي تسجل باستمرار الحاجة للتمويل من أجل التوسع والاستمرارية أصبح تفعيل دور سوق الأوراق المالية أكثر من ضروري لمواجهة الطلب المتزايد على التمويل.

إشكالية الدراسة

بناء على ما تقدم، تتجلى لنا إشكالية هذه الدراسة والتي نصوغها على النحو التالي:

🚩 ما هو واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة، وهل استطاعت في ظل هذا الواقع أن تساهم في توفير

التمويل المنشود للمؤسسات المدرجة؟

وحتى يتسنى لنا الإجابة على الإشكالية الرئيسية، وجب علينا الإجابة على الأسئلة المتفرعة منها و التي نصوغها في ما يلي:

- السؤال الأول: ما أهمية وجود بورصة للقيم المنقولة كآلية لتحقيق النمو من خلال توفير التمويل الضروري للاستثمار الحقيقي ؟
- السؤال الثاني: ما مدى مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في توفير التمويل الضروري للمؤسسات المدرجة؟
- السؤال الثالث: انطلاقا من تجاربها التمويلية السابقة ما هي مختلف العوامل التي حالت دون نجاح بورصة الجزائر للقيم المنقولة في أداء الدور المنوط بها؟
- وعملا على انتهاج الأسلوب المنهجي الصحيح في الإجابة على هذه الأسئلة الفرعية، ارتأينا الانطلاق من الفرضيات الموالية كإجابات أولية تحتل الصحة و الخطأ و هي كما يلي :

فرضيات الدراسة:

- الفرضية الأولى: يعتبر وجود بورصة للقيم المنقولة ركيزة أساسية وحافز لتحقيق النمو الاقتصادي باعتبارها آلية تمويل أثبتت فعاليتها.
- الفرضية الثانية: تسجل بورصة الجزائر للقيم المنقولة ضعفا مستمرا وسكونا ملحوظا، بالشكل الذي أدى إلى غياب أي مساهمة لها في الجانب التمويلي للمؤسسات المدرجة، الأمر الذي دفع بعضها إلى الانسحاب.

- **الفرضية الثالثة:** تعثرت بورصة الجزائر للقيم المنقولة في أداء دورها التمويلي وتحقيق هدفها كأحد الخيارات التمويلية التي كان من الممكن أن يعتمد عليها الاقتصاد الجزائري ويرجع ذلك لمجموعة من الأسباب التي تتنوع بين اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاديات المعاصرة والمعتزف به عمليا في مختلف الدول والذي لم ينعكس أثره على نشاط بورصة القيم المنقولة في الجزائر حيث بقيت محدودة الأداء في مواجهة تحديات حقيقية ينبغي تجاوزها لتفعيل دورها في تمويل الاستثمارات الحقيقية.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في:

-واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر من خلال تشخيص أهم المعوقات التي تواجهها والوقوف على أوجه القصور التي تعاني منها والاعتبارات التي انعكست سلبا على أدائها.

-الأساليب والآليات التي يمكن الاعتماد عليها في تفعيل دور بورصة القيم المنقولة في تمويل الاستثمارات وزيادة الدعم للقطاعات الاقتصادية المختلفة من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وهو ما يُعزز فرص النمو الاقتصادي والاجتماعي ومواكبة تطورات الاقتصاد العالمي.

أسباب اختيار الموضوع:

يمكن التمييز بين الأسباب الذاتية والأسباب الموضوعية لاختيار هذا الموضوع للدراسة وذلك على النحو التالي:

أ. الأسباب الموضوعية: نذكر منها:

- الدور المتنامي لسوق الأوراق المالية كمصدر لتمويل الاستثمارات خاصة في الأنظمة المالية المعاصرة.
- حاجة الاقتصاد الجزائري لتفعيل سوق الأوراق المالية لتوفير الموارد المالية الضرورية بأكثر فعالية لأغراض التنمية وتحقيق استقرار اقتصادي

-تزامن أزمة النفط في الجزائر وما شاهده من انخفاض كبير في مداخيلها الريعية عام 2014 مع الفترة التي كنا نبحت فيها عن صياغة موضوع حول مصادر تمويل التنمية بصفة عامة وتمويل الاستثمار الحقيقي بصفة خاصة.

-تتامي الرغبة في البحث عن الأسباب التي لم تُمكن بورصة القيم المنقولة في الجزائر من أداء الدور الذي أنشئت لأجله ومحاولة تقديم مقترحات وبدائل عملية تهدف إلى تفعيل هذا الدور .

ب . الأسباب الذاتية: نلخصها في:

-التمويل الشخصي لدراسة هذا النوع من المواضيع.

-أن هذا الموضوع يتماشى مع التخصص الذي ننتمي إليه.

حدود الدراسة:

نميّز في حدود الدراسة بين الحدود المكانية والحدود الزمنية على النحو التالي:

أ. **الحدود المكانية:** تهتم دراستنا بتسليط الضوء على تعثر سوق الأوراق المالية في الجزائر في أداء الدور الذي أنشئت لأجله ومحاولة تقديم بعض الاقتراحات والتدابير العملية التي نأمل أن تساهم في تجاوز ركود هذه المؤسسة في ظل استمرار حاجة الاستثمار إلى التمويل.

ب. **الحدود الزمنية:** حاولنا من خلال هذه الدراسة التركيز على الفترة 2015-2020 حين طرح بشدة مشكل شح الموارد المالية الريعية أعقاب أزمة أسعار النفط 2014 وما نتج عنه من مساعي لتنويع مصادر تمويل الاستثمار وتمويل الاقتصاد بشكل عام ضمن برامج اقتصادية متتالية لتحقيق التنويع الاقتصادي.

منهج الدراسة: للإجابة عن الإشكالية المطروحة وغيرها من التساؤلات ذات الصلة اعتمدنا على كل من المنهج الوصفي والمنهج التحليلي الذي نعتقد أنه يتلاءم مع طبيعة هذه الدراسة.

الدراسات السابقة:

في حدود اطلاعنا فإننا نعتقد أن للدراسات التالية صلة مباشرة بموضوع بحثنا كما أنها قد ساهمت إل حد ما في رسم حدود هذه الدراسة. نذكر هذه الدراسات على النحو التالي:

أ. **الدراسة الأولى:** دراسة براق محمد، بورصة القيم المنقولة وتمويل التنمية، مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، سنة 2003.

هدف هذا البحث إلى دراسة بورصة القيم المنقولة ودورها في تمويل التنمية وذلك من خلال تقسيم الباحث الدراسة إلى جزأين، اهتم في الجزء الأول بظاهرة التخلف ببعدها الاقتصادي والاجتماعي والتأكيد أن تحقيق

التمنية يكون بفضل الادخار والاستثمار، ثم تناول تقديم عام للجوانب النظرية لبورصة القيم المنقولة، تنظيمها وكيفية سيرها، وفي الأخير تطرق إلى مفهوم كفاءة السوق.

أما الجزء الثاني والذي كان بعنوان واقع التنمية وبورصة القيم المنقولة في العالم مع دراسة حالة الجزائر. تناول الباحث دراسة التنمية والبورصات في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية واليابان وفرنسا ثم الأسواق الناشئة مبرزاً الدور الهام لنشاط وفعالية هذه الأسواق وواقع البورصات العربية موضحاً أهم معوقات نموها، مرجعاً السبب إلى محدودية مدخرات الأفراد وضعف كفاءة الجهاز المصرفي وعدم صرامة الإصلاحات المالية والمصرفية. ثم استعرض إستراتيجية التنمية في الجزائر والظروف التي شجعت السلطات إلى تكثيف جهودها لخلق هيئة مالية غير مصرفية مثل البورصة.

من خلال هذه الدراسة توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- عدم سلامة واستقرار القطاع المصرفي،
- وجود هيكل إنتاجي غير متنوع وبنية اقتصادية لا تتماشى مع سوق المال،
- ضعف في القدرات الإدارية،
- الاعتماد على القطاع العام أكثر منه على القطاع الخاص.

ب. الدراسة الثانية:

دراسة بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، سنة 2006/2005. سعى الباحث إلى دراسة معوقات الأسواق المالية العربية وكيفية جعلها أداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين هذه الأسواق وذلك من خلال بابين حيث تناول الباب الأول الجوانب النظرية والتقنية لأسواق الأوراق المالية. أما الباب الثاني فتم تخصيصه لدراسة واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، وتم التطرق إلى الأطر التشريعية والتنظيمية وتطورات هذه الأسواق وأداءها للفترة الممتدة من عام 1999 إلى غاية عام 2003، وكذا المعوقات التي تعرّضت تطورها وخصص الباحث مبحثاً أظهر من خلاله أسباب تأخر بورصة الجزائر منذ نشأتها إلى غاية سنة الدراسة. وفي ختام الدراسة تعرض الباحث إلى سبل تفعيل ترابط واندماج الأسواق المالية العربية مع بعضها البعض من خلال واقع اقتصاديات هذه الدول.

وتوصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- عدم توفر الأطر التنظيمية والتشريعية وبما يتناسب والتشريعات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة، مما يشكل عقبة أساسية في تطور هذه الأسواق،
- كما تعاني هذه الأسواق من محدودية الأدوات الاستثمارية وصغر عدد الشركات المسجلة، ارتفاع سعر الفائدة، ضعف سيولتها وعدم ملائمة النظام الضريبي، مما يؤدي إلى ضيق فرص التنويع المتاحة أمام المستثمرين وضعف عدد العمليات التي تبرم يوميا،
- كما تعاني هذه الأسواق من غياب عدالة في الحصول على المعلومات المهمة الخاصة بالشركات المدرجة وافتقار تشريعاتها لنصوص واضحة لحماية صغار المستثمرين وعدم انفتاحها على الخارج والتزام هذه الأخيرة بالمعايير الدولية من محاسبة ومراقبة لحماية المستثمر.
- ولا تزال أسواق الأوراق المالية في معظم الدول العربية في طور الإنشاء ويظهر نقص التطور النسبي فيها من حصتها من مجموع قيمة الرسملة السوقية في العالم.

ت. الدراسة الثالثة:

دراسة رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الاستثمار، حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، سنة 2007/2006.

حاول هذا الباحث الوصول إلى تحليل وتقييم كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الاستثمار في السعودية حيث قسّم الباحث الموضوع إلى أربعة فصول تناول في الفصل الأول الإطار النظري للأسواق المالية وأبرز القيم المتداولة وآليات التعامل. وفي الفصل الثاني فقد تطرق إلى أساليب تحليل البيانات والمعلومات، نظرا لأهميتها في ترشيد قرار الاستثمار، وخصص الفصل الثالث إلى نظرية كفاءة السوق الأوراق المالية، كأحدى أهم التطبيقات الواقعية لنظرية الاستثمار المالي. وفي الفصل الرابع والأخير تم استعراض تطورات سوق الأسهم السعودية ومراحل تطورها وأهم الإصلاحات والوقوف على مدى أثر كفاءة السوق في تنمية الاستثمارات وتخصيص الموارد المالية.

وقد خلّص الباحث من خلال هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أن:

- سوق الأسهم السعودية لم تؤدي دورها في دعم وتنشيط الاقتصاد الوطني خلال فترة الدراسة رغم ما أُتيح لها من إمكانيات.
- تمّ تقديم مقترحات حول ما يجب أن يُتخذ من إجراءات لتفعيل سوق الأسهم السعودية حتى تؤدي الدور المنوط بها.

ث- الدراسة الرابعة : دراسة دغوم هشام، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2015، مقال منشور في مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة جامعة الجزائر 3، العدد 33- 2016 هدفت الدراسة إلى تقييم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر، ومدى قدرتها على أداء الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية. وقد خلصت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر تشهد ركوداً كبيراً في نشاطها، وتنمو بمعدل بطيء جداً ولم تتمكن من أداء دورها كوسيط مالي في تدعيم وتنشيط الاقتصاد الوطني، وأنها تقتقد إلى الفعالية رغم الإمكانيات التي تتوفر في الاقتصاد الجزائري مما يجعلها بعيدة كل البعد عن تحقيق دورها، حيث تتميز بقلّة عدد الشركات المدرجة بها وعدم تنوع أدواتها مع تذبذب في تعاملاتها.

تقسيم الدراسة: محاولة منا الإجابة على إشكالية الدراسة وانطلاقاً من الفرضيات التي تمت صياغتها لمحاولة الإلمام بجوانب الموضوع وبلوغ أهداف الدراسة، ارتأينا تقسيم هذه الأخيرة إلى أربعة فصول نستعرض مضمونها على النحو التالي:

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

من خلال هذا الفصل حاولنا تقديم مدخل مفاهيمي لسوق الأوراق المالية يتضمن التعريف والأهمية ومختلف الوظائف للتأكيد على الدور لاقتصادي لهذه السوق في المبحث الأول. ثم البحث في آليات تنظيم عمل سوق الأوراق المالية من خلال أوامر سوق الأوراق المالية وطرق التسعير من خلال المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فقد خصصناه للبحث في كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: تمويل الاستثمار عن طريق سوق الأوراق المالية

استهل هذا الفصل بالبحث في الإطار النظري لعملية الاستثمار وتحديد الأدوات المختلفة لتحقيقه ومحاولة تحديد العوائد والمخاطر المرتبطة بقرار الاستثمار. وضمن المبحث الثاني حاولنا البحث في مختلف صيغ تمويل الاستثمار بما في ذلك صغ التمويل الإسلامي والصكوك الإسلامية. ثم تطرقنا في المبحث الثالث إلى

التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية من خلال دراسة التمويل عن طريق أدوات الملكية والتمويل عن طريق السندات والتمويل عن طريق المشتقات المالية.

الفصل الثالث: تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة

تطرقنا خلال هذا الفصل إلى البحث في تطوّر النظام المالي الجزائري والاحتمية الاقتصادية لإنشاء البورصة ضمن المبحث الأول الذي تعرضنا فيه إلى تقديم عام لبورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال تلخيص مراحل نشأتها والهيئات المنظمة لها والمُتدخلون بما في ذلك تلخيص عملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة من خلال عرض شروط ومراحل وتكلفة وكذلك مزايا وعيوب عملية الإدراج، بالإضافة إلى آليات سير العمل في بورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال البحث في الأدوات وأساليب التداول. ليكون المبحث الثاني محاولة تقييم الدور التمويلي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة 2015_2020 من خلال الاعتماد على بعض المؤشرات. ليأتي المبحث الثالث في نفس السياق من خلال عرض تجارب بعض المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة والمتمثلة في كل من أليانس للتأمينات وأن سي أ رويبة من خلال تبيان أثر الإدراج على الجانب التمويلي لهذه المؤسسات، وفي الأخير قدمنا قراءة في أسباب ضعف الدور التمويلي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة.

و في الأخير خصصنا لكل فصل تمهيدا و خلاصة.

الفصل الأول

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تمهيد :

في ظل ما يشهده العالم من انفتاح اقتصادي وزيادة في وتيرة الأنشطة الاقتصادية بالإضافة إلى التقدم التكنولوجي الهائل، سجل تواجد المؤسسات والمشاريع أمام أكبر تحدٍّ وهو توفير التمويل الكافي الذي يشكل أحد أهم حلقات نموها وتوسعها و مواجهتها للعديد من التحديات واغتنام الكثير من الفرص.

وتعتبر المؤسسات التمويلية التي تقدم التمويل لمن يحتاجه - ضمن شروط ومواصفات محددة- أحد أهم مصادر التمويل حيث تشكل سوق الأوراق المالية واحدة من بين هذه المؤسسات بالنظر إلى دورها الهام في تحريك النشاط الاقتصادي؛ حيث يسمح تطور هذه السوق بتدفق رؤوس الأموال لتساهم في إنعاش الاقتصاد ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية.

ففي ظل تنامي الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في تعبئة وتوجيه المدخرات نحو المجالات الأكثر ربحية ونفعاً للمجتمع؛ أصبح تفعيل دور هذه الأسواق ضرورة حتمية، باعتبارها إحدى أهم الآليات المستخدمة في إحداث عملية التنمية. وتتبع أهمية هذه الأسواق من مقدرتها على تعبئة وتنمية رأس المال المدخر من مصادره المتنوعة وتوجيهه نحو مختلف مجالات الاستثمار الفعالة؛ الأمر الذي يساعد على تنفيذ خطط وبرامج التنمية الاقتصادية

بناءً على ما تقدم، فقد خصصنا هذا الفصل للبحث في الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

- ماهية سوق الأوراق المالية
- وظائف سوق الأوراق المالية و الدور الإقتصادي الذي تقوم به.
- كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

المبحث الأول : مدخل مفاهيمي لسوق الأوراق المالية

تمثل سوق الأوراق المالية أو ما يعرف كذلك ببورصة الأوراق المالية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، أين تلتقي فيه مصلحة المشاريع التي تسعى وراء رأس المال لتنمو وتتطور ومصلحة الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم أو الفوائض المالية لكسب المزيد من المال والمساهمة في مختلف المشاريع الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

سننتظر ضمن هذا السياق إلى مجموعة من التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية وشروط قيامها، وكذلك إبراز مختلف الخصائص التي تتمتع بها.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

تتعدد التعاريف التي خصت سوق الأوراق المالية سواء من حيث طبيعتها القانونية أو من حيث طبيعة النشاط الاقتصادي التي تمارسه؛ والتي نميز بينها على النحو التالي:

1. من حيث الطبيعة القانونية:

تعرف سوق الأوراق المالية من حيث الطبيعة القانونية كما يلي:

- سوق الأوراق المالية هو سوق لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعاً وشراءً، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيات محددة بالقانون محاط بشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر¹.

- كما تعرف بأنها "تلك السوق المنظمة التي يتولى إدارتها والإشراف عليها، هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليدها يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلساتها في المقصورة، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين"².

وعرفها المشرع الجزائري بأنها "إطار تنظيم وسير العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة التي يصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"³.

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات - دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2018، ص 241.

² - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، مصر، 1996، ص27.

³ - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34/93.

2. من حيث طبيعة النشاط الاقتصادي :

تعرف سوق الأوراق المالية من حيث النشاط الاقتصادي كما يلي¹:

- سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات محددة بين أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل، يهدفون إلى التعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات وحصص تأسيس، وفقا لقوانين ونظم تحدد قواعد وشروط التعامل في هذه السوق .

- سوق متخصصة في الاستثمارات طويلة المدى، تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم(العادية والممتازة) والسندات، سواء كانت تعود إلى مؤسسات خاصة أو حكومية، حيث تمثل محور العملية الاستثمارية في هذه الأسواق أين تتحول السيولة النقدية ضمنها إلى أدوات تستمر لفترات طويلة نسبيا وتحمل عوائد مستقرة ومنظمة غالبا.

إضافة إلى ما سبق ذكره، تجدر الإشارة إلى أنّ تطور شبكات ووسائل الاتصال أدى إلى تسهيل عملية التعامل في هذه السوق، بالإضافة إلى عدم ضرورة وجود مكان محدد، ومنه إمكانية التعامل من خارج السوق ومن دول مختلفة من خلال هذه الوسائل.

من خلال التعاريف المذكورة أعلاه والتي تعددت خلفيات صياغتها، وفي حدود إطلاعنا، فقد حاولنا صياغة تعريف لسوق الأوراق المالية المنظمة وفق التصور الذي نتبناه للإجابة على إشكالية هذه الدراسة على النحو التالي:

" نُعرّف سوق الأوراق المالية المنظمة (من حيث الإجراءات والقواعد) على أنها :

- جزء من السوق المالية
- تخضع لرقابة الحكومة،
- موجهة للقطاع العام والقطاع الخاص (المؤسسات والافراد) قصد تداول الأوراق المالية بأنواعها المختلفة،
- متخصصة في الاستثمارات طويلة المدى،
- تساهم شبكة ووسائل الاتصال في تسهيل عملياتها. "

¹ - محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص ص 19-23.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نلخص أهم خصائص سوق الأوراق المالية فيما يلي¹:

- تكون لسوق الأوراق المالية مكان معروف من كافة الراغبين في التعامل وأن تكون لها قواعد مستقرة وملزمة للجميع.
- التعامل في سوق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات، وإنما على أساس موصفات نظرية غير ملموسة²
- توفير الملكية الخاصة للأوراق المالية، وتمثل هذه الملكية إما نصيب في رأس مال المؤسسة القائمة أو في قروض قدمها المستثمرون لهذه المؤسسة³.
- تأمين المال لتمويل المشاريع الكبيرة التي تعجز عنها المؤسسات الصغيرة، وتتيح للمستثمرين اختيار أسلوب التمويل المناسب سواء عن طريق أسهم أو سندات⁴.
- كثرة عدد المتعاملين فيها من بائعين ومشتريين ومعرفتهم شبه الكلية بما يجري فيها من معاملات وتعاملات، ولكل منهم الحرية الكاملة في الدخول بائعاً أو مشترياً

بالإضافة إلى ما سبق ذكره تتميز سوق الأوراق المالية بمايلي⁵:

1. **ضرورة توافر السيولة** : وهي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة، ولهذا فإن الأصول السائلة هي تلك التي تكون قابلة للتسييل بسرعة.
2. **استمرارية السعر**: تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة تتميز بالسيولة.
3. **عمق السوق**: تتطلب أسواق الأوراق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي السوق التي يوجد فيها عدد كبير من المشتريين والبائعين المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية.
4. **شمولية السوق**: تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلاً وكان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق لا يتصف بالشمولية.

¹ - مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة أرسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 1، 2014، صص 38-39.

² - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 45.

³ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، السيد عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية، الدار الجامعية، السكندرية، مصر، 2006، ص 52.

⁴ - عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمت الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، أطروحة دكتوراه، ص 122.

⁵ - مصطفى يوسف كافي، نفس مرجع سبق ذكره ص 31-32.

5. **نشر المعلومات والبيانات وتكنولوجيا الاتصال:** تقوم سوق الأوراق المالية بنشر كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها المستثمر وبشكل مستمر وتبسط الإجراءات أمام المتعاملين من خلال موظفيها من أجل الإطلاع على البرامج الاقتصادية وتبسيطها حتى يسهل تقبلها والتعامل معها. وفي سبيل ضمان السير الحسن لهذه السوق فإن هذه الأخيرة تستحوذ على أجهزة اتصال تكون بمستوى تكنولوجيا عالية لإجراء وتنفيذ مختلف المعاملات بسرعة ودقة.

6. **حماية حقوق المستثمرين:** تتميز سوق الأوراق المالية بتوافر أداة رقابة داخلية وخارجية تحرص كل الحرص على متابعة التعامل داخلها استجابة للشروط والقوانين المفروضة في سبيل حماية حقوق المستثمرين وتكريس صحة المعلومات عن المؤسسات المدرجة.

7. **المخاطرة:** الاستثمار في سوق الأوراق المالية يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي؛ وذلك لأن أدوات الاستثمار تكون طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل حدوث مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة وحتى الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا أن مخاطرها كبيرة.

ثانيا: شروط قيام ومقومات نجاح سوق الأوراق المالية.

إن إنشاء سوق أوراق مالية يتوجب توافر مجموعة من الشروط، حتى تستطيع السوق تأدية دورها على جميع الأصعدة. و تشكل هذه الشروط الركيزة الأساسية لإقامة السوق والتي تشمل¹:

1. شروط قيام سوق الأوراق المالية:

نميز بين شروط قيام سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

أ. **شروط البيئة الداخلية:** والتي نلخصها فيما يلي:

- **وجود هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:** يتمثل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف على جميع نشاط السوق من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها والترخيص للعاملين فيها، كما تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق بالاعتماد على الأساليب الفنية المتقدمة.
- **الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** وذلك بإلزام المؤسسات المدرجة بنشر البيانات الكافية عن مشاريعها، وتقديم المعلومات الصحيحة المتعلقة بالمؤسسات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة وفي أوقات محددة ونشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل بها، حتى يتمكن المتعاملون من ترشيد قراراتهم الاستثمارية وتعميق تفهمهم بعمليات السوق. ويتم الإفصاح والإشهار

¹ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص ص 31-33.

من خلال وجود نظام اتصال فعال يتكون من أجهزة ومعدات متطورة، تعمل على إيصال آخر المستجدات بأقصى سرعة للأطراف المعنية وتمكن السوق من معالجة أكبر عدد من المعاملات.

- **المرونة:** يجب أن تتسم سوق الأوراق المالية بالمرونة الكافية ما يسهل انتقال ملكية الأوراق المالية، كما يجب أن يتحقق في هذه الأسواق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب لتكون سوقا متوازنة، و كذلك ضرورة توافر الحرية الاقتصادية حتى تتمكن السوق من القيام بدورها¹.

ب. **شروط البيئة الخارجية:** والتي نلخصها فيما يلي:

- **توفير مناخ استثماري ملائم ومستقر:** ويقصد به توفير الظروف الاقتصادية والتشريعية والاستقرار السياسي مع وجود مؤسسات اقتصادية داخل البلد تدعم ثقة المستثمرين وتحفزهم على الاستثمار فيها. ومنه ضرورة وجود عاملين أساسيين هما عامل التنظيم وعامل الثقة فمن خلالهما يكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه السوق.

- **قطاع مصرفي متطور :** يعتبر وجود قطاع مصرفي متطور من حيث حجم ونوعية الخدمات المقدمة سواء المصرفية أو المالية أم هي معا أحد العوامل الأساسية لتعبئة المدخرات المالية وخلق الفرص الاستثمارية، بالإضافة لإصدار أوراق مالية يتم التعامل فيها وفق أصول الشريعة الإسلامية خاصة في المجتمعات الإسلامية أحد المجالات الداعمة لهذا القطاع.

- **تحديد عوامل النمو الإقتصادي:** يعتبر تحديد عوامل النمو الاقتصادي وطرق تفاعل تلك العوامل من الأساليب المساعدة لوضع السياسة الاقتصادية على تفهم النمو الاقتصادي ومنه التأثير على نتائجه وذلك باختيار سياسة مناسبة لترسيخها وتطويرها.

- **القوانين الضريبية:** تشمل القوانين الضريبية سوق الأوراق المالية خاصة في الجانب المتعلق بالإعفاءات الضريبية باعتبارها أحد العوامل المحفزة للاستثمار في الأوراق المالية. كما تحدد هذه التشريعات الأسس والقواعد التي تنظم الاستثمارات الأجنبية ومساهمة المستثمرين الأجانب في المشاريع الوطنية. كما تهدف هذه التشريعات لجذب الاستثمارات الأجنبية وإزالة القيود التي تحول دون دخولها، من خلال توفيرها لمزايا و تسهيلات للمستثمرين.

- **الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات:** إن المتطلبات الأساسية لقيام سوق للأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الأفراد والمؤسسات فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو مختلف المشاريع.

بالإضافة إلى ضرورة توفر شروط قيام سوق الأوراق المالية فإنها تحتاج أيضا إلى عوامل نجاح يمكننا تلخيصها على النحو التالي:

- **ضرورة وجود إطار تشريعي وتنظيمي فعال ومرن** ويساعد على تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال ويوفر الحماية للمتعاملين ووجود إدارة فعالة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد.

¹ - طارق محمد خليل الأعرج، مقرر الأسواق المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك لدراسات العليا، ص14.

- توافر أوراق مالية واصدارات جديدة بشكل منتظم يزيد من فرص الاستثمار ويجلب المزيد من المستثمرين مما يؤدي إلى رفع حجم التداول والتأثير على سيولة السوق.
- دقة البيانات والمعلومات المنشورة من خلال هذه السوق ووصولها إلى ثقة المتعاملين والإفصاح عنها مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
- توفير الخبرات والكفاءات القادرة على إدارة المؤسسات المدرجة في السوق و استخدام طرق الاتصال الحديثة
- تشجيع وتحفيز الوسطاء لعملاءهم على تنفيذ الصفقات وفق مبررات اقتصادية دون تفعيل المضاربة.

ثالثاً: شروط ومزايا التسجيل في سوق الأوراق المالية

تختلف شروط التسجيل من سوق إلى آخر، إلا أنها تتفق في بعض المعايير نذكر منها¹:

- ضرورة تحقيق أرباح في السنوات السابقة لسنة التسجيل.
 - القيمة الرأسمالية لأصول المؤسسة.
 - تحديد حد أدنى لعدد الأسهم التي سيتم تداولها.
 - وجود حد أدنى لعدد المساهمين.
 - وجوب دفع مصاريف ورسوم التسجيل.
- وضمن هذا الإطار تجدر الإشارة أن شروط التسجيل في بعض الأسواق المالية تعتبر جد صارمة ومجففة، مما يجعل الكثير من المؤسسات غير مؤهلة للتسجيل بها، أو أنها تمتنع عن التسجيل لعدم رغبتها في زيادة عدد المساهمين، أو عدم رغبتها في الإفصاح عن شؤونها المالية.

غير أن التسجيل في سوق الأوراق المالية يحقق العديد من المزايا للمؤسسات والمساهمين أهمها:

- الحصول على معلومات دقيقة وكافية وفي الوقت المناسب للمساهمين .
- تكتسب المؤسسات المسجلة ضمن سوق الأوراق المالية دعاية وإشهار مما يؤثر إيجاباً على فرص التمويل .
- التمتع بمختلف الضمانات الممنوحة ضمن هذه السوق.

رابعاً: مكانة سوق الأوراق المالية في السوق المالية وأدواتها.

1- مكونات السوق المالية تعتبر سوق الأوراق المالية جزء من سوق رأس المال اذي يعتبر بدوره جزء من السوق المالية والتي يمكن تعريفها على النحو التالي: في إطار علم التمويل تعرف السوق المالية بأنها السوق التي تسهل:

¹ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 31.

زيادة رأس المال (من خلال سوق رأس المال)، نقل المخاطر (من خلال أسواق المشتقات)، التجارة الدولية (من خلال أسواق العملة)، الوساطة بين من يعرض ومن يطلب رأس المال¹. وتتكون من سوقين هما سوق النقد وسوق رأس المال.

أ. **سوق النقد:** . تمثل سوق النقد التعاملات قصيرة الأجل ويتولى الجهاز المصرفي هذه العمليات.

ب. **سوق رأس المال:** تعتبر سوق رأس المال أداة لتعبئة المدخرات الوطنية لاستثمارها في مشاريع اقتصادية مختلفة والمحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في الدول². وهي محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستثمر لفترات طويلة نسبياً وتحمل عوائد مستقرة ومنتظمة. ويرتبط التطور الاقتصادي بوجود سوق رأس مال مزدهرة ومتطورة.

1. مكونات سوق رأس المال:

تنقسم سوق رأس المال إلى سوق حاضرة /فورية وسوق مستقبلية/ آجلة وتتكون السوق الفورية بدورها من سوقين هما السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية أو سوق التداول وتسمى كذلك بورصة أسواق الأوراق المالية -وهي التي نحن بصدد دراستها- والتي تنقسم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة. أما السوق المستقبلية فهي تتشكل من عقود الخيارات وسوق عقود المستقبل³.

أ. **السوق الفورية أو السوق الحاضرة:** هي الأسواق التي يتم فيها تسليم واستلام الأوراق المالية فور انتمام الصفقة وتتكون من السوق الأولية والسوق الثانوية

- **السوق الأولية:** هي السوق التي تعمل على جذب المدخرات للتوظيف مع تقديم وتوفير تسهيلات إدارية ومالية لمشاريع تغري المدخرين، تختص بإصدار الأدوات المالية (أسهم وسندات) لحساب منشأة أو جهة حكومية⁴. يتم التعامل في هذه السوق بالأوراق الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة عن طريق الاكتتاب وتسمى الأسهم. ويكون إصدار الأسهم إما عند تأسيس المؤسسات الجديدة أو بغرض التوسع في رأس مالها أو إصدار السندات عند الحاجة، ويكون الإكتتاب في الأسهم خاصاً أي مقتصر على المؤسسة، أو يكون عاماً وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم المؤسسة على الجمهور، أما الإكتتاب في السندات فغالبا ما يكون عاماً⁵.

- **السوق الثانوية:** تعرف بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية (أسهم وسندات) وفق قواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد، على الرغم من تشابه المبادئ العامة. وهي عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق

¹ - حوحو فطوم ، السياسات الاقتصادية والسوق المالي - سياسات تفعيل السوق المالي - السوق المالي السعودي نموذجاً، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017، ص 12.

² - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان - الأردن ، ط1، 2010 ، ص79.

³ - حوحو فطوم ، نفس المرجع ، ص 31 - 32.

⁴ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص95.

⁵ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص18.

المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، بالاستعانة بوسطاء وسماسرة السوق¹. وتسمى كذلك السوق الثانوية بسوق التداول، حيث يلتقي فيها العرض والطلب.

وبناء على ذلك فإنه في حين أنّ السوق الأولية توفر تمويل حقيقي للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية، نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات؛ بمعنى أن السوق الثانوية تعطي استمرارية للسوق الأولية من خلال تداولها للأوراق المالية بيعاً وشراءً، وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر لآخر. حيث أنّ التبادلات التجارية في هذه السوق لا تضيف أي رأس مال للشركة المصدرة، ولكن تستفيد من التعامل على أوراقها بالتعرف والإعلان الدائم على أسهمها، مما يحقق لها شهرة وبالتالي يسهل حصولها على التمويل.

وبالتالي فإن هناك علاقة تبادلية تربط بين السوقيين؛ حيث يؤثر نشاط سوق التداول في تنشيط سوق الإصدار فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد وبأسعار معقولة والاقتصاد في النفقات²، من جهة أخرى فإن الإقبال على تأسيس شركات المساهمة والاكتتاب في أسهمها في سوق الإصدار، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق أوراق مالية إلى سوق التداول على نحو يؤدي إلى تنشيطها ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة وذلك حسب ظروف العرض والطلب مما يساهم في توازن الطلب على الأوراق والمتاح منها بالسوق، ولا يعطى فرصة لحدوث ارتفاع كبير في الأسعار. وبالتالي ينعكس نشاط سوق الإصدار مباشرة على سوق التداول حيث أن سوق الإصدار هو المغذي الرئيسي لسوق التداول³ ويستمد فاعليته وكفاءته من هذه السوق. وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى نوعين من الأسواق هي الأسواق المنظمة والأسواق الغير منظمة، والتي نميز بينهما على النحو التالي⁴:

● **السوق المنظمة:** وتسمى ببورصة الأوراق المالية / سوق الأوراق المالية

تضمن هذه السوق حماية الصفقات التجارية التي يقوم بها المتعاملين وتسودها حرية العمل في التداول من خلال تطبيق القوانين والأنظمة المنصوص عليها ويظهر ذلك من خلال تحديد عدد الأسهم وقيمتها السوقية وشروط إدراج الأوراق المالية، الربح قبل الضريبة... وغيرها. وتتم عملية التداول في السوق المنظمة من قبل الوسطاء والسماسرة المعتمدين لدى السوق وتواجد ممثل للحكومة يراقب هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر والمحافظة على الاستقرار.

● **السوق الغير منظمة:** يستخدم هذا المصطلح للدلالة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة وتسمى كذلك الأسواق الموازية. تكون على شكل شبكة اتصالات تجمع ما بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ويتعامل في

¹ - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال ، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة - الجزائر، 2002، ص 74.

² - منيرابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1997، ص 106.

³ - هالة فتحي عبد السميع، دور صناديق الاستثمار في دعم برنامج الإصلاح الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس. - القاهرة- مصر ، 2000، ص 12.

⁴ - شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ط1، 2018، ص 42.

هذه السوق الشركات التي لا تستطيع الوفاء بشروط القيد في السوق الرسمية، وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي تتطلبه السوق الرسمية. ولا يخضع هذا النوع من الأسواق لتنظيمات وأساليب الأسواق المنظمة، غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة حيث تنقيد بإطار محدد من العمليات شبه المنظمة وتخضع في النهاية للرقابة الرسمية. وتتحدد الأسعار وفق نظام تنافسي؛ وعليه تسمى بالأسواق التفاوضية بسبب تركيزها على التفاوض بين المستثمرين والمتاجرين للأدوات المالية التي لم تسجل في السوق الرسمي¹.

كما تنقسم السوق غير المنظمة بدورها إلى أسواق فرعية أخرى نذكرها على النحو التالي:

✓ **السوق الثالثة:** تتكون من بيوت السمسرة غير أعضاء الأسواق المنظمة وهي أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية وبيعها، حيث يتم التعامل فيها خارج البورصة.

أنشأت هذه السوق لمنافسة الأسواق المنظمة من قبل أعضاء خارج أعضاء السوق المنظمة، والهدف من إنشائها هو التخلص من التكلفة على الصفقات والسرعة الكبيرة في تنفيذها وإمكانيات التفاوض في مقدار عمولة أعضاء بيوت السمسرة. كما أن تجار وسماسرة هذه السوق لا يدفعون رسوما أو عمولات على الأوراق المالية المتاجر بها. تكون هذه الأسواق على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية مهما كبر أو صغر حجمها، وقد يشكل أعضاء بيوت السمسرة منافسا لأعضاء داخل البورصة خاصة وأن المتعاملين في السوق الثالثة هم من المؤسسات الكبيرة².

✓ **السوق الرابعة:** هي المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية مباشرة خارج السوق المنظمة، دون الحاجة لأعضاء بيوت السمسرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، كما يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين. والجدير بالذكر أنه في بعض الحالات قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة بأقل تكلفة. والهدف من هذه السوق السرعة والسرية العالية في عقد الصفقات والحد من العمولات التي يأخذها السمسار، وما يساعد في ذلك هي شبكة الاتصال القوية³.

وعلى الرغم من تعدد الأسواق وتنوع عملياتها وطبيعة تنظيمها إلا أنها جميعا تخضع لقواعد تتراوح ما بين تشريعات ولوائح ملزمة وما بين أخلاقيات وأعراف المهنة.

✓ **أسواق أخرى:** هناك أسواق مالية يطلق عليها الأسواق الاحتكارية والتي توجد فيها جهات لها القدرة على السيطرة على السوق وهي في الغالب الأسواق التي يغلب عليها التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الحكومة ومؤسساتها⁴.

ويلخص الشكل التالي مكانة سوق الأوراق المالية ضمن مكونات سوق رأس المال كما يلي:

¹ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، 2015، ص59.

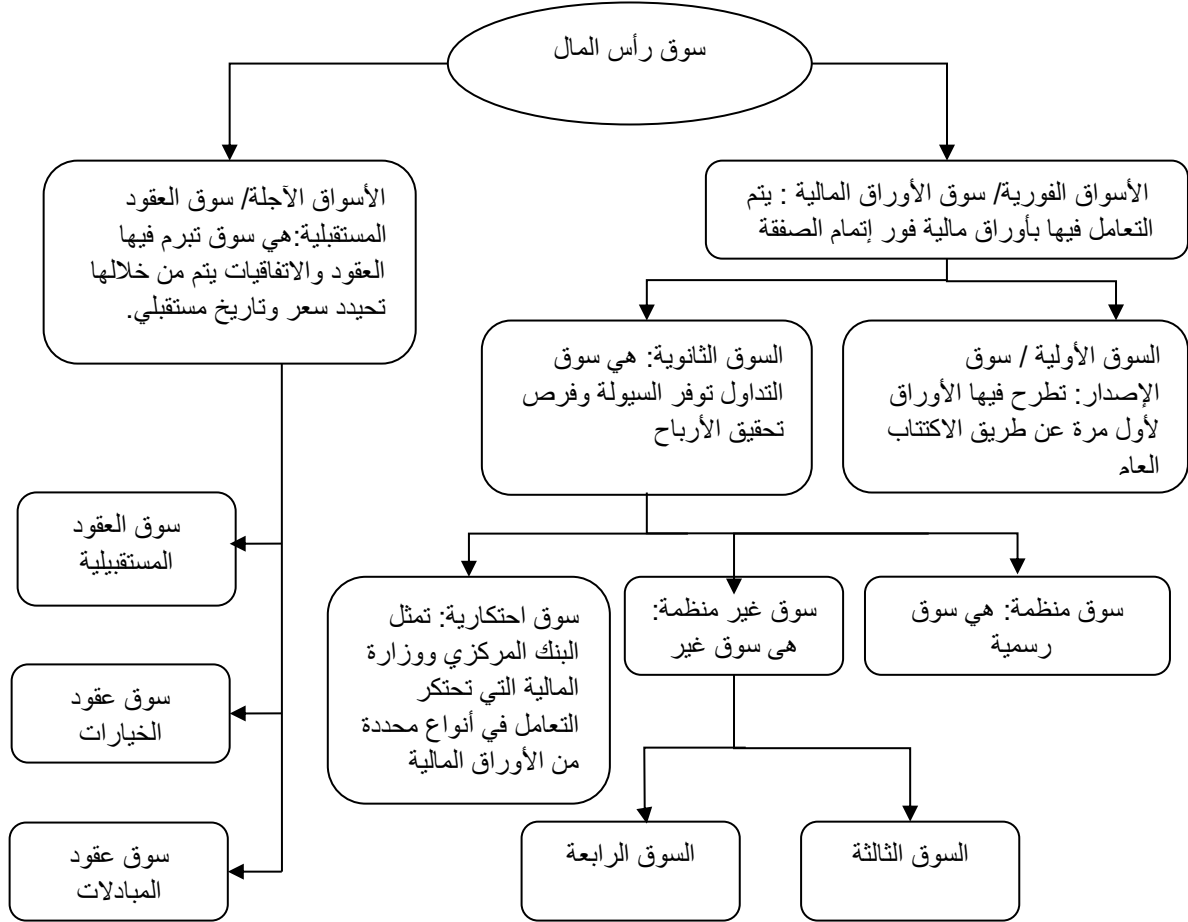
² - شقيري نوري موسى مرجع سبق ذكره، 2019، ص59.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص21.

⁴ - حسن خلف فليح، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر، الأردن، 2006، ص 49.

ب. **السوق الآجلة:** وهي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات شراء أو بيع الأوراق المالية ويكون التنفيذ في وقت لاحق، بمعنى تأجيل الصفقة في المستقبل وبالتالي لا يتم تسليم الأوراق المالية ولا يدفع الثمن عند عقد الصفقة. وهي أسواق العقود المستقبلية وعقود المبادلات وعقود الخيارات

الشكل رقم (1): مكانة سوق الأوراق المالية ضمن مكونات سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الباحثة، اعتماداً على حوحو فطوم السياسات الإقتصادية والسوق المالي، دار الحامد للنشر والتوزيع ط1،

2017 ، ص36

2. الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

ساهم تطور الفكر المالي في ظهور تشكيلات متنوعة من المنتجات المالية كالأسهم (العادية والممتازة) والسندات. ومع زيادة الحاجة إلى أدوات ذات عائد أكبر ومخاطر أقل قادرة على استيعاب التغيرات والتقلبات المستمرة في الأسواق المالية وتفعيل دور هذه السوق بالإضافة إلى التطور السريع في مجال المعلومات ظهرت أدوات حديثة كالمشتقات المالية.

تمثل هذه الأدوات إما مساهمة في رأس مال المؤسسة أو أنها تمثل قرضا لهذه المؤسسة. يجري تداولها عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال وفقا لنظام ولوائح خاصة. ويتطلب الحكم على قوة هذه الأدوات دراسات وتحليلات فنية ومالية لمؤسسة المصدرة. وتتغير قيمتها السوقية عن قيمتها الاسمية تبعا لظروف العرض والطلب.

وبالرغم من كون هذه المنتجات تمثل استثمارا ماليا بحتا إلا أنها تساهم وتسهل في تمويل الاستثمار الحقيقي؛ لذلك تعتبر العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة نظرا للدور المهم الذي تؤديه في الحياة الاقتصادية. يمكن تلخيص الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية ضمن الجدولين الآتيين، حيث يوضح الجدول الأول الأدوات المالية التقليدية بينما يوضح الجدول الثاني الأدوات المالية الحديثة وذلك على التوالي:

الجدول رقم (1) : الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية

الأدوات المالية	التعريف	الأنواع	القيمة	الاتجاهات الحديثة
أدوات الملكية	الأسهم: تمثل حق المالكين في رأس المال	- حسب طبسعة حقوق الملكية : • الأسهم العادية • الأسهم الممتازة - حسب شكل الإصدار : • الأسهم الإسمية • أسهم لحاملها • أسهم لأمر - حسب طبيعة الحصة : • أسهم نقدية • أسهم عينية • أسهم مختلطة	- قيمة إسمية - قيمة حقيقية - قيمة سوقية - قيمة دفترية /محاسبية - قيمة التنصيفية	- بالنسبة للأسهم العادية: الأسهم العادية لأقسام الانتاج • الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة • الأسهم العادية المضمونة - بالنسبة للأسهم الممتازة: إمكانية تعديل نصيب السهم من الأرباح. • حق التصويت • أسهم التمتع
أدوات المديونية	السندات: تمثل ديناً على الجهة المصدرة بمعدل فائدة ثابت. - التزام واعتراف بمديونية القيمة الإسمية للورقة. - ليس لحاملها الحق في التصويت ولا الإدارة - يحق لحاملها الحصول على مستحقاته في حالة حدوث الخسارة أو التصفية.	- حسب الضمان: • سندات مضمونة • غير مضمونة - حسب قابلية التحويل: • سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، وذات علاوة - حسب شكل الإصدار: • سندات إسمية • سندات لحاملها - حسب معدل الفائدة: • معدل فائدة ثابت • معدل فائدة متغير	- قيمة إسمية/ - قيمة الاصدار - القيمة السوقية / - قيمة التداول.	- سندات لاتحمل معدل كيون - سندات ذات دخل

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2019، ص1، ص، ص، 67، 80

أما فيما يخص الأدوات المالية الحديثة ، فيمكن ابرازها ضمن الجدول أدناه.

الجدول رقم (2) : الأدوات المالية الحديثة المتداولة في سوق الأوراق المالية

المشتقات المالية	الخصائص	الأنواع	أسباب النمو
- عقود فرعية تُشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية. - لها مدة زمنية محددة - شروط متفق عليها مسبقا - أنشأت كوسائل لأغراض التغطية والحماية من المخاطر،	- لا ينشأ عنها أي تدفق نقدي، - درجة سيولة عالية، - عدم وضوح القواعد المحاسبية، - غموض حول كيفية استخدام مشتقة بعينها وتقييمها والمحاسبة عليها.	- عقود الخيارات: • حسب تاريخ التنفيذ: ✓ الأمريكي ✓ الأوروبي، • برمود. • حسب نوع العملية: ✓ خيار الشراء، ✓ البيع، ✓ المختلط، • من حيث الأوراق محل الخيار: ✓ الخيار المغطى ✓ الخيار غير المغطى. - العقود الآجلة/ العقود المستقبلية: • على أسعار الفائدة، • على المؤشرات، • على أسعار الصرف، • على السلع - عقود المبادلات: • على أسعار الفائدة، • على مبادلة العملات • على مبادلة البضائع • على مبادلة الخيارات	- احتدام المنافسة بين المؤسسات المالية لتقديم منتجات مبتكرة. - التقدم التكنولوجي المتسارع في مجال الاتصالات والمعلومات بما يلغي الحدود الرقابية والمكانية بين الأسواق. - تزايد الترابط بين الأسواق المالية على النطاق العالمي في إطار الاتجاهات والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال. - استغلال الخلافات والثغرات التي ظهرت في التشريعات والقواعد المالية المنظمة للتعاملات في أسواق المال. - التوقف عن العمل بنظام أسعار الصرف الثابتة والاتجاه نحو أسعار الصرف المعومة والمتغيرة. - التطور الهائل في أساليب ونماذج التسعير

المصدر: من إعداد الباحثة إعتامدا مقدم عبد الإله، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة مابين 2005 و 2017، مجلة المالية والأسواق، مستغانم، المجلد 5، العدد 10، 2019

المطلب الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية.

تختلف أهمية أسواق الأوراق المالية من اقتصاد إلى آخر، نتيجة عوامل مختلفة، فهي تعكس واقع هذه الاقتصاديات فيما إذا كانت اقتصاديات متقدمة ومندمجة هيكليا وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة وآليات حرة أو متخلفة تسيطر عليها أنظمة شمولية ومؤسسات عامة¹.

وتظهر الأهمية الكبيرة لسوق الأوراق المالية خاصة في المجتمعات التي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية للأشخاص والمؤسسات والمنظمات؛ أي في الاقتصاديات التي تتسم بالحرية الاقتصادية، والتي معها تقوم السوق بالدور الكبير في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار.

ويمكن تلخيص أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة لكل فئة كما يلي:

- **بالنسبة للأفراد:** حيث تظهر الأهمية من خلال توفر أسلوبا منظما لتوظيف المدخرات وللإشباع رغبات المستثمرين في إنشاء المشاريع أو اقتناء الأسهم والسندات المطروحة للتداول. وكذلك امكانية الحصول على السيولة في الوقت اللازم، فسوق الأوراق المالية بالمختصر الشديد هي المكان الذي تستثمر فيه المدخرات وتضمن تحقق منافع الحياة والتملك والإنتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

- **بالنسبة للمؤسسات:** من جانبها تمنح سوق الأوراق المالية فرص استثمارية حقيقية عبر إصدار الأسهم وبيعها وأحيانا بأسعار مرتفعة مما يحقق حصيلة وفيرة للإصدار و كل هذا يتحقق من خلال انخفاض تكلفة الاستثمار. ثم إن التعامل بالأسهم هو انعكاس لشهادة أمان بالنسبة للمقرضين.

- **بالنسبة للاقتصاد الوطني:** تساهم سوق الأوراق المالية في خدمة الإقتصاد الوطني، حيث أنها تساهم في تحقيق التنمية و الرفع من معدل النمو عبر رفع مستوى الناتج الوطني و رأس المال الثابت، و كل هذا من خلال تكريس قاعدة تعبئة المخزات و توظيفها توظيفا أمثلا.

وبصفة عامة فإن أهمية الأسواق المالية تكمن في تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرات، خاصة إذا ما أدت السوق دورها في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين، ورفع العوائد المحققة من المدخرات أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير في البنوك. كما تؤدي دورا هاما في تحديد الأسعار من خلال التقاء العرض بالطلب وعمليات التداول كما تكمن أهميتها في أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتميز بالسهولة في التداول وإمكانية الاستثمار بمبلغ غير محددة.

¹ - معروف هوشيار،، مرجع سبق ذكره، ص، ص 85-90.

المطلب الثالث: الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية.

تضطلع سوق الأوراق المالية بأدوار عديدة تترتب عليها آثار إيجابية متنوعة، خاصة في المجتمعات التي تأخذ بأسباب الحرية الاقتصادية أو حتى المجتمعات التي تتدخل فيها الدولة في توجيه السوق في الحدود التي تضمن تحقيق الهدف المنتظر من السوق. إلا أنّ هناك بعض المفكرين الذين يرون أن هناك وظيفتين أساسيتين بالإضافة إلى وظائف أخرى ثانوية ظهرت نتيجة تطوّر السوق.

وفيما يلي تلخيص لأهم وظائف سوق الأوراق المالية:

1. تنمية الادخار وتوفير التمويل الاستثماري:

تعمل سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الإدخار من خلال تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية خاصة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع استثمارية مستقلة، كما تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير التمويل اللازم للاستثمار أو التوسع - باعتباره تمويل طويل الأجل - من خلال إصدار أوراق مالية أو الاقتراض بصورة غير مباشرة عند رفع القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة. كما أن وجود وعي استثماري يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع وتوفر المؤسسات الوسيطة يؤدي إلى زيادة في الاستثمارات¹.

2. تعبئة وتخصيص الموارد:

تقوم سوق الأوراق المالية بتعبئة المدخرات من خلال تجميع الموارد التي يملكها الأعوان الاقتصاديون، وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والعمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، مما يتطلب ترشيد أساليب التعامل مع هذه السوق والعمل على تنشيطها واستقرارها بالطريقة التي تكفل سلامة المعاملات ودقتها وتوفير الحماية للمتعاملين فيها. كما تساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الآجلة وتوجيه تلك الموارد نحو قنوات الاستثمار المناسبة. ولكي يتحقق ذلك لا بد أن تتميز السوق بالخصائص التالية²:

- كفاءة التسعير: أي أن تعكس أسعار السوق جميع المعلومات المتاحة فيها.

- جودة التشغيل: أي أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أدنى حد بالمقارنة مع العائد الذي يتم تحقيقه من وراء هذه المعاملات.

- عدالة السوق: بمعنى أن يتيح السوق فرصا متكافئة لجميع الذين يرغبون في إبرام الصفقات.

¹ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² - سامية فكير، المعايير الدولية للتقارير المالية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن - رسالة دكتوراه، جامعة بومرداس، 2013/2014، ص 49.

3. المحافظة على الثروة و تنميتها:

تُولد الأوراق المالية خلال فترة الاحتفاظ بها دخلاً من خلال زيادة قدرة السوق على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية، وهذا يعني زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار. إنَّ الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل من خلال بيعها، لاسيما أن الأوراق المالية لا تستهلك بمرور الزمن، بل إنها على العكس فهي تولّد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو الثروة. كما أن مجرد عرض مختلف الأوراق المالية في الأسواق المالية يساهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين عند الطلب على هذه الأوراق والتخلي عن السيولة المدخرة¹

4. المساهمة في تمويل خطط التنمية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تؤمن سوق الأوراق المالية للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، حيث تلجأ الدولة إلى طرح أوراق مالية بواسطة إصدار أذونات الخزينة وسندات طويلة الأجل من أجل تمويل خطط التنمية وسد احتياجاتها المالية لإقامة مشاريع متعددة تعود بالنفع على الجميع. كما تعد سوق الأوراق المالية أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية التي تعتمد عليها الحكومة لتنفيذ سياستها والوصول إلى الاستقرار الاقتصادي وتجنب التضخم من خلال التأثير على معدلات الفائدة، الأمر الذي يؤدي إلى تغيير مستوى الاقتراض بهدف الاستثمار في الاقتصاد؛ لتصبح سوق الأوراق المالية مجالا لتوظيف الأموال لا تقل أهمية عن أوجه التوظيفات الأخرى.

5. تقييم ورقابة المؤسسات:

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتقييم المؤسسات والمشاريع الاستثمارية، حيث تساهم سوق الأوراق المالية بما توفره من معلومات في إحكام الرقابة على إدارة المؤسسات، حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المؤسسات والمشاريع ورصد استثماراتها، فيزداد التعامل على أسهم المؤسسات الناجحة فترتفع قيمتها ويقل التعامل على أسهم المؤسسات المتعثرة فتتخفص قيمتها السوقية، علاوة على مساهماتها في التوجيه الإداري لها والربط بين أداءها والحوافز التي يحصل عليها المسيرين لتساعد على التوفيق بين مصالحهم ومصالح الملاك. كما تساهم السوق في زيادة وعي المستثمرين بواقع هذه المؤسسات والمشاريع والحكم عليها بالنجاح أو بالفشل². وبهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين مركزهم المالي وأوضاع نشاطهم ومن ثمّ تحسين نمو الاستثمارات.

¹ - حوحو فطوم، مرجع سبق ذكره، ص15.

² - حمدي حسن، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر، ط1، 2006، ص10.

6. التحوط ضد المخاطر الاستثمارية:

تترتب عمليات التداول في سوق الأوراق المالية على مخاطر تقلبات أسعار بيع وشراء الأوراق المالية، بسبب التقلبات الاقتصادية أو الدورات التجارية أو الموسمية المعتادة. وتعتبر هذه الوظيفة ذات أهمية خاصة لعمل الأسواق التي تتأثر معاملاتها بالعوامل النفسية المرتبطة بالتوقعات المستقبلية، مما يؤثر على سلوك وتصرفات المتعاملين سواء من ناحية الطلب أو العرض، بناءً على ما يصل من معلومات أو أخبار حتى ولو كانت مجرد شائعات، مما يؤثر بشكل سلبي على ارتفاع أو انخفاض الأسعار. ويساهم حسن أداء سوق الأوراق المالية لهذه الوظيفة في استقرار المعاملات وإعادة الثقة للمتعاملين وبالتالي زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية.¹

¹ - حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر، 2012، ص ص 12-13.

المبحث الثاني: آليات تنظيم عمل سوق الأوراق المالية

يعتبر وجود الأسواق المالية أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما يمكنها التنبؤ بالمستقبل وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة؛ وذلك ما يشجع أصحاب الأموال في الاستثمار، والدخول في هاته الأسواق. ونظرا للأهمية البالغة لهذه الأسواق في اقتصاديات مختلف الدول على اختلاف درجات تقدمها فلا بد عليها أن تولي أهمية كبيرة لآليات تنظيم الأسواق المالية من خلال ضبط عملياتها وأوامرها دون أن ننسى طرق التسعير فيها.

المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية

تنقسم العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية حسب الإلتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة إلى ما يلي¹:

أولاً: العمليات العاجلة

بالرغم من التطورات التي عرفتها سوق الأوراق المالية والتي أدت إلى جعل معظم عملياتها آجلة، إلا أنها مازالت تتعامل بالمعاملات العاجلة لملائمتها للمشاريع الصغيرة التي تتميز بمحدودية الحجم المعروض من الأوراق.

1. تعريف العمليات العاجلة:

هي عمليات بيع وشراء الأوراق المالية حيث يتسلم البائع الثمن ويُسلم الأوراق المالية إلى المشتري فوراً. ولكن في الواقع لا يتم دفع المبلغ فوراً أو تسليم الأوراق بل تتفد بعد فترة قصيرة ضرورية لإستكمال الإجراءات وغالبا ما يكون هذا النوع من العمليات للحصول على دخل منتظم. كما أنه قد يكون الهدف منها كذلك المضاربة عند ارتفاع الأسعار ببيعها والحصول على سيولة فورية أو التحوط من انخفاض أسعار الأوراق المالية. ويوجد في هذه العمليات شرط أساسي هو "إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة" وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية².

ان اللجوء إلى هذا الأسلوب من شراء وبيع الأوراق المالية لا يتم عادة من قبل المضاربين في السوق بل يتم من قبل المستثمرين الذين يرغبون في احتفاظ بهذه الأوراق لفترة أمل الحصول على فوائد، لكن هذا لا يمنع من بيعها في حال تحسن أسعارها أو عند حاجتهم إلى سيولة³.

¹ - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ص - ص 181-185..

² - حوحو فطوم، مرجع سبق ذكره، ص37.

³ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص108.

2. أنواع العمليات العاجلة: تنقسم العمليات العاجلة إلى¹:

أ. **العمليات العاجلة العادية:** وهي عقود يلتزم فيها كل من البائع والمشتري باتمام الصفقة نقدا وخلال مدة تقدر في بعض الأسواق الغربية بيومين وفي سوق نيويورك تقدر في موعد أقصاه ساعة قبل افتتاح الجلسة الموالية.

ب. **عملية الشراء بالهامش:** وهي عملية شراء أوراق مالية بسداد جزء من قيمتها (يمثل هامشا مبدئيا) نقدا، بينما يسدد الباقي بقرض بضمان الأوراق محل الصفقة، من قبل الوسيط نفسه أو الذي قام الوسيط باقتراضه؛ حيث يتوقع المشتري ارتفاعا في أسعار الأوراق المالية وبالتالي سيتحصل على عائد فيُسدد القرض والفائدة من الثمن ويكسب الباقي وإذا انخفضت الأسعار يخسر الفرق ويدفعه من الهامش. وهذا النوع من التداول يكون مدعوما من طرف المقرضين من أجل تسهيل عملية التداول وضبط حركة السوق، حيث يمكن للسلطات النقدية رفع نسبة الهامش عندما ترتفع مستويات الأسعار وتزداد المضاربات، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة في تمويل الشراء بالهامش فتضعف سيولة السوق مما يضع حدا للمضاربات، ويمكن إنقاص نسبة الهامش عندما يعاني السوق من حالة ركود. ولهذه الطريقة مخاطر كبيرة حيث يعتقد الكثير أن أحد أسباب أزمة البورصة عام 1929 هو التوسع في الشراء بالهامش وعليه فمقدار الهامش يخضع لقوانين صارمة.

ت. **البيع على المكشوف:** أو ما يسمى بالبيع القصير تميزا له عن البيع الطويل، ويقصد بالبيع على المكشوف قيام الشخص ببيع ورقة مالية قبل تملكها لشرائها لاحقا بقيمة أقل وهي سياسة معاكسة لسياسة الشراء العادي. أي أنه من خلال هذه العملية يقوم المستثمر باقتراض أوراق مالية ثم يبيعها عند حدوث توقعات بانخفاض أسعار هذه الأوراق، ومن قبيل التحوط يلتزم المستثمر بأن يدفع مقدما نسبة من قيمة الصفقة، والهدف من ذلك حماية السمسار فيما لو ارتفع السعر بتاريخ التنفيذ عن السعر بتاريخ البيع. بمعنى أن في هذا النوع من العمليات يتوقع المستثمر انخفاض سعر ورقة مالية في المستقبل القريب فيضارب على الانخفاض ويقترض من السمسار أو يقترض له السمسار من شخص آخر عدد من الأوراق لبيعها حالا لحسابه بالسعر المرتفع، وذلك سعيا وراء تحقيق أرباح، وبعد مدة قصيرة، وإن انخفض سعر الورقة، يأمر بشرائها ويسلمها للمقرض ويكسب الفرق بعد دفع عمولة للسمسار. أما إذا ارتفع سعر الورقة المالية، وإن لم يصدق توقعه، يكون ملزما بدفع مبلغ لتكملة ثمن شرائها لردّها لصاحبها الأصلي.

ث. نظام شراء وبيع الأوراق المالية في الجلسة ذاتها:

هو نظام يسمح للمستثمر بأن يقوم بشراء الورقة المالية وبيعها في الجلسة خلال جلسة التداول نفسها حتى يتمكن المستثمرين من الاستفادة من الفروق السعرية خلال اليوم . والغرض من الشراء والبيع خلال نفس جلسة

¹ - عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص178.

التداول خاصة في بورصات الدول المتقدمة هو زيادة سيولة السوق وكفاءتها وتحقيق أرباح سريعة في وقت قصير. ويتضمن هذا النظام مخاطر لصغار المستثمرين لعدم قدرتهم على التنبؤ السريع بتحركات الأسعار المتوقعة خلال فترة قصيرة أو بسبب احتفاظهم بالأوراق المالية دون دراية كافية للتحركات المتوقعة للأوراق وعدم معرفتهم لفنيات هذا النوع من التداول، لهذا ينبغي على المتعاملين في هذا النظام الإلمام بما يلي:

- القدرة على ملاحظات التغيرات السريعة الطفيفة والتنبؤ بها.
- التأكد من أن لمؤسسات السمسرة ترخيص بتنفيذ عمليات التداول في اليوم نفسه وأنها من المؤسسات الأعضاء في البورصة.
- تحديد مقدار العوائد الصافية، بعد خصم رسوم وعمولات مؤسسات السمسرة، التي تتقاضها عن كل عمليات التداول بيعاً أو شراءً.

ج. التداول عبر الانترنت: يمكّن التداول عبر الأنترنت أي بيع وشراء الأوراق المالية أو مشتقاتها إلكترونياً عبر شبكة المعلومات، دون اللجوء للسمسار الوسيط بالمعنى التقليدي، ولكن من خلال شبكة الربط التي يمدّه بها السمسار الحاصل على الترخيص والذي قام العميل باختياره ليتعامل من خلاله. ويتضمن التداول عبر الانترنت عدة مزايا كامداد المستثمر ببيانات السوق آنياً وإتاحة له الفرصة لمتابعة استثماراته في أي وقت. إلا أنه على المستثمر، ومن أجل سلامة تعاملاته، مراعاة:

- التأني في اتخاذ القرارات الاستثمارية،
- توخي الحذر عند اختيار السمسار والتأكد من دقة وتوقيت البيانات المرسلة منه،
- التركيز عند إدخال الأوامر.

ثانياً: العمليات الآجلة:

العمليات الآجلة هي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية لأجل متباعدة أو لفترة متفق عليها مسبقاً.

1. تعريف العمليات الآجلة:

وتعرف العمليات الآجلة أو المستقبلية على أنها¹: إبرام اتفاق بين البائع والمشتري على شراء أو بيع أوراق مالية بثمن محدد، يسمى السعر المستقبلي، ولكن يدفع كل من الطرفين (البائع والمشتري) نسبة من الثمن إلى هيئة السوق ويتم التسليم في المستقبل. والهدف من العقود الآجلة هو تحقيق أرباح والاستفادة من فروق الأسعار، وبالتالي تعتبر عمليات مضاربة تُبنى على توقع البائع بانخفاض الأسعار في المستقبل في حين يتوقع المشتري ارتفاع في الأسعار المتعاقد عليها.

1- عطا الله الزبون، إدارة الاستثمار، زمزم ناشرون و موزعون، عمان، الأردن ط1، 2017، ص ص 192 193..

2- أنواع العمليات الآجلة:

تتنوع العمليات الآجلة إلى نوعين:

- أ. **العمليات الباتة أو القطعية:** وتعرف العمليات الباتة بأنها العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزم للطرفين فلا يكون لأحدهما حق الرجوع عن إتمام الصفقة بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المباعة، التي تعهد بتسليمها، ويلتزم المشتري بدفع الثمن المتفق عليه. ويمكن أن يتضمن عقد البيع في المعاملات الباتة شرط خيار التنازل عن الأجل¹ ويخول هذا الشرط للمشتري مطالبة البائع بتسليم الأوراق المباعة قبل حلول الأجل إذا كان هناك تنازل مستمر للأسعار وذلك للتقليل من الخسارة قدر الإمكان².
- ب. **العمليات الآجلة بشرط:** هي العمليات التي لا يمكن تصفيتها إلا عند وصول الأجل مع ترك المجال واسعا أمام طرفي العقد حين تصفية العملية من خلال توفير عدد من الخيارات على النحو الذي يمكنها من القيام ببعض المناورات لتفادي الخسائر.

وبهذا الخصوص يمكن التمييز بين أربعة (4) أنواع من العمليات الآجلة بشرط وهي³:

- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلا، حيث يخول لأحد الأطراف اختيار عدم تنفيذ العملية مقابل التخلي للطرف الثاني عن مبلغ كتعويض متفق عليه مسبقا.
- حيث تنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض بدورها إلى نوعين.
- العمليات الشرطية للمشتري (العمليات الشرطية على الصعود) عندما يكون سعر الورقة في موعد التصفية أعلى من سعره في تاريخ عقد الصفقة ويكون الخيار فيها للمشتري أستلام الأوراق أو التخلي عن التعويض.
- العمليات الشرطية للبائع (العمليات الشرطية على الهبوط) عندما تتخفف الأسعار ويكون فيها الخيار للبائع بين تسليم الأوراق والتخلي عن التعويض.
- **العمليات الآجلة مع اختيار الزيادة:** وتعطي هذه الصيغة للمتعاقدين الحق في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغائها من أحد الطرفين (البائع أو المشتري) على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر، حتى يتمكن من اكتساب حق الاختيار⁴.

¹ - محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية - مع دراسة حالة الجزائر - رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1999، ص 152.

² - حوجو فطوم، مرجع سبق ذكره، ص 41.

³ - حوجو فطوم، مرجع سبق ذكره، ص 42.

⁴ - شيخي بلال، تطور وأداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع وآفاق، رسالة دكتوراه، جامعة. محمد بوقره، بومرداس، الجزائر، 2010-2011 ص 64.

- **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:** وتمزج هذه الصيغة بين نوعين من الأوامر على الصفقة الواحدة والتي لها صفة الشراء البات وبشرط . وتتميز هذه العمليات في أنه للمتعاقد حق الاختيار لتنفيذ الصفقة في موعد التصفية حيث يعتقد المتعاملين أنه سيحدث تغير كبير في أسعار الأوراق وعليه نميز بين حالتين¹:
الحالة الأولى: بقاء الأسعار مذبذبة بين الحد الأدنى والحد الأعلى: في هذه الحالة من يختار وضعية المشتري فإنه يتيح للبائع فرصة تحقيق أرباح لأن العملية ستتم بسعر أعلى. وإذا ما اختار الطرف الثاني وضعية البائع فإن المشتري سيحقق أرباحا لأنه سيشتري بالسعر الأدنى.
الحالة الثانية: ارتفاع الأسعار الجارية عن الحد الأعلى أو نزولها عن الحد الأدنى: في هذه الحالة من اختار وضعية المشتري فإنه سيشتري بالحد الأعلى ثم إذا توجهت الأسعار نحو الصعود سيكون رابحا في الصفقة. وفي حالة هبوط الأسعار عن الحد الأدنى وكان الطرف الثاني قد اختار عملية البيع فإن هذا الزبون سيبيع بالحد الأدنى ومن ثم فإنه يكون رابحا بالنظر إلى الأسعار الجارية التي قد انخفضت.
- **المرابحة والوضعية (التمديد للمشتري و للبائع):** هي العمليات التي يمكن فيها للمتعاملين تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد لاحق، بسبب تطور الأسعار خلافا لتقديراتهم وتأخذ هذه العملية شكلين²:
-المرابحة: عندما يكون موعد تصفية عدد الأوراق المالية المؤجل من طرف المشتري أكبر من تلك المؤجل موعد تصفيتها من طرف البائع، ففي هذه الحالة يتحتم على السوق إيجاد ممولين يقبلون تقديم الأموال التي تنقص المشتري مقابل دفع عمولة تسمى "المرابحة" (الدفع من قبل المشتري).
-الوضعية: إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجل موعدها من قبل المشتري أقل من عدد الأوراق المالية المؤجل معادها من قبل البائعين، في هذه الحالة يتعين على البائعين أن يبحثوا على عدد الأوراق التي تنقصهم والتي يقبل حاملوها التنازل عليها مقابل عمولة تُعرف بـ "الوضعية".

¹ - شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 60.

² - شيخي بلال، مرجع سبق ذكره، ص 64.

المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية

تكتسي الأوامر أهمية بالغة في سوق الأوراق المالية لأنها ببساطة تعد الأساس الذي يقوم عليه التعامل في هذه السوق، ويترتب على تنفيذها نقل الملكية من البائع إلى المشتري.

ومن منطلق هذا وضمن هذا السياق سيتم تعريف هذه الأوامر وذكر أنواعها مع الشرح المختصر لكل نوع.

أولاً: تعريف أوامر السوق:

اختلفت التعاريف التي تشرح مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية والتي ضمن حدود اطلاقنا نصوغ منها على النحو التالي:

- تعرف بأنها طلبات شراء أو بيع يصدرها المستثمرون إلى السماسرة أو يقومون بها بأنفسهم إلكترونياً. ويجب أن تكون الأوامر واضحة من حيث نوع العملية (شراء أو بيع) وكمية الأوراق وطبيعتها ومدة صلاحية الأمر والسعر المطلوب لاتمام الصفقة¹. بمعنى تزويد الوسيط بتعليمات من طرف المستثمر وذلك بهدف شراء أو بيع أوراق مالية وبأفضل الاسعار.

من خلال التعاريف السابقة، يمكننا صياغة تعريف أوامر سوق الأوراق المالية كما يلي:

" أوامر سوق الأوراق المالية هي عملية إصدار تعليمات للوسيط يتم ضمنها تحديد كمية ونوع الأوراق المالية التي يرغب المستثمر في بيعها أو شراءها بأفضل الأسعار خلال فترة زمنية محددة يبقى فيها الأمر ساري المفعول".

3. أشكال أوامر سوق الأوراق المالية:

يستطيع مُصدر الأمر تحديد السعر الذي يرغب أن تتم به عملية الشراء أو البيع بأشكال مختلفة منها²:

أ- **الأوامر المحددة:** هي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده الزبون هو الأساس في تنفيذ الصفقة من عدمها حيث يجري أمر الشراء المحدد بأقل سعر تنفيذ أو مساوياً له بينما أمر البيع المحدد يجري بأعلى سعر من سعر التنفيذ أو مساوياً له، لذلك فإن الأمر المحدد يتضمن السقف السعري. والتأكيد بالتنفيذ ليس ضرورة.

¹ - صارة لعبني، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في ترقية الاستثمار - دراسة مقارنة - رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 الجزائر 2017، ص 29.

² - حليمة محمد عطية، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط1، 2018، ص138.

² - عصام حسن، مرجع سبق ذكره، ص102-105.

- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: هي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل والمحدد في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها حيث نميز بين: الأوامر المحددة بيوم واحد والأوامر المحددة بأسبوع أو شهر والأوامر السوقية المفتوحة.
- الأوامر المحددة التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ: هي الأوامر التي يرتبط فيها تنفيذ الصفقة بزمان معين وسعر معين، حيث نجد: أن الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة والذي يحدّد فيه سعر للتنفيذ، كما يشترط فيه إتمام الصفقة خلال فترة زمنية تتراوح من يوم أو أسبوع إلى شهر. كما نجد الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين أين يشترط لإتمام الصفقة أن يصل سعر السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر أو أفضل منه.
- ب- أوامر السوق: وهو عبارة عن أمر لشراء أو بيع لسهم بأفضل سعر متاح وقت تنفيذ الأمر وبأسرع وقت ممكن وغالباً ما يكون المستثمر متأكد من تنفيذ العملية. وتعد الأوامر الأكثر شيوعاً في التعاملات
- ت- الأوامر الخاصة: وهي أوامر إلزامية تقيد من حرية السمسار كتحديد سعر البيع الأدنى وسعر الشراء الأقصى، على أن لا تتم الصفقة إلا إذا بلغ السعر المستوى المعين أو تعدها. وتتفرع هذه الأوامر إلى:
- أوامر الإيقاف: سواء كانت أوامر تتعلق بالبيع أو بالشراء وهي الأوامر التي لا يمكن تنفيذها إلا إذا تم تحديد سعر معين من قبل المستثمر.
- الأوامر المحددة للإيقاف: والتي يصدر العميل للسمسار أمراً محدداً في حال الشراء أو البيع، فلا يمكن للسمسار البيع بسعر أقل من السعر المحدد من قبل العميل ولا الشراء بسعر أكبر من السعر المحدد.
- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: في هذا النوع يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته، من خلال بيع أو شراء الأوراق المالية التي يراها مناسبة لمصلحة المستثمر من حيث نوع الأوراق وسعرها والوقت المناسب لتنفيذ الأمر، على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الأمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدم تنفيذه.
- ث- الأوامر المحددة للكمية: وتشمل أمر الكل أو العدم أين يرتبط هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية، إذا توفرت يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر أما إذا توفر جزء منها فلا ينفذ الأمر.
- كما نجد أمر الكل أو العدم لحظة الوصول، أين يتعلق الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر وإذا لم تتوفر يتم إلغاء الأمر.
- إضافة إلى أمر التنفيذ لجزء من الكمية لحظة الوصول حيث يتعلق الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية إذا توفرت تم التنفيذ وإذا توفر جزء من الكمية يتم التنفيذ بمقدار ذلك الجزء ويتم إلغاء الباقي¹.

¹ - شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 94.

المطلب الثالث: نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية.

تتحدّد الأسعار في سوق الأوراق المالية لمختلف الأدوات المالية وفق آلية العرض والطلب، بمعنى القيمة التي يبلغها أصل مالي أثناء إحدى جلسات سوق الأوراق المالية والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في جدول التسعيرة عاكسا بذلك مختلف القيم التي التقت عندها طلبات البيع والشراء. ويتم تحديد أسعار الأوراق المالية بطرق مختلفة نلخصها فيما يلي:

أولاً: طريقة التسعير الدوري:

يتم تحديد التسعير الدوري بأربع طرق نلخصها فيما يلي¹:

1. **تسعيرة المناذاة:** تقوم هذه الطريقة على التسعير الشفوي بحضور الوسطاء ومناذاتهم بأعلى أصواتهم وباستعمال إشارة اليد لشراء أو بيع أوراق مالية حسب أوامر زبائنهم، وبعد الاتفاق يتم الوصول إلى تحديد سعر التوازن وبالتالي يتم تنفيذ الصفقة.

2. **التسعيرة بواسطة الصندوق:** يتم اللجوء إلى هذه الطريقة في حالات استثنائية كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل أو غيرها، حيث تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية في صندوق يكون تحت تصرف هيئة من هيئات السوق، وبعد تصفح تلك الأوامر يحدد على أساسها سعر التوازن.

3. **التسعير بالمعارضة:** تسجل هذه الطريقة مختلف عروض البيع وطلبات الشراء في سجل خاص يمكن من معرفة مقدار ما يُطلب بيعه أو شراؤه من أوراق وحدود الأسعار المطلوبة. وتسمى هذه الطريقة بـ "المعارضة" لأن كل وسيط سجل طلبه في حدود سعر معين يعارض التسعيرة التي لا تلبي حاجته. وبعد دراسة مختلف العروض يحدد السعر الذي يلبي طلب أكبر عدد من العروض.

4. **التسعير بالمقابلة:** وفقاً لهذه الطريقة يتم تسجيل الأوامر على السجلات بالإضافة إلى التقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. ويحدد سعر التوازن بعد معرفة حدود الأسعار وعدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها.

وتجدر الإشارة إلى أنّ التقدم التكنولوجي أدى إلى تطور طرق التعامل والتسعير، حيث أصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة الحاسوب دون الحضور الشخصي للمستثمر أو وكيله.

¹ - لعبني سارة، مرجع سبق ذكره، ص ص 37 38.

ثانيا: طريقة التسعير المستمر

هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وذلك باستخدام التقنيات والوسائل الحديثة والمتطورة. ويمكن التمييز بين نوعان من التسعير المستمر كما يلي¹:

1. **التسعير المستمر بالخبراء:** وتُعتمد هذه الطريقة في كل من سوق لندن والسوق المالية الأمريكية، حيث يتخذ الخبراء مكانا معيناً داخل السوق ويقومون بتسجيل القيم والأسعار المقترحة بين الأسعار المعروضة ويتفاوضون مع أكبر عارض.

2. التسعير المستمر بالإعلام الآلي:

تعتمد هذه الطريقة أساساً على نظام المعلوماتية في تحديد السعر، وتتمثل في المقابلة المستمرة للأوامر المدخلة مباشرة من طرف الوسطاء في التسعيرة الإلكترونية المضبوطة من طرف الحاسوب المركزي الذي يقوم بتحديد سعر التوازن عند تلاقي العرض بالطلب، حيث يتغيّر هذا الأخير بدخول أي أمر جديد. وتعمل التسعيرة المستمرة على تسجيل عدة أسعار توازن خلال يوم واحد وذلك عند نقطة التقاء العرض والطلب، ولقد أصبح الحاسوب هو المسعر الرئيسي للقيم حيث تستقبل الذاكرة المركزية لهذا الأخير عدة أوامر ليتم بعدها نشر الأسعار خلال ثوان.

3. ووفقاً لهذه التقنية يمر التسعير على مرحلتين هما:

✓ **مرحلة قبل افتتاح الجلسة:** يتم تجميع أوامر البيع والشراء قبل افتتاح الجلسة في النظام الآلي الذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري بحسب أوامر العرض والطلب.

✓ **مرحلة بعد افتتاح الجلسة:** باعتبار الأوامر مستمرة على مدار اليوم يقوم النظام الآلي بتخزين جميع الأوامر والبحث بصفة مستمرة على مقابلة أوامر العرض والطلب. وعند انتهاء جلسة التداول يتم تنفيذ التعاملات بسعر الإقفال، أما التعاملات التي لم يتم تنفيذها فترحل إلى جلسة - اليوم الموالي ما لم تنتهي مدة صلاحية الأوامر وتدرج في دفتر أوامر الافتتاح لليوم الموالي.

¹ - حليمة محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 99.

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

يعتبر مفهوم الكفاءة من أهم الجوانب الرئيسية لدراسة تطور سوق الأوراق المالية، فنجاح السوق في أداء دورها ووظائفها الاقتصادية مرتبط بكفاءتها وقدرتها على التخصيص الكفء للموارد وبالتالي تحفيز المستثمرين على زيادة الاستثمارات ونموها، وتعتبر المعلومة في سوق الأوراق المالية المدخل الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور الرئيسي لمفهوم الكفاءة.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

من بين الوظائف الأساسية التي تضمنها سوق الأوراق المالية تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، وحتى تستطيع السوق أداء هذه الوظيفة وغيرها من الوظائف يجب توفير معلومات دقيقة تخص الأوضاع الاقتصادية التي تؤثر على المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، ومتاحة وسريعة لكافة المتعاملين في السوق في نفس الوقت وبنفس القدر ذلك نظرا لأنه على أساس هذه المعلومات تتحدد قيمة الأوراق المالية المتداولة وتتوقع الأرباح والمخاطر. مع التأكيد أنه إذا توافرت هذه المعلومات بشكل صحيح وشامل، فإن ذلك يؤدي إلى تميز السوق بالكفاءة وبالتالي لا تجد السوق صعوبة في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

أولا: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

حظي مفهوم الكفاءة باهتمام الكثير من الباحثين والمتعاملين في مجال الأسواق المالية، ويعتبر الاقتصادي (Paul Samulson) من أوائل الباحثين الذين قدموا تعريفا شاملا لمصطلح الكفاءة، وحاول بعده باحثين آخرون أمثال Jensen و Breaver و Francis صياغة تعريف أكثر مرونة. كما حاول الاقتصادي Eugene Fama طرح تعريف اتصف بالبساطة والوضوح استطاع من خلاله إزالة كل الغموض عن مفهوم الكفاءة؛ حيث عرف السوق الكفء بأنه¹: "ذلك السوق الذي يشمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث المالية الجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل".

كذلك يمكن تعريف كفاءة السوق المالي كمايلي:

- السوق الكفؤة هي السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية بالإضافة إلى توفير السيولة وإمكانية التخلص من الأصل دون خسائر².

¹ - عصام فهد العريبد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية - بين النظرية والتطبيق - دار الرضا للنشر، سوريا، 2002، ص 46.

² - سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، لإسكندرية- مصر- 2001، ص 368.

-السوق الكفو هي السوق التي يتم فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية لهذه الأدوات، حيث يتحقق التوازن عند قبول طرفي العرض والطلب بهذه الأسعار¹.

- السوق المالية الكفو هي تلك السوق التي تمتاز فيها أسعار الأوراق المالية بالعشوائية بحيث يصعب أو يستحيل على أي مستفيد التنبؤ باتجاهها وتحقيق أرباح غير عادية على بقية المستثمرين².

- السوق الكفاء هي السوق التي تحقق كفاءة للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية³. وتسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية، وتجذب الاستثمارات الأجنبية وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم المؤسسات المحلية بفوائد أخرى أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتكوين واقتناء التكنولوجيا الحديثة. من خلال التعاريف أعلاه، يمكن صياغة تعريف السوق الكفاء كمايلي:

"هي السوق التي تتمتع بإمكانية وصول الجميع إلى المعلومات المتعلقة بالأحداث المالية الجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل في الوقت المناسب، وصعوبة التنبؤ بتحقيق أرباح غير عادية في ظل سهولة تبادل الأدوات الاستثمارية عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية لهذه الأدوات. كما تستطيع هذه السوق جذب رؤوس الأموال وإستثمارات أجنبية مع إمكانية الاستفادة من الخبرات البشرية والتقنية الأجنبية."

ثانيا: خصائص السوق الكفو

تتميز أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة بخصائص يمكن إبرازها فيما يلي⁴:

- 1. توفر المعلومات:** يعتبر توفر المعلومات لكافة المتعاملين وبأقل تكلفة من الشروط الضرورية لكفاءة السوق وأساس استمرار نجاحها وتطورها وأنَّ حجب المعلومات يضر بالسوق مما يؤثر على مستوى كفاءة هذه السوق
- 2. توفير السيولة واستمرارية السعر:** نقصد بتوفير السيولة القدرة على بيع الأصول المالية بسرعة ودون خسائر؛ فإذا انخفضت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وأصبح من المطلوب إعطاء عمولات أكثر لبيعه. أما استمرارية السعر فتقتضي الثبات النسبي لأسعار الأوراق المالية من صفقة إلى أخرى، إلا إذ كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل. والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار هي سوق تتميز بالسيولة.
- 3. عمق و شمولية السوق:** نقصد بالسوق العميقة هي السوق التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، حيث لا تختلف أسعار الأوراق المالية

¹ - معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص 73.

² - كلثوم جريو، محمد يدو، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد1، 2017، ص 115.

³ - ساهرة عبد الخضر، وفاء علي سلطان، أثر السيولة في أداء كفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، ص 75.

⁴ - عبد المطلب عثمان محمود دليل، مرجع سبق ذكره، ص، ص 115-124.

من صفقة لأخرى في هذه السوق إلا قليلا مما يحدّ من خسارة المتعاملين في السوق. ولتأمين خاصية العمق في السوق يجب أن تتوفر للمتعاملين وسائل اتصال سريعة ومنخفضة التكلفة للحصول على كافة أسعار السوق¹.

4. الشفافية والإفصاح: تعني الشفافية قدرة المستثمر في الحصول على المعلومات الخاصة بأسعار العرض والطلب وحجم التداول بدقة بشكل متساو وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين. أما الإفصاح فهو الإعلان عن كل المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المدرجة في السوق والتي من شأنها أن تؤثر على عرض وطلب الورقة المالية².

بناء على ما سبق يتضح بما لا يدعو مجال للشك أن هناك ارتباط وثيق بين كفاءة السوق وقدرتها على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين في الوقت نفسه، وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة لتحقيق السعر العادل للورقة المالية. ومن هذا المنطلق لا مجال أمام أي مستثمر لينتهز فرصة حصوله على معلومات معينة لتحقيق عائد غير طبيعي. وحجب المعلومات عن المستثمرين يدفع بهم إلى اتخاذ قرار الامتناع عن التعامل في هذه السوق مما يؤدي إلى انخفاض عمليات التداول، ويتناقص تبعاً لذلك عدد المتعاملين مما يؤدي إلى نقص السيولة والتأثير على سمعة السوق.

ثالثاً: متطلبات سوق الأوراق المالية الكفؤة:

تتطلب كفاءة سوق الأوراق المالية نوعين من الكفاءة:

- الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير): هي وصول كل المعلومات إلى جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية بسرعة وبأدنى تكلفة، ممّا يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات ومنه إتاحة الفرصة لجميع المستثمرين لتحقيق نفس الأرباح. وتشير الكفاءة الخارجية على قدرة أسعار الأوراق المتداولة كافة المعلومات المتاحة³.
- الكفاءة الداخلية (كفاءة التشغيل): هي قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين وصناع السوق فرصة تحقيق ربح مبالغ فيه⁴.

بالإضافة إلى الخاصيتان السابقتان وحتى يتسم السوق بالكفاءة فإنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية نصوغها على النحو التالي⁵:

¹ - حوحو فطوم، مرجع سبق ذكره، ص 74.

² - عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 103-104.

³ - عبد النبي محمد أحمد، الأسواق المالية- الأصول العلمية والتحليل الأساسي- مطبعة زمزم، عمان - الأردن، ط1، 2009، ص42.

⁴ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص-191-192.

⁵ - عبد المطلب عثمان، محمود دليل، مرجع سبق ذكره، ص ص 113.

- وجود وسائل اتصال فعالة تستخدم بالخصوص للحصول على كافة المعلومات اللازمة والدقيقة، حول حجم وسعر عمليات التبادل ونشر حركة الأسعار، وعن المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في السوق.
- وجود متخصصون، من خبراء وسماسرة دورهم يكمن في تقديم النصائح والاستشارة للمتعاملين في السوق وتشجيع استخدام الأساليب العلمية في عملية التنبؤ والتحليل.
- وجود هيئة تستمد سلطتها من القوانين واللوائح التي تهدف إلى بعث الاستقرار والأمان بين المستثمرين من خلال:
 - ✓ ضرورة إعداد تقارير مالية بصورة مطابقة لمعايير جودة المعلومات المحاسبية، وتمكن المستثمرين من استخدامها للمفاضلة بين بدائل الاستثمار.
 - ✓ ضرورة وضع التشريعات ووجود نظم معلومات فعالة تعمل على أساسها سوق الأوراق المالية من حيث التنظيم والرقابة وقواعد وإجراءات قيد تداول الأوراق المالية.
 - ✓ ضرورة نشر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني : أنواع ومستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

تتميز كفاءة سوق الأوراق المالية بعدة أنواع ومستويات من الكفاءة، سنتناولها من خلال هذا السياق كما يلي:

أولاً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

نميز بين أنواع الكفاءة لسوق الأوراق المالية على النحو التالي:

1. الكفاءة الكاملة:

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني، بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات المتاحة للجميع وبدون تكلفة. أي في ظل الكفاءة الكاملة لن يتمكن أحد من المستثمرين من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية¹.

وهناك شروط أساسية يقتضي توافرها في السوق الأوراق المالية حتى تتحقق الكفاءة تتمثل في²:

- أ. وجود عدد كبير من المستثمرين يسعون إلى تعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الورقة المالية.
- ب. عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات أو الضرائب وحرية الدخول والخروج من وإلى السوق لأي مستثمر مهما كان حجم رأس ماله.

¹ - صلاح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - مجلة الباحث العدد 7، 2010، ص 182.

² - عاطف وليم أند رواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 2005، ص 56.

ت. توفر المعلومات في سوق للجميع بنفس القدر وفي نفس الوقت وبدون تكاليف حتى تتماثل توقعات كل المستثمرين لتماثل المعلومات المتاحة.

ث. في ظل السوق الكاملة الكفاءة، تعكس القيمة السوقية للسهم تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها.

وفي الواقع العملي يصعب توافر هذه الشروط في العديد من الأسواق، فمثلا الشرط الذي ينص على أن المعلومات متاحة لجميع المستثمرين وتصل بنفس الوقت وبنفس القدر؛ غير واردة، حيث أنه في الواقع يمكن تسريب المعلومات عن طريق أعضاء مجلس الإدارة إلى الأصحاب أو الأقارب فيتم استغلالها من طرف المستثمر الذي تصل إليه المعلومة أولا. كما أن المستثمرين قد يختلفون في الاستجابة لهذه المعلومات بسبب اختلاف ثقافتهم المالية أو القدرة الاستيعابية وبالتالي من الصعب أن تكون التوقعات واحدة. كما أنه لا يمكن إلغاء فكرة وجود تكاليف وقيود على المعاملات.

أما الشرط الذي يتسم بالواقعية وسهولة تحقيقه هو سعي المستثمرين إلى تعظيم المنفعة من خلال استغلال ثرواتهم وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعكس هذا الشرط الانتقال من الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

2. الكفاءة الاقتصادية:

تتحقق الكفاءة الاقتصادية عند وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية¹ حيث أن قيمة الورقة المالية قد تكون أعلى أو أقل لبعض الوقت على الأقل، لكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من التكاليف الاستثمارية، لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباح غير عادية

3. الكفاءة التخصيصية:

ترتكز المهمة الأساسية لسوق الأوراق المالية في تحويل فائض الأموال إلى من يحتاج إليها وحتى تتم هذه العملية بكفاءة التخصيصية يجب تحويل وتوجيه هذه الموارد إلى المشاريع الاقتصادية التي تحقق أكبر ربحية ومنافع اقتصادية للدولة و لكافة المجتمع وهذا ما يقصد به كفاءة التخصيص. ويتسع مفهوم الكفاءة التخصيصية ليشمل قدرة المدخرين على شراء الأوراق المالية التي تتناسب مع تفضيلاتهم الاستثمارية فيما يتعلق بمستويات العائد ودرجات المخاطرة²

¹ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 34.

² - حوحو فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص 69.

ولابد هنا من التأكيد أن هناك من الأسباب ما قد تؤدي إلى انخفاض أو عدم كفاءة سوق الأوراق المالية نذكر منها:

- عدم دقة المعلومات المنشورة وتأخر نشرها على المتعاملين وبالتالي قلة فائدتها وعدم كفايتها وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية عنها مما يؤثر على اتخاذ قرارات صائبة.
- انخفاض عدد المتعاملين لتوظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول والتأثير على سيولة السوق.
- استفادة المدراء وكبار العاملين في بعض المؤسسات وفي بعض الأحيان محللين أساسيين من مزايا في الحصول على معلومات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب متعاملين آخرين في السوق.
- تأثير التضليل الإعلامي مثلاً عندما يحدث تضخيم أرقام المبيعات والأرباح ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية مما يتسبب في انهيار الثقة في المؤسسات المالية والمؤسسات المعنية ومن ثم في سوق الأوراق المالية¹.

ثانياً: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

قد جاء تقسيم كفاءة السوق المالية إلى ثلاثة مستويات عن الدراسة التي قام بها فاما FAMA والتي بين من خلالها أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظريته المستقبلية يمكن التمييز بين مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية كما يلي²:

1. المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية:

يعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة الضعيفة والتي تقتضي بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليها في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الفترات الماضية "مسألة عديمة الجدوى"، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار. يعني أنه لا يمكن الاستفادة من المعلومات التاريخية للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار وأن أسعار التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط.

¹ - معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص 83.

² - حمزة محمود الزبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط1، 2001، ص 124.

2. المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية:

طبقا لهذا المستوى فإن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس كلا من المعلومات المتضمنة في سلسلة الأسعار التاريخية والمعلومات العامة المتاحة عن تلك الأوراق وخصوصا المعلنة والمنشورة، وفي ظل هذا المستوى من الكفاءة يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد أعلى من العادية، اعتمادا على تلك المعلومات العامة المتاحة والمنشورة¹. يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة والمنشورة لعامة الناس، فإذا استجابت الأسعار وعكست تلك المعلومات بالسرعة المطلوبة تكون السوق كفءة والعكس بالعكس².

3. المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية:

يقتضي فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن دائرة المعلومات في هذه الصيغة تكون أوسع ما يمكن، فبالإضافة إلى المعلومات العامة نجد المعلومات الخاصة، التي لا تكون في متناول عموم المستثمرين بل لا يصل إليها إلا من كان داخل السوق، وبالتالي تعكس الأسعار كل هذه المعلومات الخاصة والعامة³. وفي هذه الحالة لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية.

وتتحقق أعلى درجات الكفاءة إذا تمكنت السوق من القضاء على أية درجة من عدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين سواء عن طريق القضاء على مسبباتها أو باستخدام القواعد المحددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة⁴.

غير أن العديد من الدراسات أثبتت أن كبار العاملين بالمؤسسة ومديرو المؤسسات المتخصصة، مثل صناديق الاستثمار، يمتلكون ميزة المعرفة للمعلومات والوصول إليها بسرعة عن باقي المستثمرين، وبالتالي يمكنهم أن يحققوا أرباح غير عادية⁵. والشكل البياني التالي يبين مختلف مستويات كفاءة السوق .

¹ - حمدوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، رسالة دكتوراه، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007، ص 62.

² - محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999/2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، العدد 3، ص 85.

³ - زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة الأسواق المالية العربية - أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004، ص 24.

⁴ - عبد المطلب عثمان محمود، مرجع سبق ذكره، ص 120.

⁵ - إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

الجدول رقم (3):مختلف مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

مستوى الكفاءة	البيانات التي يؤثر احتكاكها على مستوى الكفاءة			توفر المعلومات	الأرباح
	معلومات تاريخية	معلومات عامة	معلومات خاصة		
المستوى القوي	X	X	X	تكون المعلومات متاحة للجميع وفي نفس الوقت	عدم إمكانية تحقيق أرباح غير عادية
المستوى شبه قوي	X	X	-	المعلومات المنشورة	عدم إمكانية تحقيق أرباح غير عادية
مستوى الضعيف	X	-	-	ضعف التنبؤ	عدم تحقيق أرباح غير عادية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على محمد صالح الحناوي، "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص132 .

ثالثا: المعلومات وأثرها على كفاءة سوق الأوراق المالية

تعكس المعلومات مجموع البيانات المنظمة والتي لها معنى وقيمة للمستفيد، الذي يقوم بدوره بتفسيرها من أجل استخدامها في ترشيد القرارات الاستثمارية. وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في معرفة كافة الأنشطة والعمليات التي تقوم بها المؤسسة المصدرة للأوراق المالية، ولهذا لا بد أن تكون المعلومات واضحة، موضوعية تتصف بالدقة والشفافية وتعرض في الوقت المناسب، ومتاحة لكافة المستخدمين بصورة متماثلة من حيث سرعتها وتكاليف الحصول عليها وعدالة فرص الاستفادة منها. ويتم تلخيصها ونشرها بسرعة وخلال فترات متتالية، حيث تُظهر التغيرات التي تطرأ على وضع المؤسسة والتي تؤثر باستمرار على قرارات المستثمرين.

و تعتبر المعلومات في سوق الأوراق المالية المحور الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية وكذلك في تحديد مفهوم الكفاءة¹؛ حيث أنه لنتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر جملة من الخصائص أمه المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير .

وتنعكس الأهمية الاقتصادية للمعلومات المالية في ثقة المتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية، وتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لهم وبانخفاض تكاليف الحصول عليها وبتحقيق أكبر منفعة، وأن تعكس هذه

¹ - الجودي ساطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية - مع دراسة حالة الجزائر - رسالة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص255.

المعلومات واقع الجهات المصدرة للورقة المالية¹. وبالتالي تعد المعلومات والبيانات أحد أهم الركائز والمحددات لتطور سوق الأوراق المالية بل إن كفاءتها تعتمد بشكل رئيسي على قدر ما توفره من معلومات وما تتمتع به من مصداقية.

إنّ العلاقة بين المعلومة التي يتم نشرها وبين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية. كما أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات والاعتماد عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وتشير الكثير من الدراسات أن وجود سوق مالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا للاقتصاد والنظام المالي والمعلومات عن جميع أنشطة المؤسسات التي يتم التعامل بأوراقها وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق².

ويكون الإفصاح عن المعلومات من خلال:

- القوائم المالية والكشوف الدورية التي تنشرها المؤسسات المدرجة عن نشاطها إلى المساهمين،
- التقارير الخاصة التي تنشرها شركات السمسرة، خاصة عن بعض الأوراق المالية (مثل توصيات بالبيع والشراء أو الاحتفاظ بها).

- ما تنشره الصحف والمجلات المتخصصة في مجال الاقتصاد والبورصة.

وبناءً عليه، فإذا كانت هذه المعلومات مشجعة على الاستثمار في أسهم هذه المؤسسة فإنه سوف يسجل زيادة الطلب على هذه الأسهم مما سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها والعكس سيحصل تراجع الطلب إذا كانت المعلومات غير مشجعة.

¹ - كلثوم جريو، محمد يدو، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 1، 2017، ص121.

² - سامية لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، 2009/2010، ص90.

المطلب الثالث: ماهية مؤشرات قياس سوق الأوراق المالية:

تتباين الأسعار في سوق الأوراق المالية ولا تثبت على حال ويتعرف المستثمر على اتجاهاتها عن طريق ما يعرف بمؤشرات السوق، حيث تعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة للشراء والبيع فهو وسيلة مهمة لرصد التطورات التي تشهدها أسواق الأوراق المالية ودرجة فعاليتها، بمعنى أن مؤشر سوق الأوراق المالية يقيس مستوى الأسعار في السوق.

أولاً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من المفاهيم الخاصة بالمؤشرات، سنشير إليها على سبيل الذكر لا الحصر:

- المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعبر عن تغيرات أسعار التعامل في سوق معينة، وتعتبر مؤشرات سوق الأسهم من الأدوات التي تمكن المستثمر من تحليل الأداء الكلي للسوق والتعرف على اتجاهاته هبوطاً وصعوداً، ثم إمكانية التنبؤ باتجاهات المستقبل، وعندما تبنى هذه المؤشرات على أسس سليمة فإنه يمكن القول بأن هذه المؤشرات تعبر عن السوق¹.

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية هي مؤشرات أسعار، مستقرة زمنياً، يتم حسابها من واقع القيمة السوقية لمحفظه أوراق مالية وباعتباره بارومتر لتطور السوق، فيجب أن يكون مبسطاً معبراً عن واقع حال السوق الصعودي أو الهبوطي².

تعطي مؤشرات الأسهم تفاصيل أكثر من مؤشرات السندات إلا أن مؤشرات السندات تفيد في إعطاء معلومات كافية حول حركات أسعار الفائدة. وتستخدم رموز لنشر مؤشرات الأسواق وتدل هذه الرموز على مختصرات لأسماء الشركات مثلاً: (F) لشركة Ford، (DIS) لشركة Disney، (MSFT) لشركة Microsoft³. ويوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس حالة السوق وهي⁴:

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

مؤشر داو جونز الصناعي الذي يعتبر مؤشراً خاصاً ببورصة نيويورك ويعد من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً. يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي لأسعار ثلاثون (30) شركة صناعية ويقسم على عددها.

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

معينة، ومنها على سبيل المثال: مؤشرات داو جونز لصناعة النقل أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

3. **مؤشرات الأسواق:** وهو مؤشر خاص بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يستعمل لمعرفة اتجاهاتها. مثل

مؤشر Nikkei 225 ومؤشر Nasdaq100.

¹ - عبد الرحمن أحمد صوراني، 111 سؤال في البورصة، دار الحافظ للكتاب، حلب سوريا، 2012، ص 135.

² - نشأ. عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، كتاب الأهرام الاقتصادي، مؤسسة الأهرام، القاهرة، العدد 72، 1994، ص 59.

³ - معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص 197.

⁴ - محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 274.

الفصل الأول الاطار النظري لسوق الأوراق المالية

و يوضح الجدول التالي بعض أشهر المؤشرات المتداولة في البورصات العالمية

الجدول رقم (4): بعض أشهر المؤشرات المتداولة في البورصات العالمية

الدولة	إسم المؤشر
و.م.أ. U.S.A	✓ داو جونز (Dow - JONES) تحتوي هذا المؤشر على 30 ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك ✓ ستاندرد أندبور (S&P500) تحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية نقل 40 شركة مجال المال والبنوك والتأمين) ✓ S&P 100 ✓ S&P400
انجلترا	✓ FT30 يجمع هذا المؤشر ثلاثين ورقة من الأوراق المالية الأكثر أهمية في البورصة لندن ✓ FTSE 100 وهو المؤشر الأكثر شهرة ويحتوي على 100 ورقة مالية تتمثل 70% من إجمالي رسملة البورصة الإنجليزية
فرنسا	CAC40 يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في البورصة باريس
ألمانيا	DAX يحتوي على 30 ورثة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة الألمانية
اليابان	Nikkei يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو

المصدر : عصام حسن، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 48 .

إلى جانب ما ذكر أعلاه، هناك مؤشرات متداولة ضمن الأسواق و البورصات العربي و هذا ما يتضح من خلال الجدول أدناه.

الجدول رقم (5): مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية

الدولة	إسم المؤشر
جمهورية مصر العربية	✓ CMA مؤشر الهيئة العامة لسوق المال ✓ E30 ✓ E20 ✓ E70 ✓ E100
دولة البحرين	BSE
المملكة الأردنية الهاشمية	ASE
دولة الكويت	KSE
الجمهورية اللبنانية	BSI
المملكة المغربية	MASI
سلطنة عمان	MSM
دولة فلسطين	AI-QUDS
دولة قطر	CBQ
المملكة العربية السعودية	NCFEI
الجمهورية التونسية	BVMT
الإمارات العربية المتحدة	NBAD
الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية	DZAIR INDEX دزاير أندكس

المصدر : عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2010، ص 51 .

بالإضافة إلى ما أشير إليه أعلاه، الجدول التالي يوضح لنا مؤشرات بعض الأسواق الناشئة

الجدول رقم (6) : مؤشرات بعض الأسواق الناشئة

الدولة	إسم المؤشر
سنغافورة	OCB Index
كوريا الجنوبية	KCS Index
تايلاند	SET Index
هونج كونج	HANA SANG Index
أندونيسيا	JSE Index
ماليزيا	KLSE index

المصدر: محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2002، ص381.

ثانياً: أهمية واستخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهدافها

تكتسي مؤشرات سوق الأوراق المالية أهمية بالغة إلى جانب تعدد استخداماتها، نميز بين الأهمية والاستخدامات على النحو التالي: وهناك استخدامات عديدة لمؤشرات سوق الأوراق المالية تهم المستثمرين وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق

1. أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعد المؤشرات المالية مرآة تعكس أداء سوق الأوراق المالية، حيث أن المؤشر يقيس أداء أكبر الشركات داخل السوق. وبما أن سوق الأوراق المالية تعكس الظروف الاقتصادية العامة داخل الدولة يمكن بيان أهمية المؤشرات فما يلي¹:

- تعكس الوضع العام داخل السوق الذي يعكس بدوره الوضع العام للظروف الاقتصادية داخل الدولة صاحبة السوق.
- التنبؤ بالظروف الاقتصادية المستقبلية.
- تحديد طبيعة السوق هل هل يتجه نحو الصعود أو نحو النزول.
- قياس متوسط العائد الذي يحققه السوق.
- أداة للحكم على أداء المحافظ وكذلك تقييم أداء مديري صناديق الاستثمار، حيث تشكل الأساس في قراراتهم الاستثمارية.

2. استخدامات مؤشرات الأسواق المالية: لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين

وغيرهم من المتعاملين، حيث تستخدم لأغراض بناء التوقعات التي تعد أساس القرار الاستثماري، ومن أهم هذه الاستخدامات:

¹ - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص376.

أ. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم:

يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل. كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط، والتي تُنبؤ بحركة السوق. وتفيد هذه التحليلات متخذي القرار الاستثماري في عملية اتخاذ وترشيد قراراته الاستثمارية¹.

ب. الحكم على أداء المديرين المحترفين:

حيث يمكن للمستثمر الذي يملك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق، وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق².

ت. متابعة أداء المحافظ الاستثمارية:

إن حركة مختلف أسعار المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر السهم ومؤشر الأسعار، والذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد المحفظة إيجاباً وسلباً بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق³.

ث. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:

إذا أمكن للمحلل أو من يهمله الأمر معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات فإنه قد يمكّنه من التنبؤ مسبقاً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل كما يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق⁴.

3. أهداف استخدام مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

مهما الأمر يمكن استخدام مؤشرات أسواق الأوراق المالية لتحقيق أهداف متعددة نذكر منها⁵:

- تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ولمتابعة اجازات الشركاء، المكونة بأدواتها للمؤشرات المعنية، ولتحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.
- تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر.

¹ - جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار الكتب والوثائق العلمية، مصر، 210، ص 281.

² - محمد عبد الحميد عطية، نفس المرجع، ص 375.

³ - حليلة محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 136.

⁴ - زهير غرارية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولي، المملكة العربية السعودية، ط1، 1438هـ، ص 218.

⁵ - معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص 198.

- استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.
 - الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات الغير شرعية لبعض الشركات، وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية (Securities and Exchange Commission) وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات من خلال مؤشرات الربحية في الأسواق المالية.
- ثالثا: كيفية بناء المؤشرات:**

- تساعد معرفة بناء المؤشر، المحلل أو المستثمر، على فهمه والقدرة على قراءته بما يساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وتتكون المؤشرات من العناصر الأساسية التالية¹:
- 1. العينة:** يقصد بها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر وحتى تكون العينة ملائمة ينبغي أن تقوم على ثلاثة أسس هي: الحجم، الاتساع والمصدر.
- **الحجم:** القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.
- **الاتساع:** ويعني أن العينة المختارة تمثل وتغطي مختلف القطاعات المشاركة في السوق
- **المصدر:** المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي تبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي تتداول فيه الأوراق المالية، وليس أي مصادر أخرى.
- 2. الأوزان النسبية:** هي الأوزان النسبية التي يتم استخدامها في بناء المؤشر، وتعرف بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة ولتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم، التي يقوم عليها المؤشر، يوجد ثلاثة مداخل أساسية متعارف عليها هي²:
- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمؤسسة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده والذي قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها.
 - **مدخل الأوزان المتساوية:** يعطي هذا المدخل قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل في المؤشر. ويعاب على هذا المدخل أنه لا يأخذ بعين الاعتبار حجم و أهمية المؤسسة.
 - **مدخل الوزن على أساس القيمة:** يعطي هذا المدخل وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر.

¹ - محمد عبد الحميد محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 377، 378.

² - حليلة محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 138.

3, بناء المؤشر العام:

توجد العديد من الأساليب لبناء مؤشر أسواق الأوراق المالية ومن أشهرها¹:

✓ المؤشرات المبنية على أساس القيمة.

✓ المؤشرات المبنية على أساس السعر.

✓ المؤشرات المبنية أساس السعر النسبي.

✓ المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية.

ولكل نوع من هذه المؤشرات مزايا وعيوب، لكن فوائد المؤشرات عموما تتمثل في إعطاء تصور شامل لأداء السوق وتحول هذا التصور إلى أسلوب كمي يعكس اتجاه السوق سواء كان هذا الاتجاه صعوديا أو هبوطيا. ومن ضمن الفوائد المهمة للمؤشرات قياس قوة التدفقات النقدية في أسواق المال ومعرفة تأثيرها على السوق سلبا أو إيجابا.

¹ - عصام حسن، مرجع سبق ذكره، ص 45-46.

خلاصة الفصل

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح الإطار المفاهيمي المرتبط بسوق الأوراق المالية التي لطالما كانت من المفاهيم التي نالت حيزا كبيرا من اهتمام الاقتصاديين، لاسيما بعد التطورات التي عرفها العالم والتي جعلت من هذه السوق المحرك الأساسي لعجلة النمو وركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي ودعامة قوية من دعائمه. ولا يمكن تصور تحقيق التنمية إلا بوجودها خاصة في ظل الأنظمة الاقتصادية المعاصرة، وذلك انطلاقا من أن سوق الأوراق المالية تعمل على توفير المعلومات وتحديد أسعار الأوراق المالية وبالتالي توفير فرص الاستثمار في مجالات مختلفة.

وبناء عليه، تم تحديد ماهية سوق الأوراق المالية من حيث المفهوم، النشأة، شروط القيام، بالإضافة إلى التركيز على دورها، وظائفها وأدواتها وآليات تنظيمها؛ وكذلك مختلف العناصر المتعلقة بكفاءة السوق والمتمثلة في المفهوم، أنواع الكفاءة ومتطلباتها، مختلف صيغها ومستوياتها. إلى جانب ذلك كله تم إبراز مؤشرات السوق، ومختلف أنواعها، استخداماتها، أهميتها، وكيفية بناء هذه المؤشرات.

توصلنا من خلال مختلف محاور هذا الفصل إلى أن سوق الأوراق المالية بحكم ماهيتها وأهميتها ووظائفها ومختلف الأساسيات التي تخصها هي جديرة بأن تكون أداة مثلى لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل وهذا ما سيتم مناقشته بالتفصيل في الفصل الموالي.

الفصل الثاني

تمويل الاستثمار عن طريق سوق الأوراق المالية

تمهيد:

لكي ينمو الإقتصاد لابد من إيجاد وتهيئة الظروف اللازمة للنمو والتي تعتمد على توفير كميات معينة من عناصر الإنتاج وضرورة إختيار أفضل الطرق للإستخدام تلك الموارد إستخداما فعالا. وتعتبر عملية زيادة الطاقات الإنتاجية وتوفير رأس المال للإستثمار الطريق الأمثل لخلق أساسيات التنمية الإقتصادية. ولإسراع في التنمية لا بد أن تواكبه زيادة في الإستثمارات وإستغلال الطاقات المتاحة في المجتمع فقلة الإستثمار وندرة رأس المال يؤثر على التنمية التي أصبحت تتطلب تحرير سوق رأس المال وتشجيع الإستثمار المحلي والسماح للإستثمار الأجنبي.

لقد أصبح موضوع الإستثمار من الموضوعات التي تحتل مكان مهم وأساسي في الدراسات الإقتصادية والمالية وتطورت النظريات التي تعالج أسس الفكر الإقتصادي وأصبحت العملية الإستثمارية تحتاج إلى دراسة وتحليل لمعطيات الإستثمار. وعلى المستوى العالمي، ومنذ السبعينات من القرن الماضي، أصبحت مسألة الاستثمار مسألة رئيسية خاصة بعد أن تحولت الإقتصاديات الأوروبية إلى إقتصاديات عالمية وبرز الإقتصاد الأمريكي كقوة إقتصادية دولية جديدة وظهرت بوادر الإقتصاد الليباني الحديث.

ولتوضيح أهمية الاستثمار ومصادر تمويله المختلفة والتركيز على دور سوق الأوراق المالية كآلية هامة في تمويله جاء هذا الفصل في ثلاث نقاط أساسية هي:

- الإطار النظري لعملية الاستثمار
- صيغ تمويل الاستثمار
- التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية

المبحث الاول: الإطار النظري لعملية الاستثمار

تتفاوت أهداف ودوافع الأفراد والمؤسسات من استثمار أموالهم، فمنهم من يرغب في توفير دخل إضافي في المستقبل لتأمين الاحتياجات الضرورية ومنهم من يستثمرون أموالهم على أمل التعويض عن الآثار السيئة التي قد يخلفها التضخم على مدخراتهم بمرور الوقت وهناك من يستثمر لغرض الاستمرارية والتوسع والانتشار.

ضمن هذا السياق سيتم التطرق إلى ماهية الاستثمار وأدواته ومجالاته بالإضافة إلى البحث في العوائد والمخاطر المترتبة على قرار الاستثمار.

المطلب الاول: ماهية الاستثمار

يعتبر الاستثمار من المواضيع التي تحتل مكانة هامة في الدراسات والبحوث في مختلف المجالات. وسنحاول ضمن هذا السياق تحديد مفهوم للاستثمار من الناحية الاقتصادية والمالية وذلك على النحو التالي: أولاً. **تعريف الإستثمار:** هناك العديد من التعاريف التي قدمت للاستثمار سنشير لها على سبيل الذكر لا الحصر، حيث يعرف الاستثمار على أنه:

- عملية إقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني، تقوم على أسس وقواعد علمية عقلانية، بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيم تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية، وفي ظروف تتسم بالأمان قدر المستطاع مع عدم إستبعاد هامش مقبول للمخاطر¹.
- كما يمكن أن يعرف الاستثمار على أنه ذلك الجزء من الدخل الغير مستهلك يعاد استثماره في العمليات الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج أو توسيعه أو المحافظة عليه مما يجعله يحقق إضافة حقيقية لإقتصاد البلد أو لتحقيق زيادة فعلية في الثروة وفي أدوات ومجالات إستثمارية متنوعة².
- كما يمكن تعريفه على أنه التضحية بالموارد التي تستخدم في الحاضر على أمل الحصول على إيرادات في المستقبل، حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار³. وأن هذه التضحية المؤقتة بالأموال ترتبط عادة بثلاثة أبعاد جوهرية تشكل أساس العملية الاستثمارية سواء للفرد أو للمؤسسة أو للإقتصاد ككل وهي⁴:

¹ - معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره ص 17.

² - دريد كامل أشيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص 10.

³ - ABDELLAH BOUGHABA, Analyse et Evaluation de Projets p7.

⁴ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 21-22.

1. **العائد المتوقع:** وهو الأموال المتوقعة ويعد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية.
2. **درجة المخاطرة:** تتعلق بتحديد الأحداث المستقبلية المحتملة التي يمكن أن تؤثر سلباً على الأشخاص والممتلكات والبيئة المحيطة.
3. **الزمن:** هو المتغير الذي يخلق الرغبة في تحقيق العائد المتوقع والقدرة في تحمل المخاطرة). ولا يكفي مجرد احتمال تحقق عائد أو زمن لتحقيقه أو درجة المخاطرة لضمان العملية الاستثمارية بل لابد من أن يرافق ذلك مجموعة من العوامل الأخرى تزيد من الدافع الاستثماري للأموال الفائضة وتنشط حركة الاستثمار. ولعل أهم تلك العوامل نذكرها على النحو التالي¹:
 - توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات يجعلهم يقدرون أهمية توظيف مدّخراتهم وليس تجميدها في أوراق نقدية تتناقص قيمتها بفعل التضخم.
 - وجود أدوات استثمارية متعددة توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية وتضمن للمستثمرين اختيار المجال المناسب ويتم ذلك من خلال وجود سوق أوراق مالية تتسم بالكفاءة.
 - توفر البيئة الاستثمارية بوجود قوانين تحمي حقوق المستثمرين وتنظيم المعاملات الاستثمارية، ومناخ يتسم بالاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي يبعث بالطمأنينة ويخلق دوافع الادخار والاستثمار لدى الأفراد والمؤسسات الاقتصادية المختلفة.
- من خلال هذه التعاريف يمكننا صياغة تعريف للاستثمار وذلك بأن: الاستثمار هو عملية اقتصادية، له صلة وثيقة بمجموعة من المفاهيم الاقتصادية هي الإدخار والدخل والإستهلاك. ولأجل القيام بعملية الاستثمار لابد من وجود فوائض مالية بعد الإستهلاك ورغبة في التخلي عنها في الوقت الحالي للحصول على تدفقات مالية مقابل مخاطر مستقبلية مقبولة.

ثانياً. مبادئ الاستثمار:

- عند الإقدام على إختيار مشروع أو مجال نريد الاستثمار فيه فإنه ينبغي على المستثمر أن يراعي بعض المبادئ في مجال الاستثمار والتي نلخصها على النحو التالي²:
- 1- **مبدأ العقلانية في الإختيار:** يعتبر هذا المبدأ ركناً أساسياً من أركان القرار الاستثماري ويستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة بينما الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على إستقطاب هذه الفوائض تتسم بالوفرة³ وعليه يتوجب على المستثمر أن يتصف بالرشادة والعقلانية في عملية إختيار المشروع الذي ينوي الاستثمار فيه بحيث تتم دراسة المشروع من جميع جوانبه قبل البدء في عملية الاستثمار⁴.

¹ - محمد عدنان الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص 24.

² - جمال الدين برقوق، مصطفى كافي، مريم محمود، يوسف كافي، إدارة الاستثمار، دار الحامد، عمان- الأردن، ط1، 2016، ص 35.

³ - محمد مطر، إدارة الاستثمار، الاطار النظري والتطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، ط5، 2009، ص 42.

⁴ - عطا الله الزبون، مرجع سبق ذكره، ص42.

وكما زادت الفرص الإستثمارية المتاحة تتوفر لمتخذ القرار مرونة أكبر في إتخاذ القرار الناجح الذي يحقق أهدافه، وإذا كان المستثمر لا يملك المعرفة والمهارات الضرورية لتجميع المعلومات وتحليلها والتقويم بشأن الإستثمار الذي يناسبه فإن عليه أن يبحث على شخص له درجة عالية من النزاهة والخبرة.

2- مبدأ التحليل والمقارنة: المقارنة هي المفاضلة بين البدائل المتاحة للإختيار المناسب وما يلائم المستثمر من هذه البدائل¹، وهذا بعد توفر وتحليل المعلومات الضرورية والكاملة عن المشروع المراد الإستثمار فيه. كل هذا يدخل في سياق البحث عن الخيار الأمثل والبدل المقرر تبنيه.

3- مبدأ الملائمة: يقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيلي يحدد درجة إهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الإستثمار. ويطبق المستثمر هذا المبدأ عمليا عندما يختار من بين مجالات الإستثمار وأدواته ما يتوافق ورغباته.

ويمكن أن نلخص أهم العناصر الأساسية لقرار الاستثمار على النحو التالي²:

- معدل العائد على الإستثمار،

- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الإستثمار،

- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الإستثمار.

وتوجه المؤسسات المالية مدخراتها لأوجه الاستثمار الملائمة لظروفها الخاصة وذلك وفقا لما يعرف بنظرية القطاعات السوقية، وتفترض هذه النظرية بأن السوق المالي ينقسم عادة إلى قطاعات مختلفة يستقطب كل منها فئة معينة من فئات المستثمرين وذلك وفقا لميولهم الإستثمارية.

1- مبدأ التنوع:

يلجأ المستثمرين إلى التنوع من حيث العدد والقطاع بالإستناد إلى معايير منها³:

- سمعة المؤسسة.

- قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها،

- المؤشرات المالية السابقة،

وتهدف هذه الإستراتيجية إلى توزيع مخاطر الاستثمار. وإنتهاج سياسة التنوع ليست مطلقة نظرا للعقبات والقيود الكثيرة التي قد تتعرض سبيل المستثمر مما يفترض عليه أن يتوخى الحذر في إنتهاج وتطبيق هذه السياسة؛ إذ توجد حالات قد تتقلب فيها المزايا المنتظرة من التنوع إلى عواقب وخيمة على المستثمر.

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، ط1، 1995، ص225.

² - زياد رمضان، نفس المرجع، ص29.

³ - سهيل مقابلة، كيف نستثمر في سوق الأسهم - حالة سلطنة عمان - دار الراية، ط1، 2013 ص 123.

ثالثا: خصائص الإستثمار

يتميز الإستثمار بجملة من الخصائص نلخصها مايلي¹:

1- **تكاليف الإستثمار**: وهي كل المبالغ التي تم إنفاقها للحصول على الإستثمار وتشمل التكاليف الإستثمارية وتكاليف التشغيل.

- **التكاليف الإستثمارية**: وهي المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع والتي تنفق في بدايته على أن يحقق هذا الأخير تدفقات نقدية. وتتمثل في كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة بالإضافة إلي التكاليف المتعلقة بالدراسات التمهيديّة وتكاليف التجارب وتكاليف إجراء الدورات التدريبية وغيرها من تكاليف إنشاء المشروع.

- **تكاليف التشغيل**: بعد إقامة المشروع تظهر مجموعة جديدة من التكاليف الضرورية لإستغلال طاقات المشروع المتاحة في العملية الإنتاجية منها التأمين، مصاريف المستخدمين، مصاريف المواد اللازمة للعملية الإنتاجية وغيرها.

2- **التدفقات النقدية**: وهي المبالغ المالية المنتظر تحقيقها خلال المدة النفعية للاستثمار. وتحسب بعد خصم كل المستحقات على الإستثمار كالضرائب والرسوم والمستحقات الأخرى.

3- **مدة حياة المشروع**: وهي المدة المقدرة لبقاء الإستثمار واستمرار التدفق النقدي الموجب.

4- **القيمة المتبقية**: تقدر القيمة المتبقية للإستثمار عند نهاية مدة الحياة المحتملة، وهو الجزء الذي لم يستهلك من التكلفة الأولية وتعتبر إيرادا إضافيا بالنسبة للمؤسسة يضاف إلى تدفقات الدخل.

رابعا : أهمية وأهداف الإستثمار

على ضوء التطور الذي حصل في الفكر المالي والنظرية المالية وأصبحت أهمية الإستثمار تكمن في إستغلال المصادر الهامة والطاقات المعطلة وتطورت أهدافه ليصبح الهدف الأساسي هو تعظيم ثروة المستثمر.

1- أهمية الإستثمار:

يعد الإستثمار المحرك الأساسي للنشاط الإقتصادي ومن أهم العوامل لتحقيق التنمية الاقتصادية على اختلاف الانظمة الاقتصادية المتبعة. ولارتباطه بزيادة قدرات الانتاج والتجديد وفرص التوظيف واستغلال الموارد البشرية وتحقيق الرفاهية الإجتماعية؛ تسعى مختلف الدول لانجاز أكبر قدر ممكن منه.

لقد أصبحت مسألة الإستثمار مسألة رئيسية حيث أولته الدول المتقدمة إهتماما كبيرا وذلك من خلال إصدار القوانين والتشريعات المشجعة للإستثمار واللازمة لإنقال رؤوس الأموال²

يتمتع الاستثمار بمختلف أشكاله بأهمية كبيرة في عملية التنمية الاقتصادية، فهو عنصر مهم في توظيف الأموال وانتاج السلع والخدمات التي تزيد من الناتج المحلي الإجمالي وتقلل من الواردات وبالتالي

¹ - قطان السيوفي، إقتصاديات المالية العامة، دار الطرابلس للدراسات والنشر والترجمة، سورية، 1989، ص 303-305

² - هارون العشي، مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2018، ص34-35.

انتعاش اقتصاد البلد وفي الوقت نفسه تساعد في توفير فرص عمل جديدة للشباب ومنه زيادة الدخل الحقيقي للمجتمع وزيادة الاستهلاك الذي يحقق الرفاهية الاجتماعية.

أما بالنسبة للمؤسسة كوحدة إقتصادية يعتبر الإستثمار سبب وجودها وعامل استمرارها وأداة لتحقيق زيادة في الانتاج وتحقيق المردودية الاقتصادية بتحقيق أرباح تساهم في خلق استثمارات جديدة تعمل في ظل المنافسة. كما تكمن أهمية الإستثمار في تشجيع الابتكار والإختراع وتقديم حلول مبتكرة للمشاكل الإقتصادية وتنشيط وتسريع الدورة الإقتصادية والإستغلال الأمثل للموارد و رفع معدلات النمو الإقتصادي أما من الناحية الإجتماعية تكمن أهمية الاستثمار في توفير مناصب الشغل و القضاء على البطالة وتحسين مستوى معيشة أفراد المجتمع من خلال ارتفاع الدخل الوطني الاجمالي¹ والوصول بالمجتمع إلى أعلى درجات الرفاهية الإقتصادية. بالتالي نجد أن الدول تسعى جاهدة لجذب وتطوير وترقية الاستثمارات لما لها من تأثير ايجابي على مختلف النواحي والأطراف².

2-أهداف الإستثمار:

لابد أن يكون للمستثمر هدفا محددا من أجل تحقيقه، وتختلف الأهداف حسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر وطبيعة الإستثمار والمناخ الإستثماري ومستوى طموحاته الإقتصادية وما يتوفر له من معلومات بشأن فرص الاستثمار المختلفة ومصادر التمويل؛ فالإستثمار الحقيقي يعني تكريس الخصائص الأساسية التي يتميز بها وذلك من خلال تكريس التدفق النقدي ومراعاة الوقت بالإضافة إلى السعي لتحقيق أكبر عائد ممكن مع تجنب قدر الإمكان أو التقليل من أثار المخاطرة. وتحقق رشادة المستثمر تتحقق عندما يتمكن هذا الأخير من الموازنة بين العائد والمخاطرة³.

يهدف الإستثمار إلى إنعاش الإقتصاد وزيادة الرفاهية وتوظيف الأموال للحصول على عوائد مختلفة (عائد مالي، عائد إجتماعي ، عائد إقتصادي وغيرها). ويختلف هدف الإستثمار باختلاف نوع المستثمر، فقد يكون الهدف من الإستثمار تحقيق النفع العام كالإستثمارات التي تقوم بها الدولة مثل:

- تبني ديناميكية في القطاعات الانتاجية،
- تعزيز مكانة القطاعات التابعة للدولة،
- تحقيق زيادة في إنتاج السلع والخدمات لترقى إلى رفع قيمة الصادرات والتقليل من الواردات،
- زيادة قدرة جهاز الإنتاج الوطني وتقوية بنية الإقتصاد وتعميق التصنيع المحلي للخدمات والسلع المنتجة محليا وذلك بالاستخدام الكفاء لعوامل الإنتاج وأساليب الإنتاج والحد من الواردات والعمل على زيادة قدرة الدولة للتصدير،

¹ - صغيري سيد علي، دراسة تحليلية و قياسية لتأثير الاستثمار على سوق العمل حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2008.

² - منصوري الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2005-2006، ص34.

³ - نادية مسعودي، دراسة مقارنة لآثر الاستثمار على النمو الاقتصادي لدول MENA، خلال الفترة 1970-2009، باستعمال معطيات PANEL ، ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2011..

- التقليل من البطالة ومحاربة الفقر وذلك بتوفير فرص العمل لتحقيق مداخيل ورفع مستوى المعيشة وتخفيض الفوارق بين الطبقات في المجتمع وبالتالي تحقيق إستقرار إجتماعي.
- كما يكون الاستثمار من أجل تحقيق العائد كإستثمارات الخاصة التي يقوم بها الأفراد أو المؤسسات الخاصة، والتي تهدف في مجملها إلى:
- تعظيم العائد المحقق على الإستثمار، وذلك في حدود المستوى المقبول من المخاطرة، وأن تكون هذه العوائد غير منقطعة أي مستمرة وتحافظ على قوتها الشرائية وإستمرار السيولة النقدية، لأنها ضرورية لتغطية النفقات الجارية الخاصة بعملية التشغيل، الصيانة، التصليح¹
- إستمرار عملية الاستثمار والوفاء بالديون المستحقة ومواجهة متطلبات الحياة الإقتصادية والإجتماعية، لأن أي نقص في السيولة سيؤدي إلى تعطيل الطاقة الإنتاجية وتراكم خدمات الديون،
- الحفاظ على الأصول المالية والمادية، التي يمتلكها المستثمر، والإستخدام الكفء لهذه الأصول المستثمرة.

المطلب الثاني: مجالات وأدوات الإستثمار

تختلف مجالات الإستثمار وتختلف أدواته المتوفرة في كل مجال، وهذا ما يوفر للمستثمر بدائل إستثمارية متعددة تتيح له الفرصة لإختيار ما يناسبه منها.

فإذا وظف المستثمر أمواله في شراء وبيع الأراضي هذا يعني أدوات الإستثمار في مجال العقارات. وإذا وظف أمواله في شراء السندات أو في شراء الأسهم فإننا نقصد أدوات الإستثمار في مجال سوق الأوراق المالية.

أولاً: مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الإستثمار نوع أو طبيعة النشاط الإقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد فقد يكون في مجال الصناعة أو مجال السياحة أو غيرها. ويمكن تبويب مجالات الإستثمار كما يلي:

1- التبويب الجغرافي لمجالات الإستثمار

- يمكن تبويب الإستثمارات حسب هذا المعيار إلى إستثمارات محلية وإستثمارات خارجية²
- **الإستثمارات المحلية:** وهي الاستثمارات التي يكون فيها المستثمر محلياً، وتشمل جميع الفرص المتاحة للإستثمار في السوق المحلي مهما كانت أداة الإستثمار المستعملة.
 - **الإستثمارات الخارجية:** يساهم الاستثمار الاجنبي في التقليل من الواردات وذلك من خلال احلالها بالسلع المنتجة من طرف المستثمر الاجنبي، كما يمكن توجيه الفائض من هذه السلع للخارج مما يخفض من

¹ - معروف هوسيار، مرجع سبق ذكره، ص 20-21.

² - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 75.

الخلل في الميزان التجاري وتحسين ميزان المدفوعات¹. وتعتبر الاستثمارات الخارجية مصدرا للتمويل خاصة للدول المحدودة الدخل من مصادر طبيعية واقتصادية، كما تعمل على تحسين الاستثمار المحلي وخلق روح المنافسة بين المؤسسات المحلية وبالتالي تساهم في عملية التنمية من حيث زيادة الانتاج وتلبية احتياجات السوق وتقليص حجم البطالة².

لكن مع المزايا المذكورة أعلاه هناك بعض العيوب التي تتميز بها الاستثمارات الخارجية كهيمنة المستثمر الخارجي على بعض الصناعات في البلد المضيف وتهريب رؤوس الاموال المحلية عن طريق الارباح في المدى الطويل وزيادة البطالة نتيجة الاستخدام المفرط في التكنولوجيا³

1. التبويب النوعي لمجالات الإستثمار:

يمكن تصنيف الإستثمارات حسب التبويب النوعي كما يلي⁴:

أ. **الاستثمارات الإقتصادية:** وهي الأصول الحقيقية التي لها وجود حقيقي كالعقارات والمعادن الثمينة وغيرها، إذ تتمثل في أشياء مادية ملموسة وتتميز بقدرتها على الإضافة إلى الناتج الإجمالي.

ب. **الاستثمارات المالية:** وتمثل سندات الملكية وسندات المديونية وأدوات مالية لها صفات مشتركة مع سندات الملكية وسندات الدين. وتستمد هذه الأوراق قيمتها الإقتصادية من قيمة الأصول الحقيقية في المؤسسة المصدرة لها.

ت. **الاستثمارات المعنوية:** وتتمثل في أصول غير مادية على غرار شهرة المحل، براءات الاختراع والنفقات المتعلقة بتكوين العمال بالإضافة إلى نفقات الدراسات والبحوث وما شابه ذلك.

ث. **الاستثمارات البشرية:** تعمل الإستثمارات البشرية على بناء قاعدة بشرية من ذوي المهارات والمؤهلات والخبرات العلمية والمهنية والتكنولوجية وذلك بما يجعل القوى العاملة قادرة على إنجاز الوظائف التي يتطلبها التشغيل الإقتصادي في كافة النشاطات⁵

ج. **الاستثمارات المعلوماتية:** يؤدي الاستثمار المعلوماتي إلى زيادة القدرة على الابتكار وتطوير كفاءة الاستثمارات البشرية، ويساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والتحول الاجتماعي، بالإضافة إلى زيادة شفافية المعلومة الاقتصادية مما يترتب عليه وجود فرص استثمارية بأقل تكلفة.

¹ - مليكة يجليل، فاطمة دحماني، محور العلاقة القائمة بين الاستثمار المحلي وللاستثمار الاجنبي المباشر في الجزائر للفترة، 1998-2012-مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي، 2014، ص59.

² - بلال مرابط، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر على نمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة قياسية للفترة من 1986-2018، مجلة العلوم التجارية الجزائر، العدد1، 2019، ص 186.

³ - بلال مرابط، مرجع سبق ذكره، ص 186.

⁴ - عطا الله علي الزبون،، مرجع سبق ذكره، ص 24.

⁵ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص34.

2. التوبير الزمني لمجالات الاستثمار: تصنف الإستثمارات حسب مدتها الزمنية إلى¹:

- أ. إستثمارات قصيرة الأجل: وهي تلك الإستثمارات التي لا يتجاوز أجلها سنة وهي ضرورية لإستمرار العملية الإنتاجية، ويأخذ هذا النوع من الاستثمارات أشكال عديدة وأكثرها انتشارا الاستثمارات المالية مثل التسهيلات الائتمانية القصيرة الاجل
- ب. استثمارات متوسطة الأجل: وهي تلك الاستثمارات التي لا تتجاوز مدتها 5 سنوات ونجد هذا الصنف من الاستثمارات الاكثر انتشارا مثل مؤسسات النقل والاستثمارات في السلع والخدمات.
- ت. إستثمارات طويلة الأجل: وهي تلك الإستثمارات التي تزيد مدتها عن خمسة (5) سنوات وتتمثل هذه الإستثمارات في الهياكل الأساسية لعملية الإنتاج التي تُستعمل ويستفاد منها لفترة زمنية طويلة.
3. التوبير حسب طبيعة النشاط: يمكن تصنيف الاستثمارات وفقا لطبيعة النشاط الاقتصادي إلى المجالات التالية:

- أ. الاستثمارات الزراعية: والتي يتركز نشاطها في المجال الزراعي من حيث المنشآت والتجهيزات والمنتجات المنتجة بها
- ب. الاستثمارات الصناعية: وهي التي تنتج السلع والمواد الصناعية على اختلاف أنواعها وقد تكون موجهة للاستهلاك المباشر أو السلع الوسيطة لصناعات أخرى.
- ت. الاستثمارات الخدمية: يقدم هذا النوع من الاستثمارات خدمات متعددة المجالات كالصحة والتعليم والخدمات المصرفية.

4. التوبير حسب الصيغة القانونية: وفقا لهذا التوبير تنقسم الاستثمارات إلى:

- أ. إستثمارات عمومية: وهي إستثمارات ملك للدولة، تتولى القيام بها وإدارتها. وتهدف إلى تحقيق المصلحة العامة.
- ب. الإستثمارات الخاصة: يقوم هذا النوع من الإستثمارات على مبادرات الأفراد أو المؤسسات الخاصة وتتخذ هذه الإستثمارات صيغ مختلفة هدفها تحقيق أقصى ربح بأقل تكلفة.
- ت. الإستثمارات المختلطة: في هذا النوع من الإستثمارات يتم المزج بين القطاع العام الذي يهدف إلى تحقيق المصلحة العامة والقطاع الخاص الذي يهدف إلى تحقيق الربح (المصلحة الخاصة).

ثانيا: أدوات الإستثمار

يقصد بأداة الإستثمار ذلك الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر مقابل المبلغ الذي يستثمره. ويعتبر مفهوم مجال الاستثمار أكثر شمولاً من مفهوم أداة الاستثمار، فمثلا اذا وظف مستثمر أمواله في الاستثمارات المحلية وآخر وظف أمواله في استثمارات اجنبية هنا يتجه تفكيرنا نحو مجال

¹ - عقيل جاسم عبد الله، مدخل في تقييم المشروعات، (الجدوى الاقتصادية والفنية وتقييم جدوى الاداء) ، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 1999، ص18-22.

الاستثمار، أما إذا استثمر الأول أمواله في سوق الأوراق المالية بينما وظف الآخر أمواله في سوق العقار هنا يتجه تفكيرنا نحو أداة الاستثمار¹.

وتنقسم أدوات الاستثمار إلى صنفين رئيسيين هما:

1. أدوات الإستثمار المالي الطويلة الاجل: وتتمثل في:

أ. **الأوراق المالية:** تعتبر الأوراق المالية من أدوات التمويل الهامة في أهم وأبرز أدوات الإستثمار المالي لما تتميز به توفير السيولة الضرورية لتمويل المشاريع الاستثمارية وإمميزات هامة للمستثمر لا تتوفر في أدوات أخرى للإستثمار. وللاوراق المالية عدة أصناف تختلف عن بعضها البعض حسب معايير ومقاييس مختلفة²، وتتمثل بشكل عام في مختلف الأسهم والسندات.

ب. **صناديق الإستثمار:** تمثل وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية المستثمرين يمكن تعريف صناديق الاستثمار على أنها مؤسسات مالية للاستثمار الجماعي، وهي تعمل كوعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهات ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية لزيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة وغيرها³.

ويمكن تصنيف صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع أهمها حسب معايير مختلف فمثلا حسب الجهة المنشأة لها نجد: صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة وهي صناديق ذات رأس مال ثابت تقوم بإصدار وثائق قابلة للتداول بالبوصلة وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التي تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود. و صناديق الاستثمار المتوازنة والتي تتشكل محافظها من مجموعة كبيرة من الأوراق المالية، وذلك بهدف توزيع المخاطر وتحقيق ربحية عالية، صناديق الاستثمار المتخصصة والتي تتخصص في نوع معين من الاستثمارات كذلك صناديق الاستثمار الإسلامية التي تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الجي يمزج بين الاستثمار والعمل.

لقد أوجدت صناديق الاستثمار خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين خاصة صغار المدخرين، وذلك بإيجاد وسيلة لتنويع إستثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة⁴.

ت. المحافظ الإستثمارية:

هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الإستثمار المالي تتكون من أصلين أو أكثر وتختلف في تنوع أصولها وجودتها فمن حيث الجودة يمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد والمخاطر وأخرى مرتفعة العوائد

¹ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره ص 61.

² - شمعون شمعون،، مرجع سبق ذكره، ص 21.

³ - محمد أحمد عنتر، الإدارة المالية والاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ط1، الاردن، 2009، ص 24.

⁴ - بودة فاطمة، كحلي فتية، طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومساهمتها في التنمية المستدامة، مداخلة ضمن الملئقى الدولي حول المالية الإسلامية، تونس 27-28 جوان 2013، ص3.

والمخاطر. أمّا من حيث النوع فيمكن تقسيمها إلى محافظ استثمارية تختص في الأوراق المالية كالأسهم وأوراق مالية حديثة، ومحافظ استثمارية تختص في الأصول الحقيقية كالعقارات والذهب، وأخرى تجمع بين الأصول المالية والحقيقية. وتعتبر المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك التشكيلة المتنوعة من الأصول وأدوات الاستثمار التي تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر.¹

ث. الصكوك الإسلامية:

تعتبر الصكوك الإسلامية أهم منتج للصيرفة الإسلامية وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع. وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري تصدر باسم مالكها، فيحصل على نصيبه من العائد يحدد بنسبة مئوية عند التعاقد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك.

تتميز الصكوك الإسلامية بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل.

2. أدوات الاستثمار الحقيقي:

من أهم أدوات الاستثمار الحقيقي نجد العقار، السلع والمشاريع الاقتصادية²:

أ. **العقار:** يعتبر العقار من أدوات الاستثمار الحقيقي المربح، يتصف بإنخفاض سيولته مقارنة بالاستثمار المالي. ويعتبر شراء المنازل والأراضي من أكثر أنواع استثمارات العقار شيوعاً، باعتباره يوفر درجة عالية من الأمان لأن المستثمر في العقار يملك أصلاً حقيقياً يستطيع التصرف به بحرية.

يتم الاستثمار في العقارات بشكل مباشر ك شراء عقار حقيقي مثل المباني أو الأراضي وغيرها، و إما بشكل غير مباشر عن طريق سند عقاري صادر عن بنك استثماري في مجال العقارات أو بالمشاركة في محافظ مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية وتقوم هذه المؤسسات بإصدار سندات تحصل بواسطتها على أموال تستعملها فيما بعد لشراء أراضي أو إنجاز مباني³.

ب. **السلع:** تشكّل السلع إحدى أدوات الاستثمار الحقيقي لما تتمتع به من مزايا إقتصادية تجعل منها أداة استثمارية جيدة، ومنها ما يتم التعامل به في أسواق متخصصة ومعروفة (بورصات السلع). ولا بد من توفر شروط معينة في السلعة حتى يمكن التعامل بها في بورصة السلع، بحيث يجب أن تكون السلعة متجانسة قابلة للتصنيف حسب نوعيتها ولا يمكن إحتكارها، ويتم التعامل بها في صورتها الخام أو نصف المصنعة.

¹ - غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2008، ص17.

³ - شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية لجمهورية مصر، مذكرة دكتوراه جامعة الجزائر، 2011-2012، ص53.

تُحدّد في هذه الأسواق أسعار هذه السلع وتُرتَّب حسب صنفها كسوق الشاي في سيرلانكا وسوق الذهب في لندن والقطن في نيويورك والبن في البرازيل وغيرها. وأغلب عقود التعامل بهذه السلع هي عقود مستقبلية وتتمتع هذه الأدوات بدرجة عالية من الرونة والسيولة كون أسعارها معلنة وتخضع للمساومة¹.

ث. المشاريع الاقتصادية: هي من أدوات الإستثمار الحقيقي التي تعتمد على أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات وغيرها، وتتنوع بين مشاريع صناعية أو تجارية أو يؤدي الإستثمار في المشاريع الاقتصادية إلى زيادة في الناتج المحلي وتراكم رأس المال الثابت وتزيد من ثروة المالكين، كما تتصف بتحقيق عوائد مقبولة ومستمرة مع توفير قدر كبير من الأمان لدى المستثمر، باعتباره يحوز على أصول حقيقية لها قيمة ذاتية وبالتالي درجة مخاطرة منخفضة.

كما تنتج هذه المشاريع سلعا وخدمات تحقق إشباعا للأفراد، وتعمل على توظيف جزء من العمالة²، ولهذا يرتبط الإستثمار في المشاريع الاقتصادية مباشرة بالتنمية الاقتصادية للمجتمع. بالإضافة إلى مساهمتها في تنشيط القطاعات الأخرى³.

المطلب الثالث: العوائد والمخاطر المرتبطة بقرار الاستثمار

يعتبر القرار الاستثماري عملية اختيار بين مجموعة من البدائل الاستثمارية، يترتب عليه تحديد حجم الأموال ومجالات استثمارها. ويرتبط أي قرار إستثماري بعنصرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، حيث يعتمد نجاح أي إستثمار على العوائد المتوقعة ودرجة المخاطر المحتملة.

أولا مفهوم العائد على الاستثمار

يهدف الإستثمار إلى تحقيق عائد على الأموال المستثمرة لأن الإحتفاظ بالأموال دون إستثمارها يتضمن تكلفة الفرصة البديلة. ويعتبر العائد أهم متغيرات العملية الإستثمارية لأن من خلاله تتم عملية قياس تزايد ثروة المستثمر.

1-تعريف العائد: يُعرف العائد على أنه الدخل المتحقق نتيجة إستخدام أموال متاحة خلال فترة زمنية معينة. كما أنه المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر⁴.

¹ - دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 57-59 .

² - متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2016، ص 32.

³ - زياد رمضان، ، مرجع سبق ذكره، 1998، ص 44.

⁴ - الحسيني حسن فلاح ، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص 177.

من خلال التعريف نقول بأن العائد هو أحد الركائز التي يستند عليها المستثمر في إتخاذ قراره الإستثماري.

1. أنواع عوائد الاستثمار: يمكن التمييز بين أنواع العوائد على النحو التالي:

أ. **العائد الفعلي:** وهو العائد الذي حققه المستثمر فعلا نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار
ب. **العائد المتوقع:** وهو المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلا نظير إستثماره لأمواله. وهو تنبؤ بالمستقبل، يتوقف على مدى صحة ودقة المعلومات المتوفرة لدى المستثمر. ويهدف المستثمر إلى تحقيق العائد المتوقع لكنه في النهاية قد يحصل على العائد الفعلي الذي يكون أعلى أو أقل مما كان متوقعا.

ت. **العائد المطلوب:** يعرف العائد المطلوب بأنه أدنى معدل عائد للإستثمار يطلبه المستثمر لتعويضه عن تحمل المخاطر وتأجيل الإستهلاك الحالي للمستقبل¹. فإذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب فسوف يقبل المستثمر الاستثمار بنوع من أنواع الاستثمار أما إذا كان العائد المتوقع أقل أو يساوي معدل العائد المطلوب فإن المستثمر يرفض الاستثمار².

2. العوامل المؤثرة في العائد: هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على العوائد وهي:

أ. فترة الإستحقاق،

ب. مدى إمكانية تسهيل الأداة الإستثمارية في الوقت المناسب،

ت. مخاطر عدم الوفاء ومعدل الضريبة.

ثانيا: مفهوم المخاطر على الاستثمار.:

يؤكد الواقع بأن المستثمر يسعى دائما لتعظيم العائد ويرتبط ذلك بشكل كبير بتحديد المخاطر المحيطة بهذا العائد. وخطر الاستثمار يعني حلة عدم التأكد من تحقيق العائد المتوقع ومن هنا تظهر الأهمية الكبيرة لدراسة المخاطر المتعلقة بالإستثمار.

1- تعريف المخاطر على الاستثمار:

تعددت التعاريف الخاصة بالمخاطر على الاستثمار، حيث يمكن تعريفها على أنها:

- احتمال تقلب العوائد المستقبلية من الإستثمارات أي احتمال إختلاف العائد الفعلي للإستثمار عن العائد المتوقع وكلما زاد الإختلاف زادت المخاطرة³.

- التقلبات التي تحدث في قيم الأصول الإستثمارية وعوائدها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في النشاطات الإقتصادية والأسواق المالية⁴

¹ - جمال الدين برقوق، مرجع سبق ذكره، ص65.

² - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- تجربة مصر- مرجع سبق ذكره، ص64.

³ - زهير غراية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، مرجع سبق ذكره، ص64.

⁴ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، 2015، ص235.

- عدم إنتظام هذه العوائد في قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المستثمر وذلك راجع الى حالة عدم اليقين بالتنبؤات المستقبلية¹

من خلال التعاريف أعلاه يتضح أنّ المخاطرة في الاستثمار هي إحتمال تباين العوائد المحققة عن العوائد المتوقعة سواء كان ذلك بالزيادة أو النقصان. ويؤدي عدم إستقرار المتغيرات البيئية الخارجية كالأوضاع الإقتصادية والسياسية والتطورات التكنولوجية إلى زيادة عنصر المخاطرة.

2. أنواع المخاطر على الاستثمار:

يمكن تصنيف المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار على النحو التالي:

أ. **المخاطر النظامية:** هي تلك المخاطر الخارجية التي تتعلق بالنظام المالي العام التي ترتبط بجميع مجالات وقطاعات الإستثمار. من خصائص هذه المخاطر صعوبة التخلص منها ولا يقتصر تأثيرها على مؤسسة معينة أو قطاع معين. ويرجع سبب هذه المخاطر إلى التغيرات الإقتصادية والسياسية والإجتماعية. وتعتبر تغيرات السوق أهم مصدر للمخاطر النظامية التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة².

ب. **المخاطر غير النظامية:** هي مخاطر داخلية مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الإقتصادي ككل ناتجة عن عوامل تخص قطاع معين أو تتعلق بمؤسسة معينة. ترتبط بأحداث إدارية أو مالية أو تسويقية أو إنتاجية أو فنية للمؤسسة تؤثر على مبيعاتها وأرباحها³.

ثالثا: العلاقة بين العائد والمخاطرة

تعتبر المخاطر ظاهرة ملازمة للإستثمار، فلا يكاد يخلو أي إستثمار من إحتتمالات الخسارة. وتختلف مجالات الإستثمار وأدواته من حيث درجة المخاطرة وكذلك بالتفاوت في مدى إستعداد المستثمرين لتحمل هذه المخاطر وسعي كل منهم أن لا تزيد درجة مخاطر إستثماراته عن الحدود التي يعتبرها مقبولة لديه. كما أن هناك علاقة أيضا بين طول فترة الإستثمار ودرجة المخاطرة؛ فكلما زادت الفترة لإسترجاع رأس المال المستثمر زادت درجة المخاطرة.

تظهر المخاطرة نتيجة لظروف عدم التأكد المحيطة بإحتمالات تحقيق أو عدم تحقيق العائد المتوقع الحصول عليه. وبما أن تحديد العائد المتوقع بدقة أمر يصعب على المستثمر فإنه يضع توزيع إحتمالي للعائد؛ يتضمن هذا التوزيع مقدار العائد المحتمل الحصول عليه ومقدار المخاطر التي يتعرض لها العائد⁴.

¹ - السيد متولي، ، مرجع سبق ذكره، 2019، ص40.

² - شقيري نوري، ادارة المشتقات المالية و الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص153.

³ - هارون العشي، ، مرجع سبق ذكره، 20018، ص57.

⁴ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص23.

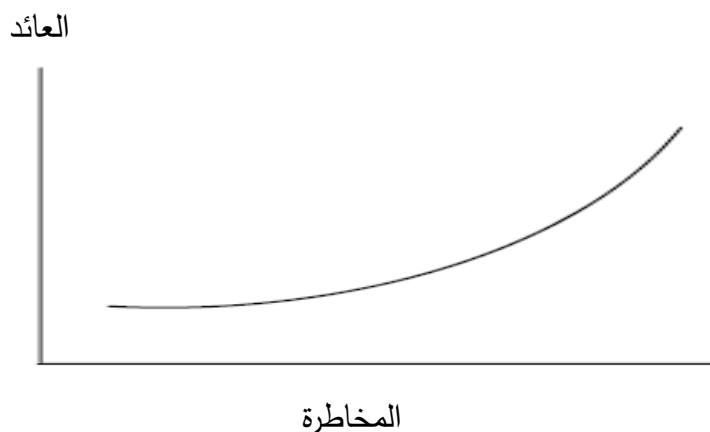
والعلاقة بين العائد والمخاطر هي علاقة طردية فكلما زاد العائد زادت المخاطر على الإستثمار¹. وفي محاولة إيجاد توليفة الموازنة بين العائد والمخاطرة التي تخلق لدى المستثمر الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة من قبله تظهر العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة من خلال القياس الكمي لهذه القرارات. وتشير العلاقة التعويضية إلى أنه كلما ارتفعت المخاطر المترتبة عن القرار المالي لابد من تعويض المستثمرين عن ناحيتين من أجل الإقبال على تلك المخاطر²:

- تأجيل الاستهلاك الحالي إلى استهلاك مستقبلي.

- قبول المخاطرة.

يمكن الإشارة إلى العلاقة بين العائد والمخاطرة من خلال المنحنى البياني أدناه الذي يظهر مدى تقبل المستثمر في تحمل المخاطرة مقابل عائد مقبول. وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار وينص هذا الافتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يبين ميل وسلوك المستثمر اتجاه عائد الاستثمار والمخاطر المترتبة عليه.

الشكل رقم (2): العلاقة بين العائد والمخاطرة



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 102.

من خلال المنحنى أعلاه فإن العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة تبين أن المستثمر لا يتحمل أي مخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة من العائد. وتتوقف درجة العوائد والمخاطر على نوعية وطبيعة المستثمر ومقدار الإشباع الذي يرغب في تحقيقه.

¹- جمال الدين برقوق، مصطفى كافي، ميريام محمود، يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص 39.

²- رابح شليق، عمار بن نوار، الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس لاختيار القرارات المالية، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 2، المجلد 7، 2016، ص 7.

المبحث الثاني: صيغ تمويل الاستثمار

تعتبر عملية التمويل من أهم المسائل التي يجب الاهتمام بها وهي المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم الحصول عن الأموال من مصادر التمويل المتاحة الضرورية والملائمة لطبيعة الاستثمار المستهدف وإختيار أفضلها واستخدامها استخداما أمثل يحقق أكبر عائد بأقل خطر وتكلفة ممكنين مما يضمن استمرارية نشاطها وقدرتها على تلبية احتياجاتها من رؤوس الأموال التي تختلف وتتعدد من مؤسسة إلى أخرى حسب الحاجة والقدرة على توفيرها.

إن مصادر التمويل المتاحة لأي مؤسسة إقتصادية يمكن الحصول عليها من مدخرات وأموال المؤسسين أو عن طريق التمويل الخارجي ولضرورة منهجية فإننا نتناول التمويل الإسلامي مستقلا عن مصادر التمويل الخارجي.

المطلب الأول : مصادر التمويل الداخلية للاستثمار

نقصد بتمويل الإستثمارات تلك الأموال الموجهة لتغطية نفقات زيادة الطاقات الانتاجية أو نفقات توسيع الطاقة. ويشكل التمويل الذاتي أحد أهم مصادر تمويل الاستثمارات، وتختلف درجة الاعتماد عليه حسب حجم وامكانيات المؤسسة. ويهدف التمويل الذاتي إلى المحافظة على الطاقة الانتاجية للمؤسسة أو التوسع في نشاطها الاستثماري.

أولاً: مفهوم التمويل الذاتي

تمثل مصادر التمويل الذاتية تلك الموارد المالية التي تمكن المؤسسة من تغطية الإحتياجات المالية وتسديد الديون وتنفيذ الإستثمارات وزيادة رأس المال العامل والتي يكون الحصول عليها من المؤسسة بإمكانياتها الذاتية دون اللجوء إلى جهات خارجية.

ويعرّف التمويل الذاتي بأنه عبارة عن الفائض من الأموال الذي حققته المؤسسة والذي يمكن لها التصرف فيه¹.

¹ - محمد بوشوشة ، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية ، أطروحة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، 2015/2016 ، ص112.

يضم التمويل الذاتي مجموعة من العناصر تتمثل في ¹.

1. الأرباح غير الموزعة: وهي ذلك الجزء من الأرباح المتراكمة الذي حققته المؤسسة الاقتصادية وتحفظ به وتقرر عدم توزيعه لغرض إعادة استثماره أو تنفيذ بعض عمليات التوسع أو لتسديد الالتزامات.

أي أنها تلك المبالغ التي يتم حجزها عندما تحقق المؤسسة أرباح تستخدمها في سنوات لاحقة بموجب نص قانوني أو اختياري حسب النظام الداخلي للمؤسسة.

وبالتالي يعتبر التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة أهم مصادر التمويل الذاتي كما يمكن القول أنه كلما كانت قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج إيجابية كلما زادت قدرتها على تحقيق تمويل ذاتي مهم عن طريق حجز أكبر حجم ممكن يدعم نموها، والعكس في حالة تحقيق نتائج سلبية أو في حالة توزيع كل الأرباح على المساهمين مما يؤثر سلباً على تحقيق قدرتها في تحقيق تمويل ذاتي.

تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح لعدة أسباب من أهمها²:

✓ أسباب قانونية (إحتياط قانوني)، حيث تنص مختلف القوانين على وجوب إحتجاز جزء من الأرباح الصافية لتكوين الإحتياطي الإجباري،

✓ تقوية المركز الإئتماني للمؤسسة وتمويل عمليات التوسع والنمو،

✓ الإحتفاظ بالأرباح إلى سنوات قادمة قد تتحقق فيها أرباح قليلة وذلك لتحقيق الانتظام في توزيع الأرباح،

✓ تخفيض تكلفة الإقتراض والعبء الضريبي، حيث يفضل المساهمون حجز الأرباح واستثمارها مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وبالتالي زيادة قيمة السهم.

2. الإهلاكات:

يعبر عن التدهور في قيمة الأصول الثابتة نتيجة الإستخدام، والذي يجب تغطيته حتى تتمكن المؤسسة من تجديد تثبياتها والإستمرار في مزاولة نشاطها.

يعرف الإهلاك على أنه توزيعاً لتكلفة الأصل الواجب إسترداده³ حيث يهدف إلى تكوين موارد أساسية لتجديد الأصول الثابتة⁴. بمعنى أنه تراكم أقساط الإهلاك عن طريق حجز جزء من الأرباح يزيد من قدرتها التمويلية الذاتية. وتختلف قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي حسب طرق الإهلاك المعتمدة في حسابه.

¹ - هيثم محمد الزعبي، الإدارة و التحليل المالي ، دار الفكرة للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2000 ، ط1، ص94.

² - بوشوشة محمد، مرجع سبق ذكره، ص19-20 .

³ - عبيد علي، أحمد حجازي، مصادر التمويل ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001 ص50.

⁴ - Catherine Deffains Groupsky, **comptabilité G^{le}** 4^{ème} édition , Paris , 2006.

3. المؤونات:

بالإضافة إلى الإهتلاكات تمثل المؤونات كذلك مصدر آخر من مصادر التمويل الذاتي. ويعرّف القانون التجاري الجزائري في المادة 718 المؤونات كمايلي: "هي الأموال التي تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل"¹. أي بمعنى أنها تشكل تراكما لرأس المال حيث تتمثل فيما يتم احتجازه من إيرادات لمواجهة النقص المحتمل في قيمة أحد عناصر الأصول أو من أجل مواجهة أخطار محتملة. وعند عدم حدوث الخسارة المحتملة أوتحمل التكلفة بأقل من قيمتها تبقى هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة.

4. التنازل عن الأصول الثابتة:

تتمثل مهمة المؤسسة في الاحتفاظ بالأصول الثابتة بقصد الحصول على الإيرادات لا بقصد بيعها، خاصة أثناء إستمرار نشاط المؤسسة بيد أنه يمكن أحيانا التنازل عن بعض الأصول الثابتة لاستبدالها بأخرى جديدة أو ذات تكنولوجيا عالية مما يوفر موارد مالية اضافية للمؤسسة².

ثانيا: أهمية التمويل الذاتي كمصدر تمويل

تكمن أهمية التمويل الذاتي في كونه المصدر الأول لتكوين رأس المال والمعبر عن مدى الملاءة المالية للمؤسسة التي تشكل عنصرا هاما في قابلية الإقتراض بالنسبة لها هذا فضلا على أنّ التمويل الذاتي يضمن إستغلال فرص النمو المتاحة للمؤسسة وذلك لما لها من إستقلالية وحرية كاملة في استعماله واختيار نوع الاستثمار بعيدا عن التكاليف والشروط التي يتطلبها التمويل الخارجي³.

وبالرغم من كون التمويل الذاتي يستخدم كرأس مال عامل لتغطية الأصول الجارية إلا أنه يعتبر خيار إستراتيجي يسمح للمؤسسة بتمويل إستثماراتها. كما قد يتم توجيه جزء منه لتغطية حاجة المؤسسة من الأصول الثابتة. وهو ما يقلل من اعتمادها على الإقتراض المكلف⁴.

يعطي التمويل الذاتي للمؤسسة حرية وشبه إستقلال كلي عن المالكين والغير، لكن الإعتماد عليه فقط يؤدي إلي بطء التوسع مما يؤدي إلى عدم الإستفادة من الفرص الإستثمارية المتاحة. بالإضافة أن إدارة المؤسسة قد لا تهتم بدراسة مجالات استخدام الأموال الذاتية في نشاطاتها كإهتمامها بمصادر التمويل الخارجية.

كما أن عدم توزيع الأرباح المحققة من طرف المؤسسة قد يحدث عنه نقص إهتمام المساهمين بالمؤسسة⁵

¹- https://droit.mjustice.dz/sites/default/files/code_commerce_ar.pdf .

² - محمد ابراهيم عبد الرحيم، "إقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، ص 24.

³ - محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص116.

⁴ - عبيد علي ، أحمد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص36.

⁵ - لسوس مبارك، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ط1، الجزائر، 2004، ص178.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي (صيغ التمويل المصرفي و التمويل برأس مال المخاطر)

تعتمد المؤسسة في تكوين أموالها على التمويل الذاتي إلا أنها لا تتوقف عند هذا المصدر وإنما تلجأ إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية لا يمكن الإستغناء عنها للإستفادة من مختلف فرص الإستثمار المتاحة. ويعتبر التمويل المصرفي والتمويل برأس مال المخاطر من أهم الخيارات المتوفرة أمام المؤسسة.

أولاً: التمويل المصرفي

يعد القطاع المصرفي دعامة أساسية لبناء أي إقتصاد بحيث أنه يشكل المصدر التمويلي الخارجي الأول والرئيسي للأنشطة الإستثمارية¹ حيث تقدم المؤسسات المالية ومنها البنوك خدمات كبيرة للمؤسسات لتمكين من تحقيق أنشطتها الإستثمارية وتمويل إحتياجات التوسع. وقد يتحدد التمويل المصرفي للإستثمارات في القروض المتوسطة والطويلة الأجل.

1. التمويل متوسط الأجل:

نتناول التمويل متوسط الأجل من خلال العناصر التالية:

أ- مفهوم التمويل متوسط الأجل: التمويل متوسط الأجل هو من بين صيغ التمويل البنكية التي تكون عملية تسديدها على مدى عدة سنوات²، وبالرغم من كونها موجهة بشكل أساسي لتمويل الإستثمارات إلا أنه قد يوجه جزء منها لتمويل الأصول المتداولة.

ب- أنواع التمويل متوسط الأجل:

يمكن تصنيف التمويل متوسط الأجل إلى الأنواع التالية:

- قروض المدة: يتوجه هذا النوع من القروض لتمويل الإستثمارات التي لا يتجاوز عمرها الإنتاجي سبعة سنوات، مما يعطي للمؤسسة نوع من الراحة بتوفير التمويل وإنخفاض مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض قصيرة الأجل. وتسد قروض المدة على أقساط دورية متساوية وقد تكون غير متساوية³
- الإئتمان الإيجاري: القرض الإيجاري عبارة عن تقنية للتمويل يتمثل في وضع أصل منقول أو عقار في متناول المؤسسة، لاستعمال مهني مع إمكانية شراء هذا الأصل بالقيمة المتبقية عند تاريخ انتهاء عقد التأجير⁴، مقابل دفع أقساط طويلة المدة المحددة في العقد ثم إعطاء المستعمل الفرصة في إكتساب الأصل المؤجر عند نهاية المدة المحددة بسعره متفق عليه مسبقاً⁵.

¹ - علي كريم محمد كبة، أثر المصارف المتخصصة في التمويل والإستثمار لتعزيز قدرة التنمية في العراق، مجلة المثلى للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد 8، العدد 3، 2018، ص.54.

² - أحمد السعيد، اقتصاديات جدوى المشروعات الإستثمارية، دار الزهراء للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2001، ص52

³ - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص45.

⁴ - Jack forget, financement et rentabilite des investissements, maximiser les revus des investissements , édition d'organisation, France, 2005, p108

⁵ - إبراهيمي عبد الله ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل ، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أبريل، 2006 ، ص 381.

كما يعرف على أنه عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونيا وذلك بوضع آلة أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة المؤسسة المستعملة لها على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويقوم المستأجر بدفع مبالغ دورية مقابل حقه في الحصول على الأصل واستخدامه¹

. كما يعتبر هذا الأسلوب من التمويل بديلا ملائما لتمويل الفرص الإستثمارية المتاحة عن أساليب التمويل الأخرى الربوية في البلاد الإسلامية. ويتخذ الائتمان التأجيري شكلين هما:

- الإيجار التشغيلي الذي يتمثل في استئجار آلات ومعدات لمدة معينة، دون المخاطرة في اقتناء معدات بثمن كبير كما انه يوفر وفورات ضريبية² ، مع بقاء ملكية الأصل للمأجر الذي يتحمل تكاليف الصيانة والتأمين ومخاطر التقادم³.

- التأجير التمويلي هو نوع من الاستئجار لمدة تعادل مدة حياة التثبيت يقوم على أساس عقد ينص على سداد قيمة الاصل بالاضافة إلى فوائد على شكل أقساط وأن يتحمل المستأجر تكاليف الصيانة الاهتلاك وغيرها وله الحق في نهاية المدة الحصول على التثبيت

2. التمويل طويل الأجل:

يكون هذا النوع من التمويل في أغلب الأحيان على شكل قروض تكون مدتها طويلة نسبيا مقارنة بالأنواع الأخرى من القروض. نتناول القروض طويلة الأجل على النحو التالي:

أ- مفهوم القروض طويلة الأجل: هي تلك القروض التي تتحصل عليها المؤسسة من البنوك أو المؤسسات المالية وقد يصل تاريخ إستحقاقها إلى ثلاثين سنة. ومن أهم خصائص هذه القروض أنه يتم الإتفاق مسبقا على شروطها كقيمة القرض ومعدل الفائدة وتاريخ الإستحقاق وتقديم ضمانات وغيرها⁴.

بمعنى أنها تلك القروض التي توفر موارد مالية كبيرة يتم إستغلالها في مشاريع إقتصادية ضخمة وتغطية إحتياجات مالية أخرى وتمنح عادة من قبل البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد طويلة الأجل.

يتم إهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ محددة أو يتم سداها مرة واحدة. وتعتبر القروض طويلة الأجل مصدر خارجي للتمويل طويل الأجل تتميز بالسرعة والمرونة في الحصول عليها مقارنة بالسندات نتيجة إمكانية تغيير بنود العقد في حالة حدوث تغيرات في الظروف الإقتصادية.

¹ - كلثوم عاشور، عبد الغني حرير، التمويل بإئتمان الإيجاري - دراسة حالة الجزائر - الملتقى الدولي الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، في الجزائر و الدول العربية جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 22/21 نوفمبر 2006، ص5.

² - أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الإستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص58.

³ - بلوج بولعيد، تأجير الاصول الثابتة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالماتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة الاغواط، 8-9 أفريل 2002 ص9 .

⁴ - André Planchar, *Gestion Financière*, Paris, 1999, P364 .

كما تعتبر القروض طويلة الأجل مصدرا بديلا عن التمويل قصير الأجل خاصة في فترات إرتفاع أسعار الفائدة وعدم إمكانية تسديد القروض قصيرة الأجل ومخاطر مواعيد إستحقاقها.

من عيوب الإستعانة بهذا النوع من القروض طلب ضمانات قد لا تكون في حوزة المؤسسة بالإضافة إلى أنّ سداد القرض بأقساط سنوية خلال الفترة المحددة يعرّض المؤسسة إلى الإستنزاف النقدي المستمر¹.

ب. مميزات القروض طويلة الأجل كمصدر تمويل: تتميز القروض طويلة الأجل بما يلي:

✓ تفاوضية، أي أنه لا يمكن الحصول عليها إلا بعد مفاوضات مع البنك وتوفر شرط الضمانات الحقيقية ذات قيم عالية قبل الشروع في عملية التمويل²

✓ سهولة التفاوض خصوصا إذا كان المقرض طرف وحيد³

✓ الإستعانة بالقروض طويلة الأجل يجنب اللجوء إلى القروض قصيرة الأجل وبالتالي تقادي مخاطر احتمال عدم التجديد أو مواعيد الإستحقاق القصيرة.

✓ مُحدّدة الوجهة، أي أنها موجهة الإستعمال ومُحدّدة بدقة.

✓ عملية الحصول على القروض طويلة الأجل لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الإصدار العام إلى الجمهور

✓ مجمّعة، أي أنها غير مقسمة كالسندات.

ثانيا: التمويل برأس مال المخاطر

في ظل قصور ومحدودية الأساليب التمويلية التقليدية في توفير الموارد المالية الضرورية للمشاريع بشكل يضمن ديمومتها ظهرت بدائل جديدة أكثر فعالية بإمكانها أن تلعب دور مهما في التمويل الإستثماري من بينها التمويل برأس مال المخاطر، الذي يعد بديل تمويلي للمشاريع الإستثمارية وذلك من خلال مساهمته في دفعها إلى المزيد من التوسع والنمو.

1. مفهوم التمويل برأس مال المخاطر:

تعددت التعاريف المتعلقة برأس مال المخاطر، نلخص من بين أهمها _ في حدود إطلاعنا _ على النحو التالي:

✓ يعرف حسب الجمعية الوطنية لرأس مال المخاطر (و.م.أ) على أنه استثمار نشط بأموال خاصة طويلة الأجل في مؤسسات تملك استعدادات قوية منجزة من طرف مستثمرين متخصصين⁴.

¹ - لعيني صارة ، مرجع سبق ذكره، ص 201.

² - محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 201.

³ - سلوس مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁴ -Emmanuelle Dubocage et Dorothée Rivaud Danse, **Le capital-risque**, Ed la Découverte, Paris, 2006, p6.

✓ ويعرف حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال بأنه استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء تتضمن محتوى تكنولوجي كبير¹.

✓ كما تم تعريفه بأنه رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا من الحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في تاريخ محدد أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل².

✓ وتعرف أيضا على أنها شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات أو شركات جديدة ذات مخاطر عالية أو مؤسسات قائمة لا تحقق العائد المطلوب منه بسبب اختلال هيكلها التمويلية أو ضعف التنظيم فيها، وذلك بغرض تحسين فعاليتها وتعظيم عوائدها الاستثمارية بصورة تتناسب مع درجة المخاطر التي تتعرض لها بالإضافة إلى قيامها بتقديم خدمات فنية وإدارية³.

بناء على التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن: التمويل برأس مال المخاطر هو آلية مستحدثة لا تكتفي بالتمويل فقط بل تعمل على تقديم مختلف صور الدعم من خلال المتابعة والمشاركة في الإدارة والتسيير. وتتعلق أساسا بمشاريع خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي على المدى الطويل.

ويلبي رأس مال المخاطر إحتياجات المؤسسات في أحد مراحل التمويل التالية⁴:

- أ. **مرحلة الإنشاء:** في هذه المرحلة يتم توفير التمويل في بداية المشروع حيث يخصص رأس المال لتغطية نفقات البحث والتجارب، وهي المرحلة التي تجمع كل المخاطر التي تعاني منها المؤسسة الجديدة.
- ب. **مرحلة التنمية:** في هذه المرحلة يكون المشروع قد بلغ المرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات ولكن يقابله ضغوطات مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية لتحقيق آماله في النمو والتوسع.
- ت. **مرحلة تحويل الملكية:** يتمثل التمويل في هذه المرحلة في عملية تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع مثل شراء مشروع من طرف الأجراء.

¹-Alain Borderie, financer les pme autrement, le Capital-investissement, des fonds propres pour les entrepreneurs, Ed Maxima, paris, 1998, p7.

²- عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2011، ص 72.

³- يحوصي مجدوب، عريس عمار، يدوج نزال، رأس المال الجريء الاسلامي-نموذج للتوفيق بين التمويل برأس المال الجريء والتمويل التشاركي الإسلامي، مجلة إقتصاديات المال والأعمال، 2018، المجلد 2، العدد 4، ص 440.

⁴- عبد الباسط وفا، نفس المرجع، ص 80.

مرحلة التقويم: قد تمر المشاريع القائمة بصعوبات خاصة، ولكن لديها إمكانيات للنهوض مرة أخرى والتغلب على الصعوبات، فلا تجد أمامها سوى مؤسسات رأس مال المخاطر لتتريتب أوضاعها والاستقرار في السوق.

3. خصائص التمويل برأس مال المخاطر

يتميز التمويل برأس مال المخاطر بمجموعة من الخصائص منها¹:

- ✓ استثمار بأموال خاصة وشبه خاصة.
- ✓ استثمار متوسط وطويل الأجل حيث أن المستثمرين يبيعون حصصهم بعد مدة تتراوح من سنتين إلى عشرة سنوات حسب تطور المؤسسة من أجل تحقيق أهدافهم بتحصيل قيم مضافة.
- ✓ استثمار خطر حيث تكون المخاطر المرتبطة بالمرحلة المبكرة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو إذ أنّ المستثمرين مُهدّدون بفقدان كل أو جزء من أموالهم الموظفة في هذه المشاريع.
- ✓ استثمار في المشاريع الناشئة وهي عادة المشاريع العالية التكنولوجية التي يكون أصحابها من الباحثين والمبتكرين الذين لا يملكون لا الخبرة التسييرية ولا الأموال لتجسيد افكارهم في مشاريع استثمارية.
- ✓ مساهمة نشطة ويتم ذلك من خلال المتابعة التسييرية نظرا للدعم الكبير الذي يحتاج إليه مسيروا المشاريع الناشئة والخطر العالي للاستثمار.
- ✓ أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد؛ فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية بينما في حالة القرض تبحث البنوك على المؤسسات القادرة على الوفاء بالتزاماتها ولا تنبالي بمستقبل المؤسسة وإمكانيات نجاحها.
- ✓ يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع متباينة المخاطر ذلك أن المشاركة تنقص الخطر.

4. أهمية رأس مال المخاطر

- تبرز أهمية رأس مال المخاطر كبديل تمويلي للتمويل التقليدي من خلال مايلي²:
- ✓ يساهم رأس مال المخاطر في تطوير القدرات الإبداعية وتحفيز الأفراد على استثمار طاقاتهم من خلال التمويل المقدم لهم،
 - ✓ يدخل رأس مال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة صغيرة أو متوسطة مبنية على أفكار جديدة إبداعية علمية أو تقنية ذات مخاطر عالية يصعب تمويلها بالآليات التقليدية والحصول على قروض مصرفية،

¹ - سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق رأس المال، 2010، ص12-14.

² - يحوصي مجدوب، عريس عمار، يدوج نزال، مرجع سبق ذكره، ص401 .

- ✓ صعوبة الحصول على تمويل عن طريق أسهم للإكتتاب العام لعدم إستيفاء هذه المشاريع لشروط وقوانين الإكتتاب في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى المخاطر العالية التي تحتوي عليها حيث أنها تكون في شكل أفكار جديدة.
- ✓ يقدم رأس مال المخاطر خدمات ذات قيمة عالية لمشاريع أصحاب المبادرات ويضمن لهم المرافقة التي تزيد من فرص نجاحهم.
- ✓ هو طريقة لتمويل استثمارات طويلة الأجل لشركات غير قادرة على تدبير الأموال بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها.
- ✓ تساعد البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تملكها ولاستطيع في بعض الأحيان توظيفها لدرجة مخاطرها العالية والقيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي¹.

المطلب الثالث: التمويل الإسلامي والصكوك الإسلامية

حققت المصارف الإسلامية نجاحا كبيرا لا يمكن إنكاره حيث أصبحت تشكل قوّة مالية واقتصادية تلترم بتطبيق الأحكام الشرعية القائمة على مجموعة من المبادئ كالعدالة والتكافل الاجتماعي وتحريم الربا وغيرها في جميع المعاملات المالية والمصرفية. وقد عرف الدور التمويلي للمصارف الإسلامية نموا كبيرا ساهم من خلاله وبشكل فعال في تعزيز النمو الاقتصادي والوساطة المالية رغم صغر حجم هذا النوع من التمويل مقارنة بنظيره التقليدي.

أولاً: مفهوم التمويل الإسلامي

نتناول مفهوم التمويل الإسلامي على النحو التالي:

1. تعريف التمويل الإسلامي

يعتبر التمويل الإسلامي أسلوب تمويلي يستند إلى قاعدة فقهية ووجود الملكية الحقيقية والصدق في المعاملات والوفاء بالعهد والعمل مع إجتنب التعامل بالفوائد الربوية ووجود الملكية الحقيقية والصدق في المعاملات والوفاء بالعهد.

يمكن تعريف التمويل الإسلامي على أنه:

- ✓ تقديم مال عيني أو معنوي إلى المشاريع المختلفة بالصيغ التي تتفق مع أحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية لتساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية².

1- رونية عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس مال المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، الجزائر، يومي 17 و 18 أفريل 2006، ص309.

2- سعيد عبد محمد، معوقات عمل المصارف الإسلامية في تمويل المشاريع الصغيرة في العراق، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاصة بالمؤتمر العالمي السابع، 2018، ص 37.

✓ إطارا شاملا من الأنماط والنماذج والصيغ المختلفة التي تغطي كافة الجوانب الحياتية أين تعد ضوابط استثمار المال في الإسلام عنصرا أساسيا لتنظيم العلاقات المالية¹.

2. المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي:

يرتكز التمويل الإسلامي على مبادئ الشريعة الإسلامية المستمدة من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة اد تهدف هذه المبادئ إلى تحقيق الشفافية والعدالة حيث يتمتع التمويل الإسلامي بإمكانيات كبيرة ليصبح بديلا رئيسيا للاستثمارات التقليدية.

ويمكن تلخيص هذه المبادئ فيما يلي²

- ✓ تحريم الربا وهو معدل الفائدة الذي يتم تحميله على القروض البنكية؛
 - ✓ ربط التمويل باستثمارات حقيقية محددة ماث التوريق الذي يركز على أصول مادية ملموسة؛ تحريم الاستثمارات والممارسات غير الأخلاقية مثل الاحتكار أو تخزين السلع بغرض أحداث نقص في العرض الأمر الذي يرفع من سعرها، أو البيع على المكشوف، التعامل بالهامش والغبن في السعر الحقيقي للسلة والسعر المدفوع فعلا عند الشراء، وبيع المضطر وغيرها؛
 - ✓ تحريم الغرر وهو المستوى المرتفع وغير المقبول من ظروف عدم التأكد والغموض المتعلق؛ بالسلعة أو سعرها أو كميتها أو وقت تسليمها مثل أشكال التأمين التجاري المنتشرة وغيرها
 - ✓ تحريم الميسر بمختلف أشكاله؛
 - ✓ حرمة العقود بمعنى التزام الأطراف المتعاقدة بشروط العقد للتقليل من مخاطر عدم تناظر المعلومات بي المتعاملين؛
 - ✓ تقاسم الأرباح والخسائر؛
- وأخيرا يمكن القول مبادئ الشريعة الإسلامية ترمي إلى الربط بين الدائرة الحقيقية للاقتصاد والدائرة المالية بمعنى أن تدخل الأموال في دواليب الاقتصاد و قطاعه المنتجة قبل عودتها للمستثمرين.

3. خصائص التمويل الإسلامي

- يتميز التمويل الإسلامي بمجموعة من الخصائص يمكننا تلخيصها على النحو التالي³:
- ✓ الالتزام بتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في كافة المعاملات،
 - ✓ تطبيق القيم والأخلاق الإسلامية في العمل المصرفي؛
 - ✓ استبدال علاقة القرض بعلاقة المشاركة وعلاقة الفائدة بالربح،
 - ✓ بساطة الإجراءات وانخفاض تكلفة التمويل،

¹ - يخلف صفية، سايج جبور علي، دور صيغ التمويل الإسلامي في تنمية المؤسسات، مجلة آفاق علوم الإدارة والاقتصاد، المجلد 4 العدد2، 2017، ص57.

² - محفوظ جبار، الأسواق المالية والأدوات المالية، الجزء الثاني، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 2017، ص213-215.

³ - موساوي زهية وخالدي خديجة، التمويل الإسلامي للمشاريع الاقتصادية: فرص وتحديات، مجلة الباحث، المجلد4، العدد4، 2006، ص49،

- ✓ المساهمة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية وخدمة المجتمع من خلال التشجيع على التراحم والتكافل بين أفراد المجتمع؛
- ✓ القدرة على توسيع حجم المبادلات التجارية،
- ✓ القدرة على مواجهة الأزمات الاقتصادية .

ثانيا: صيغ التمويل الإسلامي

نقصد بمصادر التمويل التي أقرتها الشريعة الإسلامية مبيّنة أحكامها وخصوصيتها صيغ عديدة لاستخدام المال واستثماره بالطرق المشروعة، سواء بتعاون المال مع المال أو بتعاون المال مع العمل. توفر صيغ التمويل الإسلامي فرص عمل وتحقق زيادة في حجم الاستثمار وتتعدد هذه الصيغ حسب احتياجات المجتمع المختلفة ولكل صيغة طبيعة تختلف عن طبيعة الصيغ الأخرى. غير أننا في دراستنا سنركز على الصيغ الموجهة بشكل أساسي لتمويل الاستثمار، وتتمثل هذه الصيغ في مايلي¹:

1. صيغة التمويل بنظام المشاركة:

هو نظام تمويلي تتوزع من خلاله العملية الاستثمارية بشكل عادل على الأطراف المشاركة فيها باستعمال صيغ مستنبطة من مبادئ الدين الاسلامي، حيث يشارك المصرف المستثمر في رأس المال والعمل، بالإضافة إلى مشاركته في الناتج المتوقع للمشروع ربها أو خسارة وذلك وفق قواعد يتم الإتفاق عليها مسبقا. يعتبر هذا النوع من التمويل البديل الأمثل للتمويل التقليدي وذلك لما يتميز به من خصائص وأهمية تجعله محل إقبال العديد من المستثمرين.

أ-خصائص صيغة نظام التمويل بالمشاركة : يتمتع التمويل بنظام التمويل بالمشاركة بعدة مميزات تجعله من الأساليب المفضلة لدى المستثمرين، ويمكن إجمال هذه المميزات في²:

- ✓ يقوم المصرف الإسلامي، حسب أسلوب المشاركة، باختيار العميل ويشاركه في أمواله منتظرا حصيلة المشاركة في الربح والخسارة. فهذا النوع من التمويل يتفق مع طبيعة الوساطة الإستثمارية المصرفية.
- ✓ تدخّل المصرف في إدارة المشروع الذي يستثمر فيه أمواله يؤدي إلى إنخفاض مشكلة الخطر.
- ✓ يقلل من نفقة الإنتاج، بسبب إلغاء سعر الفائدة على رأس المال.
- ✓ يساهم بفعالية في إعادة توزيع الدخل، كونه يُعد من أكثر الأساليب التمويلية لتأسيس المشاريع وهذا ما ينتج عنه زيادة قاعدة الملاك ونسبة التوظيف. وبالتالي فإن العوائد المحققة ستعود على شريحة أكبر من المجتمع.

¹ - يحوصي مجدوب وآخرون، مرجع سبق ذكره ، ص 418.

ب- أهمية التمويل بصيغة بنظام المشاركة

- تكمّن أهمية التمويل بنظام المشاركة، مقارنة بنظام الفائدة في الإقتصاد الربوي في كونه¹:
- ✓ يسمح بالقضاء على التناقض بين مصالح المستثمرين والممولين من خلال الإهتمام بأداء المشروع وزيادة الثروة.
 - ✓ حصول صاحب المال على العائد الذي يتكافىء مع المساهمة الفعلية التي أداها ماله في العملية الإنتاجية وبالتالي تشجيع الإدخار وتوجيه المدخرات إلى مجالات الإستثمار المختلفة.
 - ✓ العدالة في توزيع العائد والأرباح بين المساهمين الذين شاركوا في الاستثمار سواءا بجهدهم أو بأموالهم.
 - ✓ مشاركة أكثر من طرف في النشاط الاقتصادي الواحد من شأنها العمل على حماية المستثمر من الوقوع في مخاطر تعجز قدراته الفردية على تحملها.
 - ✓ مظهر من مظاهر رأس المال وخبرة العمل في تحقيق التنمية الإقتصادية، كما يقوم على تغليب المصلحة العامة على المصلحة الخاصة.
 - ✓ الوقاية من حدوث أزمات، والتكيف بين مؤسسات التمويل والتغيرات الهيكلية في الإقتصاد.

ج- أنواع التمويل بصيغة نظام المشاركة في العملية الاستثمارية

- يوفر نظام المشاركة نوعين مهمين من التمويل يتمثلان في المشاركة والمضاربة. نتطرق إلى هذين النوعين كما يلي²:
- ✓ **المشاركة:** هي عقد من عقود الإستثمار يتم بموجبه إشترك طرفين أو أكثر في المال أو العمل على أن يتم الإتفاق على كيفية تقسيم الأرباح، أما الخسارة فيجب أن تكون حسب نسبة المشاركة في رأس المال. ومن شروطها ما يلي:
 - ✓ أن يكون رأس المال نقداً، معلوماً. وأجاز فقهاء المالكية أن يكون عينا شريطة تقويمه بالنقود وقت المشاركة،
 - ✓ أن لا يضمن أحد من الشركاء مال الشركة أو حصة شريك أو الشركاء الآخرين في رأس المال.
 - ✓ يمكن أن تكون هذه المشاركة دائمة أو منتهية بالتملك أو متغيرة.
 - ✓ **المضاربة:** هي أقدم صيغ التمويل الإسلامي، وهي عبارة عن عقد بين طرفين أحدهم يقدم رأس المال وثنائي يقدم جهده المتمثل في العمل أو الخبرة أو الإدارة، ومن أهم شروطها ما يلي:
 - ✓ أن يكون رأس المال نقدياً وأن لا يكون ديناً في ذمة المضارب،
 - ✓ إختصاص العامل بالعمل دون صاحب العمل،
 - ✓ أن تكون حصة كل منهما من الربح معلومة.

¹ - يحوصي مجدوب وآخرون، نفس المرجع، ص 419.

² - عبد الرحمن حمود المشهداني، قياس و تقويم عائد و مخاطر صيغ التمويل الإسلامي - دراسات مقارنة البنك الإسلامي الأردني و البنك العربي الإسلامي الدولي - مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية المجلد 19، العدد 70، 2013، ص 83.

وتأخذ المضاربة أشكالاً مختلفة من أهمها المضاربة الثنائية، الجماعية، المطلقة والمقيّدة.

2. صيغة الإيجار المنتهي بالتمليك

اعتمدت المصارف الإسلامية شكلاً معاصراً للتمويل المصرفي يلبي الحاجات المتزايدة للمؤسسات والمشاريع الاستثمارية على غرار الحصول على أصول جديدة أو استبدال ما هو قديم بأخر أكثر تطوراً وتماشياً مع المعطيات والمتطلبات المستجدة.

أ- تعريف الإيجار المنتهي بالتمليك: هي صيغة تعمل بها في المؤسسات المالية الإسلامية وهي إجارة يقترن بها الوعد بتمليك العين المؤجر إلى المستأجر في نهاية مدة الإجارة أو اثنائها¹. ويشترط في هذا النوع من العقود أن يكون موضوع التأجير معروفاً ومقبولاً وأن تكون عملية التأجير تتعلق بأصول ثابتة مع تحديد مدة التأجير ومبلغ الإيجار².

ب- خصائص الإيجار المنتهي بالتمليك: تتميز هذه الصيغة بمجموعة من الخصائص من بين أهمها³.

- تتطلب الإجارة المنتهية بالتمليك إطفاء كاملاً لقيمة الأصل أو جزء منها خلال فترة العقد، بمعنى أن مجموع دفعات الإجارة ستغطي كامل تكلفة الأصل أجزء منها وتحقق للمأجر عائداً مناسباً على رأس ماله المستثمر؛

- يتحمل المستأجر جزءاً من النفقات الخاصة باستعمال الأصل أما الصيانة الأساسية والتي يتوقف عليها بقاء المنفعة فتقع على المؤجر كما يتحمل أيضاً أقساط التأمين والضرائب العقارية خلال مدة الإجارة، لأنه المالك الأصلي؛

- استهداف التمليك بعد إنتهاء مدة الإجارة فالمستأجر يكون مخريراً بين أن يعيد الأصل أو تملكه. وهناك ظوابط لصحة الإجارة المنتهية بالتمليك وهي ضبط مدة الإيجار وتطبيق أحكامها طول تلك المدة ، تحديد مقدار كل قسط من أقساط الأجرة ونقل الملكية إلى المستأجر في نهاية المدة . تعتبر هذه الصيغة من أنجح صيغ الاستثمار المعتمدة من قبل المصارف الإسلامية من حيث محافظتها على الموارد الإقتصادية كونها تحت المستأجر على المحافظة على الأصول التي ستؤول إليه في النهاية.

3. صيغ التمويل الإسلامي الموجهة للاستثمار الفلاحي

باعتبار القطاع الفلاحي قطاعاً اقتصادياً استراتيجياً فقد خصصت له المصارف الإسلامية صيغ تمويلية مختلفة على غرار المزارعة، المساقاة والمغارسة. وتعتبر المغارسة الصيغة الأكثر توافقاً والنشاط الاستثماري. تعتمد هذه الصيغة على منح مالك الأرض المتمثل في المصرف لطرف آخر أرضه على أن يغرس فيها

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 9، 2017، ص270.

² - بن ابراهيم الغالي، سلطاني محمد رشدي، ملاءمة التمويل التأجيري بالتمليك لحل مشكلة التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، بسكرة، الجزائر، العدد4، 2018، ص50.

³ - سالمى ياسين الإجارة التمويلية والإجارة المنتهية بالتمليك - دراسة مقارنة بين العقود التقليدية والإسلامية - مجلة مجاميع المعرفة ، العدد 8، العدد01، 2022، ص4..

شجراً مثمراً معلوماً وفق شروط متفق عليها مسبقاً تتمثل في ضرورة غرس أشجار ثابتة الأصول دون الزرع والبقول مع التجانس في الأنواع، الثمار وغيرها. ويكون الشجر والانتاج بينهما¹.

ثالثاً: أدوات التمويل الإسلامي

يفترض الواقع المعاصر العديد من الاحتياجات في مجال التمويل ولتلبية هذه الاحتياجات اجتهد الفقهاء المختصين في المعاملات المالية وعملوا على ابتكار العديد من المنتجات التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ومن أبرز أدوات التمويل الإسلامي الصكوك.

1. مفهوم الصكوك الإسلامية

ابتكرت الصكوك الإسلامية كمنتج مالي فعال من منتجات الهندسة المالية الإسلامية للاستثمار عن طريق عقود مالية قائمة على أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية.

وتعمل الصكوك الإسلامية على المساهمة في جمع رأس مال لتمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية، لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

لقد تعددت تعريفات الصكوك الإسلامية نذكر بعضها منها على النحو التالي:

- عرّفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله²

- وفي تعريف آخر تعرف بأنها تحويل الأصول المالية المقبولة شرعاً غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في أسواق الأوراق المالية³.

¹ - سعدان آسيا، عماري صليحة، "تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن يومي 1 و2 ديسمبر 2010، ص14.

² - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 17، البحرين، 2007، ص288.

³ - طارق الله خان، أحمد حبيب، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003، ص55.

2- أهداف الصكوك الإسلامية

تتمثل أهداف الصكوك الإسلامية الأساسية فيما يلي¹:

-المساهمة في جمع رأس مال لتمويل وإنشاء مشاريع استثمارية من خلال تعبئة مواردهم من المستثمرين، من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية لتكون حصيلة الإكتتاب رأس مال هذه المشاريع؛

-الحصول على السيولة الأزمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل؛

-تحسين القدرة الائتمانية والهيكت التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك.

3- خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى بمجموعة من الخصائص لعل أهمها تتمثل فيما يلي:

-تصدر وتتداول وفق مبادئ الشريعة الإسلامية: بمعنى أن هذه الصكوك تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامية تنظم إصدارها وتداولها؛

-تصدر الصكوك الإسلامية باسم مالكةا متساوية القيمة تثبت لصاحبها حق ملكية شائعة في الموجودات أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية الصادرة.

-تقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح وتحمل الخسارة حسب الاتفاق المبين؛

¹ - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية البحرين، مجلة الباحث، العدد 9، 2011، ص 254-255.

4- أهمية الصكوك الإسلامية:

ازدادت أهمية اصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل لعل أهمها¹:

- الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي ليوضح مدى سعة ووحكمة وتكامل النظام الإسلامي

- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لإستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية تالاسلاميو للإدارة السيولة الفائضة لديها.

- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العم

- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، باعتبار إصدار الصكوك الإسلامية عمليات خارج الميزانية و لا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها

- تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق.

كما تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.

5- أنواع الصكوك الإسلامية

تختلف الصكوك الإسلامية وتتنوع وذلك باختلاف طبيعة العقد الشرعي وتهدف جميعها لتحقيق الربح الحلال ومن بين هذه الأدوات التي تساهم في التمويل الطويل الأجل نجد²:

يتوفر التمويل الإسلامي على طرق وأساليب متميزة تهدف إلى تحقيق الربح الحلال ومن بين أدوات الصكوك الإسلامية التي تختلف وتتنوع وذلك باختلاف طبيعة العقد الشرعي ومن بين هذه الأدوات الطويلة الأجل والتي تساهم في تمويل مختلف الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية نجد أساسا:

- **صكوك المضاربة:** هي أداة استثمارية وهي عبارة عن شهادات اسمية بقم متساوية تمثل مشاريع أو أنشطة يتم إدارتها بمبادئ المضاربة، وتعتبر الصكوك أدوات مالية ذات دخل متغير بتغير مقدار الربح المحقق من قبل المشروع الممول كما أن صكوك المضاربة تمثل استثمارات حقيقية وتعني ملكية حملة تلك الصكوك للاتصال المعنية على الرغم من أنه ليس لحملتها الحق في إدارة المشروع أو الشركة³.

¹ - نوال بن عمارة، مرجع سبق ذكره، ص254.

² - عمر محمد بن حليم، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، 2009، ص4

³ - جبار محفوظ، نفس المرجع، ص219-220.

-**صكوك المشاركة:** وهي "عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار".

في هذه الحالة يعتبر المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في المشروع، والمكتتبون هو الشركاء، وتتحدد نسبة أرباح الطرفين على حسب نسبة الصكوك لكل طرف¹.

-**صكوك الإجارة:** تعرف على أن عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا والغرض منها تحويل للأعيان والمنافع والخدمات التي تخص عقد الإجار إلى أوراق مالية وهي صكوك قابلة للتداول². ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصصهم. تمتاز صكوك الإجارة بالمرونة في كل من تسديد أقساط التأجير وإدارة الإصدارات وكذا سهولة التسويق، كما أن توريق عقود الإجارة يساعد في حل مشاكل السيولة والاستجابة للاحتياجات التمويلية خاصة للمشاريع العمومية³.

-**صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس الأشجار وفيما يتطابه هذا الغرس من أعمالونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة فب الغرس والأرض⁴.

¹ - بوخاري فاطنة، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتنشيط السوق المالي - التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية ، مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد2، العدد2، 2017، ص58.

² - Monzer kahf, the use of assets Ijara bonds for buding the budget gap Islamic, Economic sdtudies IRTI, Jeddah, vol 4 n°2, 1997, p82.

³ - جبار محفوظ، نفس المرجع، ص220.

⁴ - رابح خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي، مجلة ا. لاقتصاد الصناعي، العدد6، 2017، ص124

المبحث الثالث: التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية

تكتسب سوق الأوراق المالية أهمية خاصة في تمويل الإستثمارات حيث تعتبر مصدرا من المصادر الهامة لتمويل وتحقيق التنمية ووسيلة من وسائل تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية خاصة في النظم الإقتصادية الحديثة. حيث يتم الاعتماد عليها في تمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل لا سيما في ظل محدودية مصادر التمويل التقليدية، ويتم التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية من خلال طرح المؤسسات لأوراق مالية للجمهور، وبمقتضى ذلك يصبح حاملي هذه الأوراق مشاركين في رأس مال المؤسسة.

ويمكن تصنيف التمويل عن طريق السوق الأوراق المالية إلى:

أ. التمويل عن طريق أدوات الملكية (الأسهم).

ب. التمويل عن طريق أدوات الدين (السندات).

ت. التمويل عن طريق المشتقات المالية.

المطلب الأول: التمويل عن طريق أدوات الملكية- الأسهم

تمثل الأسهم أحد أهم أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وتعتبر أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال، وتمثل الأسهم سندات ملكية تطرح للاكتتاب العام على شكل أوراق مالية طويلة الأجل. تتعدد هذه الأدوات لتشمل نوعين رئيسيين هما أسهم عادية وأخرى ممتازة.

أولاً: التمويل عن طريق الأسهم العادية

تعد الأسهم العادية من أبرز أدوات الإستثمار المالي المباشر طويل الأجل وأكثرها تداولاً في سوق الأوراق المالية. وتعتبر ركن مهم في تكوين رأس مال شركات المساهمة.

1. مفهوم الأسهم العادية:

يمكن تعريف الأسهم العادية من خلال مايلي¹:

هي عبارة عن حصص متساوية القيمة تمثل جزء من رأس مال الشركة لا يوجد لها تاريخ استحقاق محدد، تتمتع بقيمة إسمية مثبتة على أصل الأسهم وأخرى سوقية. تحدد بناء على العرض والطلب في سوق الأوراق المالية تنتهي صلاحيتها مع تصفية الشركة المصدرة.

تحوّل الأسهم العادية لصاحبها الحصول على إيراد غير ثابت وحق في التصويت، يختلف نسبياً وفق حجم ما يمتلكه بعد تسديد الإلتزامات اتجاه الآخرين. وهي أكثر الأوراق المالية مخاطرة حيث يتأثر سوق الأسهم بالأسعار وارتفاع معدلات التضخم وتذبذبات أسعار العملات. علاوة على ذلك عدم قدرة الشركات على

¹ - فراس خضير عباس الزبيدي ، قاسم كريم جعيل العابدي ، أثر التدفقات النقدية على عوائد الإستثمار في الأسهم العادية ، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الإقتصادية ، جامعة بابل، العراق المجلد 11، العدد2، 2019، ص384.

تحقيق الأرباح لعدة سنوات لا يمكنها من دفع أرباح وبالتالي ينخفض سعر السهم وكذلك دخل حملة الأسهم. وتعتبر الأسهم العادية أقل خطراً مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات والقروض. ولحامل الأسهم العادية بمجموعة من نذكر من بين أهمها:

- جواز لحامل السهم العادي المطالبة بنصيبه في الأرباح ما لم تحقق المؤسسة أرباحاً وتقرر توزيعها؛
 - لحامل السهم العادي الحق في نقل ملكيته بالبيع أو التنازل؛
 - مسؤولية حامل السهم العادي محدودة حسب حصته في رأس المال؛
 - يتمتع حامل السهم العادي بحق المشاركة في كل القرارات ذات العلاقة بتسيير ومستقبل المؤسسة بما فيها التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
 - ليس لحامل السهم العادي الحق في استرجاع قيمته في الحالة العادية ولا يعتبر مضموناً في حالة الإفلاس والتصفية؛
 - لحامل السهم العادي الأولوية في ملكية الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام.
- وما تجدر إليه الإشارة أنه قد ظهرت مؤخراً أنواعاً حديثة من الأسهم العادية تختلف عن تلك التقليدية، من بين أهم هذه الأنواع نذكر¹:

✓ **الأسهم العادية لأقسام الإنتاج:** ويرتبط هذا النوع من الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالمؤسسة، وليس كالأسهم التي ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل.

✓ **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** وقد ظهر هذا النوع من الأسهم في الولايات المتحدة ضمن تشريع ضريبي يسمح للمؤسسات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة في ظل مشاركتهم في ملكية المؤسسة.

✓ **الأسهم العادية المضمونة:** ظهرت لأول مرة عام 1984 في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار حيث يتم التعويض بإصدار أسهم عادية إضافية².

2. خصائص تمويل الاستثمار عن طريق الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية مصدر تمويل طويل الأجل، حيث تلجأ المؤسسة له في مرحلة التأسيس أو مرحلة التوسع أو عند الحاجة إلى أموال إضافية. كما أنها تعتبر من أنسب مصادر تمويل لاقتناء الأصول الثابتة. وتمثل هذه الأسهم إضافة حقيقية لرأس مال الشركة في مرحلة إجراء الاكتتاب العام عليها في السوق

¹ - موسى نوري شقيري ، إدارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 71.

² - حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، أسواق المال - بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار - الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص 23.

الأولية، ولا يجوز لحائزها إسترداد قيمتها إلاّ أنّه يمكنه نقل ملكيته للغير عن طريق البيع المباشر أو من خلال سوق الأوراق المالية.

يترتب على إصدار المزيد من الأسهم العادية إنخفاض نسبة الرفع المالي للمؤسسة؛ الأمر الذي يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية المستقبلية لها.

يرتبط تمويل الإستثمار عن طريق الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص من بين أهمه ما يلي¹:

- يتأثر سوق الأسهم العادية بالشائعة وإرتفاع معدلات التضخم وتذبذبات أسعار العملات الأجنبية، والتي يمكن أن تُبدّل بشكل سريع من قيمة السهم؛
- تتقلب أسعار الأسهم العادية بشكل كبير مما يجعل مسألة توقيت الشراء والبيع لتلك الأسهم من المشاكل الاستثمارية الرئيسية؛
- عدم قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح لعدة سنوات لا يمكّنها من دفع الأرباح، وعليه ينخفض سعر السهم وبالتالي ينخفض دخل حملة الأسهم العادية؛
- يترتب عن إصدار أسهم عادية جديدة دخول مساهمين جدد، الأمر الذي يفقد المساهمين القدامى التحكم في مختلف قرارات المؤسسة.

3. تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية:

عادة ما تتحمل المؤسسة مجموعة من التكاليف في سبيل الحصول على التمويل المناسب ويختلف حجم هذه التكاليف باختلاف مصادر التمويل، وتعتبر من بين أهم المؤشرات المعتمدة في اختيار أنسب المصادر.

يمكن القول أنّ تكلفة التمويل هي الحد الأدنى للعائد المقبول من المصدر التمويلي المختار، حيث لا يعتبر مقبولا كل مصدر تمويلي لا يحقق عائد يعادل على الأقل تكلفة الحصول عليه.

وتعرف تكلفة التمويل بالأسهم العادية على أنها²:

- العائد المطلوب من طرف حملة الأسهم، كما يمثل الحد الأدنى للعائد على الاستثمارات الجديدة الممولة بإصدار أسهم جديدة؛
 - هو المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغيير وتتمثل في عمولة الإصدار ومصاريف الإكتتاب والتسجيل والتصديق وطبع الشهادات وقد يكون من الضرورة طرح هذه الأسهم بسعر أقل من قيمتها السوقية لضمان نجاح الإصدار، فالفرق بين سعر البيع المطروح والقيمة السوقية يعتبر جزء من تكلفة الحصول على هذه الأسهم.
- ما يؤخذ على الأسهم العادية كأسلوب تمويل هو:

¹- فراس خضير عباس الزبيدي ، قاسم كريم جعيل العابدي ، أثر التدفقات النقدية على عوائد الإستثمار في الأسهم العادية ، مجلة كلية الإدارة والإقتصاد للدراسات الإقتصادية ، جامعة بابل ، العراق المجلد 11 ، العدد 2 ، 2019 ، ص 384 - 385.

²- زهير غراية ، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، ص 43.

- ارتفاع تكلفة التمويل نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من حملة الأسهم؛
- عدم اعتبار توزيعات الأسهم تكاليف واجبة الخصم من الدخل الخاضع للضريبة.

ثانياً: التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

تلجأ المؤسسة إلى التمويل عن طريق الأسهم الممتازة لما يكتسبه هذا النوع من امتيازات لا يتمتع بها حملة الأسهم العادية. مما تجعله محل جذب المستثمرين وهو ما يوفر فرص توسعية للمؤسسة المصدرة .

1. مفهوم الأسهم الممتازة :

تعرف الأسهم الممتازة بأنها أسهم لها قيمة إسمية محددة على أصل السهم كما أن لها قيمة سوقية تحدد على أساس العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، ولحملة هذه الأسهم الأولوية في الحصول على الأرباح وفقاً لنسبة العائد من القيمة الإسمية للسهم.

يمكن تعريف الأسهم الممتازة على أنها ورقة مالية تمثل مستند ملكية تختلف عن الملكية في الأسهم العادية، ليس لها موعد إستحقاق، ولها نصيب من الأرباح محدد مسبقاً كنسبة مئوية، لكن ليس لها حق الإدارة والتصويت والمشاركة في الأرباح المحتجزة، وهو الأمر الذي يجعل المؤسسة تستخدم أموال حملة الأسهم الممتازة دون خوف من تدخلهم في إدارة المؤسسة.

وغالباً ما تلجأ المؤسسة إلى إصدار هذا النوع من الأسهم للأسباب التالية¹:

- في حالة وصول عدد السندات المصدرة إلى السقف الذي يسمح به القانون، وهي لانتزال بحاجة إلى أموال إضافية،
- في حالة رغبة تفادي الإلتزام المالي الثابت تجاه حملة السندات سواء حققت أرباحاً أو لم تحقق.
- إقبال المستثمرين على هذا النوع من الأسهم وذلك لأن درجة المخاطرة فيه قليلة وأسعار الفائدة عليها محفزة مقارنة بالأسهم العادية والسندات بما فيها السندات الحكومية.
- تجتذب الأسهم الممتازة النوع المحافظ من المستثمرين الذين يفضلون الأسهم الممتازة على الأسهم العادية كما يفضلونها على السندات خاصة السندات الحكومية لأن أسعار الفائدة عليها أقل.

تتعدد أنواع الأسهم الممتازة حيث نجد:

- الأسهم الممتازة المجمعة وغير المجمعة للأرباح.
- الأسهم الممتازة المشاركة وغير المشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة القابلة وغير القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- أسهم رأس المال وأسهم التمتع.
- السهم القابلة للاستدعاء

¹ - هيثم محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

وبالإضافة إلى هذه الأنواع التقليدية، ظهرت اتجاهات حديثة في تصنيف الأسهم الممتازة جاءت نتيجة تطور وتحسين كفاءة الأدوات المالية على غرار:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: وهي أسهم يتم فيها تعديل نصيب السهم من الأرباح بناءاً على التغيرات التي تطرأ على العائد المحقق.
- أسهم ممتازة لها الحق في التصويت: يعطى هذا النوع من الأسهم كتعويض في حال انخفاض القيمة السوقية للسهم.

2. خصائص التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

- تتميز الأسهم الممتازة كمصدر تمويل طويل الأجل بمجموعة من الخصائص من بين أهمها¹:
 - إصدار الأسهم الممتازة يُخفّض نسبة القروض وبالتالي إمكانية الحصول على القروض مستقبلاً.
 - إذا إنخفضت أسعار الفائدة يمكن للمؤسسة إستبدال الأسهم الممتازة بسندات لأنه ليس لهذه الأسهم تاريخ تسديد.
 - بإمكان المؤسسة إعادة شراء الأسهم الممتازة مقابل قيمة أعلى من قيمتها الاسمية وهذا ما يسمى بحق الإستدعاء.
 - التوزيعات محددة بقدر معين والمؤسسة ليست مجبرة على إجراء توزيعات في كل سنة تحقق فيها الأرباح.
 - لا يتضمن وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما هو الحال في التمويل بالقروض.
- يؤخذ على التمويل عن طريق هذا النوع من الأسهم ما يلي:
- ✓ إرتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة الإقتراض، حيث أن حصص الأرباح الموزعة لا يمكن خصمها من الوعاء الضريبي عكس فوائد القروض.
 - ✓ في بعض الحالات لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت على بعض القرارات، مثل التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات أو عند مواجهة المؤسسة لبعض المشاكل مثل عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها عند إستدعاء الأسهم الممتازة.

3. تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

يتحدد قرار التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بناءاً على المنفعة التي تحققها المؤسسة من هذا القرار مقارنة بالتكلفة المتحملة؛ وتمثل نسبة التوزيعات التي يحصل عليها حملة هذه الأسهم، وقد تصبح هذه التكلفة عبئاً مالياً على المؤسسة إذا ما التزمت المؤسسة بتوزيع حد أدنى من الأرباح.

¹ - محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 18.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق أدوات الدين - السندات:

تعتبر السندات أدوات مديونية تصدرها الشركات أو الحكومات وتبيعها للجمهور أو المؤسسات التي ترغب في شرائها.

أولاً: مفهوم السندات:

تشكل السندات الأموال المقترضة من المستثمرين والتي تستخدم في التمويل طويل الأجل، وبالتالي فهي التزام الشركة المصدرة واعترافها بمديونية القيمة الإسمية للورقة، والتزامها بتسديد الفوائد المتحققة على تلك المديونية وسداد القيمة الإسمية للورقة، في تاريخ الاستحقاق. وللسند قيمة سوقية تزيد أو تقل عن القيمة الإسمية.

يمكن تحديد أنواع السندات في ما يلي:

- ث. سندات إسمية بإسم حاملها تدفع عوائدها لحملها،
- ج. سندات كوبون وهي سندات قابلة لتداول ومن يمتلكها بتاريخ الكوبون يحق له صرف قيمة السند. وحامل السند هو دائن للشركة دون نشوء التزامات قانونية مثل المقرضين.
- تلتجأ المؤسسة إلى التمويل بإصدار السندات في الحالات التالية¹:
- الحصول على السيولة طويلة الأجل مع عدم زيادة عدم المساهمين الذين لهم الحق بالتدخل في الإدارة.
- تخفيف الضريبة، حيث تخصم السندات من الوعاء الضريبي؛
- في حالة إمتناع ملاك شركة المساهمة عن الإكتتاب في الأسهم الجديدة؛
- محدودية تكلفة التمويل عن طريق السندات؛
- الحصول على مصدر تمويلي دون أن يصاحبه تدخلا في الشؤون الإدارية؛
- تحقيق مرونة في تعديل هيكل التمويل من خلال إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

ثانياً: خصائص التمويل عن طريق السندات

تعتبر السندات مصدر تمويلي مناسب للعديد من المؤسسات نظراً لكونه يتميز بمجموعة من الخصائص منها:

- ح. سهولة تجديد تكلفة التمويل وإنخفاضها مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والممتازة وكذلك إمكانية خصم التكلفة من الأعباء الخاضعة للضريبة مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي
- خ. السندات محددة القيمة والمدة والفائدة،
- د. السندات هي من مصادر التمويل المرنة في التأثير على الهيكل المالي،
- ذ. السندات تناسب المستثمرين الذين يرغبون في دخل ثابت،
- ر. إنخفاض مستوى المخاطرة عموماً عند الاستثمار في السندات مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى .

¹ - هيثم محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص 99-107.

ز. المحافظة على سلامة رأس المال نسبياً، عن طريق إسترداد قيمة السند في فترات يرغب المستثمر في أن تكون في حوزته.

ثالثاً: تكلفة السندات

تصدر السندات بمعدل فائدة ثابت لا يتغير طول فترة الإستحقاق إلا أنه بسبب مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وإرتفاع معدلات التضخم ظهرت السندات ذات العائد المتغير الذي يأخذ في حسابه المتغيرات السابقة ويشجع المؤسسة في الحصول على أموال لتمويل أنشطاتها وجذب المقرضين¹.

تتميز تكلفة التمويل بالسندات بالإنخفاض النسبي مقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث يترتب عليها ميزة ضريبية نتيجة لجواز خصم فوائدها من وعاء ضريبة الدخل، بينما لا يسمح بذلك بالنسبة لتوزيعات الأسهم مما يترتب عليه زيادة ربحية المؤسسة.

تتحمل الجهات المصدرة للسندات العديد من عناصر التكلفة للحصول على التمويل من خلال المصدر التمويلي هذا، ومن أهمها:

- مصاريف الإصدار،
- مصاريف وعمولات البيع التي تدفعها جهات المصدرة للسندات.
- الرسوم التي تتطلبها عمليات رهن الأصول الخاصة بالجهة المصدرة للسندات إذا إرتبطت عمليات إصدار السندات بهذا الرهن.
- الفائدة الإسمية والتي تحسب على أساس نسبة تتحمل دفعها الجهات المصدرة للسندات وتعتبر أهم تكلفة للمصدر التمويلي.

¹ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية مصر ، 2006 ، ص ص 381-385.

رابعاً: الفرق بين السندات التقليدية والصكوك

يمكن أن نلخص الفرق بين السندات والصكوك في الجدول التالي:

الجدول رقم (7): الفرق بين السندات والصكوك

مقارنة بين السندات التقليدية والصكوك		
وجه المقارنة	السندات التقليدية	الصكوك
ملكية الأصل	- لا تعطي السندات لحاملها حصة في ملكية الأصل أو المشروع أو النشاط التجاري الذي أصدرت لتموله. - السندات هي مجرد دين مستحق لحامل السند على مصدره	- تعطي الصكوك للمستثمر ملكية جزئية في الأصل محل العقد، وذلك بعد تحصيل قيمتها وإغلاق باب الاكتتاب وبدء استخدامها في المشروع أو النشاط الاستثماري أصدرت من أجله.
المعايير الاستثمارية	- بشكل عام، يمكن استخدام السندات لتمويل أي أصل أو مشروع يتوافق مع القوانين المحلية في أي مكان بالعالم.	- يجب أن يكون الأصل أو المشروع الذي تستند إليه قيمة الصكوك موافقاً للشرعية الإسلامية.
سعر الإصدار	- يستند سعر السند بشكل أساسي على الجدارة الائتمانية للمصدر	- تستند القيمة الاسمية للصك على القيمة السوقية للأصل محل العقد.
ما تمثله كل أداة	يمثل كل سند حصة من الدين	يمثل كل صك حصة من الأصل محل العقد، بمعنى أنه يثبت لحامله حق ملكية شائعة في موجودات أو أصول له عائد
مكاسب ومخاطر الاستثمار	- يحصل حاملو السندات على مدفوعات منتظمة من الفائدة (وغالباً ما تكون ثابتة) على مدار عمر السند، فضلاً عن ضمانهم الحصول على القيمة الاسمية في موعد الاستحقاق	- يحصل أصحاب الصكوك على حصة من الأرباح في الأصول أو الموجودات محل العقد، ويتحملون جزءاً من الخسائر في حال وقوعها.
آثار التكاليف	- لا يتأثر حاملو السندات بتكاليف أو أداء المشاريع أو الأعمال التجارية التي أصدرت تلك الأوراق لتمويلها.	- يتأثر حاملو الصكوك بأداء الأصل محل العقد، حيث قد تتم ترجمة ارتفاع تكاليف المشروع أو الأصل إلى انخفاض في أرباح المستثمرين والعكس صحيح
ضمان رأس المال	- في السندات يوفر المصدر ضماناً كاملاً لرأس المال والأرباح التي سيتم اكتسابها	- لا يوجد لحاملي الصكوك ضمان رأسمالي، ولكن قد يكون هناك طرف ثالث على استعداد لأن يكون الضامن بشكل طوعي، شريطة أن يكون عقد الضمان منفصلاً عن العقد بين طرفي الصك.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المواقع الإلكترونية :

تاريخ الإطلاع: 2019/09/02 <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/491368>

المطلب الثالث : التمويل عن طريق المشتقات المالية

ساهمت المنافسة بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها والتوسع في حركة التكنولوجيا والاتصالات المتطورة في تيسير إنتقال رؤوس الأموال وتحرير الأسواق المالية وابتكار أدوات ومنتجات مالية جديدة تسمى بالمشتقات المالية. و تعتبر المشتقات المالية من التطورات المهمة في أشكال الاستثمارات التي لاقت اهتماما واسعا في الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة، بإعتبارها مصدرا مهما في تمويل الاقتصاد وتفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية، حيث يعد تعدد وتنوع المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ركيزة أساسية لكفاءتها وتطورها.

أولاً: مفهوم المشتقات المالية: تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المتطورة التي عرفتها الأسواق المالية **1-تعريف المشتقات المالية :** تعرّف المشتقات المالية على أنها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، مؤشرات)¹.

ولا تعتبر المشتقات المالية أصولاً مالية أو عينية وإنما هي عقود يترتب عليها حق لطرف والتزام على الطرف الآخر أو حق للطرفين والتزام عليهما في نفس الوقت (كما هو حال المبادلات)². وتتوقف قيمة الأداة المشتقة على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد كما تمثل المشتقات المالية عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، يتحمل المتعامل بمقتضاها تكلفة محدودة وتتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية لأصل المال محل التعامل، وعلى خلاف أدوات الدين، فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. ويتضمن العقد³:

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

¹- عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية، مداخلة منقولة من الموقع الإلكتروني، الكويت ديسمبر 1999، ص6. <http://www.scribd.com>

²- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر ام لصناعتها، مداخلة من الملتقى العلمي حولة الأزمة المالية الإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20-21، أكتوبر، 2009، ص4.

³- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية- مفاهيم، إدارة المخاطر، محاسبة- الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2001، ص 5-11.

2- خصائص المشتقات المالية:

تتميز المشتقات المالية بمجموعة من الخصائص من بين أهمها:

أ. **عمليات خارج الميزانية:** على عكس الأدوات المالية كالأسهم والسندات، لا يتم إدراج المشتقات المالية في الميزانية ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

ب. **التعقيد:** نظرا لتصميم المشتقات المالية للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا يترتب عليها غموض حول كيفية استخدامها وتقييمها وكيفية معالجتها محاسبيا وهل يمكنها تحقيق الأغراض التي أنشئت من أجلها، كما قد يتعرض مستخدموها لمخاطر فهم شروطها وآثارها.

ت. **السيولة:** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث تسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها و المراكز المرتبطة بها.

ث. **عدم وضوح القواعد المحاسبية:** لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على التعامل بالمشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام هذه الأدوات، والذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

3- أهمية المشتقات المالية:

تكمن أهمية المشتقات المالية كونها أداة تستعمل لعدة أغراض تشمل الاستثمار، إدارة والتحوط من المخاطر والمضاربة بحيث تساهم في¹:

-**الحد من المخاطر:** يعتبر الحد من، أو تجنب، المخاطر أهم الأغراض التي أدت إلى استخدام المشتقات، حيث أن هذه الأدوات، إذا ما أحسن استخدامها والرقابة عليها، فإنها تساعد المؤسسات في إدارة مخاطرها المالية بشكل يساهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها، عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها لكنه لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك مقابل تكلفة معينة تمثل قيمة العقد ذاته، وبالتالي فإن المشتقات لا تلغي المخاطر وإنما تعيد توزيعها فقط .

¹ - حسن عبد المطلب الأسراج، مرجع سبق ذكره، ص 43-44.

-تحقيق المضاربة: ولا يقتصر استخدام المشتقات لتحوط ضد المخاطر فقط بل تعد إلى تحقيق غرض المضاربة، وذلك من منطلق الاعتقاد السائد بان الدخول في عمليات ذات مخاطر عالية يعني إمكانية الحصول على عوائد محتملة عالية.

-أداة جيدة لاكتشاف السعر: تزود المتعاملين بما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات، يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين¹

-تخطيط التدفقات النقدية، طالما ان البائع والمشتري يدرك كل منهما أن حصيلة بيع الأصل ومدفوعات الشراء ستكون على أساس سعر العقد

- تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه وذلك بزيادة حجم التداول عليه وخفض تكلفة المعاملات ذات الأثر الكبير على سيولة السوق اذ تجعله أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لابرار الصفقة بسعر قريب من السعر العادل.

ثانيا: أنواع المشتقات المالية:

تشمل عقود المشتقات المالية عدد من الانواع تختلف حسب طبيعة تداولها في أسواق الأوراق المالية وأكثرها تداولاً.

1-العقود الآجلة Forword contrat:

تعتبر العقود الآجلة عقود مستقبلية وإحدى المشتقات التي تستخدم في إدارة التحوط من المخاطر المالية وتعرف بأنها إتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبكمية محددة وبسعر يحدد مسبقاً²، يطلق عليه سعر التنفيذ لا يتغير من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ التنفيذ، على أن يتم التسليم والتسوية في التاريخ المحدد بالعقد³.

والعقود الآجلة لا يتم تداولها في سوق الأوراق المالية كباقي المشتقات حيث أنها إتفاقا خاص ومغلق بين الطرفين (أي عقود شخصية)، لا يترتب عليها إيداع أي مبلغ من المال كهامش مبدئي. وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد حيث لا يمكن التخلص منها بيعاً في الأسواق المالية.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء 2 منشأة المعارف، الإسكندرية 2003، ص14.

² - Aimé Scannavino, Les Marchés Financiers Internationaux, Paris-Dunod, 1999, p62.

³ - محمد سامر القصار، رغبة قصوة، إدارة المخاطر، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010، ص153.

تصنف العقود الآجلة إلى¹:

أ. **العقود الآجلة لأسعار الفائدة**: تستخدم العقود الآجلة أيضا في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة، حيث يتم الإتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الإتفاق وحتى تاريخ التنفيذ

ب. **العقود الآجلة لأسعار الصرف**: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي.

وتتميز العقود الآجلة بالعديد من الخصائص تميزها عن باقي المشتقات المالية منها تصعب المضاربة بهذه العقود لأن الغرض الأساسي منها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل، ويتم تحديد تاريخ الإستحقاق وسعر التنفيذ في هذه العقود بدقة وتعتبر عقودا نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها، حيث يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الخيار الأمريكي. يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط ولا توجد لها سوق ثانوية وغالبا ما تكون الصفقات المتعامل بها كبيرة لذلك فإن المستثمرين الصغار لا يتعاملون بها، كما لا تتمتع العقود الآجلة بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى². بالإضافة إلى كونها لا تتميز بشكل نمطي حيث إن الأصل قد لا يكون متجانسا.

1. عقود الخيارات

تعتبر عقود الخيارات أدوات استثمارية حديثة تعطي للمستثمرين والمضاربين فرصة للحماية من مخاطر تغيير أسعار الأصول وتحقيق الأرباح الرأسمالية، ويعد الاختلاف في توقعات طرفي العقد الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعا وشراء³.

كما تعرف على أنها عقود بين البائع والمشتري، تعطي الحق وليس الإلزام، لمشتري العقد، أن يشتري أو يبيع كمية محددة من سلعة أو أداة أخرى بسعر محدد يتفق عليه لحظة توقيع العقد ويتم التنفيذ في تاريخ لاحق. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان في غير صالحه ذلك هو مجبر على دفع علاوة للمحرر عند التعاقد غير قابلة للرد⁴ ويقوم عقد الخيار على الأركان أو العناصر المتمثلة في⁵: سعر التنفيذ، حجم الخيار، تاريخ إنتهاء العقد،

¹ - موسى نوري شقيري، إدارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 169.

² - صارة لعبني، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ - Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Les Marchés Financiers, Gestion de Portefeuille et de Risques 3ème Edition, Paris, 1997, p316.

⁴ - بوقاعة زينب، تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاك وشولز، الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 5 و6 ماي 2014، ص 102.

⁵ - مؤيد عبد الرحمن، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار الثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010 ص 330-331.

علاوة الخيار، أسلوب تنفيذ الخيار - التنفيذ في أي وقت خلال فترة العقد أو فقط في اليوم الأخير قبل انتهاء سريان العقد.. ولقد حققت أسواق الخيارات نجاحا كبيرا من حيث الإنتشار والتوسع وامتدت لتشمل أسواق الأوراق المالية وأسواق العملة وأسواق المعادن وأسواق السلع الرئيسية¹. و بالتالي فهي تتميز بمجموعة من الخصائص لعل أهمها أنها تعتمد في المقام الاول على خاصية حق الاختيار وليس الالتزام، فيما يتعلق بتنفيذ التعاقد أو حق إلغائه، كما تتمتع بالتنوع الكبير² بالإضافة إلى أنها عقود نمطية لا يمكن تغيير مواصفاتها (حجم العقد، تاريخه، سعره...الخ) من قبل طرفي العقد.

تتعدد معايير تصنيف عقود الخيارات في الأسواق المالية حيث نجد وفقا لمعيار³ نوعية العملية ثلاثة رئيسية تتمثل في خيار الشراء وخيار البيع والخيار المزدوج.

1- خيار الشراء Call Option: هو عقد يتيح للمستثمر (مشتري الخيار) الحق في شراء أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ معين مقابل مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحرره بائع الخيار⁴.

ينفذ المشتري العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد، في حين ان خسائره تكون محدودة ولا تزيد عن قيمة العلاوة المدفوعة، ويتيح خيار الشراء فرصة للمستثمر للتحوط ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يتوقع شرائها في المستقبل⁵.

2- خيار البيع PutOption: هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الاول ويسمى محرر الخيار (البائع) للطرف الثاني (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع اصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد، ويحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة أو سعر الاختيار. ، فمثلا إذا كان سعر الاصل المالي أقل من سعر تنفيذ خيار البيع فإن مالك الخيار يقوم بتنفيذ البيع فيحقق حامل الخيار ربح ومحرر الخيار يحقق خسارة، وفي حالة سعر السوق أكبر فإن مالك الخيار لا ينفذ وان خسائره تكون محدودة ولا تزيد عن قيمة العلاوة المدفوعة و هي مكسب محرر العقد.

3- خيار البيع والشراء معا (الخيار المزدوج): يتيح الخيار المزدوج لحامله من تنفيذ خيار الشراء، اذا ارتفع السعر، أو خيار البيع، اذا انخفض السعر، خلال عمر الخيار أو في الوقت المحدد لإنتهائه.

¹ - موسى نوري شقيري، ادارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 223 .

² - محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط1، 2009، ص96.

³ - موسى نوري شقيري، ادارة المشتقات المالية ، مرجع سبق ذكره، ص23.

⁴ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص309

⁵ - عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص80.

ويلجأ المستثمر لهذا النوع من الخيارات كأحد الاستراتيجيات في شراء الخيارات عندما لا يمكنه توقع اتجاه السوق فيحتاج للصعود ويحتاج للنزول فيحقق ربح في حالة الصعود أو يحقق ربح في حالة الهبوط إذا كان الارتفاع أو الانخفاض بمقدار يزيد عن مجموع العلاوتين معا.

بالإضافة إلى الأشكال السابقة هناك معايير أخرى للتصنيف منها ما يعتمد على تاريخ التنفيذ ومنها ما يعتمد على ملكية الأوراق المالية، كما هناك أنواع أخرى من عقود الخيار تقوم على بيع عقود الخيار وشراؤها في مجالات عديدة مثل عقود خيار السلع الآجلة ومؤشرات الأسهم والعملات الدولية.

وتستخدم الخيارات لزيادة معدل السيولة في سوق الأوراق المالية عن طريق تداولها¹، وتكتسب عقود الخيارات أهميتها في أسواق الأوراق المالية وسوق العملات نتيجة حلها العديد من المشاكل والصعوبات التي كانت تواجه المستثمرين من جهة، وللفرص التي قدمتها هذه الأدوات، كأدوات لتحقيق الأرباح من جهة أخرى.

4-العقود المستقبلية:

هي عقود آجلة لكنها قابلة للتداول في الأوراق المالية في وتعطى الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق ويلتزم كل من طرفي التعاقد (البائع والمشتري) بإبداء نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة، بغرض حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن ان تترتب على عدم مقدرة احد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر. والعقود المستقبلية لا تختلف في جوهرها عن العقود الآجلة وإنما تعد امتدادا وتطورا طبعيا لها، بل ما هي الا عقود آجلة تم تنميتها. وتتنوع العقود المستقبلية إلى²:

أ. العقود المستقبلية على السلع: وهي عقود مستقبلية في سلع حقيقية نمطية مثل المنتجات الزراعية كالقطن والبن والمنتجات الحيوانية، والمعادن والبتروliات³.

ب. عقود مستقبلية مالية: وهي عقود على الأصول المالية، كالسندات أو أصول نقدية.

ت. عقود مستقبلية على مؤشرات الأسهم: تعامل مؤشرات الأسهم مثل على أنها سلع آجلة خاضعة لقوى العرض والطلب، وتعتبر العقود على مؤشرات الأسهم العالمية بمثابة التزام بين طرفي العقد حيث يلتزم أحد الطرفين بأن يدفع للطرف الآخر مبلغا يمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه والمبلغ المتفق عليه ويدفع الفرق البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، أو يدفعه المشتري إذا كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشرات.

¹ - فهد بن عبد الله الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الرياض، ط2، 2022، ص367

² - عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، ص253-2254 و 299.

³ - فهد بن عبد الله، الحويمان، نفس المرجع، ص.408

تتميز العقود المستقبلية بالعديد من الخصائص نذكر منها:

- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغييرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ رغم أنه قد يكون مرتفعاً¹
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء في سوق مركزية منظمة على عاتق بيوت مقاصة توكل إليها تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.
- يتم ايداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار كضمان حسب الأسعار في السوق وحسب شروط العقد لضمان تنفيذ التزامات طرفي العقد².
- تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد تعكس كل التغير التي تحدث في سعر العقد³.
- العقود المستقبلية متجانسة في جميع شروطها (حجم العقد، شروط وتواريخ ومكان وكيفية التسليم) باستثناء سعر العقد الذي يتم التفاوض عليه وتحديده وفقا لرغبة طرفي العقد، والتعامل فيها يتم بسلع نمطية مما يسهل فهمها والتعامل فيها⁴ وبالتالي تحقق هذه العقود الشفافية بشكل يضمن التسعير العادل والسيولة بما يلبي احتياجات كافة الاطراف المتعاملة.
- في الغالب يتم تنفيذ العقود المستقبلية قبل تاريخ إستحقاقها على عكس العقود الآجلة التي عادة ما تم قبل تنفيذها في التاريخ المتفق عليه⁵.
- وهناك بعض السلع الآجلة تتطلب تسليم السلعة عند اكتمال العقد والبعض الآخر يتطلب تسليم المبلغ بشكل نقدي عند انتهاء مدة العقد، كما في عقود المؤشرات وعقود الأوراق المالية⁶

1- عقود المبادلات:

- تعتبر عقود المبادلات إحدى التقنيات المالية والاستثمارية والتي يمكن الاعتماد عليها في تغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة وتقلب قيم العملات.
- وتعرف على أنها إتفاق تعاقدى بين طرفين لتبادل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية فصلية .. إلخ). وتصنف عقود المبادلات إلى الأنواع التالية:

¹- موسى نوري شقيري، ادارة المشتقات المالية ، مرجع سبق ذكره، ص329.

²- عبد القادر متولي، نفس المرجع، ص255.

³- فيصل بلحسن، مرجع سبق ذكره، ص5.

⁴- موسى نوري شقيري، ادارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص185.

⁵- جبار محفوظ، الاسواق المالي والادوات المالية، الجزء2، دار هومة للنشر الطباعة والتوزيع، الجزائر 2017، ص328.

⁶- فهد بن عبد الله حويمان، مرجع سبق ذكره، 2002، ص418.

أ. عقود مبادلة أسعار الفائدة : تتمثل في الإتفاق بين طرفين مقترضين أحدهما يدفع فائدة متغيرة، والآخر يدفع فائدة ثابتة، أو بين مقرضين أحدهما يقبض فائدة متغيرة وآخر يقبض فائدة ثابتة في تاريخ أو تواريخ لاحقة لمدة محددة¹.

ب. عقود مبادلة العملات: يتكون عقد تبديل عملة بعملة أخرى أي هي مبادلات للإلتزامات بدفع تدفقات نقدية بعملة معينة مقابل التزامات للدفع بعملة أخرى وتمارس في سوق موازية غير خاضعة لسيطرة البورصات. وتستعمل كوسيلة للتحوط من مخاطر التجارة الدولية والتحوط ضد مخاطر أسعار الصرف الأجنبية كما تمكن المقرضين من الدخول إلى مصادر جديدة للتمويل

ت. عقود مبادلة السلع: يتم عقد مبادلة السلع على أساس قيام طرف بمبادلة سلعة ما (الذهب مثلاً) مع الطرف الآخر الذي يتعهد بدفع سعر السوق المتقلب لهذه السلعة، وأغلب عقود المبادلات المستعملة في السلع هو في سلعة النفط إلا أنها إستعملت أخيراً في سلع أخرى كالذهب، النحاس

ث. عقود مبادلة حق الملكية: هي اتفاقية بين طرفين حيث يقوم الطرف الاول بدفع العائد على مؤشر سوق محدد مقابل قيام الطرف الثاني بدفع العائد على مؤشر سوق آخر.

ج. عقود مبادلة الخيارات: هي خيارات على مبادلة أسعار الفائدة، ومشتري خيار المبادلة له الحق في إبرام عقد مبادلة سعر فائدة في لحظة معينة في المستقبل مقابل دفع علاوة لمحرر هذا العقد، وتجمع هذه العقود بين خصائص عقود الخيارات وخصائص عقود المبادلات وتستمد الخاصية الرئيسية من عقد الخيار في كون المشتري له الحق وليس عليه التزام في إلغاء العقد أو الاستمرار فيه.

وتتمتع عقود المبدلات بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي المشتقات² من حيث التفاوض الشخصي والمباشر بين طرفي العقد في كافة شروط التعاقد مع توفر السرية التامة، وعدم وجود جهة تضمن عملية المبادلة إلا الأطراف أنفسهم، بالإضافة إلى عدم خضوعها لأي من الانظمة و اللوائح التي تحكم تعاملاتها بشكل منظم.

5- آلية التوريق

يعتبر التوريق إبتكار نوعي في الأدوات التمويلية ويعمل على زيادة السيولة وتحويل المخاطر وقد كان في البداية مرتبط بالرهن العقاري لكنه إمتد ليشمل قروض السيارات، بطاقات الإئتمان والديون الخارجية .

¹ - عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، ص 262.

² - قايدى خميسي، لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الاسواق المالية في تغطية مخاطر السوق، مجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 6، 2015، ص29

ويعرف التوريق على أنه تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية (أي سندات دين) قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة¹.

كما يعرف على أنه أداة مالية تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول ووضعتها في دين واحد معزز إئتمانياً، من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقليلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك².

يشارك فيه عدة أطراف³ تشمل كل من يؤدي دوراً في عملية التوريق وهم:

- المنشئ وهو المصرف الذي يريد توريق أصول المصدر وهي مؤسسة تسمى شركة التوريق تحول الأصول المالية (القروض) التي تملكها المصارف إلى أصول مالية ذات سيولة مرتفعة وقابلة للتداول في الأسواق المالية بضمان هذه الأصول.
- من يشتري الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب في الأصول المورقة بغرض الاستثمار.
- شركات متخصصة تقوم بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها ولحماية حقوق حملة سندات التوريق يقوم أمين المحفظة بمراجعة ومراقبة محفظة الأصول والضمانات المتعلقة بها وتقديم تقرير دوري عنها للمستثمرين وفي حالة عدم السداد تنفذ الإجراءات القانونية.
- وجهة أخرى تقوم بعملية تحصيل الديون وتسليمها إلى شركة التوريق.
- ولضمان صحة عملية التوريق يجب توفر الشروط التالية:
- محفظة الديون محل التوريق، يجب أن تكون متجانسة وتوافق الديون، من حيث المقدار، الآجال والفوائد ومضمونة برهون عقارية أو منقولات يملكها الراهن.
- أن تكون هذه الديون ذات تدفقات نقدية مستمرة حيث تكون لها فوائد ذات عائد دوري ثابت.
- وتلجأ المؤسسات إلى عملية التوريق لتحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها:
- تقليل مخاطر الإئتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر والعمل على توفير قدر كافي من السيولة وتخفيض مخاطر الإئتمان للجهة البادئة بالتوريق.

¹ - مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص 237.

² - سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية - مذكرة المجستير، قسنطينة، 2012، ص 76.

³ - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة سطيف، الجزائر، 2014، ص 396.

- ربط الديون الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون في شكل محفظة ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة، مضمونة بضمانات وبشروط وأسعار وفترات سداد أفضل.
- تنشيط سوق رأس المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المنتجات المالية من خلال تداول الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق.

ثالثاً. مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

رغم أن المشتقات المالية كانت تهدف إلى تنظيم المؤسسات المالية وتحقيق المخاطر والحفاظ على استقرار سوق الأوراق المالية وتخفيف المخاطر، وتسهيل المعاملات والحد من التقلبات في العائد، فقد ساهمت في زيادة حجم وتركيز المخاطر، حيث أنها لم تخلو من أحداث أزمات.

وان كانت المخاطر عنصر ملازم للاستثمار أياً كان مجاله، فإن هذه المخاطر تبلغ أوجها عند الاستثمار في المشتقات المالية، ومن أهم هذه المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون بها نجد¹:

1- مخاطر عدم الوفاء الناتجة عن توقف أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزامته الناتجة عن تعامله بأحد هذه العقود، خاصة تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية أين لا توجد غرف مقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد.

2- عدم تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، رغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات وبالتالي تصبح المتاجرة بها أكثر صعوبة، وذلك بسبب عدة عوامل تتعلق بطبيعة العقود أو ظروف السوق، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للمتعاملين الذين يرغبون في تسهيل مراكزهم بسرعة أو عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك.

3- ضعف الأنظمة الإدارية والرقابية أو تغيرات في البيئة القانونية وغموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ هذه العقود.

4- المخاطر السوقية والناتجة عن تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي محل التعاقد.

وغالباً ما ينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية عن حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل

1- عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، مخبر التنمية المحلية المستدامة، المدية، العدد 2، 2014، ص 164-183 .

خلاصة الفصل:

يُعد الاستثمار مصدر التنمية الاقتصادية والاجتماعية والدافع الأساسي له، حيث يعمل على زيادة الخيارات من خلال توظيف الأموال وتوجيهها نحو مجالات الاستثمار المناسبة. كما تظهر أهميته الاقتصادية من خلال ارتباطه الوثيق بالادخار والدخل والاستهلاك ومستوى التشغيل وغيرها.

وحتى تتحقق المقاصد من عملية الاستثمار لا بد من توافر الأموال الضرورية والإلمام الكلي بمصادر التمويل المتاحة من الداخل أو الخارج وتحديد ما يحقق أكبر منفعة بأقل تكلفة. حيث نجد الأموال الذاتية الناتجة عن المدخرات المتأتية من الفوائض المحققة و أو اللجوء إلى المؤسسات الوسيطة المصرفية التقليدية والإسلامية أو من أفراد ومؤسسات خاصة.

ويمثل اللجوء إلى المدخرات المتاحة في سوق الأوراق المالية ذو أهمية كبيرة في التمويل لما لهذه السوق من قدرة على تجميع الأموال الضخمة وتحويلها نحو الاستثمارات عن طريق طرح أسهم وسندات بمختلف أنواعها.

ولقد قامت السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة للأوراق المالية كوسيلة جديدة من وسائل التمويل بغية تعزيز منظومة التمويل وتنويع مصادرها ضمن مساعي حل مشكل التمويل في ظل عدم وجود مؤسسات رأس المال المخاطر وأدوات التمويل الإسلامية. وسوف نتناول بالبحث في الفصل الموالي دور بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل الاستثمار.

الفصل الثالث

تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم
المنقولة

تمهيد:

في ظل توجه الجزائر نحو اقتصاد السوق واستجابة لمتطلبات تمويل النمو والتنمية واجه الاقتصاد الجزائري عدة تحديات لعل من بين أهمها شح التمويل بسبب ركود النشاط المصرفي الذي يعتبر من بين أهم مصادر التمويل والذي كان يعاني من ضعف معدلات الفائدة، تدني الخدمات المصرفية، عدم وجود أوعية ادخارية متعددة وأدوات جديدة لتعبئة الادخار وعجزه عن توفير احتياجات التمويل اللازمة، وهو ما ساهم في إنشاء بورصة للقيم المنقولة كآلية تستهدف توفير مصادر مستمرة من التدفقات الضرورية لتمويل الاستثمار.

نحاول في هذا الفصل تناول مختلف الجوانب المتعلقة ببورصة الجزائر للقيم المنقولة على غرار النشأة والتنظيم، مستوى الأداء بالإضافة إلى تقييم مساهمتها في التمويل مع الإشارة إلى أسباب فشلها في أداء دورها في تحقيق التمويل اللازم.

المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

لقد تم إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة في ظل مواجهة الاقتصاد الوطني للعديد من العقبات والتحديات لعل أهمها انخفاض أسعار البترول وتراجع إيرادات الدولة والتحول إلى نظام الاقتصاد المفتوح، وقد جاء انشاؤها تحقيقاً لعدة أهداف لعل أبرزها تكريس مبدأ الانتقال إلى اقتصاد السوق وتمويل المؤسسات الاقتصادية بالإضافة إلى ترقية الادخار والاستثمار.

المطلب الأول: مراحل نشأة وتنظيم بورصة الجزائر للقيم المنقولة

عرف مسار إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة العديد من المراحل والتي كانت نتاجاً للعديد من العوامل والتحديات التي ساهمت بشكل أو بآخر في تأخر انطلاقها إلى غاية نهاية التسعينات، غير أن هذا لا ينف وجود العديد من الهياكل الأساسية التي تعمل على تنظيم عملها على غرار باقي بورصات العالم.

أولاً: مراحل نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة

تبنّت الجزائر منذ سنة 1986 فكرة الإصلاحات الاقتصادية التي أتت بفكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية التي تم تدشينها رسمياً في 04 أوت 1999. والتي مهدت لها جملة من القوانين والمراسيم التي صدرت خلال الفترة الممتدة من سنة 1986 إلى 1999، وقد مر إنشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل نستعرضها في ما يلي¹:

1- المرحلة التمهيدية من 1986 إلى غاية 1988:

وهي المرحلة التي يمكن القول بأنها عرفت الخطوات الأولى التمهيدية للتحضير لإنشاء بورصة الجزائر، حيث تم اصدار القانون 01/88 و 03/88 المتعلقان بتوجيه المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة.

2- مرحلة التحضير الفعلي من 1990 إلى غاية 1993:

وهي المرحلة التي عرفت مجموعة من الإجراءات الممهدة لإنشاء بورصة الجزائر على غرار إنشاء صناديق المساهمة تحت مسمى " شركة القيم المنقولة " برأس مال قدره 320000 دينار و اصدار المرسومين 169/91 و 170/91 المتعلقان بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأصول المالية وشروط اصدار الأسهم وأنواعها والاصول المالية الأخرى على التوالي، كما تم أيضا رفع رأس مال شركة القيم المنقولة ليصبح 9320000 وتغير اسمها ليصبح " بورصة القيم المنقولة ". وعرفت هذه المرحلة أيضا تعديل القانون التجاري ليتوافق مع

¹ - منشورات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من الموقع، تاريخ الإطلاع 2023/11/20. <https://www.cosob.org/ar/lois>

شروط سير البورصة من خلال اصدار المرسومين 08/93 و 10/93 المتعلقان باتمام الأحكام المتعلقة بشركات الأموال وتحديد الفئات التي يمكن اعتمادها كوسطاء.

3- مرحلة الانطلاق الفعلي من 1996 إلى غاية 1999:

حيث تم خلال هذه الفترة تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، وشركة ادارة بورصة القيم المنقولة (SGBV) واصدار المرسومين 133/66 و 134/96 المحددان شروط تملك الأسهم والقيم المنقولة الأخرى، بالاضافة إلى النظام 03/96 المتضمن شروط اعتماد الوسطاء، وتوجت هذه المرحلة بتدشين البورصة رسميا في 1999/08/04 بانضمام أوراق مالية متمثلة في سند سوناطراك، سهم رياض سطيف، سهم مجمع صيدال بالاضافة سهم فندق الأوراسي.

ثانيا - الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

يتولى تنظيم عمل بورصة الجزائر للقيم المنقولة هيكل تنظيمي يتشكل من ثلاثة هيئات رئيسية تعمل في شكل متكامل ومتناسق يمكنها من ممارسة نشاطها. وتتمثل هذه الهيئات في:

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة (COSOB):

تتمتع هذه اللجنة بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، كما تم تعيين أعضائها في 1995/12/27، وتتمثل مهامها الأساسية في¹:

- اعتماد أنظمة جديدة تتعلق بسوق رأس المال،
- اتخاذ قرارات منح التأشيرات للمصدرين،
- صدار الموافقات والتأهيلات أو التسجيلات والإعترافات بمهنيي السوق،
- فتح إجراءات تتعلق بالعقوبات.

وتتمتع هذه اللجنة بمجموعة من الصلاحيات التنظيمية والقانونية وسلطات الاعتماد، المراقبة، التأهيل، العلمية والتأديبية.

2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV): هي شركة ذات أسهم أنشأت في البداية تحت مسمى

«شركة إدارة بورصة القيم» من طرف الوسطاء والمساهمون المعتمدون من طرف لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة طبقا لنص المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وطبقا

¹ - لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، على الموقع: تاريخ الإطلاع: 2023/11/20. <https://www.cosob.org/ar/missions>

للمرسوم التنفيذي 94-176. وتخضع الشركة للمادة 544 من القانون التجاري الجزائري الذي اعتبرها شركة مساهمة.

وتتولى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مجموعة من المهام التي تشكل إطارا منظما في خدمة الوسطاء من خلال العمليات التالية:

- السماح للمؤسسات العمومية والخاصة ذات طابع "شركات أسهم" بفتح رأس مالها على العالم الخارجي والتمكن من تقييم أصولها،

- ضمان التمويل المباشر للإستثمارات عن طريق الإدخار،

- تنظيم جلسات التسعير وتسيير جلسات التداول والتنظيم العملي للإدخال في البورصة،

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة من خلال النشرة الرسمية،

- يتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

لقد ساهم في تأسيس شركة بورصة القيم المنقولة كل من البنوك الوطنية المتمثلة في بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط - بنك - (CNEP) (Banque) وشركات التأمين الوطنية التي شملت كل من الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية للتأمينات (CAAT)، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية (CNMA). إضافة إلى البنك الخاص يونيون بنك (UB).

3- المؤتمر المركزي للسندات: هو عبارة عن هيئة مالية على شكل شركة مساهمة إرتفع رأس مالها من 75 مليون دينار جزائري إلى 240 مليون دينار، ينشط تحت إسم "الجزائر للمقاصة" تم تأسيسه بموجب القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ويخضع لقانونها الأساسي وكذا تعديلاتها. ويتم تعيين المدير العام والمسييرين الرئيسيين بموافقة الوزير المكلف بالمالية بعد التشاور مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹. يتولى انجاز مجموعة من الوظائف أهمها:

¹ - <https://www.cosob.org/ar/job> تاريخ الاطلاع 15 جانفي 2022.

- **وظيفة الحفظ:** من خلال مسك حسابات السندات بإسم المهنيين، وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر فإن المؤتمن المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط.
- **وظيفة حركة تداول السندات:** حيث يتم تداول السندات عن طريق النقل من حساب إلي حساب ويقوم البنك والشركات المصدرة والمتداولون بإرسال وتسليم تعليمات السندات.
- **وظيفة إدارة السندات:** من خلال السماح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات (الوضع قيد الدفع وزيادة رأس المال ...الخ) حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية.

4-المتدخلون في بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

تشكل الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية همزة وصل بين أصحاب الإدخار والمؤسسات أو الجهات التي هي بحاجة إلى أموال لتمويل إستثمارتها، بالإضافة إلى وظائف أخرى كشراء الإصدارات للأوراق المالية وإعادة بيعها والتفاوض على الأصول المالية وذلك عن طريق تنفيذ أوامر المستثمرين، وتقديم المعلومات الضرورية فيما يخص الأدوات المالية المتداولة. ويتمثل المتدخلون في بورصة الجزائر للقيم المنقولة في:

-**الوسيط:** هو عضو في البورصة يتعامل بالأوراق المالية بيعا شراءا للغير أو لحسابه الخاص ويمكن أن يكون شخصا طبيعيا أو شخصية معنوية. يباشر عمله بموجب ترخيص يصدر من الهيئات المختصة¹. وحسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ 23 ماي 1993 فإنه يمكن ممارسة عمل الوسيط في البورصة بعد إعتماده من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تختص فيما بعد بتنظيمه ومتابعة ومراقبة نشاطه في عملية البورصة.

ويمكن الحصول على الإعتماد لكل المؤسسات التجارية، التي تهدف أساسا للوساطة في عملية البورصة، وكذلك البنوك والمؤسسات والأشخاص الطبيعيين أو شركة أسهم معتمدة من طرف اللجنة.

ولا يصبح إعتماذ الوسطاء في عمليات البورصة اعتمادا فعليا إلا بعد أن يفى الوسيط أو يكتتب قسط من رأس مال شركة تسيير البورصة القيم المنقولة.

يوجد على مستوى بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الوقت الحاضر إحدى عشر (11) وسيط في عملية البورصة هم: ستة (6) بنوك عمومية وأربعة (4) بنوك خاصة، منها بنكين إسلاميين.

¹ - حمدي عبد العظيم، مرجع سبق ذكره، ص 86.

الفصل الثالث تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة

- **ماسكو الحسابات - حافظو السندات (TCC)** : يمكن للجنة أن تؤهل، لممارسة مسك الحسابات - حفظ السندات، البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عملية البورصة والشركات المصدرة، فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرة.

يوفر ماسكو الحسابات - حافظو السندات - للمستثمرين النقود المسجلة في حسابهم وفتح الحسابات وخدمات تخص حركات السندات وبصفة عامة الخدمات موضوع الإتفاق وأصناف السندات التي تنصب عليها الخدمات. ويدير ماسك الحسابات- الحافظ في دفتر الحسابات السندات والنقود التي يستلمها لحساب مصدر الأوامر في حسابات مفتوحة بإسمه وينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول، النقل والتمويل وإعلام أصحاب السندات بكشف الحساب وكشف حافطة المعلومات على السندات). وفي مايلي قائمة بأسماء-حافظو السندات في بورصة الجزائر للقيم المنقولة¹

جدول رقم (8) : حافظوا السندات -كوسوب

بنك الفلاحة والتنمية الريفية	BADR	مديرية الخزينة وسوق رأس المال
بنك التنمية المحلية	BDL	مديرية الخزينة والأسواق
البنك الخارجي الجزائر	BEA	مديرية الخزينة والسوق
البنك الوطني الجزائري	BNA	مديرية المالية والأسواق المالية
الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط بنك- CNEP -Banque		مديرية المالية
القرض الشعبي الجزائري	CPA	مديرية تسيير القيم المنقولة
بي أن بي باريبا- الجزائر BNP-Paribas -Alger		إدارة الأصول و الخصوم و الخزينة و أسواق رأس المال

المصدر: من إعداد الباحثة أعمادا على موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: <https://www.cosob.org/ar> ، تاريخ الاطلاع: 17 جانفي 2022

- **هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة**: تتألف الهيئة من صنفين من المؤسسات شركات ذات رأس مال متغير (OPCVM) والصناديق المشتركة للتوظيف، تهدف الهيئة إلى تأسيس وتسيير محافظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير وهي مؤهلة إلى جمع الإدخار للإستثمار في السوق المالي وفقا سياسة إستثمار واضحة وتعتبر هذه الهيأت بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى السوق

¹ - منشورات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من الموقع: تاريخ الإطلاع: 2023/11/20. : <https://www.cosob.org/ar/lois>

-**المركبي في البورصة:** وهو المتعهد بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويختلف وضعه القانوني على وضع الوسيط في عمليات البورصة لممارسة عدد معين من النشاطات (التداول والتوظيف، والمقابلة وتسيير الحافظة... إلخ). ويعتبر شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل والمتوسط ويعتبر مسؤولا عن مرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التحضير لتسجيرها في البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة، التدخل قبل وبعد إدراجها بالبورصة خلال الثلاث سنوات الأولى للإدراج، المراقبة مستمرة للمؤسسة المدرجة و يحرص على أنها تقوم بنشر المعلومات الدورية ويذكرها بذلك و يقدم لها إستشارات، ويُعلم اللجنة في حالة مخالفة الشركة لذلك. وقد تم تسجيل كل من **RMG consulting**، شركة **Grand Therntion** كمركبي في بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

- **مقيموا الشركات:** هي عبارة عن شركات لها خبرة في الميدان المالي، تقوم بتقييم الشركات التي تطلب الإدراج في البورصة، لكن يجب الإعتراف بهذه الشركات من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ويجب أن تتوفر على شروط التمتع بالشخصية الاعتبارية، درجات علمية معترف بها من قبل اللجنة، يجب أن يكون الخبير قد قام بعمليات تقييم شركات من قبل.

إلى غاية نهاية عام 2020 تضمنت قائمة الشركات المختصة في التقييم المالي لدى بورصة الجزائر الأطراف التالية: Centre des HUMIVIS FINANCE, Ernst & Young Advisory-Algérie, KPMG Algérie Techniques de l'information et de la communication (CETIC) Centre, d'ingénierie et d'expertise financière Grand thornton Algérie SPA, SPA, (CIEF)، كذلك تقبل بورصة الجزائر تلقائيا تقييمات الخبراء المحاسبين المسجلين لدى المصف الوطني للخبراء المحاسبين.

المطلب الثاني: مسار عملية الادراج في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

تتطلب عملية الادراج في بورصة الجزائر للقيم المنقولة توفر جملة من الشروط وفقا لما نص عليه القانون الجزائري، غير أن توفرها لا يعد كافيا إذ لابد من القيام بمجموعة من الاجراءات التي تتوزع عبر مراحل الادراج المختلفة والتي تتطلب تحمل جملة من المصاريف والرسوم.

أولا- شروط عملية الادراج في بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

تهدف المؤسسة من خلال دخولها إلى البورصة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها الحصول على التمويل الضروري وتحسين صورتها أمام الزبائن والمستثمرين خاصة فيما يتعلق بالثقة والمصادقية بالإضافة

إلى الاستفادة من وضع ضريبي خاص وطبقا لأحكام القانون التجاري الجزائري فقد حددت جملة الشروط الواجب توافرها والاجراءات اللازمة لتحقيق الانضمام إلى البورصة.

1-شروط الإدراج في السوق الرئيسية: يتضمن طلب القبول في السوق الرئيسية جملة من الشروط نذكرها كما يلي¹:

- يجب أن تكون المؤسسة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (SPA)
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمس ملايين دينار جزائري (5000000 دج)
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أنت تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة، بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على المؤسسة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للمؤسسة وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الإمتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للإكتتاب العام لسندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

¹-. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149> تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2022

2- شروط عملية الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما وعادة لا تتوفر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط وتم تخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن¹

-تكون شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشارا مرفقا يسمى " مرقى البورصة " أو "راعي البورصة".

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

-تطرح للإكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهما أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.

-تنشر كشوفها المالية المصادق عليها للعامين السابقين قبل تاريخ الإدراج، ما لم تعفيها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط.

وتجدر الإشارة إلى أن شرط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال ليس مفروضا على المؤسسة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كذلك لا تنطبق هذه الشروط على المؤسسة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الإيدار.

ثانيا- مراحل عملية الإدراج في بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة؛ هي مرحلة ما قبل الإدراج، مرحلة الإدراج، مرحلة ما بعد الإدراج .

1-مرحلة ما قبل الإدراج:

هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في بورصة الجزائر للقيم المنقولة، وتتضمن هذه المرحلة مجموعة من الخطوات المتمثلة في كل من:

-القرار بإجراء العملية حيث تعتبر الجمعية العامة الإستثنائية للمؤسسة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للإيدار.

¹-. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149> تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2022

- الإعداد القانوني للمؤسسة والأسهم إذ إن إدراج أي مؤسسة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن المؤسسة كثيرا ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتحقيق شروط القبول في التسعيرة.
- تقييم المؤسسة من خلال سعيها لتقييم أصولها باعتماد عضو معتمد من طرف المصف الوطني للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة. ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.
- اختيار الوسيط في عمليات البورصة إذ ينبغي على المؤسسة أن تختار لها وسيطا في عمليات البورصة وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال، أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى "مراقب البورصة"، وذلك لمدة خمس (05) سنوات بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سندات والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.
- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية حيث يجب على المؤسسة تقديم مشروع " مذكرة إعلامية " لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة المؤسسة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني وغير ذلك)
- ايداع ملف طلب القبول إذ يجب أن يحتوي ملف طلب القبول كما هو محدد في تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة.
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خلال أجل أقصاه شهرين إثنتين (02) من الزمن تدرس اللجنة الملف محل طلب الإدراج ثم تمنح بعد ذلك تأشيرة الإدراج أو ترفض منحها.
- الانضمام إلى المؤتمر المركزي كخطوة أساسية قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على المؤسسة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.
- حملة تخص التسويق سعيا لإنجاح عملية توظيف السندات تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة.
- بيع السندات من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرين بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

- **كشف النتائج وتسوية العملية** إذ في حالة إستيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة، ليقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام العمل إبتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2- **مرحلة الإدراج:** وهي المرحلة التي تتضمن العمليات التالية¹:

- تبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل المؤسسة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

- تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

- كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعة.

3- **مرحلة ما بعد الإدراج:** هذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق. حيث تحصل الشركات على ما يعرف بعقد السيولة الذي يسمح للشركات بضبط سعر السهم، والتوقيع على العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة. والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات وإنتظام تسعيرتها. كما تشمل هذه المرحلة ايضاً نشر المعلومات حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات إذا كان معروفاً، ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية.

ثالثاً - **تكلفة و جباية الإدراج في سوق الجزائر للقيم المنقولة:**

تتطلب عملية الإدراج في البورصة مصاريف يتغير مبلغها تبعاً لحجم العملية وأسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة وحجم الجهد المبذول في الإتصالات المالية وتشمل الرسوم الواجبة الدفع للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي والوسيط في عمليات البورصة ومصاريف الإشهار والإتصال.

¹ - <https://www.sgbv.dz/ar/> - تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2023.

1- رسوم ومصاريف هيئات البورصة: نلخصها كمايلي:¹

- الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المقدرة بـ 0.075% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري
- نسبة العملة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم المقدرة بـ 0.05% من المبلغ الإسمي المقبول ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 250000 دينار جزائري.
- مصاريف الانضمام إلى المؤتمر المركزي على السندات تقدر نسبتها بـ 01% من رأس المال الإجتماعي.
- مصاريف تتعلق بالخدمات التي يقدمها الوسيط في عمليات البورصة المرافق والبنوك الأخرى التي تشكل نقابة التوظيف (لجنة التوظيف)
- مصاريف تسجيل السند في التسعيرة .

2- الجباية: نذكرها على النحو التالي :

- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات والحواصل وفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والأوراق المماثلة المحققة في إطار عملية الدخول للبورصة،
- تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول للبورصة.

المطلب الثالث: سيرورة عمل بورصة الجزائر للقيم المنقولة

يعتمد سير عمل بورصة الجزائر للقيم المنقولة على مجموعة من القواعد والقوانين المنظمة لمختلف أسواقها، بالإضافة إلى تحديد أنظمة التسعير، التسوية والتسليم وهي كلها نقاط سنتطرق إليها في هذا المطلب.

أولا - أسواق بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وأخرى لسندات الدين.

1-أسواق سندات رأس المال: تتكون هذه السوق من سوق رئيسية موجهة للشركات الكبرى وأخرى موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ويوجد حاليا (5) خمسة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية والمتمثلة في كل من مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراس الناشطة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات

¹-. <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149> تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2022

الناشطة في قطاع التأمينات بالإضافة إلى أ. ن. سي. أ (NCA) روية الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية .مؤسسة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني.

أما بالنسبة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة والتي تم إنشاءها في سنة 2012 بموجب نظام لجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة¹.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند إنطلاقها بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف إستماراتهم.

2- سوق سندات الدين: تتكون من نوعين من السندات²:

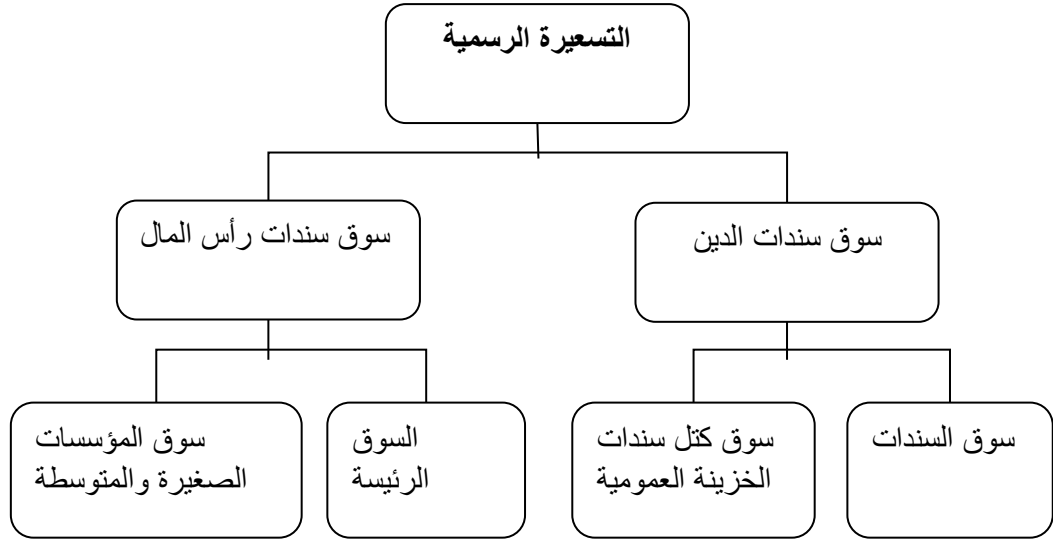
- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (O.A.T) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما من خلال الوطاء في عملية البورصة وشركات التأمين التي تحوز على صف المتخصيص في قيم الخزينة بمعدل (5) خمسة حصص في الأسبوع .

¹ - الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012 . <https://www.joradp.dz/FTP/jo-arabe/2012/A2012041.pdf>

² - <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149> تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2022

والشكل البياني التالي يبين التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة.

الشكل رقم (3) : التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة في الجزائر



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على موقع شركة تسيير قيم البورصة

<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>، تاريخ الإطلاع: 31 جانفي 2023.

ثانيا- الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 حدد المشرع الجزائري مجموعة من القيم المتداولة في البورصة والتي يتسنى للشركات أن تصدرها وتتداولها وأقر كذلك على شروط قيدها وتتمثل هذه الأدوات في:

- ✓ **الأسهم:** وتتضمن الأسهم العادية، أسهم التمتع، أسهم ذات أولوية في توزيع الأرباح والأسهم ذات الأذونات في الاكتتاب في الأسهم والسهم الخاص الذي تم ادخاله بموجب المرسوم 96-133 المحدد لشروط وكيفية ممارسة السهم الخاص.
- ✓ **السندات (أوراق الدين)** وحدد القانون التجاري الجزائري سندات عادية، سندات مشتركة، سندات ذات عائد ثابت، سندات ذات عائد متغير.
- ✓ **الأوراق المالية الأخرى:** وتتمثل الأوراق المالية الأخرى التي أشار إليها المشرع الجزائري في
- ✓ شهادات الاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة بغرض رفع رأسمالها وتمثل الشهادات حقا ماليا.

✓ **سندات قسيمة الاكتتاب** في الأسهم (سندات المساهمة) و التي تمثل هذه دين قابل للتداول يتم إصداره من قبل شركات مساهمة ويشمل تسديده على نوعين من الكافآت، جزء ثابت يتم اضراره في عقد الإصدار وجزء متغير يحسب على أساس النلتج الذي تحققها الشركة¹.

✓ **سندات الدين القابلة للتحويل** إلى أسهم إذ تخول هذه السندات للمكتتب فيها بإمكانية الاستبدال بسهم أو مجموعة من الاسهم للشركة المصدرة. -

✓ **سندات دين ذات أدونات** إكتتاب بالأسهم التي تشمل هذا منتوجين سند دين تقليدي وإذن إكتتاب بالأسهم. وتجدر الإشارة إلى أن الأوراق أو القيم المتداولة في بورصة الجزائر هي الأسهم وسندات الاستحقاق المصدرة من الشركات ذات الأسهم، سندات الاستحقاق المصدرة من طرف الدولة وسندات الاستحقاق المصدرة من طرف الخزينة العمومية.

ثالثا - أساليب التداول في بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

تخضع حصص تداول القيم المنقولة في سوق الجزائر للقيم المنقولة لقرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والتي تستند في عملها على مجموعة من القواعد تتعلق بقواعد التداول في السوق الرئيسية، التداول في سوق سندات الخزينة العمومية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

1- أوامر الشراء والبيع: إن التداول في البورصة يعني مواجهة أوامر الشراء وأوامر البيع من أجل الوصول إلى تسعيرة الأوراق المالية وباعتبار بورصة الجزائر سوق مركزية تسيير عن طريق الأوامر وتداول كل الأوراق في سوق رسمية وحيدة أين يلتقي الوسطاء لتنفيذ أوامرهم. حيث يمثل "الأمر" تعليمية يعطيها العميل إلى الوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة من هذا الأخير في إطار وكالة تسيير. ويتضمن كل أمر²:

- موضوع العملية (شراء أو بيع).

- إسم الورقة المالية المراد التفاوض عليها.

- عدد وطبيعة وخصائص الأوراق المالية.

¹ - كحل الراس سماح، منة شوايديو، تداول القيم المنقولة في البورصة طبقا للتشريع الجزائري، دفاثر السياسة والقانون المجلد: 13 / العدد: 10، ص ص: 283-296، على الخط

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/120/13/1/141404>

² - <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149> تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2022

- مدة صلاحية الأمر بالتنفيذ مع الإشارة الى حدود السعر.

وفي بورصة الجزائر يتم الأخذ بثلاثة أنواع من الأوامر هي¹:

- **أمر بسعر السوق**: يتم تنفيذ هذا الأمر مهما كان سعر الورقة في السوق. ويعتبر هذا الأمر من أبسط وأكثر الأوامر شيوعاً؛ حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حين صدوره بيعاً أو شراءً حسب السعر السائد في البورصة.

- **أمر مُحَدّد السعر**: وهو أمر يحدد فيه العميل السعر للوسيط، حيث لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده. كما أنه لا يتم تنفيذ أمر البيع بسعر أقل من الذي سبق تحديده من طرف العميل للوسيط.

- **أمر بالسعر الأفضل**: وهو أمر شراء أو بيع لورقة أو جملة من الأوراق المالية بسعر السوق على أن يكون تنفيذه غير محدد في الزمن. ويُترك أمر تقدير السعر المناسب لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي يختار أفضل سعر وفي أنسب الأوقات.

2- نظام التسعيرة وسير الجلسات في بورصة الجزائر: نتطرق إلى نظام التسعيرة وسير الجلسات في بورصة الجزائر على النحو التالي:

- نظام التسعيرة الذي يمثل تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع وبمجرد إستلام الأمر من طرف الوسيط يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه

وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعيرة بطريقة التسعير الثابتة و يتيح هذا النوع من التسعير تضخيم حجم السندات المتبادلة، تقليص إختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع بالإضافة إلى تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر جلسة للبورصة.

- **سير الجلسات في البورصة (التوقيت)** الذي يقوم على تنظيم جلستين للتداول على القيم المنقولة بشكل أسبوعي يومي الإثنين والأربعاء في المقصورة من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة لأسهم وسندات الشركات و يمكن لشركة إدارة البورصة أن تغلق حصة التداول وتستطيع إيقاف التداول مؤقتاً على الأوراق إذا كانت ترى وجود معلومات مهمة غير موجهة للمستثمرين.

3- نظام التسوية والتسلم: تعتبر بورصة الجزائر سوق فورية وهذا يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع

¹ - <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149> تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2022

الذي أجره تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وبعد إقفال الحصة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الإنترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد 3 أيام (يوم +3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم +1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

ومنذ تنصيب الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة إذ صارت تسجل في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات حافظي السندات

الوسطاء في عملية البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة يعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفا عن التسليم ويمكن لشركة تسيير البورصة القيم المنقولة في هذه الحالة أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسميها في السوق. والشكل البياني التالي يبين عملية إقتناء أو بيع سندات في البورصة .

المبحث الثاني: تقييم مستوى أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة 2015-2020

سعى من السلطات الجزائرية إيجاد آلية جديدة لتمويل الاستثمارات، وبغية تغطية جزء من احتياجات تمويل المؤسسات الاقتصادية، جاء إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة، من أجل توفير وسائل تمويلية طويلة الأجل. وفي هذا الصدد سنحاول تقييم نمو وتطور بورصة الجزائر للقيم المنقولة ومدى قدرتها في تنشيط الحياة الاقتصادية، بهدف تحديد مدى فعالية أداء مختلف أسواق بورصة الجزائر للقيم المنقولة، سنعتمد بعض المؤشرات الأكثر استخداما والتي تعكس مستوى الأداء.

المطلب الأول: التقييم من خلال مؤشر عدد المؤسسات المدرجة

يعتبر "مؤشر عدد المؤسسات المدرجة" الدال على العدد المسجل من الشركات في سوق الأوراق المالية، ويعتبر من أهم المؤشرات الدالة على تطور حجم الاستثمار واتساع وفعالية السوق فكلما زاد عدد الشركات المدرجة زاد الاستثمارات، وكلما انخفض عدد الشركات المدرجة تراجعت الاستثمارات وأدى ذلك إلى انخفاض كفاءة البورصة.

أولاً: تقييم أداء سوق سندات رأس المال: تتكون سوق سندات رأس المال في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر من سوقين هما السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقد تميز عدد المؤسسات المدرجة في سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر للقيم المنقولة بالمحدودية والعدد الضئيل جدا مقارنة بحجم المؤسسات الناشطة في الاقتصاد الوطني حيث لم يتجاوز العدد في أفضل حالاته خمسة (5) مؤسسات. والجدول أدناه يوضح تطور العدد الذي تم تسجيله من المؤسسات العمومية والخاصة والتي تم تداول أوراقها المالية خلال الفترة 2015-2020 .

الجدول رقم (9) تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق السندات رأس المال لبورصة الجزائر خلال الفترة 2015-2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	السنوات نوع السوق
4	5	5	5	5	4	السوق الرئيسية
1	1	1	-	-	-	سوق م. ص. والمتوسطة

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماد على تقارير شركة بورصة الجزائر، الموقع: <http://www.sgbv.dz>، تاريخ الإطلاع: 30/03/2021.

للإشارة فإن المؤسسات التي كانت مدرجة خلال سنة 2015 تمثلت في كل من مجمع "صيدال" الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي" الناشط في قطاع السياحة، مؤسسة "أليانس" الناشطة في قطاع التأمينات بالإضافة إلى مؤسسة "روبية" الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية¹.

ثم ارتفع العدد من أربع مؤسسات إلى خمسة مؤسسات بعد انضمام مؤسسة بيو فارم الناشطة في القطاع الصيدلاني سنة 2016، وبقي العدد ثابتا خلال سنة 2017. وخلال سنة 2018 وبعد دخول مؤسسة "أوم انفست" أصبح العدد خمسة مؤسسات، وبقي العدد ثابتا حتى نهاية سنة 2020 حيث انخفض العدد وأصبح أربعة مؤسسات مدرجة فقط وذلك بعد انسحاب مؤسسة NCA الروبية من التسعيرة الرسمية مع أواخر جويلية 2020. وهذا العدد القليل جدا من المؤسسات المدرجة هو ما يعكس ضيق السوق، محدودية التنوع رغم إتاحة المشرع الجزائري الفرصة أمام المؤسسات في تنويع الأوراق المالية، تقلص حجم التداول، عدم وجود توازن بين العرض والطلب نتيجة تداول عدد ضئيل من الأسهم بالإضافة إلى عزوف المؤسسات الجزائرية عن هذا النوع من التمويل.

ثانيا: تقييم أداء سوق سندات الدين: تتكون سوق سندات الدين لبورصة الجزائر من سوقين هما سوق السندات التي تصدرها المؤسسات ذات الأسهم وسوق كتل الخزينة العمومية. ننتاولهما على النحو التالي:

1- سوق السندات التي تصدرها المؤسسات ذات الأسهم:

لقد عرفت بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال السنوات التي سبقت الفترة (2015-2020) تداول مجموعة من السندات الصادرة عن خمسة مؤسسات عمومية وخاصة، حيث شهدت نهاية سنة 2015 بلوغ

¹ - معلومات مستقاة من تقرير شركة بورصة الجزائر للقيم المنقولة لسنة 2015.

الفصل الثالث تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة

آجال استحقاق غالبية السندات باستثناء سندات "مجمع داخلي" -الناشط في ميدان العقارات والأعمال والسياحة والخدمات- الذي امتدت آجال استحقاقه إلى غاية سنة 2016، والتي عرفت التوقف النهائي للتداول من خلال هذه السوق. وتتمثل المؤسسات المدرجة في تسعيرة السوق في كل من مؤسسة دخلي للأثاث، ، سونلغاز، الجزائرية للاتصالات، الجزائرية للطيران، سوناطراك¹.

ومن خلال الجدول التالي يمكن توضيح تطور سوق سندات الدين الصادرة عن المؤسسات المدرجة في التسعيرة الرسمية إلى غاية سنة 2020.

الجدول رقم (10) : تطور سوق سندات الدين للمؤسسات ذات الأسهم في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (1999-2020)

المؤسسة	قيمة القرض (مليار دج)	المدة (سنوات)	تاريخ الإصدار	فترة التداول	معدل الفائدة
سوناطراك	12.5	5	1998	1999-2002	13%
سونلغاز 11	1.8	7	2004	2006-2011	3.5%
سونلغاز 14	3.3	11	2004	2008-2014	4.2%
الخطوط الجوية الجزائرية	12.3	6	2004	2007-2010	3.75% ، 4% ، 6%
اتصالات الجزائر	6.5	3-2	2005	2008-2011	2.75% ، 3%
مجمع داخلي				2009-2016	-

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على تقارير بورصة الجزائر السنوية للفترة 1999- 2020، الموقع : [http:// www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) ، تاريخ الإطلاع: 2021/03/30.

من خلال المعطيات الواردة في الجدول أعلاه فإننا نسجل:

- عدم إصدار سندات دين جديدة منذ نهاية سنة 2016 بالنسبة للمؤسسات المدرجة بالرغم من أن أغلبها تعتبر مؤسسات ذات وزن اقتصادي.

¹- معلومات مستقاة من تقارير شركة بورصة الجزائر للقيم المنقولة للفترة (2015-2020).

- عدم لجوء الكثير من المؤسسات العمومية والخاصة الناجحة اقتصاديا إلى البورصة كمصدر تمويلي وبقاء السوق دون متعاملين (خاوية).

2. سوق كتل سندات الخزينة العمومية:

سوق كتل سندات الخزينة العمومية هي سوق مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية، تأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا 27 سند للخزينة العمومية بإجمالي قيمة تتجاوز 400 مليار دينار جزائري، تتراوح فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 سنة يتم عملية التداول على هذه السندات من خلال الوسطاء في البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المتخصص في قيم الخزينة بمعدل خمسة حصص في الأسبوع. والجدول التالي يبين تطور عدد السندات المتداولة في سوق كتل سندات الخزينة العمومية خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2020 .

الجدول رقم (11): تطور¹ عدد السندات المتداولة في سوق كتل سندات الخزينة العمومية للفترة (2015-2020)

القيمة الإجمالية دج	آجال الاستحقاق			عدد السندات	السنوات
	15 سنة	10 سنوات	7 سنوات		
437.660.000.000	11	10	7	28	2015
416.575.000.000	11	9	6	26	2016
410.897.000.000	11	9	6	26	2017
444.450.000.000	12	9	6	27	2018
486.362.000.000	13	9	7	29	2019
518.985.000.000	14	9	7	30	2020

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر للفترة (2015-2020)، الموقع: [http:// www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع: 2022/03/30.

¹ - تقارير بورصة الجزائر السنوية للفترة 1999 - 2020، الموقع: تاريخ الإطلاع: [http:// www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz). 2023/12/20

الفصل الثالث تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه إلى غاية ديسمبر من سنة 2015 كانت "سوق كُتْل سندات الخزينة العمومية" تتضمن 28 سندا مدرجا بإجمالي مبلغ مستحق يزيد عن 437 مليار دينار جزائري مقابل مبلغ قدره 371 مليار دينار جزائري سنة 2014، أي بزيادة نسبة قدرها 17.82% وعرف هذا العدد تراجعاً خلال سنة 2016 و2017 على التوالي ليصل إلى 26 سندا مدرجا بإجمالي مبلغ 410 مليار دينار جزائري، مسجلاً بذلك انخفاض قدر بنسبة 1.36% مقارنة بسنة 2016، ليعود العدد للارتفاع من جديد ويصل إلى 30 سندا مدرجا بإجمالي مبلغ يقارب 519 مليار دينار جزائري سنة 2020.

المطلب الثاني: التقييم من خلال مؤشر قيمة التداول للمؤسسات المدرجة

من خلال هذا المطلب سنتناول دراسة وتحليل سيولة مختلف أسواق بورصة الجزائر للقيم المنقولة بالاعتماد على مؤشر أساسي يتمثل في قيمة ما تم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2020.

أولاً: تقييم أداء سوق سندات رأس المال

ويكون تقييم أداء سوق سندات رأس المال من خلال العناصر التالية:

1. تقييم أداء السوق الرئيسية: لقد عرف حجم التداول لسوق سندات رأس المال الرئيسية تغيرات طفيفة خلال الفترة 2015-2020 وذلك وفقاً لما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (12) تطور قيمة التداول لسوق الرئيسية خلال الفترة 2015-2020 الوحدة مليار دينار

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	2020
قيمة التداول	1.251.956.825	805.500.430	302.261.260	205.797.271	248.872.823	78.584.464
التغير %	-	-35.66%	-62.47%	-51.47%	-1.36%	-68.47%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على تقارير شركة تسيير بورصة القيم للفترة (2015-2020)، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/22.

عرفت سوق سندات رأس المال الرئيسية خلال سنة 2015 نشاط كثيف يعود إلى عملية الكتل المحققة على أسهم مؤسسة "أليانس" للتأمينات من جهة وتطور حجم التداول الإجمالي من جهة أخرى، حيث ارتفعت قيمة التداول بنسبة 2.923% مقارنة بسنة 2014 أي من مبلغ قدره 41.4 مليون دج إلى مبلغ تجاوز 1.2 مليار دينار دج.

ومع نهاية سنة 2016، ورغم الارتفاع في السوق الرئيسية خارج الكتل بنسبة 77.65% أي من قيمة قدرها 59.9 مليون دج إلى قيمة بلغت 106.40 مليون دج، فقد تم تسجيل انخفاض بنسبة 35.66% من القيمة الإجمالية للتداول مقارنة بسنة 2015، أي من 1.252 مليار دج إلى 805 مليون دينار. ويعود سبب هذا التراجع إلى انخفاض قيمة التداول لكل من أسهم مؤسسة "أليانس" للتأمينات ومؤسسة "الأوراسي" للفندقة والسياحة ومؤسسة "NCA" الروبية للعصائر بنسب بلغت على التوالي 90.63%، 62.26% و 41.71%. كما يمكن أن نلاحظ أيضا من خلال الجدول ارتفاع نسبة الاستحواذ الذي حققته مؤسسة "بيوفارم" للصيدلة بعد مرور 8 أشهر فقط على الإدراج، حيث استحوذت على أكثر من 81% من قيمة التداول الإجمالية للسوق الرئيسية وذلك بما يقارب مبلغ 659 مليون دج. في حين عرفت قيمة التداول لمؤسسة "صيدال" للصيدلة ارتفاعا بنسبة 17% أي من مبلغ تسعة (9) مليون دج إلى ما يقارب مبلغ عشرة مليون (10) دينار جزائري.

بينما سجلت سنة 2017 تراجعا في قيمة التداول الإجمالية لسوق سندات رأس المال بنسبة 62.47% وذلك بسبب انخفاض قيمة أسهم كل من مؤسسة "NCA" روبية ومؤسسة "بيوفارم" ومؤسسة "صيدال" بنسب قدرت على التوالي بـ 43.39%، 74.43% و 71.15%، ليستمر هذا التراجع خلال سنة 2018 مسجلا نسبة بلغت 31.35%.

1- أداء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: شهدت سوق سندات رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال سنة 2018 إدراج المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الوحيدة المتمثلة في مؤسسة "AOM invest" محققة قيمة تداول إجمالية بلغت 330.000 دج، وقد عرفت قيم التداول الإجمالية ارتفاعا سنة 2019 بنسبة 20.92%، ليليه انخفاض في سنة 2020 بنسبة قدرت بـ 6.69% .

ثانيا: تقييم سوق سندات الدين

نستند في تقييمنا لسوق سندات الدين إلى تقييم سوق سندات الدين الخاصة بالمؤسسات ذات الأسهم وسندات كتل الخزينة العمومية.

1-تقييم سوق سندات الدين الخاصة بالمؤسسات ذات الأسهم

سجلت هذه السوق خلال سنة 2015 قيمة تداول إجمالية بلغت 107.536.000 دج متداولة من طرف "مجمع داخلي" ومؤسسة "سونلغاز"، لتصل خلال سنة 2016 إلى ما قيمته 7.580.000 دج متداولة فقط من طرف "مجمع داخلي"، بعد انسحاب مؤسسة "سونلغاز"، مسجلة بذلك انخفاض بلغ 92.60%، ليصبح سوق سندات الدين لا يحتوي على أي سند مسجل بحلول آجال سند "مجمع داخلي" سنة 2016.

2-تقييم سوق كتل سندات الخزينة العمومية

يمكن عرض نشاط سوق كتل سندات الخزينة العمومية من خلال القيم المتداولة للسندات المدرجة للفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2020 من خلال الجدول التالي¹:

الجدول رقم (13) : تطور القيمة المتداولة لسوق كتل سندات الخزينة للفترة 2015 - 2020

السنوات	قيمة التداول (دينار جزائري)	نسبة التغير	حجم التداول (أسهم)	نسبة التغير
2015	16.978.870.360	-	16.822	-
2016	11.604.764.510	- 31.65 %	11.835	- 29.65 %
2017	23.746.484.050	+ 104.63 %	26.263	+ 121.91 %
2018	37.504.657.580	+ 57.94 %	40.972	+ 56.01 %
2019	40.432.300.100	+ 7.80 %	44.658	+ 9 %
2020	38.051.577.830	- 5.89 %	41.957	- 6.05 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم، الجزائر للفترة (2015-2020). الموقع الإلكتروني: sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mode=141 ، تاريخ الاطلاع: 2020/06/03.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول حجم التذبذبات التي عرفتها قيمة التداول و هو الأمر الذي تشير إليه طبيعة وقيم التغيرات الظاهرة في الجدول اعلاه، والتي يمكن التفصيل فيها كما يلي:

¹-التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم، الجزائر للفترة (2015-2020). الموقع الإلكتروني: sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mode=141

-بلغ حجم عمليات تداول سوق كتل سندات الخزينة العمومية سنة 2015 قمة تداولات أسواق بورصة الجزائر للقيم المنقولة بحصة قدرت بنسبة 93.09% من إجمالي القيمة المتداولة وإلى غاية نهاية ديسمبر من نفس السنة كانت السوق تحتوي على 28 سند مدرج بمبلغ إجمالي يزيد عن 437 مليار دينار جزائري.

-رغم الانخفاض المسجل سنة 2016 والذي قدر بنسبة 31.65% - من مبلغ يقارب (17) سبعة عشر مليار دج إلى مبلغ يقارب (12) اثنتا عشر مليار دج،

- بقيت سوق كتل سندات الخزينة العمومية تسيطر على باقي الأسواق بنسبة 93.51% من قيمة التداول الإجمالية.

-خلال سنة 2017 سجلت عمليات تداول سوق كتل سندات الخزينة العمومية أكبر حجم تداول ، مقارنة بباقي الأسواق الأخرى بنسبة بلغت 98.74% حيث قدرت قيمة حجم التداول للسوق مبلغ 23.75 مليار دينار جزائري أي بنسبة ارتفاع قدرت ب 104.63%.

-خلال سنة 2018 استحوذ نشاط سوق الكتل على أكبر قيمة حجم تداول، مقارنة بنشاط السوق الرسمية، حيث بلغت نسبة 98.91% من إجمالي قيمة حجم التداول.

- لم تكن سنة 2019 استثنائية عن السنوات السابقة، حيث بقيت سوق كتل الخزينة العمومية مهيمنة على التسعيرة في ظل الحجم الهامشي لنشاط السوق الرئيسية، بحصة تداول بلغت نسبتها 99.39% من القيمة المتداولة الإجمالية.

- أما خلال سنة 2020، ورغم الأزمة الصحية (كوفيد 19) وتراجع نشاط بورصة الجزائر، إلا أن سوق الكتل بقيت دائما في الصدارة بحصة قدرت نسبتها 99.79% من قيمة التداول الإجمالية.

المطلب الثالث: التقييم من خلال مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق):

نحاول تتبع تطور القيمة السوقية لمختلف الأسواق لبورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية 2020 ضمن هذا العنصر وذلك على النحو التالي:

1-تقييم نشاط السوق الرئيسية

يمكن تلخيص التطورات التي عرفتھا القيمة السوقية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة للفترة الممتدة 2015 - 2020 كما يلي:

- ارتفاع في القيمة السوقية سنة 2016 مقارنة بسنة 2015 حيث انتقلت من 15.43 مليار دج إلى 45.78 مليار دج بنسبة قدرت ب 196.70% بانضمام مؤسسة "بيوفارم" إلى السوق.

-انخفاضا مسجلا في سنة 2017 مقارنة بسنة 2016 والذي قدر بنسبة 11.34% والذي يرجع سببه إلى تراجع أسعار أسهم كل من مؤسسة "بيوفارم" ومؤسسة "ن.س.أ رويبة" ومؤسسة "أليانس" للتأمينات وذلك بنسب بلغت على التوالي 16.7% و 10.5% و 9.70%.

- انتعاشا شهدته سنة 2018 في نشاط السوق بنسبة 8.23%، والذي ساهم فيه دخول سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيز النشاط وانضمام مؤسسة "أوم انفست".

- استقرارا في القيمة السوقية الإجمالية نهاية سنة 2019 عند مبلغ 44.78 مليار دج مقابل 43.93 مليار دج لسنة 2018 وذلك بارتفاع طفيف قدره 1.92%، ويرجع مصدر هذا التغير إلى ارتفاع أسعار أسهم كل من مؤسسة "بيوفارم" ومؤسسة "الأوراسي" ومؤسسة "أو انفست" بالنسب التالية 5.13%، 4%، و 63.33% على التوالي.

-عرفت سنة 2020 أزمة صحية (كوفيد 19) غير مسبقة تجلّى تأثيرها على نشاط التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة التي شهدت تراجعا في نشاطها؛ حيث سجلت التسعيرة الرسمية في نهاية السنة خسارة حوالي 1.9 مليار دج من رأس المال السوقي أي تراجع قدر بنسبة 4.23% ، وما يُفسر هذا الانخفاض هو انسحاب مؤسسة "NCA Rouïba" بتاريخ 26 يوليو 2020 وكذلك التراجع المسجل بأسعار أوراق كل من مؤسسة "صيدال"، "الأوراسي"، "أليانس" وغياب جاذبية السوق المالية الجزائرية؛ أي أن القيمة السوقية عرفت اتجاها تنازليا من 44.78 مليار دج في بداية جانفي سنة 2020 إلى 42.88 مليار دج مع

الفصل الثالث تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة

نهاية نفس السنة، وهذا ما يوضحه الجدول التالي المتعلق بتطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة للفترة 2015-2020¹.

الجدول رقم(14): تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة للفترة (2015-2020)

الوحدة: مليار دج

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الرسملة	15.43	45.78	40.59	43.93	44.78	42.88
الناتج المحلي	16800	17510	18880	20390	20500	18380
معدل الرسملة	0.092	0.261	0.215	0.215	0.218	0.23

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة بورصة الجزائر للفترة (2015 - 2020)، المتوفرة على الموقع: <https://www.sgbv.dz/ar/index.php> ، تاريخ الاطلاع: 2022/04/30.

كما يمكن توضيح تطور تسعير أسهم المؤسسات المدرجة في سوق سندات رأس المال من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (15) : تطور تسعير أسهم المؤسسات المدرجة في سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال 2015 - 2020

المؤسسات المدرجة	صيدال	الاوراسي	اليانس	أ.ن.س روبية	بيوفارم
2015	643	480	555	355	-
2016	600	495	465	335	1225
2017	660	546	417	300	1040
2018	635	560	427	266	1150
2019	580	550	417	218	1209
2020				200	1211

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر للفترة (2015 - 2020)، تاريخ الإطلاع: 2023/12/20

¹ - التقارير لسنوية لشركة تسبير بورصة القيم، الجزائر للفترة (2015-2020). الموقع الالكتروني [sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mode=141](https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mode=141).

يوضح الجدول أعلاه تطور أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2020، وما يمكن ملاحظته أن أسعار أسهم المؤسسات، مؤسسة أن سي أ الوريبة واليانس للتأمينات عرفت اتجاها تنازليا ماعدا أسهم المؤسسات صيدال والأوراسي ومؤسسة بيوفرم التي سجلت أسهمها ارتفاعا طفيفا خلال السنوات 2017 و 2018، وهذا ما يدل على ثبات نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة وتقصيرها في أداء الدور المنوط بها والمتمثل في تمويل مختلف الاستثمارات.

1-تقييم سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: يتلخص نشاط سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الجدول التالي¹

الجدول رقم (16) : نشاط سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	حجم التبادل	قيمة التبادل	أدنى سعر	أعلى سعر	متوسط السعر
2018	10	14.400	1.100	330.000	300	300	300
2019	36	18.7440	280	117.200	300	490	472

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على موقع بورصة لجزائر، تاريخ الاطلاع 2020/10/11

<https://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1967362880.pdf>

من خلال الجدول أعلاه يتبين حجم الانخفاض الذي شهدته أسهم مؤسسة AOM INVEST " خلال سنة 2019 وهو ما يشير إليه الانخفاض الذي عرفه نشاط هذه السوق، إذ بلغت القيمة المتداولة 117,200 دج مقابل 330,000 دج خلال سنة 2018 أي بنسبة انخفاض قدرت ب 64.48% وانخفض حجم التداول بنسبة 75.5%. حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة 280 سهم مقابل 1100 سهم في سنة 2018 .

وافتح سهم AOM INVEST سنة 2019 عند سعر 300 دينار جزائري، وسجل بعد ذلك سلسلة من الزيادات بلغت 50 و 65 و 75 دينارا مما سمح له بالوصول إلى مستوى 490 دينارا في الجلسة الأخيرة من السنة ، مسجلا بذلك زيادة قدرها 63.33%.

لم يكن سهم المؤسسة خلال سنة 2020 موضوع أي صفقة ووافقت الجمعية العامة خلال السنة على زيادة رأس المال بدون دعوى عامة للادخار عن طريق إصدار أسهم جديدة (لصالح مساهم جديد) بقيمة

¹ - <https://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1967362880.pdf> تاريخ الإطلاع: 2023/2012.

56.000.000 دج عن طريق تعويض حقوق وبموجب زيادة رأس المال هذه تم تحديد سعر إصدار السهم ب 103 دج (بلغت القيمة الاسمية 100 دج وعلاوة إصدار 3 دج) وذلك بإجمالي زيادة رأس المال قدرت ب 54.368.900 دج وعلاوة إصدار قدرت 1.631.100 دج.

يتبين من خلال كل ما سبق مدى ضعف أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة وذلك بالنظر إلى كل ما دلت عليه المؤشرات السابقة من قلة المؤسسات المدرجة، ضعف عمليات التبادل بالإضافة إلى ضعف القيمة السوقية المحققة والتي تعرف تراجعاً من سنة إلى أخرى حيث لم تتجاوز 46 مليار دينار جزائري وهو ما يعني عدم قدرة هذه السوق على تعبئة رؤوس الأموال الضرورية، كما يعرف سوق الأسهم ضعفاً مستمراً حيث لم يتجاوز نشاطه نسبة 2% من قيمة حجم التداول الإجمالي مع انعدام سندات الدين، لتبقى سوق كتل الخزينة العمومية مسيطرة على نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

المبحث الثالث: تقييم مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل الشركات المدرجة - أن سي أ رويبة- و-أليانس للتأمينات-

تبين من خلال المبحث السابق حجم الركود الذي تعاني منه بورصة الجزائر للقيم المنقولة نظرا لضعف القيمة السوقية المحققة وهو ما قد يشير إلى عدم قدرتها على توفير التمويل اللازم للمؤسسات والشركات المدرجة الباحثة عن التمويل، وهو ما سنحاول تأكيده من خلال تقييم تجربة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات المدرجة من خلال تقييم مساهمتها في تمويل شركة أن سي أ رويبة المنسحبة وشركة أليانس للتأمينات التي لازلت مدرجة إلى اليوم.

المطلب الأول: مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل أن سي رويبة

لم تمتاز تجربة ادراج شركة أن سي أ رويبة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة بالاستمرارية، حيث لم تتجاوز سبع سنوات، لم تحقق خلالها ما كانت تطمح إلى تحقيقه من أهداف، وهذا ما ستتطرق إليه بنوع من التفصيل في هذا المطلب، من خلال التطرق إلى أهم أسباب، مراحل ونتائج الادراج.

أولاً- تقديم شركة أن سي أ رويبة

نتطرق إلى مؤسسة رويبة على النحو التالي:

1- تعريف الشركة نشأتها والتطورها:

"أن سي أ رويبة" هي شركة ذات أسهم خاضعة للقانون التجاري برأس مال قدره 849195000 دج، مختصة في كانت البدايات الأولى لها كمؤسسة عائلية صغيرة تنشط في مجال الصناعات الغذائية، تأسست سنة 1966 تحت اسم "المعمل الجزائري الجديد للمصبرات" مختصة في إنتاج معجون الطماطم، الهريسة والمربي تحت العلامة التجارية "رويبة"، ومع بداية سنة 1999 تم تركيز نشاط الشركة على إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفواكه¹.

وفي سنة 2003 تحوّل الشكل القانوني للشركة من مؤسسة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة ذات أسهم ، وخلال سنة 2006 عرف رأس مال الشركة ارتفاعا من 109472000 دج إلى 152044000 دج وذلك بدخول مساهم جديد أجنبي كشريك المتمثل في الصندوق الاستثماري أفريك أنفست. لتعرف سنة 2008 تغيير الاسم السابق للشركة وتصبح تحت التسمية الحالية، كما ارتفع رأس مالها من 79215000 دج إلى

¹ - تاريخ الشركات العائلية، جامعة نيويورك أبوظبي، "على الموقع الإلكتروني، اطلع عليه يوم 20/02/2023

849195000 دج من خلال العرض العلني للبيع. خلال سنة 2013 وقبل حصول الشركة على تأشيرة الإدراج كانت ملكية أسهمها موزعة كما يلي:

- يقدر عدد الأسهم ب 8.491.950 سهم تستحوذ عائلة عثمانى على 60 بالمئة و 36.9 بالمئة ملكية المستثمر " أفريك انفاست" و 3.1 بالمئة من الأسهم هي ملك لمستثمرين آخرين من سنة 2014 إلى سنة 2016 حققت الشركة نموا معتبرا في النتيجة الصافية ورقم الأعمال، إلا أن هذا النمو لم يتواصل حيث فاقت نسبة التراجع 39% في سنة 2015

وفي 20 جويلية تم شطب سهم أن سي أ روية من بورصة الجزائر¹
أ- مراحل إدراج شركة أن سي أ روية في بورصة الجزائر: عرفت عملية ادراج "أن سي أ روية" ثلاث تواريخ مهمة، كانت بمثابة الخطوات الأساسية للإدراج، وكانت كما يلي²:

- **ماي 2011:** تم اتخاذ قرار من قبل مجلس الادارة بضرورة التوجه نحو ادراج الشركة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة، ليتم المصادقة على قرار الادراج في 31 جانفي 2012 من قبل الجمعية العامة للمساهمين.
- **فيفري 2013:** حصلت شركة "أن سي أ روية" على تأشيرة الادراج للرفع من رأس مالها عن طريق اللجوء العلني للإدخار الموجه إلى الجمهور العريض، وبذلك تكون ثاني شركة خاصة تدرج بعد شركة أليانس للتأمينات.
- **أفريل 2013:** تم خلال هذا التاريخ طرح ما يعادل 25% من رأس مال الشركة أي بحصة بلغت 849195000 موزعة على 8491950 سهم، بقيمة اسمية تقدر ب 100 دج للسهم الواحد بسعر تنازل يساوي 400 دج، رافقها في ذلك "بي أن بي بنك" كوسيط واستمرت فترة العرض من 7 أفريل إلى غاية 9 جوان 2013، ليصبح بذلك رأس مال الشركة ملكا لكل من عائلة عثمانى، المستثمر الأجنبي أفريك أنفست ومستثمرون آخرون.
- **جوان 2013:** تم ادراج سهم الشركة في جدول التسعيرة الرسمية وذلك بعد استيفاءها شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة، بسعر 400 دج للسهم ذو القيمة الاسمية 100 دج.

¹ - <https://www.cosob.org.radiation-titres-NCA-Rouiba> اطلع عليه يوم 2022/11/20

² - صديقي خضرة، واقع تطبيق الحوكمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة مؤسسة أن سي أ روية، سونلغاز، أليانس للتأمينات أطروحة دكتوراه، تلمسان الجزائر، 2015، ص 159

أ- أهداف إدراج شركة أن سي أ روية في بورصة الجزائر:

إضافة إلى انتشار منتجات المؤسسة في السوق المحلية الجزائرية تصدر هذه المؤسسة منتجاتها إلى دول افريقيا وبعض الدول الأوروبية¹ و تسعت "أن سي أ روية" من خلال إدراجها في بورصة الجزائر إلى تحقيق جملة من الأهداف، أبرزها²:

- وجود بديل تمويلي يتوافق مع تطلعات الشركة؛
- تطوير قدرتها الانتاجية وطاقاتها التخزينية؛ تعزيز القدرة التسويقية وتطوير الصادرات؛
- تعزيز سمعة المؤسسة تجاه زبائنها وكل شركائها الاقتصاديين
- تحقيق هدفها الاستراتيجي المتمثل في تنمية استثماراتها؛
- تمكين المساهمين من تحقيق سيولة أكبر لأسهمهم،
- تأكيد التزام المؤسسة بمبادئ الحوكمة التي تعزز أدائها وديمومتها.

ثانيا- تقييم مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل شركة "أن. سي.أ روية"

يعتمد تقييم حجم التمويل الناشيء عن عمليات اصدار وتبادل الأسهم على مجموعة من المؤشرات، تتمثل في كل من القيمة السوقية، حجم تداول الأسهم، أسعار الأسهم بالإضافة إلى تطور رأس المال.

1- التقييم من خلال مؤشر القيمة السوقية:

يعبر مؤشر القيمة السوقية عن القيمة الاجمالية لشركة ما بناء على سعر السوق الحالي لأسهمها واجمالي عدد الأسهم القائمة، ومن خلال الجدول التالي سوف نعرض مستويات القيمة السوقية لشركة أن سي أ روية خلال الفترة 2015-2020

¹ - www.ncarouiba.dz اطلع عليه يوم 2022/12/20

² - بن معاوي سميحة، الجوزي جميلة، دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر على أدائها المالي حالة شركة، مجلة دراسات اقتصادية المجلد 18، العدد 1، 2020، ص، ص 198-199

الجدول رقم(17): مستويات القيمة السوقية لشركة أن سي أ رويبة 2015-2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	
1 324 500	4 476 215	3 299 660	11 890 390	21 004 785	3 607 915	القيمة السوقية
-70,43%	35,75%	-72,25%	9% -43,3	-17,80%	-	نسبة التغير

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.

من خلال المعطيات الواردة في الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة السوقية لشركة أن سي أ رويبة عرفت انخفاضا مستمرا خلال الفترة 2015-2020 باستثناء سنة 2019 التي عرفت ارتفاعا تجاوز نسبة 35%، ورجع ذلك إلى أثر التمويل الذي ساهمت به الشركة الأجنبية " كستال " بمبلغ أولي قدر بـ 945 مليون دينار جزائري، وكان هذا التمويل أكثر من ضروري نظرا لما كانت تعاني منه شركة أن سي أ رويبة من صعوبات مالية استمرت لعدة سنوات لاسيما ما تعلق بثقل حجم الديون.

2- التقييم من خلال مؤشر حجم تداول الأسهم:

يشير حجم التداول الاجمالي إلى عدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة، وتساعد أحجام التداول على اظهار قوة نشاط التداول والسيولة على ورقة مالية معينة¹، ومن خلال الجدول الآتي سوف نعرض مستويات تداول أسهم أن سي أ رويبة خلال الفترة 2015-2020.

الجدول رقم(18): حجم تداول أسهم شركة أن سي أ رويبة خلال الفترة (2015-2020)

2020	2019	2018	2017	2016	2015	
78	780	947	704	688	1 103	عدد الأوامر
90%	-17,63%	34,52%	34,52%	37,62%-		نسبة التغير
64 040	9 367 879	8 249 554	612 154	581 095	1624761	حجم اوامر
99,32%	13,56%	1 247,63%	53,5%	-64%		نسبة التغير
6 150	19 834	11 110	37 014	63 405	97 097	حجم التداول
-68,99%	78,52%	-69,98%	-41,72%	-34,69%	-	نسبة التغير

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2015-2020)، www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.

¹ - محي الدين سمير، معضلة البورصة في الجزائر مضار الجمود وآليات التفعيل، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد5، العدد1، 2021، ص94

عرف حجم تداول أسهم شركة أن سي أ روية تراجعاً مستمراً خلال الفترة 2015-2020 ماعدا سنة 2019 التي عرفت ارتفاعاً معتبراً مقارنة بالسنوات السابقة بنسبة تجاوزت 78,52%، حيث بلغ حجم التداول 19834 سهم، وقد يفسر هذا الارتفاع بحجم التمويل الذي تحصلت عليه من الشركة الأجنبية كاستال.

2- تطور أسعار أسهم شركة أن سي أ روية

غالبا ما يتحدد سعر السهم بناء على ما هو معروض منها لقاء ما يعرفه الطلب عليها، ومن خلال الجدول الموالي سنورد مختلف المستويات التي عرفها سعر تداول أسهم أن سي أ روية خلال الفترة 2013-2020.

الجدول رقم (19): تطور أسعار أسهم شركة أن سي أ روية خلال الفترة (2013-2020)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
أسعار الأسهم	405	365	355	335	300	266	266	218
نسبة التغير		-9,87%	-2,73%	-5,63%	-10,44%	-11,33%	0%	-18,04%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية للفترة (2013-2020)، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الموقع: www.sgbv.dz، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.

تبعا للمعطيات الظاهرة في الجدول يتضح جليا أن سهم شركة أن سي روية عرف تراجعاً مستمراً منذ إدراجه وإلى غاية سنة 2020، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى انخفاض مستوى الطلب على هذا السهم مقارنة بما هو معروض منه.

3- التقييم من خلال مؤشر تطور رأس مال (المبالغ المجمعة):

حيث يعبر هذا المؤشر عن حجم المبالغ المجمعة من خلال تداول اسهم شركة ما خلال فترة زمنية معينة ومن خلال المعطيات الواردة في التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة الجزائر للقيم المنقولة¹ يتضح أن رأس المال الاجتماعي لشركة "أن سي روية" والذي بلغ 849195000 دينار جزائري في نهاية عام 2020، ولم يعرف أي ارتفاعات أو زيادات ناتجة عن تداول أسهمها في البورصة طوال فترة الإدراج، وكانت آخر

¹ - . www.ncarouiba_dz اطلع عليه يوم 2022/12/20.

عملية رفع رأس المال تمت عام 2008 وذلك بإضافة 120000 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ1000 دج للسهم الواحد، أي أنه لم يكن هناك أي تراكم اضافي لرأس المال خلال سنوات الإدراج.

ووفقا لما سبق من نتائج تبين إلى حد كبير عدم تحقيق شركة أن سي أ رويبة لما كانت تطمح إليه من خلال الانضمام إلى بورصة الجزائر للقيم المنقولة، حيث لم تشكل البورصة أحد مصادر التمويل ولم يتحقق التوسع والنمو المرجو من وراء ذلك، بل على العكس تماما عرفت "أن سي أ رويبة" العديد من المشاكل والصعوبات المالية التي كانت في الكثير من الأحيان نتيجة للوضعية الاقتصادية الوطنية غير المستقرة والظروف غير ملائمة لتحقيق النمو لاسيما ما تعلق منها بتقلبات أسعار الصرف وتراجع قيمة الدينار، الأمر الذي ساهم في زيادة ضغط التكاليف، لتقرر شركة أن سي أ رويبة الانسحاب من بورصة الجزائر للقيم المنقولة، والذي كان بتاريخ 26 جويلية 2020 وهو ما شكل ضربة جديدة لبورصة الجزائر التي تعاني أصلا من ركود كبير.

وقد فرضت المشاكل المالية الكثيرة التي واجهتها "أن سي أ رويبة" نوعا جديدا من التمويل، فرضت عليها اللجوء إلى الشراكة الخارجية التي مكنت الشريك الأجنبي الفرنسي "كاستال" من الاستحواذ على جزء كبير من أسهمها.

المطلب الثاني: مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل شركة أليانس للتأمينات

تعتبر تجربة إدراج شركة أليانس للتأمينات مخالفة لما عرفته تجربة أن سي أ رويبة، إذ لا تزال مستمرة إلى غاية اليوم، وتمثل شركة أليانس رابع شركة تم إدراجها في مارس 2011، وسنحاول في هذا المطلب تحديد أثر إدراجها في البورصة على توفير التمويل من خلال مجموعة من المؤشرات.

أولا- تقديم شركة أليانس للتأمينات:

تعتبر شركة أليانس للتأمينات من أهم المؤسسات الاقتصادية الخاصة الرائدة في مجال التأمين وإعادة التأمين حيث تستهدف القطاعات التقليدية للتأمين كالمخاطر الصناعية، السيارات والنقل وكذا القطاعات غير المستغلة الأقل تطورا في سوق التأمين.

1- تعريف الشركة نشأتها والتطورها: شركة "أليانس للتأمينات" هي شركة مساهمة خاصة تأسست برأس مال مبدئي قدر بـ 500 مليون دج في جويلية 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين بموجب المرسوم رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995، المتعلق بفتح سوق التأمينات في الجزائر، وبعد حصول الشركة على ترخيص من وزارة المالية انطلقت في نشاطها عام 2006 لممارسة كافة أعمال التأمين وإعادة

التأمين¹. وقد عرف رأس مال شركة اليانس للتأمينات عدة زيادات كان أولها في عام 2009 بـ 300 مليون الأمر الذي جعل رأس المال يصل إلى 800 مليون، لتليه زيادة أخرى في عام 2010 جعلته يبلغ 2,2 مليون دينار، وقد تمت هذه الزيادة عن طريق اللجوء العلني للإدخار، وهو الأمر الذي مكن الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 375/09 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 344/95 المؤرخ في 1995/10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين².

1-مراحل عملية إدراج مؤسسة أليانس في بورصة الجزائر:

تعد شركة أليانس للتأمين أول شركة خاصة جزائرية تسعر أسهمها في بورصة الجزائر للقيم المنقولة، وقد مرت عملية ادراجها بمجموعة من الخطوات مثلتها التواريخ التالية:

- **نوفمبر 2010:** شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب، واقتصر مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1,44 مليار مقسمة إلى 1804511 سهم، وقد استمرت فترة الاكتتاب من 2 نوفمبر 2010 إلى غاية 1 ديسمبر 2010 وقد رافق هذه العملية القرض الشعبي الجزائري، الذي تولى ضمان سيولة الاسهم على مدى 12 شهر، حيث قامت السوق الأولية للأسهم بعملية اصدار سندات رأس المال ويأتي هذا الاصدار لتعزيز قسم الأسهم في بورصة الجزائر للقيم المنقولة التي لم يكن يوجد بها آنذاك سوى سهم مؤسسة تسيير فندق الاوراسي وسهم مجمع صيدال.

- **7 مارس 2011:** تم ادراج سهم الشركة في جدول التسعيرة الرسمية، بعدما استوفت الشركة شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر للقيم المنقولة، وقدّر سعر الاصدار بـ 830 دج.

1-أهداف عملية إدراج مؤسسة أليانس للتأمينات في بورصة الجزائر :

سعت شركة أليانس للتأمينات من وراء عملية ادراجها في بورصة الجزائر إلى تحقيق أهداف استراتيجية وذلك ما أكده الرئيس المدير العام للشركة الذي اعتبر فتح رأس مال الشركة عن طريق البورصة عملية تاريخية للشركة وبورصة الجزائر للقيم المنقولة ومن بين هذه الأهداف³:

- رفع رأس مال الشركة، وتوسيع قاعدة الشركة بمساهمين جدد عن طريق الإدخار العام؛ الاستفادة من مصدر آخر للتمويل غير التمويل البنكي؛

¹ - محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة، مجلة الباحث، عدد 12 ، ورقلة، الجزائر، 2013

² - صديقي خضرة، مرجع سبق ذكره، 2015، ص223

³ - www.allianceassurances.com.dz - اطلع عليه يوم 2022/12/20

الفصل الثالث تقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة

- المساهمة في تفعيل دور بورصة الجزائر للقيم المنقولة،
- تقديم فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للإدخار؛
- مواصلة البحث وتطوير خدمات و ابتكار منتجات جديدة ملائمة لجميع الاحتياجات في مجال التأمين مع منح الأفضلية للاستثمارات القادرة على تحسين تسيير المخاطر مع لأولية الوقاية، السرعة في التسديد

ثانيا- تقييم مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل شركة أليانس للتأمين

بهدف تحديد مدى مساهمة بورصة الجزائر في تمويل شركة أليانس للتأمينات سنعتمد على مجموعة من المؤشرات وفقا لما سيأتي:

1-التقييم من خلال مؤشر القيمة السوقية

يوضح الجدول التالي تطور القيمة السوقية لشركة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2015-2020

الجدول رقم (20): تطور القيمة السوقية لشركة أليانس(2015-2020) الوحدة : دج

2020	2019	2018	2017	2016	2015	
6160895	10044002	11978451	115750520	112691920	1202108515	القيمة السوقية
%38.66-	%16.15 -	%89.56 -	%2.71	%90,62-	-	نسبة التغير

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2015-2020)، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2021/12/20.

من خلال المعطيات الواردة في الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة السوقية لشركة أليانس للتأمينات عرفت انخفاضا مستمرا خلال الفترة 2015-2020 باستثناء سنة 2017، التي عرفت ارتفاعا تجاوز نسبة 2% .

1- التقييم من خلال مؤشر حجم تداول الأسهم

الجدول رقم (21): حجم تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2015-2020)

2020	2019	2018	2017	2016	2015	
292	511	451	367	436	1015	عدد الأوامر
%-42.86	%13.3	%22.89	%-15.83	%-57.04	-	نسبة التغير
275254	714551	518313	1250777	993647	5245062	حجم أوامر
61.48-	37.86	-58.56	25.88	-81.06		نسبة التغير
15071	23289	28305	271052	231097	2090461	حجم التداول
35.29-	17.72-	89.56-	17.29	88.95-	-	نسبة التغير

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2015-2020)، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.

من خلال المعطيات الظاهرة في الجدول أعلاه يتضح الانخفاض المستمر الذي عرفه حجم تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات، نظرا لانخفاض حجم الطلب على ما هو معروض من أسهم، وقد عرفت سنتي 2016 و2018 أدنى مستويات تداول، حيث بلغ الانخفاض ما يتجاوز نسبة 89% مقارنة بالسنوات الأخرى.

1-تطور أسعار أسهم شركة أليانس للتأمين

الجدول رقم(22): تطور أسعار أسهم شركة أليانس للتأمين خلال الفترة(2013-2020)

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
385	422	421	433	487	589	603		أسعار الأسهم
6.40-	+0.23	2.77-	11.09-	17.32-	2.32-			نسبة التغير

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2013-2020)، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.

من خلال معطيات الجدول أعلاه نلاحظ انخفاضا في أسعار أسهم الشركة بمستويات مختلفة، وهذا ما يمكن تفسيره بالانخفاض المستمر في حجم التداول، لتشكل سنة 2019 استثناء حيث عرف سعر السهم ارتفاعا ضئيلا بلغت نسبته 0,23%. وهذا ما يمكن غالبا تفسيره بانخفاض حجم الطلب على أسهم شركة أليانس مقارنة بما هو معروض منها وهذا ما يمكن تفسيره بالركود الكبير الذي يعرفه نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

1- التقييم من خلال مؤشر تطور رأس مال (المبالغ المجمعة):

بدأت شركة أليانس مزاولة نشاطها برأس مال أولي قدره 500 مليون دينار جزائري، وقدر رأس مال الشركة ب 800 مليون دينار جزائري في أواخر سنة 2009 وشهدت سنة 2010 زيادة أخرى في رأس مالها، من خلال اللجوء العلني للإدخار، إلى 2.2 مليار دينار جزائري ليصل في سنة 2016 إلى 2.5 مليار دينار جزائري¹ وآخر زيادة في رأس مال الشركة كان سنة 2020 حيث بلغ 3529142460 دينار جزائري

من خلال تتبع تطور رأس مال شركة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2013-2020) يتبين أن رأس مال الشركة أليانس للتأمينات عرف زيادة من خلال المبالغ المجمعة، حيث انتقل من 2205714180 دج سنة 2013 إلى 3529142460 دج خلال سنة 2020، أي بشكل لم يرقى إلى المستوى المطلوب مقارنة بالفترة التي بلغت ثمان سنوات.

يتضح مما سبق وبالرغم من استمرار ادراج شركة أليانس إلا أن كل المؤشرات السابقة والتي عرفت نسب منخفضة للغاية لم يتحقق لها ما كان يتوقع من الانضمام إلى بورصة الجزائر للقيم المنقولة و هذا ما يمكن تفسيره بالركود الكبير الذي عرفه ولا يزال نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

المطلب الثالث: قراءة في أسباب تعثر الدور التمويلي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

تبين مما سبق مدى ضعف بورصة الجزائر وعجزها عن تحقيق الأهداف المرجوة، حيث لم تستطع خلال اثنان وعشرون سنة من نشاطها تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المتاحة بالشكل المطلوب، وغالبا ما يعزى ذلك إلى مجموعة من العوامل الاقتصادية، التنظيمية، الثقافية والاجتماعية.

أولاً- العوامل الاقتصادية:

وتتمثل هذه العوامل في مجموعة من الأسباب التي لطالما شكلت عائقا أمام تطور نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة على غرار:

1- وجود بدائل تمويل منافسة ساهمت بشكل كبير في توفير التمويل الضروري بعيدا عن البورصة على غرار:

-حجم القروض البنكية العمومية الممنوحة للمؤسسات الاقتصادية حيث تشكل البنوك العمومية الممول الرئيسي للنشاط الاقتصادي وأهم مصدر تمويل خارجي للمؤسسات الاقتصادية، حيث توضح الاحصائيات

¹ - www.allianceassurances.com.dz اطلع عليه يوم 2022/11/11

الصادرة عن بنك الجزائر ارتقاع حجم هذه القروض من سنة لأخرى، إذ بلغت 11181,7 مليار دينار خلال سنتي 2019 و 2020 على التوالي موزعة بين القطاعين الخاص والعام¹.

-القروض والاعانات المقدمة من طرف الوكالات الوطنية وصناديق ضمان القروض التي تساهم بنسب معتبرة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال منح وضمان قروض باعتبارها المكون الأساسي للنسيج المؤسساتي الوطني ومن بين أهم هذه الهيئات الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر، الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية، صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث بلغ حجم القروض التراكمية الممنوحة من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القروض المصغرة خلال الفترة 2005 - 2020 ما يقارب 63082842409,65 دينار.

2- **خصوصية النسيج المؤسساتي الوطني:** يتكون النسيج المؤسساتي الوطني في أغلبه من مؤسسات صغيرة ومتوسطة بنسبة تفوق 90%، وتتميز برأس مال عائلي لا تريد فتحه لشركاء أجانب، ويؤكد عدد الملفات المقدمة والمقبولة من طرف صندوق ضمان قروض الاستثمار للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإحصائيات وزارة الصناعة التي تفيد بأن نسبة 98% من هذه المؤسسات هي مؤسسات مصغرة أغلبها مؤسسات تنتمي للقطاع الخاص²، بالشكل الذي لا يتناسب مع متطلبات نشاط البورصة.

3- **ظاهرة التضخم:** يشكل التضخم عائقا كبيرا أمام الادخار في الجزائر مما يؤدي إلى عرقلة تطور نمو بورصة الجزائر للقيم المنقولة، حيث يؤثر بشكل سلبي على قيمة النقود ومن ثم على القيمة الحقيقية للأوراق المالية. وبالرغم من كل الجهود المبذولة لتخفيض معدله إلا أنه ظل يتراوح بين 6 و 2% للفترة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2020³.

4- **تعثر عملية خصخصة المؤسسات العمومية:** ترددت السلطات الجزائرية بشأن عملية خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية وتأخرت في تطبيقها على مجموعة من المؤسسات التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط بورصة القيم المنقولة، كما أدت الشروط المعجزة التي فرضت على المستثمرين إلى تباطؤ

¹ - Bank of Algeria, Bulletin statistique trimestriel N 56, Decembre 2021,.

² - Bulletin d'information statistique de la PME , Edition Mai 2021 n°38, P 12, Ministère de l' Industrie et des mines.

³ - التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2022 - <https://www.bank-of-algeria.dz/wp> ، اطلع عليه يوم 2023/01/10

عملية الخصخصة، كما تعتبر هذه المؤسسات غير مؤهلة لإصدار أسهم أو سندات للتداول بسبب المشاكل المالية التي كانت تعاني منها¹.

ثانياً- عوامل اجتماعية، ثقافية وتنظيمية:

يمثل الجانب الاجتماعي والثقافي هو الآخر عقبة تحول دون تطور بورصة الجزائر للقيم المنقولة، وذلك راجع لتعارض الية عمل البورصة مع المعتقدات الدينية للمجتمع الجزائري، مع غياب الوعي الثقافي وانعدام الثقة في البورصة. بالإضافة إلى ضعف الجهاز الاعلامي وتعدد اجراءات الادراج.

1-تعارض آلية عمل البورصة مع المعتقدات الدينية والأعراف الاجتماعية والثقافية: يتميز المجتمع

الجزائري باحتوائه على العديد من القيم الثقافية والأخلاقية المستمدة من الثقافة الشعبية والديانة الاسلامية التي تشكل نظام شامل لجميع جوانب الفكر والسلوك، وهنا يظهر أهمية عاملي الدين والثقافة.

-العامل الديني الذي يدفع بكثير من أصحاب الفوائض المالية سواء افراد أو مستثمرين المتمسكين بمبادئ الشريعة الاسلامية إلى عدم استثمار المدخرات في القيم المنقولة وخاصة السندات، بحكم أنها قروض على الجهة المصدرة لأجل مشروط وأن عائدها يعتبر من الربا المحرمة².

-العامل الثقافي الذي يؤثر على النشاط الاقتصادي، حيث تعد الثقافة من أهم العناصر المؤثرة على الاقتصاد، فهي قد تشكل دافعا للنمو أو مثبطا له، بمعنى هناك ترابط وثيق بين قوة الاقتصاد وتطور المجتمع، حيث ساهمت العديد من العوامل والحقب التاريخية التي مر بها المجتمع الجزائري على غرار الاستعمار وتبني النهج الاشتراكي لسنوات عديدة في بناء ثقافة بعيدة عن تبني مبدأ الاستثمار والمخاطرة.

1-عجز الآليات الإعلامية: حيث لا توجد أليات وهيئات تعمل على توعية المجتمع الجزائري وتهدف إلى

تشجيع ثقافة الادخار وفرص الاستثمار في البورصة والمعرفة بالمنتجات والخدمات المالية بشكل كاف وصحيح يمكّن من الاستفادة من هذه المنتجات والخدمات، التي تقوم على استخدام تدابير مالية أكثر فعالية وأقل تكلفة.

2-تعدد عمليات الإدراج: لقد أثرت العراقيل الادارية على مناخ الاستثمار في البورصة ولعل من أبرز صور

القصور التشريعي والتعقيد المسجل في بعض شروط الإدراج على غرار:

¹- عيواج مختار، بورصة الأوراق المالية ودورها في خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية- دراسة حالة الجزائر- رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وع التجارية وع التسيير، جامعة الجزائر، 2013، ص279.

²- شعبان محمد اسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من المنظور الاسلامي- دراسة تحليلية نقدية- دار الفكر المعاصر، دمشق سوريا، الطبعة الأولى، يونيو 2002، ص 149.

- حجم الحصة المطروحة للإكتتاب العلني والتي تبلغ 20% للمؤسسات الكبيرة 10% للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في أجل أقصاه يوم الإدراج، بينما مستوى رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعيد عن هذا الحد، أما المؤسسات الكبيرة فإن أغلبها لا تملك سلطة اتخاذ قرار الادراج.
- الزامية توزيع سندات رأس المال عند الطرح للإكتتاب العلني ما لا يقل عن 50 مساهما أو ثلاث مستثمرين من المؤسسات كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الادراج.
- الزامية نشر التقارير والكشوف المالية من طرف الشركات المسعرة متضمنة رأي محافظ الحسابات.
- وجوب تحقيق الأرباح خلال السنة السابقة لطلب الانضمام للبورصة، في حين تواجه العديد المؤسسات في الجزائر اشكالية تحقيق الأرباح.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل الخاص بتحليل واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة توصلنا إلى أنه ورغم الجهود المبذولة من طرف السلطات المعنية لم يتغير واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة كثيرا، حيث لا يزال نشاطها يتميز بالركود وهذا ما دلّ عليه الضعف الذي مس السوق، الانخفاض الكبير لعدد المؤسسات المدرجة التي لم يتجاوز عددها خمس مؤسسات، انخفاض حجم التداول وأسعار الأسهم المتداولة والذي يفسر بالانخفاض الكبير في الطلب على هذه الأسهم في ظل ما هو متوفر من أسهم وهو ما يعني عجزها الكامل عن أداء ما هو منوط بها من أدوار تتعلق بشكل أساسي بتوفير التمويل اللازم لمختلف المؤسسات المدرجة، وهذا ما قد تؤكدته ما توصلنا إليه من نتائج من خلال دراسة وتحليل مجموعة من المؤشرات ذات العلاقة بأثر ادراج مؤسستي أليانس للتأمينات وأن سي أ رويبة للعصائر والمشروبات في بورصة الجزائر للقيم المنقولة، حيث تبين أن هذا الادراج لم يكن له أي أثر ايجابي سواء على تطور رأس المال، أسعار الأسهم أو القيمة السوقية وهو ما قد يكون بشكل أو بآخر سببا من أسباب انسحاب بعض المؤسسات المدرجة على غرار أن سي أ رويبة.

ويمكن اعتبار هذا الضعف نتيجة لمجموعة من العوامل والأسباب التي تختلف بين عوامل اقتصادية، سياسية واجتماعية.

خاتمة

خاتمة :

تعتبر أسواق الأوراق المالية آلية تمويل، تقدم خدمات من شأنها تنشيط الحياة الاقتصادية باعتبارها وسيلة تعبئة المدخرات وتوفير الموارد المالية وتوظيفها لأغراض التنمية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما تضمن هذه الأسواق تمويل الاستثمارات طويلة الأجل وتخفيض المخاطر. وتؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تُمكن المتعاملين من تنويع محافظهم الاستثمارية. هذا الدور يجعل وجود سوق الأوراق المالية ضرورة ملحة في النظام المالي لأي دولة على اختلاف مستوى تقدمها.

وعلى غرار مختلف الدول فقد أنشأت الجزائر بورصة للقيم المنقولة في خضم مرحلة التحول نحو اقتصاد السوق، واستكمالا لجملة الإصلاحات التي باشرتها في نهاية ثمانينات القرن العشرين، وبالرغم من مرور سنوات على إنشائها، لم تستطع بورصة الجزائر تحقيق الدور الذي أنشئت لأجله، وضمن هذا السياق فقد كانت إشكالية هذه الدراسة تتمحور حول مدى تحقيق هذه الآلية لدورها التمويلي ومساهمتها في تنويع الاقتصاد وقدرته التنافسية.

و مما تقدم في دراستنا هذه نستعرض فيما يلي نتائج اختبار الفرضيات المعتمدة في المقدمة العامة و نقدم أهم النتائج المتوصل إليها من خلال بحثنا في مختلف جوانب هذا الموضوع للوصول في آخر المطاف إلى أهم التوصيات التي رأيناها مناسبة و خادمة لغاية البحث في هكذا مواضيع:

1. نتائج اختبار الفرضيات:

بناءا على الحقائق والنتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة فلقد تمكنا من اختبار الفرضيات التي استندنا إليها في محاولة الإجابة على الأسئلة المطروحة، حيث توصلنا إلى:

- **الفرضية الأولى:** يعتبر وجود بورصة للقيم المنقولة ركيزة أساسية وحافز لتحقيق النمو الاقتصادي باعتبارها آلية تمويل أثبتت فعاليتها ”

تحققت هذه الفرضية من خلال كل ما تم تداوله في الفصل الأول من هذه الدراسة، حيث اتضح أن وجود سوق أوراق مالية نشطة يعتبر ركيزة أساسية وحافزا لتحقيق التنمية انطلاقا من قدرتها على تكوين رأس المال من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمار.

- **الفرضية الثانية:** " تسجل بورصة الجزائر للقيم المنقولة ضعف مستمرا وسكونا ملحوظا، بالشكل الذي أدى إلى غياب أي مساهمة لها في الجانب التمويلي للمؤسسات المدرجة، الأمر الذي دفع بعضها إلى الانسحاب "

تأكدت صحة هذه الفرضية مختلف مؤشرات تقييم نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة والتي أوضحت حجم الضعف الكبير الذي يعاني منه نشاط بورصة الجزائر وذلك في ظل قلة المؤسسات المدرجة، ضعف حجم التداول وضعف القيمة السوقية، بالإضافة إلى مختلف النتائج والمعطيات التي أشارت إليها مجموع المؤشرات المعتمدة في تقييم حجم مساهمة بورصة الجزائر للقيم المنقولة في تمويل المؤسسات المدرجة على غرار أليانس للتأمينات وأن سي أ روية للعصائر، حيث لم تستطع بورصة الجزائر للقيم المنقولة احداث أي أثر يذكر على الجانب التمويلي لهذه المؤسسات، وهو ما دفع بعضها للانسحاب على غرار أن سي أ روية.

- **الفرضية الثالثة:** " تعثرت بورصة الجزائر في أداء دورها التمويلي وتحقيق هدفها كأحد الخيارات التمويلية التي كان من الممكن أن يعتمد عليها الاقتصاد الجزائري ويرجع ذلك لمجموعة من الأسباب التي تتنوع بين اقتصادية وسياسية واجتماعية وثقافية "

تأكدت صحة هذه الفرضية بناء على ما جاء من تحليل لمختلف العناصر المشكلة للبيئة التي تنشط فيها بورصة الجزائر للقيم المنقولة، والمتمثلة في كل من الجانب الاقتصادي، الاجتماعي، السياسي والثقافي، حيث تبين ما تشكله من أثر أداء البورصة بشكل مباشر أو غير مباشر.

بناءا على ما تقدم فإننا نجيب صراحة على الإشكالية المطروحة كما يلي:

" تعاني بورصة الجزائر للقيم المنقولة من ركود ملحوظ بالشكل الذي لم تستطع معه أن تساهم ولو بقدر ضئيل في تمويل المؤسسات المدرجة، الأمر الذي أدى إلى انسحاب مؤسسات مدرجة أو إحجام أخرى عن الإدراج."

2. نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج المتمثلة في:

- يتميز نشاط بورصة الجزائر بالمحدودية وذلك وفقا لما تشير إليه مختلف المؤشرات المعتمدة في تقييم الدور التمويلي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة، والتي أظهرت قلة عدد المؤسسات المدرجة، ضعف في حجم التداول وضعف في القيمة السوقية.
- تؤدي محدودية نشاط بورصة الجزائر إلى الغياب الشبه كلي لدورها في عملية تمويل الاستثمارات وهو الأمر الذي أثبتته تحليل نتائج تجارب بعض المؤسسات المدرجة، والتي أظهرت أنه لم يكن هناك أي أثر يذكر لإدراجها على مستوى التمويل.
- أدى عجز بورصة الجزائر للقيم المنقولة على أداء دورها التمويلي إلى انسحاب العديد من المؤسسات المدرجة واحجام أخرى عن الإدراج
- افتقار بورصة الجزائر إلى تنوع الأدوات المالية والدرجة الكافية من العمق والسيولة، حيث أدى حجم العمليات المبرمة وضعف سيولة بورصة الجزائر إلى عدم جذب المستثمر المحلي والأجنبي.
- قلة وعدم كفاءة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية.
- تتعدد العوامل التي أدت إلى محدودية نشاط بورصة الجزائر وضعف دورها التمويلي بين عوامل اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية.
- يمثل التضخم و وتوفر العديد من البدائل التمويلية لاسيما ما تعلق منها بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالإضافة إلى سيطرة النمط العائلي على ملكية أغلب المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، تعثر عملية الخصخصة، أهم العوامل الاقتصادية المساهمة في محدودية نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة.
- يمثل غياب الثقة والوعي الثقافي بأهمية دور البورصة لدى المجتمع الجزائري وعدم تقبلها كآلية للاستثمار وتفضيله اكتناز الأموال أو استثمارها في شراء العقارات والذهب ، بالإضافة إلى الحاجز الذي يفرضه الوازع الديني في ظل عدم شرعية التعامل بمختلف الأدوات المالية الموجودة أهم العوامل الثقافية والاجتماعية المساهمة في محدودية نشاط بورصة الجزائر .

3. التوصيات: على ضوء كل ما تقدم آنفا نقترح التوصيات التالية:

- ضرورة وجود إرادة سياسية تعززها الخبرة في مجال الاقتصاد والمال تعمل على بعث دور بورصة الجزائر .
 - تطوير الجهاز المصرفي ليكون أكثر كفاءة بالشكل الذي يمكنه من أن يؤدي دوره في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها وخلق الفرص الاستثمارية والقيام بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة.
 - تحفيز مختلف المؤسسات المالية والبنكية على الانضمام إلى البورصة، الأمر الذي قد يساهم في إنعاش نشاطها.

- تحفيز القطاع الخاص نحو اعتماد البورصة كآلية تمويل من خلال توفير التسهيلات اللازمة قصد توسيع قاعدة الشركات والمؤسسات المدرجة التي يجب أن تكون موزعة على مختلف القطاعات الاقتصادية. والعمل على تنويع الأدوات المالية ذات آجال مختلفة لكسب ثقة المستثمرين

- توسيع اعتماد نظام تمويلي إسلامي يستجيب لعقيدة وثقافة المجتمع الجزائري من خلال تفعيل وتعميم التعامل بالصكوك الإسلامية والتي تدخل ضمن التدابير التي أعلنت عنها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB). والتي تتطلب وضع ضوابط للمعاملات المالية وهيئات متخصصة للإشراف والرقابة على الأسواق والمؤسسات في إطار الحرية القائمة على مبادئ الشريعة الإسلامية ولما لا إمكانية قيام سوق مالي إسلامي.

- ترسيخ ثقافة الإفصاح باعتباره من أهم الآليات التي يجب توظيفها لتفعيل دور البورصة من خلال إلزام الشركات المدرجة على إعداد وتقديم قوائم مالية وفقا للقواعد المحاسبية الدولية حتى يستطيع المستثمرون المحليون والأجانب تقييم أداء هذه المؤسسات.

- وضع إستراتيجية مستقبلية واضحة تهدف إلى نشر ثقافة الاستثمار عن طريق تعاون جميع الأطراف ذات العلاقة والاستفادة من تكنولوجيا وسائل الاتصال والإعلام بكافة أشكالها وتوفير الظروف المثلى من حيث الأمان والعائد.

قائمة المصادر والمراجع

المصادر والمراجع

أ. قائمة المراجع باللغة العربية

الكتب

- 1- أحمد السعيد، اقتصاديات جدوى المشروعات الاستثمارية، دار الزهراء للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2001.
- 2- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
- 3- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة - الجزائر، 2002.
- 4- أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 5- إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
- 6- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
- 7- جبار محفوظ، الاسواق المالي والادوات المالية، الجزء 2، دار هومة للنشر والطباعة والتوزيع، الجزائر 2017، ص 328.
- 8- جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار الكتب والوثائق العلمية، مصر، 2010.
- 9- جمال الدين برقوق، مصطفى كافي، مريام محمود، يوسف كافي، إدارة الإستثمار، دار الحامد، عمان - الأردن، ط1، 2016.
- 10- حسن خلف فليح، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر، الأردن، 2006.
- 11- الحسيني حسن فلاح، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
- 12- حليلة محمد عطية، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط1، 2018.
- 13- حمدي حسن، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر، ط1، 2006.
- 14- حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر، 2012.
- 15- حمزة محمود الزبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط1، 2001.
- 16- حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، أسواق المال - بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار - الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2003.

- 17- حوحو فطوم ، السياسات الاقتصادية والسوق المالي- سياسات تفعيل السوق المالي- السوق المالي السعودي نموذجاً، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.
- 18- حوحو فطوم السياسات الاقتصادية والسوق المالي، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط، 2017.
- 19- دريد كامل أشيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1 ، 2010.
- 20- زهير غرارية، عبد العزيز بن محمد السهلاوي، تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولي، المملكة العربية السعودية، ط1، 1438هـ.
- 21- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، ط1، 1995.
- 22- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق رأس المال، 2010.
- 23- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، لإسكندرية- مصر- 2001.
- 24- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، مصر، 1996.
- 25- سهيل مقابلة، كيف نستثمر في سوق الأسهم- حالة سلطنة عمان- دار الراية، ط1، 2013.
- 26- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان - الأردن ، ط1، 2010 .
- 27- شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الاسلامي - دراسة تحليلية نقدية- دار الفكر المعاصر، دمشق سوريا، الطبعة الأولى، يونيو 2002.
- 28- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ط1،، 2018.
- 29- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993
- 30- طارق الله خان، أحمد حبيب، ادارة المخاطر-تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي
- 31- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية- مفاهيم، إدارة المخاطر، محاسبة- الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2001.
- 32- طارق محمد خليل الأعرج، مقرر الأسواق المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك لدراسات العليا.
- 33- عاطف وليم أند رواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 2005.

- 34- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006 .
- 35- عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية مصر ، 2006
- 36- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 37- عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2011.
- 38- عبد الرحمان أحمد صوراني، سؤال في البورصة، دار الحافظ للكتاب، حلب سوريا، 2012.
- 39- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 40- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، السيد عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية، الدار الجامعية، السكندرية، مصر، 2006.
- 41- عبد النبي محمد أحمد، الأسواق المالية- الأصول العلمية والتحليل الأساسي - مطبعة زمزم، عمان - الأردن، ط1، 2009.
- 42- عبيد علي، أحمد حجازي، مصادر التمويل ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001 .
- 43- عصام حسن، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 44- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 45- عصام فهد العريبد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية - بين النظرية والتطبيق - دار الرضا للنشر، سوريا، 2002.
- 46- عطا الله الزبون، إدارة الاستثمار، زمزم ناشرون و موزعون، عمان، الأردن ط1، 2017.
- 47- عقيل جاسم عبد الله، مدخل في تقييم المشروعات، (الجدوى الاقتصادية والفنية وتقييم جدوى الاداء) ، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 1999.
- 48- على شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2019، 1.
- 49- عمر محمد بن حليم، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي،
- 50- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 51- غازي فلاح، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن، ط2، 2008.
- 52- فهد بن عبد الله الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الرياض، ط2، 2022.

- 53- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 54- قحطان السيوفي، إقتصاديات المالية العامة، دار الطرابلس للدراسات والنشر والترجمة، سورية، 1989.
- 55- لسلوس مبارك، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ط1، الجزائر، 2004.
- 56- للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003.
- 57- محفوظ جبار، الأسواق المالية والأدوات المالية، الجزء الثاني، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 2017.
- 58- محمد ابراهيم عبد الرحيم، "إقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر.
- 59- محمد أحمد عنتر، الادارة المالية والاستثمار، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ط1، الاردن، 2009.
- 60- محمد سامر القصار، رغيدة قصوعة، إدارة المخاطر، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010.
- 61- محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.
- 62- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 63- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 64- محمد عدنان الضيف، مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
- 65- محمد مطر، ادارة الاستثمارات، الاطار النظري والتطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، ط5، 2009.
- 66- محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2009.
- 67- محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 68- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية -مؤسسات، أوراق، بورصات- دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2018.
- 69- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر، مصر، 2001.
- 70- محمد صالح الحناوي، "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.

- 71- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة أرسالن للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، ط1، 2014.
- 72- مقدم عبد الإله، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة مابين 2005 و 2017، مجلة المالية والأسواق، مستغانم، المجلد5، العدد10، 2019.
- 73- منظمة المؤتمر الإسلامي، 2009.
- 74- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء 2 منشأة المعارف، الإسكندرية 2003.
- 75- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1997.
- 76- مؤيد عبد الرحمان، ادارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار الثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010 .
- 77- نشأ. عبد العزيز معوض، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، كتاب الأهرام الاقتصادي، مؤسسة الأهرام، القاهرة، العدد72، 1994.
- 78- هارون العشي، مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2018.
- 79- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، 2015 .
- 80- هيثم محمد الزعبي، الإدارة و التحليل المالي ، دار الفكرة للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2000 ، ط1.

الرسائل والاطروحات

- 1- الجودي ساطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية - مع دراسة حالة الجزائر - رسالة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006
- 2- حمداوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، رسالة دكتوراه، جامعة عنابة، الجزائر، 2007/2008.
- 3- زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة- حالة الأسواق المالية العربية- أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004.
- 4- سامية فكير، المعايير الدولية للتقارير المالية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية-دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن-رسالة دكتوراه، جامعة بومرداس، 2013/2014.
- 5- سامية لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، 2009/2010.

- 6- سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية - مذكرة الماجستير، قسنطينة، 2012.
- 7- شافية كتاف، دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الاسواق العربية والاسلامية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة سطيف، الجزائر، 2014.
- 8- شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية لجمهورية مصر، مذكرة دكتوراه جامعة الجزائر، 2011-2012.
- 9- شيخي بلال، تطور وأداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع وآفاق، رسالة دكتوراه، جامعة محمد بوقره، بومرداس، الجزائر، 2010-2011
- 10- صارة لعبي، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في ترقية الاستثمار - دراسة مقارنة - رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 الجزائر 2017.
- 11- صديقي خضرة، واقع تطبيق الحوكمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة مؤسسة أن سي أروبية، سونلغاز، أليامس للتأمينات أطروحة دكتوراه، تلمسان الجزائر، .
- 12- صغيري سيد علي، دراسة تحليلية و قياسية لتأثير الاستثمار على سوق العمل حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2008.
- 1- عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمت الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، أطروحة دكتوراه.
- 13- عيواج مختار، بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية - دراسة حالة الجزائر - رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وع التجارية وع التسيير، جامعة الجزائر، 2013.
- 14- محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية - مع دراسة حالة الجزائر - رسالة دكتوراه ، جامعة الجزائر، 1999.
- 15- محمد بوشوشة ، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، 2015/2016 .
- 16- منصوري الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2005-2006.
- 17- نادية مسعودي، دراسة مقارنة لاثر الاستثمار على النمو الاقتصادي لدول MENA، خلال الفترة 1970-2009، باستعمال معطيات PANEL ، ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2011..

- 18- هالة فتحي عبد السميع، دور صناديق الاستثمار في دعم برنامج الإصلاح الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس.- القاهرة-مصر ، 2000.

المجلات والمقالات

- 1- بلال مرابط، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر على نمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة قياسية لفترة من 1986-2018، مجلة العلوم التجارية الجزائر، العدد1، 2019.
- 2- بن ابراهيم الغالي، سلطاني محمد رشدي، ملاءمة التمويل التأجيري المنتهي بالتمليك لحل مشكلة التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وادارة الاعمال، بسكرة، الجزائر، العدد4، 2018.
- 3- بن معاوي سميحة، الجوزي جميلة، دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر على أدائها المالي حالة شركة، مجلة دراسات اقتصادية المجلد18، العدد1، 2020، ص، ص 198-199
- 4- بوخاري فاطنة، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي - التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية ، مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد2، العدد2، 2017.
- 5- رابح خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي، مجلة اقتصاد الصناعي، العدد6، 2017.
- 6- رابح شيلق، عمار بن نوار، الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس لاختيار القرارات المالية، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد2، المجلد7، 2016.
- 7- سالم ياسين الإجارة التمويلية والإجارة المنتهية بالتمليك- دراسة مقارنة بين العقود التقليدية والإسلامية- مجلة مجاميع المعرفة ، المجلد 8، العدد01، 2022.
- 8- ساهرة عبد الخضر، وفاء علي سلطان، أثر السيولة في أداء كفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق.
- 9- سعيد عبد محمد، معوقات عمل المصارف الإسلامية في تمويل المشاريع الصغيرة في العراق، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاصة بالمؤتمر العالمي السابع، 2018 .
- 10- صلاح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها- مجلة الباحث العدد7، 2010.
- 11- عبد الرحمن حمود المشهداني ، قياس و تقويم عائد و مخاطر صيغ التمويل الإسلامي- دراسات مقارنة البنك الإسلامي الأردني و البنك العربي الإسلامي الدولي- مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية المجلد19 ، العدد70 ، 2013.
- 12- علي كريم محمد كبة، أثر المصارف المتخصصة في التمويل والإستثمار لتعزيز قدرة التنمية في العراق، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد8 ، العدد3، 2018.

- 13- عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، مخبر التنمية المحلية المستدامة، المدية، العدد 2، 2014.
- 14- فراس خضير عباس الزبيدي ، قاسم كريم جعيل العابدي ، أثر التدفقات النقدية على عوائد الإستثمار في الأسهم العادية ، مجلة كلية الإدارة والإقتصاد للدراسات الإقتصادية ، جامعة بابل، العراق المجلد 11، العدد2، 2019.
- 15- فراس خضير عباس الزبيدي ، قاسم كريم جعيل العابدي ، أثر التدفقات النقدية على عوائد الإستثمار في الأسهم العادية ، مجلة كلية الإدارة والإقتصاد للدراسات الإقتصادية ، جامعة بابل ، العراق المجلد 11 ، العدد2 ، 2019.
- 16- قايد خيمسي، لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الاسواق المالية في تغطية مخاطر السوق، مجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 6، 2015.
- 17- كلثوم جريو، محمد يدو، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد1، 2017.
- 18- كلثوم جريو، محمد يدو، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 1، 2017.
- 19- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2001/1999، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، العدد3.
- 20- محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة، مجلة الباحث، عدد 12 ، ورقلة، الجزائر، 2013
- 21- محي الدين سمير، معضلة البورصة في الجزائر مضار الجمود وآليات التفعيل، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد5، العدد1، 2021، ص94
- 22- مليكة يحييت، فاطمة دحماني، محور العلاقة القائمة بين الاستثمار المحلي وللاستثمار الاجنبي المباشر في الجزائر للفترة، 1998-2012- مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي، 2014.
- 23- موساوي زهية وخالدي خديجة، التمويل الإسلامي للمشاريع الاقتصادية: فرص وتحديات، مجلة الباحث، المجلد4، العدد4 ، 2006.
- 24- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية البحرين، مجلة الباحث، العدد2011، 9
- 25- يحوصي مجدوب، عريس عمار، يدوج نزال، رأس المال الجريء الاسلامي- نموذج للتوفيق بين التمويل برأس المال الجريء والتمويل التشاركي الإسلامي، مجلة إقتصاديات المال والأعمال، 2018 ، المجلد 2، العدد 4.

26- يخلف صفية، سايج جبور علي، دور صيغ التمويل الاسلامي في تنمية المؤسسات، مجلة آفاق علوم الادارة والاقتصاد، المجلد 4 العدد2، 2017.

الملتقيات والندوات والمؤتمرات

1- بودة فاطمة، كحلي فتحة، طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الاسلامية ومساهمتها في التنمية المستدامة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول المالية الاسلامية، تونس 27-28 جوان 2013.

2- ابراهيمي عبد الله ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل ، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أفريل، 2006.

3- بلوج بولعيد، تأجير الاصول الثابتة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالماتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة الاغواط، 8-9 أفريل 2002.

4- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر ام لصناعتها، مداخلة من الملتقى العلمي حولة الأزمة المالية الإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20-21، اكتوبر، 2009.

5- بوقاعة زينب، تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاك وشولز، الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 5 و6 ماي 2014.

6- رونية عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس مال المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، الجزائر، يومي 17 و18 أفريل 2006.

7- سعدان آسيا، عماري صليحة، "تنامي التمويل الاسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، الأردن يومي 1 و2 ديسمبر 2010.

8- عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية، مداخلة منقولة من الموقع الالكتروني، الكويت ديسمبر 1999، <http://www.scribd.com>

9- كلثوم عاشور، عبد الغني حرير، التمويل بإئتمان الايجاري - دراسة حالة الجزائر - الملتقى الدولي الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، في الجزائر و الدول العربية جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21/22 نوفمبر 2006.

10- هيئة المجاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الاسلامية، المعيار الشرعي رقم 9، 2017.

11- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 17، البحرين، 2007.

- 12- كحل الراس سماح، منة شوايديو، تداول القيم المنقولة في البورصة طبقا للتشريع الجزائري، دفاتر السياسة والقانون المجلد: 13 / العدد: 10.

التقارير والمراسيم

أ- التقارير

- 1- معلومات مستقات من تقرير شركة بورصة الجزائر للقيم المنقولة لسنة 2015.
- 2- معلومات مستقات من تقارير شركة بورصة الجزائر للقيم المنقولة للفترة (2015-2020).
- 3- تقارير شركة تسيير بورصة القيم للفترة (2015-2020)، [الموقع: www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/22.
- 4- تقارير شركة بورصة الجزائر، الموقع: <http://www.sgbv.dz> ، تاريخ الإطلاع: 30/03/2021.
- 5- تقارير بورصة الجزائر السنوية للفترة 1999 - 2020 ، الموقع : [http:// www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) : تاريخ الإطلاع: 2021/03/30.
- 6- التقارير السنوية للفترة (2013-2020)، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.
- 7- التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم، الجزائر للفترة (2015-2020). الموقع الالكتروني: [sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mode=141](http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mode=141) ، تاريخ الاطلاع: 2020/06/03.
- 8- التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.
- 9- التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2015-2020)، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.
- 10- التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2015-2020)، الموقع: www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2021/12/20.
- 11- التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2015-2020)، [الموقع: www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) ، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.
- 12- التقارير السنوية لبورصة الجزائر للفترة (2015-2020)، الموقع: [http:// www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) : تاريخ الإطلاع: 2022/03/30.
- 13- التقارير السنوية لبورصة الجزائر للفترة (2015 - 2020)، تاريخ الإطلاع: 2023/12/20

14- التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للفترة (2013-2020)، الموقع: www.sgbv.dz، تاريخ الإطلاع: 2022/12/20.

ب-المراسيم

1- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34/93.

2- الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012 . <https://www.joradp.dz/FTP/jo-arabe/2012/A2012041.pdf>

ب. قائمة المراجع باللغة الأجنبية

الكتب:

- 1- ABDELLAH BOUGHABA, Analyse et Evaluation de Projets
- 2- Catherine Deffains Groupsky, **comptabilité G^{le} 4^{ème}** édition , Paris , 2006.
- 3- Jack forget,financement et rentabilite des investissements,maximiser les revus des investissements ,édition d'organisation,France, 2005.
- 4- André Planchar, **Gestion Financière** ,Paris ,1999.
- 5- Emmanuelle Dubocage et Dorothée Rivaud Danse, **Le capital-risque**, Ed la Découverte,Paris,2006, p6.
- 6- Alain Borderie,financer les pme autrement,le **Capital-investissement,des fonds propres pour les entrepreneurs**,Ed Maxima, paris,1998.
- 7- Monzer kahf, the use of assetes ljarah bonds for buding the budget gap Islamic, Economic sdtudies IRTI, Jeddah,vol 4 n°2, 1997.
- 8- Aimé Scannavino, **Les Marchés Financiers Internationaux**,Paris-Dunod,1999.
- 9- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik,**Les Marchés Financiers,Gestion de Portefeuille et de Risques** 3ème Edition,Paris, 1997.

المواقع الإلكترونية

- 1- www.allianceassurances.com.dz.
- 2- <https://www.cosob.org/ar/job>.
- 3- <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>.

- 4- <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>.
- 5- Bank of Algeria, Bulletin statistique trimestriel N 56, Decembre 2021,.
- 6- Bulletin d'information statistique de la PME , Edition Mai 2021 n°38, P 12, Ministère de l' Industrie et des mines.
- 7- Familybusinesshistories.org.NCA Rouiba
- 8- <https://www.sgbv.dz/ar/>
- 9- https://droit.mjustice.dz/sites/default/files/code_commerce_ar.pdf
- 10- <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/120/13/1/141404>
- 11- <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149> تاريخ الاطلاع 17 جانفي 2022
- 12- <https://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1967362880.pdf>
- 13- www.allianceassurances.com.dz
- 14- www.ncarouiba.dz
- 15- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، على الموقع: تاريخ الإطلاع: 2023/11/20.
- 16- منشورات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من الموقع: [/https://www.cosob.org/ar/missions](https://www.cosob.org/ar/missions)