

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة ابن خلدون - تيارت -

ميدان: علوم اقتصادية، تجارية وعلوم التسيير  
شعبة: العلوم الاقتصادية  
تخصص: اقتصاد بنكي و نقدي



كلية: العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية

## مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر

من إعداد الطالب:  
لكحل معمر

تحت عنوان:

تأثير الابتكارات المالية على أداء الوسطاء الماليين في تنشيط سوق الأوراق المالية  
دراسة حالة : سوق الأوراق المالية الأردني  
للفترة (2013-2022)

### نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

د. دويس عبد القادر أستاذنا محاضرا رئيسا

د. عدة عابد أستاذنا محاضرا مشرفا و مقرا

د. حيرش عبد القادر أستاذنا محاضرا مناقشا

السنة الجامعية : 2023/2022



## إهداء

إلى أظفر قلبين في حياتي... والديّ العزيزين.

أطال الله عمرهما وبارك لنا فيهما

إلى إخوتي و أخواتي .... سندي وعصدي ومشاطري أفراحي وأحزاني.

إلى من شاركتني السراء والضراء، ولم أرها عابسة يوماً..... زوجتي المخلصة.

إلى من أتشوق لأن أرى مستقبلهما المشرق بإذن الله..... أولادي..... فلذات

الأكباد..

إلى جموع الأقارب و الأحباب والأصدقاء

أهديكم بحبي، وأدعو الله أن يحوز إعجابكم.

## شكر و تقدير

رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ

الحمد لله على الفضل الذي أعطاني إياه، الحمد لله على الكرم الذي وهبني إياه، الحمد لله على كل خير أوصلني إياه، الحمد لله أن وفقني لهذا العمل وأنعم علي بإتمام إياه

أما بعد :

حينما يكون الجهد مميزا ، والعطاء فعالا .

تسمو النفوس إلى مراتب الإبداع و ترتقي منار التميز

عندما يكون للشكر معنى وللثناء مغزى : أقول ما قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

” مَنْ صَنَعَ إِلَيْكُمْ مَعْرُوفًا فَكَافِئُوهُ، فَإِنْ لَمْ تَجِدُوا مَا تُكَافِئُونَهُ فَادْعُوا لَهُ حَتَّى تَرَوْا أَنَّكُمْ قَدْ كَفَّيْتُمُوهُ“.

وفاء وتقديرا واحترافا مني بالجميل والفضل الجزيل أتقدم بجزيل الشكر لأستاذي

الفاضل الدكتور حدة محابد الذي لم يبخل علي بإرشاداته و نصائحه وحسن تدبيره كما

أتقدم بشكري إلى كل الأساتذة الذين أشرفوا علي تدريسي و إنارة دربي

جزاهم الله عنى كل خير

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر و العرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم و

تشريفى بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة هذا العمل المتواضع .

و أشكر أيضا كل من ساندني و مد لي يد العون من أحبتي وأصدقائي لإتمام هذا

العمل .

## الفهرس :

/.....	الإهداء :
/.....	شكر وتقدير .....
/.....	الفهرس :
/.....	قائمة الجداول:
/.....	قائمة الأشكال :
/.....	ملخص :
أ	مقدمة.....
1.....	الفصل الأول : سوق الأوراق المالية ومكوناته.....
2.....	تمهيد .....
3.....	المبحث الأول : ماهية الابتكار المالي.....
3.....	المطلب الأول : تعريف الابتكار المالي .....
3.....	أولا : تعريف الابتكار .....
4.....	ثانيا : تعريف الابتكار المالي.....
5.....	المطلب الثاني : أنواع الابتكار المالي و خصائصه .....
6.....	أولا : أنواع الابتكار المالي.....
9.....	ثانيا : خصائص الابتكار المالي .....
9.....	المطلب الثالث : أسباب وعوامل ظهور الابتكار المالي.....
9.....	أولا : أسباب ظهور الابتكار المالي .....
10.....	ثانيا : عوامل ظهور الابتكار المالي.....
12.....	المبحث الثاني : مفاهيم عامة للوساطة المالية.....
12.....	المطلب الأول : مفهوم الوساطة المالية وأسباب ظهورها.....
12.....	أولا : مفهوم الوساطة المالية.....
13.....	ثانيا : أسباب ظهور الوساطة المالية.....
15.....	المطلب الثاني : مؤسسات الوساطة المالية ووظائفها.....
15.....	أولا : مؤسسات الوساطة المالية .....
17.....	ثانيا : وظائف الوساطة المالية .....
19.....	المطلب الثالث : خصائص وأهمية الوساطة المالية.....
19.....	أولا : خصائص الوساطة المالية.....

19.....	ثانيا : أهمية الوساطة المالية .....
22.....	المبحث الثالث : سوق الأوراق المالية.....
22.....	المطلب الأول : تعريف سوق الأوراق المالية وأهميتها.....
22.....	أولا : تعريف سوق الأوراق المالية.....
23.....	ثانيا : أهمية سوق الأوراق المالية.....
23.....	المطلب الثاني: بنية سوق الأوراق المالية.....
24.....	أولا : سوق رأس المال وسوق النقد.....
25.....	ثانيا : السوق الأولي و السوق الثانوي.....
25.....	المطلب الثالث : خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.....
26.....	أولا : خصائص سوق الأوراق المالية.....
27.....	ثانيا : وظائف سوق الأوراق المالية.....
29.....	خلاصة الفصل الأول:.....
30.....	الفصل الثاني : دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2013-2022).....
31.....	تمهيد : .....
32.....	المبحث الأول : علاقة الابتكار المالي بالوساطة المالية.....
32.....	المطلب الأول : تأثير الابتكار المالي على الوساطة المالية.....
32.....	أولا : تزايد دور الابتكارات المالية.....
34.....	ثانيا : تراجع دور الوساطة المالية.....
35.....	المطلب الثاني : تأثير الابتكار المالي على سوق الأوراق المالية : .....
35.....	أولا : أدوات مالية جديدة.....
39.....	ثانيا : عمليات مالية جديدة.....
41.....	المطلب الثالث :مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.....
41.....	أولا:تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية.....
42.....	ثانيا : مؤشرات سوق الأوراق المالية:.....
45.....	المبحث الثاني :تأثير الوساطة المالية على سوق الأوراق المالية.....
45.....	المطلب الأول : دور الوساطة المالية على مستوى البورصة.....
45.....	أولا : حاجة الوسيط إلى جمع المعلومات.....
46.....	ثانيا : دور وسيط عمليات البورصة في السوق الأولي.....
47.....	المطلب الثاني : التسعير في البورصة وأوامرها.....

47.....	أولا : التسعير في البورصة.....
48.....	ثانيا : أوامر في البورصة : .....
51.....	المطلب الثالث : شروط والتزام الوسطاء الماليين لتنشيط سوق الأوراق المالية.....
51.....	أولا : شروط الوسطاء الماليين لتنشيط سوق الأوراق المالية.....
52.....	ثانيا : التزام بقواعد وأدبية في مهنة الوساطة المالية.....
54.....	المبحث الثالث : تأثير الابتكارات المالية على أداء الوساطة المالية.....
54.....	المطلب الأول: بورصة عمان للأوراق المالية (النشأة و الأهداف).....
54.....	أولا : نشأة بورصة عمان للأوراق المالية.....
55.....	ثانيا : أهداف بورصة عمان (الأردن).....
56.....	المطلب الثاني : تقييم أداء الوساطة المالية في بورصة عمان في الفترة (2013-2022).....
56.....	أولا : واقع الوساطة المالية في بورصة عمان (2013-2022).....
60.....	ثانيا : انعكاسات أداء الوساطة المالية على عدد الشركات المدرجة.....
64.....	المطلب الثالث : دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية الأردني.....
64.....	أولا : تأثير أداء الوساطة المالية على مؤشرات السوق المال الأردني.....
68.....	ثانيا : انعكاسات الوساطة المالية على الشركات المدرجة والعقود المنفذة.....
71.....	خلاصة الفصل الثاني.....
72.....	خاتمة.....
76.....	قائمة المراجع : .....

## قائمة الأشكال والجداول

### قائمة الأشكال :

الرقم	العنوان	الصفحة
(01-01)	أنواع الابتكارات المالية و بعض أشكالها	08
(01-02)	منحنى المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان (2013-2022)	57
(02-02)	منحنى تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن خلال الفترة (2013-2022)	60
(03-02)	منحنى تطور الرسملة البورصية لسوق الأردن خلال الفترة (2013-2022)	64
(04-02)	منحنى تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأردن للفترة (2013-2022)	66
(05-02)	منحنى تطور معدل الدوران لسوق الأردن للفترة (2013-2022)	67
(06-02)	منحنى تطور عدد العقود المنفذة و الشركات المدرجة في سوق الأردن للفترة (2013-2022)	69

### قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
(01-01)	أنواع الابتكارات المالية و بعض أشكالها	08
(01-02)	منحنى المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان (2013-2022)	57
(02-02)	منحنى تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن خلال الفترة (2013-2022)	60
(03-02)	منحنى تطور الرسملة البورصية لسوق الأردن خلال الفترة (2013-2022)	65
(04-02)	منحنى تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأردن للفترة (2013-2022)	66
(05-02)	منحنى تطور معدل الدوران لسوق الأردن للفترة (2013-2022)	68
(06-02)	منحنى تطور عدد العقود المنفذة و الشركات المدرجة في سوق الأردن للفترة (2013-2022)	69



ملخص :

نشاط وكفاءة سوق الأوراق المالية ، يتحقق جزء منها بضخ مجموعة واسعة من الأدوات و العمليات المالية الجديدة ، و على خدمات الوسطاء الماليين المحفزة على الاستثمار في ظل توفير الشفافية و الحياد ، التزامهم بالضوابط التي تفرضها هيئة السوق لضمان استمراريتهما،

توصلت الدراسة إلى أن سوق الأردن للأوراق المالية اثبت كفاءته ، من خلال تحسن أداء الوسطاء الماليين ، بتزايد الابتكارات المالية واللجوء إلى أساليب استثمار مبتكرة وحديثة ، لو لم تكبح نشاطه الظروف السياسية و الاقتصادية العالمية ، متمثلة في الحروب و الأزمات المالية والصحية ، التي كانت تداعياتها سلبية على الاقتصاد الأردني ككل. الكلمات المفتاحية : ابتكار المالي ، وسطاء الماليون ، سوق الأوراق المالية الأردني ، مؤشرات سوق الأوراق المالية .

### **Abstrat:**

The activity and efficiency of the stock market, part of which is achieved by injecting a wide range of new financial tools and operations, and the services of financial intermediaries that stimulate investment in light of providing transparency and impartiality, their commitment to the controls imposed by the Market Authority to ensure its continuity

The study concluded that the Jordan Stock Exchange proved its efficiency, through the improvement of the performance of financial intermediaries, by increasing financial innovations and resorting to innovative and modern investment methods, if its activity was not curbed by global political and economic conditions, represented by wars and financial and health crises, whose repercussions were Negative for the Jordanian economy as a whole

**Keywords:** financial innovation, financial intermediaries, the Jordanian stock market, stock market indices

تعد الأسواق المالية أحد المرتكزات المهمة لنشاط القطاع المالي ، وتحظى باهتمام بالغ في كافة الدول، حيث أصبح وجودها ضرورة ملحة ، مع ما تعرفه البيئة المالية والمصرفية من تطورات كبيرة ، ساهمت في بروز تقنيات حديثة تمثلت في الابتكارات المالية ، التي وفرت أدوات مالية جديدة ومتنوعة ، ساعدت في تحسين مجال التعامل المالي، وزيادة حجم ونشاط وكفاءة سوق الأوراق المالية، في تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل قياسا إلى حجم خططها الاستثمارية ، واستحداث أساليب لتدنية المخاطر و تعظيم العوائد و حل المشاكل المالية العالقة ، لاستقطاب عدد كبير من المتعاملين، وأصبحت تشغل حيزا كبيرا منها ، فشهدت سوق الأوراق المالية إقبالا متزايدا على المنتجات المالية وتجردا كبيرا في التعاملات المالية ، هذه الأخيرة بلورت فكرة ضرورة وجود راعي لعملية الربط بين طرفي التعامل ومنح الثقة لكل منهما لتتم هذه العملية بسهولة وسرعة وأمان ، يسمى هذا الراعي بالوسيط المالي أو مؤسسات الوساطة المالية ، ومع التطور و التقدم التكنولوجي تعددت أشكال المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية وتنوعت خدماتها ، حيث ما لبثت أهميتها تزداد من يوم لآخر، نظرا لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين و المدخرين. كما تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في سوق الأوراق المالية نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، و بذلك تنعكس سلامة و حسن أداء هذه المؤسسات على سلامة و حسن أداء سوق الأوراق المالية والاقتصاد بشكل عام، بالمقابل فإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه المؤسسات لا ينصب تأثيره على هذه المؤسسات و الأسواق المالية فحسب، بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلبيا على الأداء الاقتصادي ككل.

قد أولت الحكومة الأردنية من خلال هيئة سوق الأوراق المالية والمؤسسات الأخرى اهتماما خاصا لنشاط سوق الأوراق المالية ، وسعت لتعزيز دور مؤسسات الوساطة المالية ، بغية تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وكذلك من خلال وضع قانون يهدف بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة و ترسيخ أسس التداول العادل.

### الإشكالية الرئيسية

يتوقف تطور سوق الأوراق المالية على استخدام أدوات مالية جديدة ومتنوعة تسهل

أمام المستثمرين و الذين تحذوهم الرغبة الجامحة في الاستثمار وتحقيق الأرباح ، اختبار التنوع بتلك الأوراق وتكوين المحافظ المالية التي تؤدي إلى تدنية المخاطر الاستثمارية إلى ادني مستوى فيها، ذلك يقتضي توفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة وتحفيزا كبيرا من مؤسسات الوساطة المالية. من خلال ما سبق نطرح الإشكالية التالية :

كيف تؤثر الابتكارات المالية على أداء مؤسسات الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية؟

ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح التساؤلات الآتية :

- ما المقصود بالابتكار المالي، وما عوامل ظهوره ؟
- ما هي الوساطة المالية وما هي وظائفها ؟
- في ظل استخدام الابتكارات المالية، ما هي تأثيراتها على كل من الوساطة المالية وسوق الأوراق المالية الأردنية ؟

فرضيات البحث :

- للابتكارات المالية أثر إيجابي مباشر على الوساطة المالية وسوق الأوراق المالية .
- توجد علاقة وطيدة بين استخدام الابتكارات المالية في السوق، وأداء مؤسسات الوساطة المالية العاملة فيه.
- الابتكارات المالية و مؤسسات الوساطة المالية هما فقط من يحددان كفاءة سوق الأوراق المالية.

حدود الدراسة :

- تتمثل حدود هذه الدراسة في الآتي:

الحدود الموضوعية :

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة أثر تداول الابتكار المالي على أداء الوسطاء الماليين في تنشيط سوق الأوراق المالية ، ولم يتم التعرض بشكل موسع للابتكارات المالية بشقيها الأدوات و العمليات وإنما اقتصرت الدراسة على جانب الأدوات المالية ممثلة في عقود المشتقات المالية دون تخصيص .

الحدود المكانية :

- تضمنت الدراسة عينة متمثلة في سوق الأوراق المالية الأردني (بورصة عمان).

الحدود الزمنية :

- تقتصر الدراسة على الفترة من 2013 إلى 2022

## أهمية الموضوع :

يستمد سوق الأوراق المالية أهميته ونشاطه بتوفير البيئة التي تجذب الاستثمارات، و بالتجديد المستمر لمنتجاته المالية ، تلبية للحاجات التمويلية المعاصرة ، وتلعب الابتكارات المالية دورا فعالا ، في تقديم المنتجات و العمليات و صياغة الحلول العملية لمختلف المشاكل المالية، و التأثير الكبير على أداء الوسطاء الماليين من حيث الدقة والشفافية في تأدية مهامهم لكسب ثقة المتعاملين.

## أسباب اختيار موضوع الدراسة :

تم اختيار الموضوع للأسباب التالية :

### الأسباب الموضوعية :

- عدم توفر الدراسات و البحوث التي تعالج موضوع الابتكار المالي و تأثيراته على الوسطاء الماليين في تنشيط سوق الأوراق المالية (نظرا لحدثة الموضوع).
- الأهمية و المكانة التي يحظى بها الابتكار المالي في الوقت الحاضر .
- إهمال المسؤولين للابتكار المالي و اعتباره أمرا ثانويا ، ما جعل مؤسساتهم تعاني من عدم القدرة على المنافسة ، وبالتالي الخروج من السوق .
- دور الابتكار المالي في ترشيد و تطوير أداء ووظيفة الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية .

### الأسباب الذاتية :

- السعي الحثيث لتنمية معارفنا و اكتساب خبرة من البحث في مجال الابتكارات و الأسواق المالية.
- الاستفادة من البحث و تطبيقه في الميدان .

### أهداف الدراسة :

- بالنظر إلى أهمية و دور الابتكار في تنشيط سوق الأوراق المالية، فإننا نسعى لبيان تأثير الابتكارات المالية على أداء و دور الوسطاء الماليين ودرجة تأثيرهما على سوق الأوراق المالية، وكذا معرفة طبيعة العلاقة الموجودة بين هذين المتغيرين، من خلال تحليل النقاط التالية :
- تحديد ايجابيات الابتكارات المالية.
- التعرف على تأثير الابتكارات المالية على أداء الوساطة المالية و على وظائفها في سوق الأوراق المالية.

- التوصل إلى أهم المتغيرات المؤثرة على سوق الأوراق المالية نتيجة لاستخدام الابتكارات المالية.

### المنهج المستخدم:

في سبيل التشخيص السليم والوصف الدقيق لتأثير الابتكارات المالية على أداء الوسطاء الماليين في تنشيط سوق الأوراق المالية تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث تم استعمال المنهج الوصفي عند التطرق لمختلف المفاهيم و التعارف المتعلقة بمتغيرات الدراسة ، و جمع البيانات والمعلومات المرتبطة بتداول الابتكارات المالية وأداء شركات الوساطة المالية ، ثم تحليل هذه المعطيات للوصول إلى العلاقة الموجودة بين التدفق المتزايد للأدوات المالية المبتكرة المتعامل بها في سوق الأوراق المالية، وشركات الوساطة المالية العاملة في السوق ، وصولاً إلى الكيفية التي يمكن بها تقييم درجة تأثير هذه الأدوات المالية على أداء الوسطاء الماليين ، من خلال قياس حجم السوق ومدى توفر السيولة فيه ، ومنه حكم على أداء الوسطاء الماليين في تنشيط وزيادة كفاءة سوق الأوراق المالية، في ظل التداول المتزايد للابتكارات المالية فيها .

### الدراسات السابقة :

دراسة ل: لمياء شهاب النمر ، فاتن سيد خميس عطية ، تأثير ابتكارات الهندسة المالية على جودة عملية المراجعة ، مجلة الفكر الحاسبي ، المقالة 5، المجلد 23، العدد 1، 2019، الصفحة 235-288 ، عالجت هذه الدراسة الإشكالية الآتية: ماهو تأثير ابتكارات

الهندسة المالية على جودة عملية المراجعة ؟ توصلت هذه الدراسة إلى النتائج الآتية :

- أن استخدام ابتكارات الهندسة المالية له تأثير على جودة عملية المراجعة وذلك من خلال زيادة عدم قدرة معدي القوائم المالية على التطبيق السليم لمعايير المحاسبة ، وزيادة تعقد الصفقات المالية وبالتالي زيادة تعقد التقارير المالية، وكذلك صعوبة حكم المراجع على جودة المعلومات المالية بالتقرير ، كما أن استخدام ابتكارات الهندسة المالية يزيد من اللجوء إلى استخدام أسلوب القيمة العادلة وما يصاحبها من مشاكل. ركزت الدراسة على الاستخدام المتزايد لابتكارات الهندسية المالية وفي ظل عدم قدرة النظام المحاسبي على التكيف والتعامل مع هذه الابتكارات ، ما ميز دراستنا عن هذه الدراسة التركيز على انعكاسات و تأثير الابتكارات المالية على أداء الوساطة المالية في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية . وقدرة السوق على استيعاب التدفق المتزايد للابتكارات المالية ، وانعكاس زيادة المعاملات على أداء الوسطاء الماليين .

دراسة ل: لحسين عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل-مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية-. مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر (03)، 2016/2015، عالجت هذه الدراسة الإشكالية الآتية: ما مدى مساهمة الهندسة المالية في تطوير الأدوات المالية، من مدخل إدارة مخاطر السوق والتحوط ضدها، لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية؟ توصلت هذه الدراسة إلى النتائج الآتية:

- أن استخدام أدوات الهندسة المالية من شأنه أن يوفر التحوط من تقلبات أسعار السوق، وأن مثل هذا التحوط من شأنه أن يطمئن المتعاملين بالأوراق المالية ويشجع التداول بها، فضلا عن أنه -أي التحوط- يساعد على القضاء على عدم كفاءة الأسواق المالية من خلال تخفيض تكلفة المعاملات، فضلا عن تعديله للقيود التشريعية والضريبية ونظام التسويات، ما ميز دراستنا عن هذه الدراسة التركيز على تأثير الابتكارات المالية على أداء الوسطاء الماليين في تنشيط و تفعيل سوق الأوراق المالية، من خلال كسب ثقة المتعاملين فيها واستقطاب مستثمرين جدد، وزيادة حجم السوق.

الدراسة ل: نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013، اعتمد الباحث على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي للإجابة عن الإشكالية عالجت هذه الدراسة الإشكالية الآتية: كيف يمكن تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية باستخدام منتجات الهندسة المالية؟ توصلت إلى النتائج الآتية:

- إن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه السوق. لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين فيه، وذلك من خلال توفير المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف الوفاء لمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية. ما ميز دراستنا عن هذه الدراسة التركيز على تأثير الابتكارات المالية على أداء الوسطاء الماليين في تنشيط و تفعيل سوق الأوراق المالية، من خلال كسب ثقة المتعاملين فيها و استقطاب مستثمرين جدد، وزيادة حجم السوق.

دراسة ل: بن عبد الله رشيدة رشا، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة مجلة الاقتصاد والقانون العدد 01، جامعة غليزان، 2018، عالجت هذه

الدراسة الإشكالية الآتية: ما هي هذه العمليات ولمجالات التي تختص بها الهندسة المالية وما تأثيرها على الأسواق والمؤسسات المالية؟ توصلت هذه الدراسة إلى النتائج الآتية:

- أن للهندسة المالية تأثير على المؤشرات مختلف المخاطر من خلال تسهيل دخول رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة عبر المستثمرين، وهذا بتشجيعهم بوجود الهندسة المالية المبتكرة للحلول والإجراءات التي تخفف عدم اليقين وتقلل درجة الخوف لديهم، وهذا ما يطور من الأسواق المالية الناشئة و يجعلها منها أداة لتنمية الاقتصاد المحلي وجلب الاستثمارات. ما ميز دراستنا عن هذه الدراسة التركيز على تأثير الابتكارات المالية على أداء الوسطاء الماليين في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية، من خلال كسب ثقة المتعاملين فيها واستقطاب مستثمرين جدد، وزيادة حجم السوق.

هيكل الدراسة:

على ضوء ما سبق وحسب الإشكالية المطروحة ومن أجل الإلمام بجميع جوانب البحث، قسم إلى فصلين كل فصل بثلاثة مباحث كالتالي:

تم التطرق في الفصل الأول إلى الإطار النظري للابتكارات المالية و الوسطاء الماليين و أسواق الأوراق المالية وتضمن تعاريفاً لكل منها و موضحاً لوظائفها و أسباب و عوامل ظهورها وبنية أسواق الأوراق المالية، وكذا أنواعها و خصائصها و أهميتها. ليخصص الفصل الثاني لدراسة العلاقة بين المتغيرات، لقياس درجة تأثير الابتكارات المالية على أداء الوساطة المالية وحكم عليها بالسلب أو بالإيجاب، وتأكيد ذلك بتقييم نشاط سوق الأوراق المالية، من خلال مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، بتطبيق ذلك على سوق الأوراق المالية الأردني للفترة الممتدة من 2013 إلى 2022، دعماً للدراسة النظرية.

صعوبات الدراسة:

الصعوبات التي واجهتنا في هذا البحث لا تختلف في جوهرها عن تلك المألوفة لدى جل الباحثين والتي ندرجها في:

- صعوبة الوصول إلى بعض المراجع المتخصصة ذات الصلة بالموضوع داخل مكتبة الجامعة

- شح في الإحصائيات المتعلقة بالابتكارات المالية خاصة على مستوى أسواق الأوراق المالية العربية.

# الفصل الأول

سوق الأوراق المالية ومكوناته



تمهيد :

يعد الابتكار المالي من أهم المجالات التي تهتم بها إدارة المؤسسات المالية الناجحة، لأن الابتكار المالي يجعل المؤسسة المالية أو البنك متواجد بشكل فعال في السوق المالية و المصرفية ، لما فيه من تجديد وتنوع لمنتجاته المالية لتلبية الاحتياجات التمويلية المعاصرة من المنتجات و العمليات المالية ، التي تتميز بالتعقيد وارتفاع درجة مخاطر استعمالها وكذلك ارتفاع الطلب عليها .

كما يفترض أن يؤدي الابتكار المالي إلى تخفيض تكاليف المعاملات وبالتالي تسهيل تبادل السلع والخدمات مما يساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملا ونشاطا وأكثر سيولة وأكثر عمقا .

حيث تمثل أسواق الأوراق المالية بالشكل العام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر ايجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تداول الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية المبتكرة في الموضع أي تحريك الأموال بين فئتين متضادتين الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول أجال التمويل فيها، ومع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة بسرعة ويسر. نسبين، أو إعادة تشكيل المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد، و حتى تتمكن بورصة الأوراق المالية من التفوق في مجال تمويل الاستثمارات كان لابد من إنشاء الهيئات العامة لتنظيم البورصة، خاصة الوسطاء الماليون العاملون في تنمية وتطوير التعاملات المالية في البورصة. و مما لاشك فيه أن وجود الفجوة بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي ينبع عنه حتما وجود فئة مهمة للغاية من المتعاملين التي تعمل على الربط بين هؤلاء، أي تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار و ذلك باعتبارها حلقة وصل بين المتعاملين في البورصة سواء لغرض بيع أو شراء الأوراق المالية، أي أنه للوساطة المالية الدور الجوهري في السوق المالي بحيث الوسطاء في عمليات البورصة يقومون بتفعيل و تنمية التعاملات المالية وكسب ثقة المتعاملين في البورصة، وهذا يعزز أفاق النمو والتطور الاقتصادي في المدى الطويل .

وقصد التعرف أكثر على الابتكار المالي و الوسطاء الماليين وكذا سوق الأوراق المالية تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- ماهية الابتكار المالي .
- مفاهيم عامة عن الوساطة المالية .
- سوق الأوراق المالية.

### المبحث الأول: ماهية الابتكار المالي

إن التوجه العالمي المتنامي نحو التميز خاصة في ظل الضغوط التنافسية الحادة التي تفرضها التغيرات الجذرية التي يشهدها العالم بالتحول إلى الاقتصاد الحر ، إضافة إلى ترابط أسواق التمويل الدولية بفضل ثورة الاتصالات و تكنولوجيا المعلومات ، و تزايد الطلب على المنتجات المالية المبتكرة ، كل هذه التحديات تفرض على البنوك ابتكار أوعية ادخارية و أساليب استثمارية متطورة تلبي الاحتياجات الأساسية للعملاء بكفاءة اقتصادية هذه المعطيات البيئية الجديدة دفعت البنوك للاستثمار في مجال الابتكارات المالية التي أصبحت ضرورة ملحة وليس خيارا ، لما تفرزه من مخرجات متنوعة سواء ما تعلق منها بمنتجات جديدة أو آليات مستحدثة أو حلول لمشاكل التمويل المختلفة .

### المطلب الأول: تعريف الابتكار المالي

إن التغير الحاصل في البيئة المالية ، فرض على المؤسسات المالية ، البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، تلبي حاجات ورغبات زبائنهم، و مواكبة التحولات الجديدة في السوق المال، إذ أن التغير في البيئة حفزها على تبني عمليات الابتكار الذي يجعلها قادرة على تحقيق أعلى عائد بأقل تكلفة وأدنى مخاطر ، ويطلق على هذه الأدوات المالية الجديدة بالابتكارات المالية .

### أولا: تعريف الابتكار

إن كلمة ابتكار مشتقة من الكلمة اللاتينية Innovatus والتي تعني تغيير أو تبديل، وهناك ترجمتين مختلفتين لهذا المعنى :

- تغيير: وهي تعديل ما هو موجود فعلا .

- تبديل: وهي تعني اختراع وتقديم شيء للوجود سواء كانت فكرة أو منتجا أو خدمة...

ويعرف الابتكار أيضا بأنه يمثل تطوير وتطبيق للأفكار الجديدة من خلال العاملين، كما أنه عملية عقلية ديناميكية تتطلب أن يكون التفكير الابتكاري أحد مدخلاتها لتطوير أفكار جديدة أو خلق استخدامات جديدة للمنتجات القائمة مع التأكيد على أن التجديد يجب أن يكون شيئا أفضل<sup>1</sup>.

ويعرف كذلك أنه قدرة الشركة على التوصل إلى ما هو جديد يضيف قيمة أكبر وأسرع

<sup>1</sup> - أمينة عدنان ، الابتكار والتطوير التكنولوجي في البنوك الجزائرية ، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد السادس ، جامعة معسكر ، 2017 ، ص ص 28- 29

من المنافسين في السوق ، أي أن تكون الشركة الابتكارية هي الأولى بالمقارنة مع المنافسين في التوصل إلى الفكرة الجديدة ، أو المفهوم الجديد أو الأولى في التوصل إلى المنتج أو الأولى في الوصول إلى السوق.<sup>1</sup>

الابتكار :هو "إيجاد شيء جديد لم يسبق استحداثه من قبل" أو "تطوير شيء موجود أصلاً من خلال إعادة تصنيعه وهيكلته بطريقة جديدة ومختلفة تماماً عن القديمة"، كما يجب أن تتماشى مواصفات الابتكار مع متطلبات المستهلك للمنتج الجديد، ويكون ذلك من خلال استغلال المنتجات المتوقّرة في الأسواق والمجتمع أو الحكومات بفعالية أعلى.<sup>2</sup>

- ويتضح من التعاريف السابقة الذكر أن الابتكار هو :

تطوير وتطبيق أفكار جديدة لخلق استخدامات جديدة للمنتجات القائمة بشكل أفضل ، أو التوصل إلى ما هو جديد لم يسبق له مثيل من قبل ، تتماشى مع متطلبات وحاجيات المستهلك ، وتضيف قيمة أكبر وأسرع من المنافسين في السوق .

ثانياً : تعريف الابتكار المالي

إذا كان لفظ الابتكار يعني عدم التقيد بحدود معينة، فلا يجب تقييده بتعريف محدد، لأنه ببساطة يعني كل ما هو جديد وغير مألوف وخارج عن حدود المعرفة. يُعرف الابتكار المالي بأنه عملية فكرية منفردة تساهم في إحداث نقلة نوعية في المجالات المالية على المستويين الكلي أو الجزئي تجمع بين المعرفة المتألفة والعمل الخلاق القادر على تطبيق الأفكار الجديدة يقودها أشخاص متميزون، بحيث تحقق النفع للمجتمع ككل أو المنظمة التي يعملون فيها من خلال إيجاد الحلول لمختلف المشكلات المالية، أو المشكلات التي تعرقل التطور في المجالات المالية من خلال تلبية وإشباع الحاجيات القائمة أو استغلال الفرص أو الموارد المعطلة.<sup>3</sup>

كما يُعرف أيضاً الابتكار المالي هو مجموعة الإجراءات والتدابير التي تؤدي إلى تلبية احتياجات المجتمع المالي، سواء بإعادة تأهيل منتجات قائمة أو بتطويرها أو بتصميم منتجات بديلة مبتكرة تكون قابلة للتنفيذ والتحقيق.<sup>4</sup>

1 - عبد الله حسن مسلم الإبداع والابتكار الإداري ، دار المعز للنشر والتوزيع ، الأردن، 2014، ص 149

2 - بيطاط نورالدين، بوالزليفة صابر، آليات تدعيم وتنمية الابتكار والإبداع كأداة لاستدامة المشاريع المقاولاتية ، مجلة إقتصاد المال والأعمال JFBE المجلد 03 العدد 02، جامعة باتنة ، 2019، ص 4

3 - سامية سرحان ، حياة نجار، أثر محددات الابتكار المالي على الكفاءة المصرفية (دراسة قياسية لعينة من البنوك التجارية الأردنية باستخدام نماذج البائل)، مجلة الباحث العدد 20 ، جامعة جيجل ، 2020 ، ص 688

4 - د سامر مظهر قنطقي ، فقه الابتكار المالي بين التثبوت والتهافت أصوله - قواعده - معايير - مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية ، جامعة كاي ، الطبعة الثالثة ، 2021 ، ص 45

كما يمكن تعريف الابتكار المالي على أنه كل ما هو جديد و غير مألوف و خارج عن الحدود المعروفة ، فهو يشمل الأساليب و الأدوات المسخرة لصناعة الأوراق و المنتجات المالية الهجينة أو المشتقة و التي تضع بدائل جديدة و مرنة أمام متخذ القرار<sup>1</sup> .

و عرّف الابتكار المالي بأنه "جديد الأشياء الذي يقلل التكاليف، يقلل المخاطر ويقدم منتجات، خدمات، أدوات مطورة ترضي مساهمي النظام المالي بشكل أفضل"، هذا يعني بأن الابتكارات المالية يمكن أن تشمل منتجات جديدة أو خدمات جديدة، عمليات إنتاج جديدة أو صيغ تنظيمية جديدة (التداول الالكتروني للأوراق المالية في البورصات)<sup>2</sup> .

يعرف الابتكار المالي بأنه عملية خلق، ومن ثم نشر نماذج جديدة من الوسائل المالية، والتكنولوجيات، والمؤسسات و الأسواق، ونماذج عملية واقتصادية، بما في ذلك التطبيق الجديد للأفكار المتواجدة في سياق سوقي مختلف<sup>3</sup> .

من خلال ما تقدم فإن الابتكار المالي يقصد به الاختلاف والتميز عن الأدوات المالية التقليدية السائدة لتحقيق مستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، لذا لا بد أن تكون الإدارة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه. أي أن الابتكار المالي ينتج عنه أدوات مالية جديدة من شأنها تحسين مستوى أداء البنوك و الحد من المخاطر بما يسمح بتنشيط سوق الأوراق المالية

### المطلب الثاني: أنواع الابتكار المالي و خصائصه

يعد الابتكار أحد المواضيع المهمة التي حظيت باهتمام كبير من قبل المنظمات بسبب التطورات والتغيرات في البيئة المحيطة والحاجة إلى التجديد والابتكار من قبلها ، و تأثيره المستمر على طبيعة الأدوات المتاحة والتنظيم والأنشطة والخدمات المصرفية المقدمة إلى الجمهور.

1 - نعجة عبد الرحمان ، مسان كرومية ، آليات ترشيد الابتكارات المالية كمدخل لإدارة مخاطر الأعمال المصرفية :تحليل واقع المنتجات المالية الإسلامية ، جامعة سعيدة ، المؤتمر العلمي الدولي رابع عشر للأعمال حول : إدارة الابتكار في الأعمال ، جامعة الزيتونة الأردنية ، الأردن ، أيام :20-22 أفريل 2015 ، ص 5

2 - لحسين عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل - مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية- مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة دكتوراه في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2015/2016، ص 14

3 - أمال بوسواك ، بوريش هشام، واقع الابتكارات المالية في البنوك: البنوك العمومية الجزائرية أنموذجا ،مجلة رؤى اقتصادية،

المجلد7، العدد 2، جامعة الوادي ، 2017، ص 90

وقد ارتبط الابتكار المالي بعوامل كثيرة : كتقليل المخاطر وزيادة السيولة وتعظيم الأرباح ، وبتزايد المنافسة والتطورات التكنولوجية ، فتعددت أنواعه.

### أولاً : أنواع الابتكار المالي

هناك العديد من التصنيفات للابتكارات المالية، ولعل أفضلها ما يلي:

**التصنيف الأول:** لقد وضع بنك التسويات الدولية (Bank for International Settlement) في 1986 نظام لتصنيف الابتكارات المالية يفصل بينها إلى <sup>1</sup>:

1- ابتكارات نقل مخاطر: هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة في ورقة مالية معينة أو تمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين. مثل: عقود مبادلة التعثر على السداد (credit-default swop) إذ رغم أنها لا تقلل من احتمال حدوث الخطر إلا أنها توفر الحماية في حالة تجسد الخطر. وهنا يجب التمييز بين مخاطر الأسعار (أسعار الأصول قد تتغير)، ومخاطر القرض (المقترض قد يتعثر عن السداد).

2- ابتكارات تعزيز السيولة: الابتكارات التي تعزز السيولة لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول، مثلاً الأصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية مما يوفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير هيكل محفظتها.

3- ابتكارات توليد الأسهم: هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات، حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفاً. كما يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناء على أداء الجهة المصدرة، مثل مبادلات الديون (Debt-Equity Swap) بالأسهم وقد أضاف لويلين (Llewellyn) في كتابه " الابتكارات المالية في الخدمات المصرفية للأفراد والشركات" الأنواع التالية إلى ما سبق:

4- ابتكارات للتأمين: بعض الأوراق المالية تعمل على تأمين المخاطر في مقابل دفع قسط التأمين. ومن الأمثلة المتعلقة بمخاطر الائتمان، عقود (credit-default swop) حيث يدفع المشتري للبائع جزء من أقساط التأمين مقابل أن يتعهد البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما.

5- ابتكارات إدارة الأصول والخصوم: بشكل أو بآخر، تقوم جميع الأدوات تقريباً بتوسيع نطاق البنوك لإدارة الأصول والخصوم من خلال:

<sup>1</sup> - بوعكاز نوال ، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية ، مذكرة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص: دراسات مالية ومحاسبية - معمقة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف ، 2010/2011 ، ص ص 5,6

تقديم مجال لإدارة المخاطر، توسيع فرص الإقراض، أو تغيير هيكل الخطر في الميزانية العمومية للبنك.

6- الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية : يمكن لبعض الأدوات توسيع مصادر التمويل المصرفي. مثل التوريد الذي يُمكن البنك من تنوع تمويله لمجموعة واسعة من المستثمرين الذين قد يكونون مستعدين للاستثمار في فئة معينة من الأصول المصرفية ولكن ليس في نفس البنك،(مثل الرهون العقارية).

7- ابتكارات توليد الائتمان :تستطيع هذه الابتكارات توسيع القدرة على الوصول إلى أسواق ائتمان معينة وبالتالي القدرة على زيادة إجمالي حجم الائتمان. على سبيل المثال، يقوم البنك بتوريق بعض قروضه، أو يشتري ضمان القرض، إلى أن يتم تمرير الخطر إلى الآخرين، حينها تزداد قدرته على الإقراض إما لأنه أصدر رأس مال أو لأن المعاملات تقلل من تعرض البنك إلى فئة معينة من المقترضين أو الأصول.

التصنيف الثاني (Schrieder and Heidhues1995): قد صنفا الابتكار المالي إلى ثلاثة أنواع كما يلي<sup>1</sup>:

1- الابتكارات المؤسسية (ابتكار النظام المالي) : يؤثر هذا النوع من الابتكارات في القطاع المالي ككل، ومن ذلك في هيكل المؤسسة، وتسعى إلى إيجاد أنواع جديدة من مؤسسات الوساطة المالية أو تغييرات في الإطار الإشرافي والقانوني.

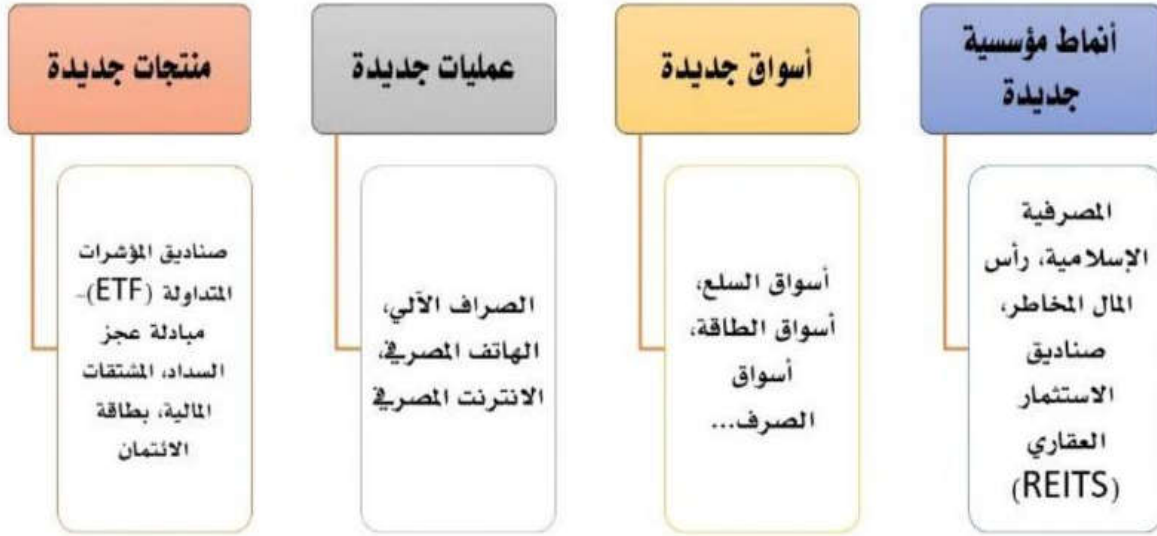
2- الابتكارات العملية: ويشمل هذا النوع من الابتكارات إدراج عمليات تجارية جديدة تؤدي إلى المزيد من الكفاءة، وتوسع في السوق ومن أمثلتها استخدام برامج الحاسب في المعاملات المالية وقواعد البيانات للعملاء وغيرها.

3- ابتكار في المنتجات المالية: ويتضمن هذا النوع من الابتكارات إدراج أدوات مالية جديدة قد تكون أدوات تؤدي إلى استقطاب المزيد من الأموال للمؤسسة، أو تساعد على حسن توزيع الموارد المالية أو منتج تأميني أو إيجاري أو غير ذلك . وعادة ما يتم إدراج الابتكارات المالية في المنتجات لغرض التجاوب مع التغيرات في الطلب في السوق أو لتحسين الكفاءة.

ويوضح الشكل التالي أهم أوجه الابتكارات المالية في البنوك.

1- عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي -مقدمة إلى الهندسة المالية - ، الطبعة الأولى، دار النشر E-Ktub ، لندن ، 2017، ص ص68.69.

الشكل رقم (01-01) يوضح أنواع الابتكارات المالية وبعض أشكالها



المصدر: عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي - مقدمة إلى الهندسة المالية - ، الطبعة الأولى، لندن ، 2017، E-Ktub-ص69.

التصنيف الثالث : حديثا اقترح (Perez) العام (2002) تصنيفا بديلا للابتكارات المالية كما هو مبين في الجدول أدناه<sup>1</sup>:

الجدول رقم (01-01) : تصنيف الابتكارات المالية

نوع الابتكار المالي	الأمثلة
أدوات ابتكارية لمساعدة الأنشطة الحقيقية	قروض البنوك، رأس المال الاستثماري ، وشركات المساهمة
أدوات لمساعدة الشركات على النمو أو التوسع	السندات
تحديث الخدمات المالية .	التحويلات البرقية، فحص الحسابات الشخصية، أجهزة الصراف الآلي، الخدمات المصرفية الالكترونية
أدوات هادفة للربح ونشر الاستثمار والمخاطر	صناديق الاستثمار، السندات والاككتابات، المشتقات وصناديق التحوط
أدوات لإعادة تمويل الالتزامات أو تعبئة الأصول	المبادلات، العقود الأجلة، عمليات الدمج وعمليات الاستحواذ.
ابتكارات مشكوك فيها	مراجعة العملات الأجنبية ، الملاذات الضريبية ، الصفقات خارج الميزانية

المصدر: لحسين عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل-مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية-، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر (03)، 2015/2016، ص 19

<sup>1</sup> - لحسين عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 18 ، 19

### ثانيا : خصائص الابتكار المالي

يتسم الابتكار بمجموعة من الخصائص يمكن ذكر بعضها كالتالي<sup>1</sup> :

- التمايز: بمعنى الإتيان بما هو مختلف عن المنافسين.
- الجديد: أي الإتيان بالجديد كلياً أو جزئياً.
- القدرة على اكتشاف الفرص: وهو نمط من أنماط الابتكار الذي يستند على قراءة جديدة للحاجات والتوقعات، ورؤية خلاقة لاكتشافات قدرة المنتج الجديد في خلق طلب فعال ولاكتشاف السوق الجديد الذي هو غير معروف لحد الآن.
- المتحرك الأول في السوق: وفي هذا تمييز لصاحب الابتكار أن يكون الأول في التوصل إلى الفكرة والمنتج والسوق عن الآخرين، وحتى في حالة صاحب التحسين يكون الأول بما أدخل على المنتج من تعديلات.
- وحتى يكون الابتكار ناجحاً ينبغي مراعاة بعض المتطلبات والمتمثلة فيما يلي :
  - قناعة الإدارة العليا للمؤسسة؛
  - تهيئة البيئة التنظيمية؛
  - التنسيق والتكامل بين الإدارات المهتمة بالأنشطة الابتكارية .

### المطلب الثالث: أسباب وعوامل ظهور الابتكار المالي

إن السبب الرئيسي وراء ظهور الابتكارات المالية هو تقديم حلول مبتكرة ومُبدعة لمنشآت الأعمال، وذلك لتجاوز القيود والعراقيل التي تحول دون تحقيقها لأهدافها الاقتصادية كالربح والسيولة وتقليل المخاطر، ويمكن تلخيصها في الظواهر التالية:

#### أولاً : أسباب ظهور الابتكار المالي

لقد تعددت النظريات التي تناولت أسباب الحاجة إلى بروز الابتكارات المالية ، لكن يمكن تلخيصها في أنها استجابة لقيود معينة تعوق تحقيق الأهداف الاقتصادية كالربح و السيولة وتقليل المخاطرة وغيرها ، كما أن الرغبة في تجاوز هذه القيود لتحقيق الأهداف المسطرة من قبل ، هي التي دفعت الأعوان الاقتصاديين إلى الابتكار ، كما يشير ميلر (MILLER) إلى سبب آخر جوهري للابتكارات المالية ، هو كونها ردود فعل للتشريعات بصفة عامة ، والتشريعات الضريبية بصفة خاصة ، ومن أبرز الأمثلة على ذلك :

السندات ذات الكوبون الصفري (zero coupon bonds) التي أخذت دفعة شديدة من

<sup>1</sup> - زواويد لزهارى، حجاج نفيسة ، التنافسية وبيئة الأعمال الجديدة كعامل لتنمية الابتكار المالي في المؤسسات المالية ، مجلة أفاق

للدراستات والبحوث ، العدد الأول، جامعة غرداية ، 2018 ، ص 125



- جراء ثغرة في النظام الضريبي .
- وعموما تشمل أهم الأسباب الداعية إلى الابتكارات المالية<sup>1</sup> :
  - زيادة التقلبات في أسعار الفائدة ، أسعار الأسهم و أسعار الصرف ، فضلا عن ارتفاع معدل التضخم .
  - التقدم في مجال المعلوماتية و تكنولوجيا الاتصالات (ICT) .
  - الانتقال من الاقتصاديات التي تعتمد على كثافة الحجم إلى اقتصاديات ذات الكثافة المعلوماتية .
  - تطور التعليم و التدريب المهني للمشاركين في السوق، ورفع من كفاءتهم.
  - شرسة المنافسة في مجال الوساطة المالية .
  - نمو حوافز الالتفاف على الأنظمة القائمة و القوانين الضريبية.

### ثانيا : عوامل ظهور الابتكار المالي

- وهناك العديد من العوامل التي أدت إلى ظهور الابتكار المالي يمكن تقسيمها إلى عوامل مباشرة وعوامل غير مباشرة
- (أ) العوامل المباشرة: وتتمثل في<sup>2</sup> :
- انهيار اتفاقية بريتونوودز وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف فكانت سببا لتطوير عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.
  - زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
  - انهيارات أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.
  - المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

1- نعيمة عبد الرحمان ، مسان كرومية ، مرجع سبق ذكره ، ص 7

2- زواويد لزهاري، حجاج نفيسة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 125

ب) العوامل الغير مباشرة: وهي عوامل أخرى ساهمت في ظهور الابتكار المالي وتتمثل في الآتي<sup>1</sup>:

- الحاجة أم الاختراع.
- تزايد الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل.
- التشريعات مصدر الإلهام.
- محاولة الاستفادة من النظام المالي.
- زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها.

---

<sup>1</sup> - موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، بين الصناعة المالية والصناعة المالية الحديثة يومي 5 و6 ماي 2014، جامعة سطيف، ص 6،7

### المبحث الثاني: مفاهيم عامة للوساطة المالية

لقد تطور النشاط الاقتصادي واتسعت آفاقه وتشعبت قنواته وتعددت أدائه، فلم يعد التبادل يتم ما بين مجموعة من الأشخاص تعرف بعضها بعضا، وإنما أصبحت الحاجة إلى ظهور أطراف جديدة مهمتها جمع الأموال وإعادة توزيعها ضرورة حيوية بالنسبة لتطور الاقتصاد واستمرار توسعه، ومن هنا جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط ما بين أصحاب الفئات المالي وأصحاب العجز المالي، والمهمة الأساسية لهذه الوساطة المالية هي تدير التمويل اللازم للمنتجين والتجار والحرفين وحتى الأفراد، وبالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصحاب الفئات لتوظيف فوائضهم، وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم إلى التمويل، وبذلك فهي تحظى بأهمية كبيرة من خلال تأديتها لدورها الفعال في النظام المالي. كما يمكن أن تظهر الوساطة المالية في عدة أنواع كالبنوك أو شركات التأمين... وغيرها. ويعتبر جانب الوساطة في عمليات البورصة من أهم جوانب الوساطة المالية وذلك بفضل دورها الفعال والذي يعتبر هام جدا ويظهر ذلك من خلال تنشيط وتنمية المعاملات المالية البورصية.

### المطلب الأول : مفهوم الوساطة المالية وأسباب ظهورها

تعتبر الوساطة المالية من الأدوات الفعالة التي يتم استعمالها من قبل كافة الأعوان الاقتصاديين لتسهيل وتنظيم العمليات التي يقومون بها ، ونجد أن الوساطة المالية تقوم بمجموعة من العمليات التي تسير نشاطها وهي قبول الودائع و منح القروض وخلق النقود وهذا من أجل تلبية احتياجات أولئك الأعوان بصفة خاصة و تمويل الاقتصاد بصفة عامة.

### أولا : مفهوم الوساطة المالية

هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية، وسعيا للوصول إلى أخذ فكرة دقيقة عنها، ارتأينا أخذ عينة نراها أكثر تعبيراً:

بداية نشير إلى أن الوساطة بوجهها العام هي التقريب بين شخصين يريدان التعاقد نظير أجر، يسمى العمولة، ويكون عادة نسبة مئوية من قيمة الصفقة المراد إبرامها، وهي حرفة مباحة، ولكن هذه الإباحة لا تتنافى بطبيعة الحال مع تنظيم الوساطة في فروع معينة من النشاط على نحو يوفر الضمانات للمشتغلين بها كما هو الحال في وسطاء البورصة<sup>1</sup>.

1 - روشو عبد القادر، الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني. دراسة حالة الجزائر خلال الفترة- 2018.

مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية - المجلد الثالث ، العدد الأول ، 2019 ، ص 153

يقصد بالوساطة المالية: النشاط الذي يسمح بعملية الإقراض والاقتراض، حيث عادة ما تقوم مؤسسات وجهات مختصة بعملية الوساطة بين المقرضين النهائيين والمقترضين النهائيين، فهي بذلك تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما البعض، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين ومن ثم- في عملية منفصلة- يقوم بالإقراض إلى المدينين النهائيين<sup>1</sup>.

الوساطة المالية نشاط إنتاجي تقوم فيه الوحدات المؤسسية بتدبير الأموال من خلال تكبد خصومها على حسابها الذاتي بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسية أخرى عن طريق امتلاك أصول مالية<sup>2</sup>.

الوساطة المالية هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعها وأهدافها المستقبلية.

الوسطاء الماليون هم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية شراء الأوراق المالية من المقرضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين<sup>3</sup>. من خلال التعارف السابقة الذكر، يمكن القول أن الوساطة المالية هي وظيفة تقوم بها هيئات مختصة يتم من خلالها انتقال الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز بطريقة غير مباشرة ووفقا لقواعد وضوابط محددة.

### ثانيا: أسباب ظهور الوساطة المالية

إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليون هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز، و الوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من المتعاملين المقرضين والمقترضين، وهنا قد يتساءل البعض: هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسها دون الحاجة إلى تدخله؟ و بعبارة أخرى أليست الوساطة المالية تكلفة إضافية يمكن الاستغناء عنها؟ و مقدما لا بد أن

1 - العربي نعيمة، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية- (2)19، جامعة الجلفة، لم تذكر السنة ص 51

2 - سليمة نشنش، شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة، وإطارها القانوني في الجزائر، مجلة النظم الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي ESC رقم 07 / 2009، جامعة بومرداس، ص 42

3 - بريك فريد. بوعتروس عبد الحق، دور الوساطة المالية الحديثة في أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الإنسانية عدد 45، المجلد أ، جامعة قسنطينة، 2016، ص 103

نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي، وإلا لما احتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين أو المؤسسات أنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل قيامهم بها بأنفسهم، والكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها، وللتغلب على تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية، التي تتوسط لها لدى الجمهور ولو كانت مساهمات قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن في الأخير المبالغ الكبيرة التي تحتاجها هذه المشروعات، وهي بهذا تقدم خدمات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين.

كما يعتبر جمع و توظيف الأموال من قبل الوسطاء موضوع اقتصاديات الحجم، يعني هذا أن التكلفة الوحودية لإنتاج سلعة أو حزمة ما تنخفض كلما ارتفعت الكمية المنتجة، و تنشأ اقتصاديات السلم في الوساطة من مبلغ الأموال المسيرة و ذلك لثلاثة أسباب<sup>1</sup> :  
- كلما ارتفع حجم الصفقات المالية كلما انخفضت تكاليف شراء وبيع الأوراق و منه تكون نفقات الوساطة من السندات و الأسهم نسبيا أقل أهمية إذا طبقت على 1000 ورقة مالية منه إذا طبقت على 10 ورقات.

- الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية بعض الأوراق الأولية للتجزئة، حيث تشتري مؤسسات الوساطة هذه الأوراق مثل سندات الخزينة التي غالبا ما تكون قيمتها الاسمية مرتفعة، و ذات مزايا كبيرة، ثم تصدر أوراقا مالية غير مباشرة ذات قيمة اسمية صغيرة، و هذا ما يعود بالفائدة على أصحاب الادخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا للأوراق الأولية التي لا يستطيعون تحمل تكلفتها بشراء الأوراق غير المباشرة ذات القيم الاسمية الصغيرة، كما تعود أيضا بالفائدة على المؤسسات و المشاريع المصدرة للأوراق الأولية، و ذلك بتصريف أوراقها.

- يمكن للوسيط تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدرة من مختلف المقترضين و منه تخفيض الخطر، و المثال التقليدي في هذا الصدد هو نوعين من الأسهم، الأولى مصدرة من قبل منتج المظلات والثانية من قبل منتج ثياب السباحة، فإن لم تسمح الأموال المدخرة إلى

1 - بن عزوز عبد الرحمن ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس ، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير. تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة ،

شراء أسهم أحد المنتجين فإن المرادودية هنا مرتبطة بعامل الطقس، أما إذا كانت الحافظة مكونة من النوعين فإن عامل الطقس يزول.

في ضوء ما تقدم يمكن القول بأن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه بشكل أو بآخر، تحقيق وفورات حجم اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الاستثمار وتبرئ لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يوائموا بين السيولة والرغبة، حيث أن التضحية التي يتحملها الفرد من جراء احتفاظه بثروته في شكل نقود أو أصول مالية مباشرة جريا وراء عامل السيولة ستكون باهظة بالمقارنة بما يتحمله الفرد لو احتفظ بثروته كلها أو جزء منها على شكل أصول مالية غير مباشرة، هذه التضحية أو كما يطلق عليها البعض تكلفة الفرصة البديلة تتشكل بالإيرادات الدخلية أو الربعية التي تدرها ثروته لو احتفظ بها في صورة أصول مالية غير مباشرة، تتميز بارتفاع عوائدها الربعية عن عوائد الأصول المالية المباشرة أو عن النقود التي لا تدر أية عوائد على الإطلاق.

### المطلب الثاني: مؤسسات الوساطة المالية ووظائفها

تصنف مؤسسات الوساطة المالية إلى مجموعتين رئيسيتين هما الوسطاء النقديين و الوسطاء غير النقديين ، ولكن مع تطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى مؤسسات نقدية و مؤسسات غير نقدية ، بالإضافة إلى هذين النوعين هناك اتجاهات جديدة لهذه المؤسسات .

### أولا : مؤسسات الوساطة المالية

الوساطة المالية تقوم بها مؤسسات مختلفة من المؤسسات المالية التي تشكل بنية النظام أو الجهاز المالي في أي دولة غير أن هذه المؤسسات المالية ليست ذات طبيعة أو سمة واحدة وإنما هناك أشكال مختلفة لها.

ويمكن القول أن هناك نموذجان من مؤسسات الوساطة المالية وهما:

أ) المؤسسات المالية المصرفية و يطلق عليها المؤسسات المالية الايداعية لأن وظيفتها في الأساس هي<sup>1</sup> :

- تلقي الودائع بمختلف أنواعها جارية \_ ودائع أجله \_ ودائع مخصصة وغيرها.

<sup>1</sup> - محمد أحمد الأفندي ، الاقتصاد النقدي والمصرفي ، دار مركز الكتاب الأكاديمي ، الأردن الطبعة الأولى ، 2018 ص 166

- توظيف هذه الموارد من الإيداعات في قروض و استثمارات قصيرة الأجل و طويلة الأجل.  
ويمثل هذا النوع من المؤسسات البنوك التجارية - البنوك الإسلامية و مؤسسات الادخار  
و الإقراض - بنوك الادخار المشترك و اتحادات الائتمان .

و تتميز البنوك بأن لها قدرة على خلق الائتمان أي خلق نقود مصرفية و من ثم يتوفر لها  
قدرة على التأثير في عرض النقود.

ب) المؤسسات المالية غير المصرفية و يطلق عليها المؤسسات المالية غير ائتمانية وهي :

1- صناديق الاستثمار : هو سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم و السندات ،  
تم شراؤها من قبل مجموعة من المستثمرين ، و يتم إدارتها من قبل أشخاص مختصين  
في مجال إدارة و تنظيم محافظ الاستثمارات ، و قد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو  
بنوك تجارية أيضا ، تتولى إدارتها بنفسها<sup>1</sup>.

يعتمد في تصنيف صناديق الاستثمار على معيارين كما يلي<sup>2</sup> :

- هيكل رأس المال و بحسب هذا المعيار تنقسم صناديق الاستثمار إلى صناديق استثمار  
مفتوحة و صناديق استثمار مغلقة

- السياسة الاستثمارية و بحسب هذا المعيار نجد صناديق الأذون و الأوراق التجارية ،  
صناديق السندات ، الصناديق المتخصصة ، صناديق النمو ، صناديق الدخل .

2- صناديق التحوط : Fund Hedge و تدعى أيضاً المحفظة الوقائية هي صناديق استثمار  
من نوع خاص ، تعتمد على تقنيات مختلفة للتغطية من المخاطر التي تحدث على مستوى  
الأسواق المالية ، باستعمال المنتوجات المشتقة ، والاعتماد على السحب على المكشوف  
والرفع المال . تبحث صناديق التحوط عن مردودية مطلقة غير مرتبطة بمؤشرات أداء  
السوق ، مما يجعلها في منأى عن تطاير و لا استقرار السوق المالي<sup>3</sup>.

3- صناديق التقاعد : هي مؤسسات مالية تقوم بجمع المساهمات من العاملين  
المستثمرين بالضمان و تكون مؤسسات خاصة و حكومية و تستثمر حصيلة الأموال التي  
تجمعها في الأسواق المالية و تقدم فيما بعد معاشات التقاعد لهؤلاء العاملين عند عجزهم  
أو إحالتهم إلى التقاعد ، تقوم صناديق التقاعد عادة بشراء أسهم الشركات الجيدة و من

1 - مصطفى كولار و اخرون ، الوساطة و السمسرة في سوق الأوراق المالية ، الناشر ألفا للوثائق ، الجزائر ، الطبعة الأولى ، 2019 ، ص

2 - بريك فريد . بوغتروس عبد الحق ، مرجع سبق ذكره ، ص 106

3 - هدى كرماني ، دور صناديق التحوط في الأسواق المالية ، مجلة العلوم الانسانية ، عدد 44 ، المجلد أ ، جامعة قسنطينة ، 2015 ، ص

قطاعات مختلفة بناء على تحليلات مالية واستثمارية معمقة ومتخصصة وتتنوع استثماراتها في الأسواق المالية بين استثمارات قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل<sup>1</sup>.

**4- شركات التأمين:** تعد شركات التأمين مؤسسات مالية متخصصة بمشاكل المخاطر غير متوقعة ، وهي تقوم بدور حيوي في عملية النمو الاقتصادي من خلال تحويل المدخرات المتجمعة لديها على شكل أقساط التأمين إلى استثمارات رأسمالية حقيقية ، ويظهر الدور الكبير الذي تقوم به شركات التأمين باعتبارها أحد مكونات النظام المالي من خلال مساهمتها في عمليات التمويل والاستثمار عن طريق استثمار الفوائض المالية المتجمعة من المؤمن لهم ، كذلك من شأن هذه الشركات أن تقوم بتحسين ميزان المدفوعات بفضل عمليات إعادة التأمين التي تكون قد تعاقدت فيها مع شركات تأمين أجنبية ، ومن جهة أخرى تساعد شركات التأمين على استقرار المشاريع ومحاربة التضخم لأن الأموال المتجمعة من المشتركين تؤدي إلى امتصاص السيولة من الاقتصاد وبالتالي استثمارها في مشاريع تنموية ، كما أن هذه الشركات تقوم بتعويض أصحاب المشاريع عند تعرض مشاريعهم للخطر<sup>2</sup>.

مما سبق يمكن أن نستنتج أن المنافسة التي أحدثها تنامي دور الوسطاء الماليين السابقون أدت إلى تلاشي مبدأ التخصص لصالح المصرفية الشاملة ، وأدى هذا الوضع إلى تغير في هيكل الوساطة المالية ، وكون هؤلاء الوسطاء خارج رقابة البنك المركزي فإن ذلك كان في صالح تنشيط سوق الأوراق المالية.

### ثانياً: وظائف الوساطة المالية

وكانت وما زالت تحتل الوساطة المالية مكانة ذات أهمية كبيرة في تنشيط السوق و تحسين أداء الاقتصاد الوطني ، بفضل ما تقوم به من وظائف هامة ، والتي لولاها لكان من الصعب -إن لم نقل من المستحيل- أن يقوم الأفراد بها بمفردهم ، تتضمن عادة عملية الوساطة القيام بعدة وظائف أخرى لا تقل أهمية عن الوظيفة الأساسية<sup>3</sup>:

#### 1) تجميع المدخرات وتوفير السيولة:

يقوم الوسطاء الماليون بتجميع المدخرات من أفراد المجتمع ويعملون على إتمام عملية

1- بريك فريد . بوعتروس عبد الحق ، مرجع سبق ذكره ، ص 107

2- نعيمة العربي ، الاتجاهات الحديثة لوظيفة البنوك والمؤسسات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية لعام 2008 ، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية - 26 (2)، جامعة الجلفة ، دون سنة النشر ، ص 327

3- العربي نعيمة ، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة ، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية - 19 (2) ، جامعة الجلفة ، دون سنة النشر ، ص 52 ، 53



تدقق تلك المدخرات وتوصيلها للمستخدم النهائي. من خلال ذلك يمكنهم تحقيق قدر من السيولة لأنفسهم ولحائزي أصولهم المالية غير المباشرة، وذلك بتكلفة أقل بكثير مما يستطيع تحقيقه المدخرون النهائيون لوقام كل واحد منهم بمقابلة حاجته إلى السيولة عن طريق احتفاظه بالنقود أو بالأصول المالية المباشرة، والتي تعتبر في الأساس عملية غير فعالة ومرتفعة التكاليف في حالة عدم وجود وسطاء ماليين .

### (2) توفير المعلومات المالية وتخفيض تكلفة الحصول عليه:

يجد العديد من الأفراد الذين لا تتوفر لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الاستثمار المالي أنه من الصعب - سواء في صورة ضياع للمال أو الوقت- أن يقوموا بتجميع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الاستثمارات المالية غير المباشرة، خاصةً إذا كان ما لديهم مجرد أصول مالية صغيرة يرغبون في استثمارها، فيستعين الوسطاء بالخبراء في ميدان التحليل المالي ويحللون المعلومات الخاصة بهم.

### (3) تخفيض المخاطر من خلال التنوع:

تهدف هذه الوظيفة إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الفرد، وذلك من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة؛ ووسيلة الوساطة المالية في ذلك هي تنوع أصوله. لا شك أن انخفاض الخطر الناجم عن التنوع، ومن ثم خفض التكلفة يعد أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال.

### (4) توفير آلية لسداد المدفوعات:

تتوفر لدى الوسطاء الماليين القدرة على أداء المدفوعات بدون استخدام النقود العينية. تظهر هذه الوظيفة بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكنها تحويل الأصول التي لا يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات إلى أصول يمكن استخدامها في أداء المدفوعات. بالإضافة إلى الوظائف السابقة الذكر، تقدم مؤسسات الوساطة المالية بعض الخدمات تتمثل أهمها فيما يلي:

- يمكن للمؤسسات المالية المقابلة أو التوفيق بين الأصول والخصوم رغم اختلاف أجلها، فيمكن للمؤسسات المالية أن تقدم قروضا طويلة الأجل وفي نفس الوقت يكون عليها التزامات قصيرة الأجل للمدخرين؛

- تقوم المؤسسة الوسيطة بتجميع الأموال المحدودة لصغار المدخرين واستثمارها، وبذلك يحقق هؤلاء عائدا أعلى مما لو استثمر كل واحد منهم على حده.

### المطلب الثالث : خصائص وأهمية الوساطة المالية

تستمد الوساطة المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي تشكل همزة وصل بين الأعوان الذين يقومون بالادخار باعتبارهم يتوفرون على طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي هي بحاجة إلى السيولة لتمويل الاستثمار، زيادة على ذلك تمتعها ببعض الخصائص تجعل منها ركيزة اقتصادية قوية في سوق المال خاصة .

أولاً : خصائص الوساطة المالية : تتمثل الخصائص العامة للوساطة المالية فيما يلي<sup>1</sup> :

- تتمتع مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين .
- توفر مؤسسات الوساطة المالية فرص الادخار لصغار المدخرين بأية مبالغ يشاءون ادخارها بدون التقيد بحد أدنى للاستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين .
- إن الأدوات المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة المالية تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين.

- تقدم مؤسسات الوساطة المالية خدمات أفضل للمقترضين، حيث تغطي احتياجاتهم بمبالغ كبيرة و بتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة و التي قد يتطلب تجميعها التعامل مع آلاف المدخرين وإقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة من قبل المستثمرين أو المقترضين.

### ثانياً : أهمية الوساطة المالية

إضافة إلى الوظيفة الأساسية للوساطة المالية، تقوم بعض مكاتب الخدمات المالية أيضاً بتزويد المتعاملين ببعض المعلومات التي ترشد قراراتهم الاستثمارية.

(أ) بالنسبة لصحاب الفائض المالي: سمحت بتحقيق جملة من المزايا أهمها<sup>2</sup>:

- 1- ضمان مصداقية الوسيط المالي، ويظهر هذا في حجم السيولة التي يسيرها والقوانين والتنظيمات المعدة خصيصاً لحماية المودع وأمواله.
- 2- إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فمؤسسات الوساطة المالية مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال بشكل سائل لمواجهة الطلب.

<sup>1</sup> - العربي نعيمة ، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر ، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير. تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة الجزائر ، 2009/2008، ص 39

2 - مصطفى محمد رمضان أبوهدروس ، أثر الوساطة المالية في فلسطين على الناتج المحلي الإجمالي دراسة تطبيقية ، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماجستير في الاقتصاد من كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة الأزهر – غزة فلسطين ، 2015 ، ص 23

- 3- تجنب مخاطر عدم التسديد، فالمؤسسات الوسيطة مجبرة على تنفيذ جميع التزاماتها تجاه المودعين لما تتوفر عليه من أموال ضخمة ومركز مالي قوي.
- 4- إمكانية قبول الأموال في أي وقت وبدون جهد للبحث عن المقترضين المحتملين.
- (ب) بالنسبة لأصحاب العجز المالي : يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في<sup>1</sup> :

- 1- توفير السيولة في الوقت المناسب.
- 2- تجنب الوقت والجهد الضائعين في البحث عن المقرضين
- 3- توفر الوساطة المالية قروضا بتكاليف أقل نسبيا لاعتبارات الحجم والتركيز والكفاءة العالية، مقارنة بالتحويل المباشر.

### (ج) بالنسبة للوساطة نفسها

تؤدي الوساطة المالية عدة خدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي ولكنها في المقابل تستفيد من الكثير من المكاسب يمكن ذكر أهمها<sup>2</sup> :

- 1- الفائدة على القروض وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداتها بل لعلها الدخل الوحيد الذي تحققه.
- 2- استعمال موارد غير مكلفة في الغالب ، فالودائع الجارية هي جزء من موارد الوساطة المالية.

- 3- حصول الوساطة المالية علي ودائع يسمح بتوسع قدرتها علي منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع.

### (د) بالنسبة للاقتصاد ككل:

يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب<sup>3</sup> :

- 1- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفر الأموال لتمويل بواسطة تعبئة الإدخارات الصغيرة وتحويلها إلي قروض ذات مبالغ كبيرة.

---

1- خليل عبد القادر. بوفاسة سليمان ، دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية. يومي 17 و18 أفريل ، جامعة بالمدينة ، 2006. ص 405

2 -قويدري قوشيح بوجمعة ،بريش عبد القادر، الدور التنموي للوساطة المالية في النظام المصرفي في الجزائر،مجلة اقتصاد الجديد،العدد15 ، المجلد 02 ، مدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2016 ، ص 178

3 - الزين محمد مصطفى محمد نور، دور مؤسسات الوساطة المالية في تمويل الاستثمار الحقيقي في السودان (2000/2017) ، بحث تكميلي لاستيفاء درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي(التمويل) ، كلية الدراسات العليا ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، 2020 ، ص ص 15،16

- 2- تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو طبيعة تضخمية)
- 3- تفادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وبين أصحاب العجز المالي ، فوجود مثل هذا التعارض في الرغبات سوف يؤدي إلى خلق كثير من الإختلالات في الأداء الاقتصادي ، الوساطة المالية وحدها بإمكانيات أن تسمح بتفادي كل هذا المشكلات.

### المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية

يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خصصة منشآت القطاع العام، أدى إلي بروز أداة لذلك وهي سوق الأوراق المالية كأسلوب للخصصة وكطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها وتمويل خططها التوسعية.

#### المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأهميتها

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي التي تتدفق فيها الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول ، وينتقل فائض الأموال ممن يملكونه إلى من يحتاجونه عن طريق أدوات معينة تعرف باسم الأدوات المالية أو الأصول المالية أو الأوراق المالية.

إذا ما المقصود بسوق الأوراق المالية وما أهميتها ؟

#### أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

تعددت تعريفات سوق الأوراق المالية أو (بورصة الأوراق المالية ) ويمكن ذكرها :

(1) هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت ، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين و أعراف و تقاليد ، يملؤها المتعاملون في الأسهم و السندات من الراغبين في الاستثمار ، و الناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار ، تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين و المشترين<sup>1</sup>.

(2) سوق الأوراق المالية Stock Exchange: حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من الصكوك و الأسهم و السندات القابلة للتداول سواء السيادة التي تصدرها الحكومات أو الخاصة التي تصدرها الشركات والبنوك أو غيرها من المؤسسات و الهيئات المخل لها<sup>2</sup>.

(3) سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع<sup>2</sup>.

1 - عبد الله غانم ، عبد الحفيظ خزان ، أسواق الأوراق المالية (نشأتها ، الوظائف الاقتصادية ، خصائصها ، أقسامها )، مجلة الاجتهاد القضائي العدد الحادي عشر، جامعة بسكرة ، دون سنة النشر، ص 74

2 - أزهرى الطيب الفكي حمد ، أسواق المال ، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان ، الطبعة الأولى ، 2017، ص21

من خلال ما سبق يمكن استخلاص مايلي:

- سوق الأوراق المالية اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر عملائهم ، و يمثل الآلية التي يلتقي من خلالها العرض والطلب ، يتم فيه التعامل على الأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، وفقا لقواعد ونظم معينة.

### ثانيا : أهمية سوق الأوراق المالية

ويمكن حصر أهمية سوق الأوراق المالية في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المقيدة في السوق.
- سهولة عملية الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز.
- سهولة تسجيل الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر.
- استقطاب الأموال الأجنبية للاستثمار المحلي.
- تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي.
- تجنب الآثار التضخمية إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية.
- الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخوله إلى هذا السوق.
- كما تبرز أهميتها بالنسبة إلى الدولة بأنها أداة اقتصادية تضبط بها السير الحسن للاقتصاد .

### المطلب الثاني: بنية سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من جزأين رئيسين:

الجزء الأول: وفيه يتم عرض الأموال والطلب عليها؛ وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال، ويطلق عليه السوق الأولية.

الجزء الثاني: وفيه يتم تداول هذه الأدوات بالبيع والشراء، ويطلق عليه السوق الثانوية. و تتنوع هذه الأدوات - بالنظر إلى أجل استحقاقها - إلى أدوات مالية ذات أجل متوسط وطويل، كالأسهم والسندات، وأدوات مالية ذات أجل قصير، كأذون الخزانة. و يطلق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل: سوق رأس المال، بينما يطلق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل

<sup>1</sup> - بن ابراهيم الغالي ، بن ضيف محمد عدنان ، الأسواق المالية الدواية - تقييم الأسهم و السندات- ، دار علي بن زيد للطباعة والنشر- بسكرة -الجزائر، الطبعة الأولى 2019 ، ص ص 100،101.

القصير: سوق النقد. وتداول هذه الأدوات المالية إما أن يجري في قاعات معدة لذلك، وإما أن يجري من خلال مكاتب سمسرة الأوراق المالية، والوسطاء الماليين. ويطلق على القاعة المخصصة للتداول: البورصة، أو السوق المنظمة، بينما يطلق على التداول الذي يتم من خلال مكاتب السمسرة والوسطاء: سوق التداول خارج البورصة، أو السوق غير المنظمة. ويمكن التطرق إليها من خلال:

### أولاً: سوق رأس المال وسوق النقد

تشمل السوق المالية كلا من سوق النقد وسوق رأس المال معا حيث يتم التعامل في سوق النقد بالتوظيفات قصيرة الأجل بينما يتم التعامل في السوق المالية بالتوظيفات طويلة الأجل. (أ) سوق رأس المال **Capital Market**: وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، يتم في هذه السوق تمويل الاستثمارات طويلة الأجل من خلال رجال الأعمال، الحكومات (المستثمرون). يساعد وجود رأس مال نشط في الدولة في إمكانية بناء المصانع، الطرق السريعة، المدارس والمنازل، وللأدوات المالية المتداولة في هذه السوق آجال استحقاق تزيد عن سنة واحدة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كألسهم، وتتراوح في حجمها من القروض صغيرة الحجم إلى قروض تصل قيمتها إلى ملايين الدولارات.. وإنما سميت سوق رأس المال لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات، لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة<sup>1</sup>.

(ب) سوق النقد **Money Market**: وهي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول. وإنما سميت هذه السوق بـ (سوق النقد) لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين، القبولات المصرفية والأوراق التجارية، وأذونات الخزنة وغيرها، ومن أهم المنشآت المالية التي تعمل في هذه الأسواق البنوك التجارية<sup>2</sup>.

1 - بشرى علي، دراسة تكامل سوق دمشق للأوراق المالية مع مجموعة مختارة من الأسواق المالية العربية والعالمية، مذكرة تدخل ضمن نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد تخصص تحليل كلي، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين سوريا، 2016، ص 21

2 - حريزي رابع، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة تدخل ضمن شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قسنطينة، 2010/2009، ص 28

### ثانيا : السوق الأولي و السوق الثانوي

أ ) السوق الأولية Primary Market :وهي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية، كما تقوم الحكومات، والشركات، وغيرها من خلالها باقتراض ما تحتاجه من الأموال، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين، كالسندات<sup>1</sup>.

ب) السوق الثانوية Secondary Market : في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة (عن طريق شراء السندات من السوق الأولية) أن يبيع دينه أو جزءاً منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها، كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة (عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية) أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه لآخر، وذلك ببيع هذه الأسهم، أو جزء منها. وفوق ذلك فالسوق الثانوية سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليها كثير من المتعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية. بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها. بل لبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق ، ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها. وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين: القسم الأول :البورصة Exchange : ويطلق عليها السوق المنظمة، وسوق المزاد، والسوق الرسمية. وهي المكان الذي تتبادل فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا إنه يمكن أن تباع فيه الإصدارات الجديدة أيضا.

القسم الثاني :سوق التداول خارج البورصة Over -the- Counter Mare : ويطلق عليها السوق غير المنظمة، والسوق غير الرسمية، والسوق الموازية. وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف،

1 - راما معاذ العداي ، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي ( دراسة ميدانية على هيئة الأسواق والأوراق المالية) ، مشروع أعد لنيل درجة الإجازة في العلوم الإدارية تخصص مصارف ومؤسسات مالية ، تخصص المصارف ، كلية العلوم الإدارية ، جامعة الشام سوريا ، 2020/2019 ، ص 12

2 - مبارك بن سليمان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي ،مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز ، السعودية ، الطبعة الأولى ، 2010 ، ص ص 6 ، 9



### أولاً : خصائص سوق الأوراق المالية

- لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها<sup>1</sup> :
- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
  - يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
  - التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
  - التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
  - سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت .
  - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية<sup>2</sup> :
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي ، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه ، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر : سعرية ، سوقية ، وتنظيمية مختلفة ، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً .
  - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره ، ص46

<sup>2</sup> - عبد الله غانم ، عبد الحفيظ خزان ، المرجع سبق ذكره ، ص ص 80 ، 81

- سوق الأوراق المالية يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل و يكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل .

### ثانيا : وظائف سوق الأوراق المالية

وجدت سوق الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت وظائفها إلى<sup>1</sup>:

#### (1) إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة:

تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغير للاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال وتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض ، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين، دون النظر إلى مراكزهم المالية.

#### (2) ضخ الأموال في دائرة الاقتصاد:

إن قيام أصحاب الفائض بالاكتماب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا، أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تم استحقاق دين الورقة، كما إن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضخ تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.

#### (3) تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع:

تحول سوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى استثمارات ، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد ، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتابات المقسطة أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد ، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية إضافة إلى ذلك تسهيل استثمار رؤوس الأموال في هذه السوق، وتظهر هذه السهولة في إمكانية استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير ، ولأي مدة طالت أو قصرت، ولا يحتاج ذلك إلى خبرات مالية عالية ويتيح الفرصة لتنوع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال على عدة

<sup>1</sup> -- بن ابراهيم الغالي ، بن ضيف محمد عدنان ، المرجع سبق ذكره ، ص 98، 100

مجالات وذلك بشراء أسهم لشركات صناعية وأخرى زراعية وغيرها من مجالات الاستثمار.

### 4) أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:

لأن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق، هي تلك التي قد استوفت عددا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية ورقم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات.

### 5) مؤشر الأحوال الاقتصادية:

تعتبر سوق الأوراق المالية عما يحد في الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.

### 6) أداة للتحوط من المخاطر:

يستفيد من سوق الأوراق المالية التجار والصناع والزراع، حيث يتمكن كل واحد منهم، من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك.

### 7) بيع الحقوق وشراؤها:

فعن طريق هذه السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومبان وغيرها من المعدات.

### 8) المساهمة في تمويل خطط التنمية:

عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق وذلك من أجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).

### خلاصة الفصل الأول:

يعتبر الابتكار المالي جديد الأشياء الذي يقلل التكاليف و المخاطر ويقدم منتجات، و خدمات، و أدوات مطورة ترضي مساهمي النظام المالي بشكل أفضل ، و تخلق ذلك الاختلاف والتميز عن الأدوات المالية التقليدية السائدة وتحقق مستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، ما لم تستطع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه. وترفع من حدة المنافسة بين البنوك لتحسين مستوى أدائها بما يسمح بتنشيط سوق الأوراق المالية .

وتعد سوق الأوراق المالية القناة تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. فهي المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال الوسطاء الماليين الذين يمثلون حلقة ربط بين الطرفين، بغرض تسهيل عملية انتقال الأموال بينهما، ويمتدح الوسطاء ببعض الخصائص تجعل منهم ركيزة اقتصادية قوية في سوق المال خاصة ، ومحل ثقة بين المتعاملين في السوق ، لهذا تصنف سوق الأوراق المالية ضمن أسواق المنافسة الكاملة، كما تؤدي عدة وظائف تجعل منها محل طلب للربح أو تغيير الاستثمار.

# الفصل الثاني

دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2013-2022)

تمهيد:

تمثل المنتجات المالية موضوع عمليات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، السلعة التي يتمحور حولها النشاط، ومن ثم فإن هذه المنتجات تعد عصب الحياة لهذه السوق، وذلك من خلال آلية التداول عليها، والتي يلعب الوسطاء الماليين فيها دورا أساسيا، مما يعني وجود علاقة قوية وتأثير متبادل، بين تطور أسواق الأوراق المالية وتطور وتنوع المنتجات المستعملة في معاملات هذه الأسواق، وهو ما يسمح بزيادة حركية أسواق الأوراق المالية وتطورها. إذا فالمنتجات المالية هي تلك الأدوات أو الصكوك التي تصدرها منشآت الأعمال، وتمنح كحقوق للمدخرين، مقابل الحصول على التمويل اللازم للمشاريع، هذه المنتجات إما أن تأخذ شكل صكوك ملكية أو صكوك مديونية. وبالإضافة إلى هذه الأدوات التقليدية (الأسهم والسندات)، فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين، إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية، وظهور منتجات مالية جديدة، أملت التحولات المالية المتزامنة والحاجة إلى مثل هذه المنتجات من حيث تسهيل عملية نقل المخاطر وتوزيعها، مما يساعد في توفير السيولة،

و أحدثت موجة التحرير المالي في نهاية القرن الماضي (بداية سنوات الثمانينات) ثورة في مجال الوساطة المالية مست جميع أركان هذه الوظيفة من المؤسسات مرورا بالأدوات ووصولاً إلى قواعد و ضوابط الوساطة المالية ، فغيرت من شكل أو هيكل وبنية مؤسسات و أدوات الوساطة المالية فاسحة المجال لتقليد مالية جديدة ترتبط بابتكارات و منتجات و أدوات تتسم بالتركيب و الغموض ، وانخرطت مؤسسات مالية غير مصرفية في ممارسة نشاط الوساطة المالية ، فتلاشى مبد التخصص لصالح المصرفية الشاملة ، و تراجعت مكانة المصارف في القيام بوظيفة الوساطة المالية التقليدية ممثلة في تعبئة الادخار و تمويل بمنح القروض، يظهر ذلك جليا في تراجع دور الوساطة المالية التقليدية سواء في الحجم أو في مستوى الربحية.

و قصد التعرف أكثر على علاقة الابتكار المالي بالوسطاء الماليين في تنشيط سوق الأوراق

المالية تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- علاقة الابتكار المالي بالوساطة المالية.
- تأثير الوساطة المالية على سوق الأوراق المالية .
- تأثير الابتكارات المالية على أداء الوساطة المالية.

### المبحث الأول: علاقة الابتكار المالي بالوساطة المالية

ساعد التطور التكنولوجي على تعميق التحولات في النظم المالية بتخفيض تكاليف المعاملات، تسهيل حرية رأس المال وتحفيز بروز الابتكارات المالية كما أدى تطور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات إلى اندماج وتكامل الأسواق المالية الدولية بتوفير المعلومات عن فرص الاستثمار فيها، وبالتالي، تسهيل تدفق رؤوس الأموال للاختيار والمفاضلة بين الفرص المتاحة. بشكل عام، يعود تطور نشاط المصارف دولياً إلى تسارع انتقال المعلومة والاتصال نتيجة التطور المذهل في شبكات المعلومات ووسائل الاتصال الحديثة، وتراجعت تبعاً لذلك مكانة الوساطة المالية التقليدية.

### المطلب الأول: تأثير الابتكار المالي على الوساطة المالية

إن أساس طبيعة عمل المؤسسات المالية هو الوساطة المالية و. قد أدى استخدام الهندسة المالية في ابتكار وتطوير أدوات تمويلية جديدة خاصة مع التطور التقني إلى تناقص الحاجة إلى العمل المصرفي. فمن ناحية صار بإمكان ذوي الفوائض الاتصال مباشرة مع ذوي العجز، من خلال سوق الأوراق المالية وآلية التوريق، وانحسر من ثم دور المؤسسات المالية وخاصة المصارف في تحقيق الوساطة بين الطرفين، وهو ما أدى إلى ما يسمى "انكماش الوساطة". و من ناحية أخرى، ساهم التطور التقني والمالي في إمكانية الموازنة بين آجال الأصول والمطلوبات المالية للأفراد والمؤسسات، بحيث تقلص دور المصارف حتى في هذا الجانب

### أولاً: تزايد دور الابتكارات المالية

إن الابتكارات المالية التي تزامن ظهورها تقريباً مع ظاهرة تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق، هي عملية ينتج عنها ظهور تقنيات وطرق مالية، وأدوات وخدمات مالية جديدة إضافة إلى ظهور أشكال جديدة للتنظيم على مستوى الأسواق بالغة التعقيد، وعلى هذا الأساس فإن الابتكارات المالية تنتج نواقل (أدوات ناقلة) تسمح بحمل التدفقات المالية و نقلها من مكان إلى مكان آخر في السوق الوطنية، أو على مستوى المراكز المالية المنتشرة في العالم، أو من عون اقتصادي إلى عون اقتصادي آخر يتواجد سواء في نفس المركز المالي أو في مراكز مالية أخرى عبر العالم، ويمكن القول أن الابتكارات المالية جاءت للاستجابة إلى ظروف الأسواق، التي تخلقها أهداف الأعوان الاقتصاديين الساعين إلى تغطية حاجياتهم المتنوعة التي يتسع مجالها من حاجيات تغطية المخاطر وإلى غاية حاجيات البحث عن فرص الاستثمارات ذات العائد العالي والتركيب المعقدة.

تحفل اللغة المالية بقائمة واسعة من الابتكارات المالية تغطي مجالات واسعة من النشاطات المالية ، ويمكن أن نذكر في هذا المجال حالة ابتكار أداة مالية شائعة الاستعمال اليوم والمتمثلة في بطاقات الدفع الائتمان ، والتي سمحت خاصة في الدول المقدمة ، بحدوث تحول عميق في السلوك المالي للأفراد و أنماط الاستهلاك . تشكل أيضا كل من الأسواق الآجلة ، والخيارات ، والعقود المستقبلية وعمليات مبادلة العملات ابتكارات مالية غيرت بشكل عميق جدا وجه العلاقات المالية على المستوى الوطني والمستوى الدولي على حد سواء ، و جدير بالذكر أن هذه الابتكارات ترمي إلى تحقيق غايات متعددة مثل تغطية المخاطر و القيام بعمليات مالية (مبادلة الديون كما في حالة Swaps) بين أعوان مختلفين يتواجدون على مستوى مراكز مالية مختلفة تسمح لهم من الاستفادة من الشروط المالية المثلى السائدة في كل سوق ، ويمكن أن نشير أخيرا ، ولكن هذا ليس نهاية القائمة ، إلى عملية التوريق كابتكار مالي أساسي أحدث تحولا عميقا على مستوى الأسواق العقارية في الدول المتقدمة بحيث سمحت بحدوث توسع هائل على مستوى هذه الأسواق وما تبع ذلك من مزايا التي مست قطاعا واسعا من الأفراد على مستوى العالم .

إن الابتكارات المالية ، التي أفضت إلى توسيع مصادر الدخل وسمحت بنقل المخاطر إلى الأسواق، وبالتالي توزيعها على عدد واسع من الأعوان الاقتصاديين ، قد ساهمت في تعزيز الروابط المالية بين مختلف المركز المالية عبر العالم ، كما ربط بين الأعوان الاقتصاديين على المستوى العالمي ، وباعتبارها نواقل جد متطورة للقيم ، فقد جاءت هذه الابتكارات المالية لتعزيز حركة رأس المال بين مختلف الأسواق إن كان ذلك على المستوى الوطني أو المستوى الدولي ، ساعدها في ذلك أوجه التحرر المالي بأبعاده الثلاثة (تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق ، إلغاء الحدود بين الأسواق ، تراجع دور الوساطة المالية ) وباعتبارها تمثل أدوات ربط بين الأسواق ، فقد أصبحت هذه الابتكارات المالية تشكل قنوات لنقل المخاطر والأزمات المحتملة بسرعة غير مسبوقة<sup>1</sup> .

يمكن القول من كل ماسبق أن تزايد دور الابتكارات المالية مرتبط بتفكيك الطابع التنظيمي للأسواق و تعني ظهور تقنيات و طرق و أدوات و خدمات مالية جديدة تشكل نواقل للتدفقات المالية من مكان إلى مكان أو من سوق إلى سوق وهي مرتبطة بحاجيات تغطية المخاطر أو البحث عن فرص الاستثمار ذات العائد العالي ، و كذلك تبادل الديون من بين هذه الأدوات بطاقات الدفع ، الائتمان ، الأسواق الآجلة ، الخيارات ، العقود

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش ، الاقتصاد النقدي والبنكي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، الطبعة الثانية ، 2011 ، ص ص 287 ، 288



المستقبلية ، مبادلة العملات ، عمليات التوريق.

### ثانياً: تراجع دور الوساطة المالية

و يعني تزايد دور الأسواق المالية في تمويل الأعوان الاقتصاديين على حساب المؤسسات المالية البنكية و كذلك تعبئة الادخار حيث أصبح أصحاب الفائض يفضلون شراء الأوراق المالية (أسهم ، سندات) على حساب الودائع ، في حين يفضل أصحاب العجز اللجوء إلى إصدار الأوراق المالية (الأسهم ، السندات) وبالتالي أدت هذه التطورات إلى تقليص العلاقة بين المؤسسات الكبرى و المؤسسات البنكية ، و يعود السبب في ذلك إلى ارتفاع العائد في الأسواق المالية مقارنة بالبنوك و كذلك ارتفاع تكلفة التمويل عن طريقها بالإضافة إلى العوائق التنظيمية كالضمانات<sup>1</sup>.

لقد أدى التحرير المالي و بروز الإبداعات المالية إلى توفير توليفة واسعة من القيم المنقولة لوحدة الفائض لتوظيف فوائضهم كل حسب رغبته في مجالات العائد، السيولة والمخاطرة، أفضل بكثير من إيداعها في المصارف، بل وأصبحت أسواق رأس المال لوحدة الفائض على المستويين المحلي والدولي مكاناً للمضاربة لا لتوظيف الأموال مقابل عائد ثابت. أما في جانب الأصول، فقد سهل تطوير أسواق رأس المال و بروز أسواق جديدة وابتكارات مالية متعددة، مدعومة بتطور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، من لجوء وحدات العجز إليها للتمويل بإصدار القيم المنقولة حسب وضعيتها بدلاً من الاقتراض من المصارف ، كانت المصارف اللاعب الأساسي في النظام المالي قبل التحرير المالي. أدى إزالة القيود التنظيمية، إلى نمو وتكامل أقسام أسواق رأس المال وإلغاء الفصل بين أنشطة المصارف والوسطاء الماليين إلى تعزيز المنافسة و بروز فئة المستثمرين التأسيسيين كلاعب جديد في النظام المالي.

وتعتبر العولمة المالية هي تحول في النظم المالية نتج عنه سيادة مبادئ مالية السوق، يعتبر المستثمرون التأسيسيون اللاعب الأساسي في النظام المالي الجديد خاصة في أسواق رأس المال، خلافاً للفترة قبل التحرير، والتي كان يُمول فيها النشاط الاقتصادي أساساً من المصارف. نميز بين ثلاثة أنواع من المستثمرين التأسيسيين:

<sup>1</sup> - بريك فريد . بوغروس عبد الحق ، مرجع سبق ذكره ، ص 108

صناديق الاستثمار أو هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، شركات التأمين وصناديق التقاعد<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: تأثير الابتكار المالي على سوق الأوراق المالية :**

يعتبر تنوع الأدوات الاستثمارية أحد أهم مفاهيم و استراتيجيات نجاح وتطور سوق الأوراق المالية و ذلك لما تؤديه من دور فعال في توسيع قاعدة البدائل التي تلي حاجات المستثمرين و تضمن لهم اختيار الاستثمار المناسب من حيث العائد والمخاطر، وتنقسم إلى :

**أولاً: أدوات مالية جديدة**

إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي سوق مالية يتطلب ضخ المزيد من الأدوات المالية، ودخول عدد كبير من المتعاملين، وبظهور الابتكار المالي، تم تطوير وتوفير أدوات مبتكرة، وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية، تعمل على تزويد السوق المالية من أجل تنشيطها وزيادة كفاءتها، ومن أهم هذه الأدوات: (المشتقات المالية وعملية التوريق)

**1- مفهوم المشتقات المالية :**

المشتقات المالية هي أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات. وهي تضم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع على وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها<sup>2</sup>.

تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من الأنواع يمكن عرضها في النقاط التالية :

**(أ) عقود الخيارات:**

يمكن تعريف عقد الخيار على أنه اتفاق بين طرفين ، أحدهما مشتري و أو حامل الخيار و الآخر بائع الخيار أو محرر الخيار ، بموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (دون إلزامه) إذا رغب في أن يشتري من محرر (بائع) الخيار أو يبيعه الأصل محل التعاقد (سهم ، سند ، مؤشر سوق الأسهم ، عملية ، سلعة... إلخ) بسعر معين ، وفي تاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة سريان العقد ، وهذا التاريخ المستقبلي يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد ، وذلك

<sup>1</sup> - عميروش شلغوم ، تحولات النظام المالي وفعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي -دراسة حالة الجزائر- مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه علوم اقتصادية تخصص نقود، مالية وبنوك ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2017/2018، ص ص 19، 20

<sup>2</sup> - نورين بومدين ، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية ، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد ، المجلد الخامس، العدد العاشر ، جامعة الشلف ، 2013 ، ص 128

مقابل علاوة (مكافئة) يدفعها مشتري الخيار إلى بائع أو محرر الخيار عند التعاقد<sup>1</sup>.

تتعدد الخيارات بحسب المعيار الذي ينظر منه إليها، وفيما يلي نذكر أهمها<sup>2</sup>:

- الخيارات الأمريكية والخيارات الأوروبية:

تتميز الخيارات الأمريكية بإعطاء حاملها (المستثمر) الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدماً، حيث بالإمكان تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه، بينما تمارس الخيارات الأوروبية في نهاية فترة صلاحيتها.

- خيارات البيع وخيارات الشراء:

حيث تمنح خيارات الشراء لمالك الأصل حق الاقتناء من مكتب الخيارات في وقت مستقبلي، حيث يتوقع هذا المالك أن سعر سلعته أو أدواته سترتفع خلال فترة التعاقد أو حتى قد تتجاوز سعر التعاقد أو الخيار، وهنا عند ارتفاع سعر الأصل يرتفع سعر الخيار مما يحقق فرصة إضافية لبيعه بربح قبل انتهاء حق الخيار.

- أنواع أخرى للخيارات:

- خيارات الانتشار: هي خيارات الشراء والبيع إلا أن السعر في خيار الشراء يحدده سعر الأصل زائد علاوة بمبلغ نقدي، وفي خيارات البيع يحدد بسعر البيع ناقص منه علاوة بمبلغ نقدي.

- خيارات الانحياز لمسوق أو الوقوف على طرف واحد: تشبه عقود الانتشار إلا أن سعر التعاقد سواء كان في عقود الشراء أو البيع يحدد عند سعر السوق للأصل المعتمد للخيار وقت التعاقد، وبالتالي فإن التداول يقوم على شراء لحظي وآني للخيارات (البيع أو الشراء) حيث يكون لها نفس الأصل ونفس السعر.

- خيارات الشد: هي نفسها الخيارات السابقة، لكن خيار الشراء مضاف له خيار ثاني للشراء.

- خيارات السحب: تقابل خيارات الشد بمعنى إضافة خيار ثاني للبيع.

1- بن دعاس زهير، تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز - حالة سوق الخيارات الكويتي - معارف مجلة علمية محكمة، العدد 20، جامعة البويرة، 2016، ص 231

2- زهير بن دعاس نريمان رقوب، تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية: دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 7، العدد 2، جامعة الأغواط، 2016، ص 110

ب) العقود الآجلة:

وتعرف بأنها عقود يلتزم بمقتضاها طرفا العقد على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر التنفيذ للعقد<sup>1</sup>، يغلب على هذه العقود الطابع الشخصي ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة، إذ يتفاوض طرفا العقد، على الشروط بما يتفق وظروف كل منهما، وغالباً ما تستخدم من قبل الشركات والبنوك لتفادي مخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما يستخدمها المستثمرون ضد مخاطر أسعار الفائدة عندما يرغب مستثمر ما الحصول على قرض معين، يلجأ لشراء عقد أجل لأسعار الفائدة بمعدل ثابت محدد مسبقاً، وأن يلتزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة بالعقد وعلى هذا النحو فإن المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود<sup>2</sup>.

ج) العقود المستقبلية:

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد مسبقاً وفي تاريخ مستقبلي محدد، حيث يتم الاتفاق على السعر والأصل والكمية عند تاريخ توقيع العقد، لكن الدفع والتسليم يتم في المستقبل<sup>3</sup>. وتنقسم العقود المستقبلية إلى<sup>4</sup>:

-العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: تشمل الأدوات المالية ذات الدخل الثابت، وتلزم طرفيها على تسليم واستلام كمية محددة من الأدوات المالية في تاريخ معين وبسعر متفق عليه مسبقاً.

- العقود المستقبلية للعملات: هي عقود تتم على العملات، ويعتبر الهدف الأساسي من التعامل فيها هو الحماية من خطر تقلبات أسعار الصرف، بالإضافة إلى استخدامها في عمليات المضاربة.

1- عامر كمال، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة اقتصاد الجديد، العدد 17، المجلد 2، جامعة البويرة، 2017، ص 83

2 - علي حاتم القريشي، المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الاقتصاد الكلي، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 2014، العدد 13، العراق 2014، ص 95

3 - بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري- دراسة حالة بنك BNP PARIBA -، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007-2006، ص 30

4 - عبد الباسط عبد الصمد مسعودي، قويد عياش، واقع تداول منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية العالمية: دراسة تحليلية خلال الفترة 2019/2020، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 12، العدد: 01، جامعة الأغواط، 2021، ص 184

-العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم :عقود تقوم على مؤشرات الأسهم، يستخدمها المستثمرين عادة في التحوط، إلا أنها تكون أكثر فائدة عند استخدامها في عمليات المضاربة.  
(د) عقود المبادلة:

تعرف بأنها ( اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل نمطين مختلفين من التدفقات النقدية على مدى مدة من الزمن في المستقبل). وعرفت أيضا (بأنها اتفاقيات خاصة بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل وفقا لصيغة يتم ترتيبها مسبقا) كما عرفت (بأنها عقد ما بين طرفين البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير(Short Position) والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل(Long Position)ويقضي هذا الاتفاق على تبادل التدفقات النقدية وغير النقدية في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسوية على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد وبطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد)<sup>1</sup>.

## 2- مفهوم التوريق :

تكمن السمة المميزة لهذا الابتكار المالي في كونه شكلا مهما لرفع رأسمال الشركات و الكيانات الحكومية عبر العالم ، فضلا عن كونه أداة لتسيير المخاطر ، ويدخل في إطار ما بات يعرف باللاوساطة للقنوات المالية ، لأنه يستخدم في عملية استبدال إصدار الأوراق المالية للحصول على تمويل للدين بالنسبة للمقترضين .

- تعريف التوريق : هو إحلال أسواق رأس المال العام الأكثر كفاءة محل الوساطات المالية الأقل كفاءة والأعلى كلفة في تمويل أدوات الدين<sup>2</sup>.

التوريق يعتمد على تحويل قروض المؤسسات المقترضة ، المتجانسة والمضمونة كأصول غير سائلة إلى أصول سائلة ، أي أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالية وهي الأسهم و السندات ، عن طريق انتقالها من المقرض أسامي هو البنك إلى مقرض آخر وهو المشتري في السوق المالية من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب في الأوراق المالية ، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك ، وعليه تبدو القروض المصرفية وكأنها

1 - هشام طلعت عبد الحكيم ، غضنفر عباس حسين ، استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط والمضاربة وأثرها في ربحية المنشأة

-دراسة تحليلية في مصرف TD ، مجلة الإدارة والاقتصاد / السنة 42، العدد 118 ، الجامعة المستنصرية ، العراق، 2019 ، ص 103

2 - عمر طالب ، أثر توريق الديون الرهينة على أداء السوق الثانوية العقارية - دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا - مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ،

2015/2014 ، ص 73

قروض مؤقتة ، أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

#### ثانيا : عمليات مالية جديدة

أسهم الابتكار المالي مساهمة واضحة في تحسين الأداء ، وذلك من خلال سرعة تنفيذ العمليات وتخفيض تكلفتها ، وتحقيق مكاسب كل الأطراف المتدخلة فيها ، بما يتيح لتلك العمليات الاستمرارية ، ومن أهم هذه العمليات :

1- التسجيل على الرف: وهو إجراء يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، والجهة المصدرة من خلال إتباع هذا الإجراء يتحقق لها المرونة في مواجهة ظروف السوق، كما يتيح لها فرصة أفضل لتحديد توقيت الإصدار، بالإضافة إلى التخفيض في تكلفة الإصدار<sup>2</sup>.

2- سمسار الخصم: يقصد بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة ، مستبعدا أكثر خدمات السمسرة تكلفة ، وهي تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء في شأن قرارات الاستثمار ، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى ، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء. وهو ملائم للمستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم في اختيار القرار أو توقيته ، (مدى ضآلة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السماسرة مقارنة بالخدمة الكاملة التي تقدمها بيوت السمسرة)<sup>3</sup>.

3- البيع على المكشوف و التمويل بالهامش : هي عمليات هادفة إلى تخفيض الرصيد النقدي العاطل، حيث تعرف عمليات البيع على المكشوف بأنها عمليات بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكيها، بينما التعامل بالهامش يعني دفع المشتري جزء من المال واقتراض جزء آخر منه من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية.

1 - صليحة بن طلحة ، التوريق ، أداة مالية لتنشيط السوق المالية مع قراءة لقانون توريق القروض العقارية في الجزائر ، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة ، جامعة الجزائر ، دون سنة النشر ، ص 84

2 - نسرين بن زواي ، إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات ، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية ، أ/ قسم العلوم الاقتصادية والقانونية. العدد 12 ، جامعة أم البواقي ، 2014 ، ص 69

3 - بن عبد الله رشيدة رشا ، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة ، مجلة الاقتصاد والقانون العدد 01 ، جامعة غليزان ، 2018 ، ص 274

ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض<sup>1</sup>.

4 - المتاجرة بالحزمة (متاجرة البرنامج) : وهو المتاجرة في تشكيلة أسهم لعدد من المؤسسات المدرجة في البورصة. يمكن استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم قد تعتمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، وفي مقابل ذلك زيادة نسبة السندات، هذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تسهم في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس لتبدو وكأنها مساعدة للتغطية ضد المخاطر<sup>2</sup>.

5- نظام التداول الإلكتروني: (ابتكار يهدف إلى زيادة سرعة تنفيذ المعاملات المالية) حيث في ظل هذا النظام تختفي الحاجة إلى المتخصصين الذين يتولون مهمة مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع. وتختفي الحاجة إلى النظام اليدوي الذي كان يقوم على تدوين تجار الأوراق المالية لأسعار الشراء والبيع على الورق، حيث يقوم السماسرة أو شركات الوساطة المالية بتلقي الأوامر من العملاء ثم يقومون بإدخالها في النظام حيث تتم مقابلة أوامر الشراء مع البيع. وتكون أولوية التنفيذ للسعر ثم لتوقيت إدخال الأمر، وهذا النظام تشرف عليه البورصة بصورة مباشرة<sup>3</sup>.

- يعتبر نظام التداول الإلكتروني عبارة عن نظام للاتصال بين مختلف أطراف التداول، ينطلق من قبول أوامر بيع وشراء المتداولين ثم بثها في صورة عروض وطلبات، وتنفذ وفق قواعد مبدئية واضحة ، ويتم ذلك إما بواسطة وسطاء ماليين، مع اشتراط توفر في المستثمر معرفة أو العلم بقواعد التداول والمخاطرة<sup>4</sup>.

## 6- السوق الموحد:

في محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال استجاب الكونغرس الأمريكي في عام 1975 لإدخال تعديلات على قوانين الأوراق المالية ، أعطت بمقتضاها هيئة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة الأسواق بشبكة اتصال إلكترونية لزيادة السرعة و انتقال رؤوس الأموال بسرعة وحرية لهذا فقد نشطت الهندسة المالية لتحقيق

1- نجاة محمد مرعي يونس ، أثر تطبيق الهندسة المالية على ترشيد قرارات المستثمرين - دراسة ميدانية - ، مجلة الفكر المحاسبي (ATASU) ، المجلد 23، العدد 4 ، جامعة عين شمس ، مصر، 2019 ، ص 27

<sup>2</sup> - عامر كمال، مرجع سبق ذكره، ص 86

3- نسرين بن زواي ، مرجع سبق ذكره ، ص 69

4 - حسان طاهر شريف و آخرون، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 15 / العدد 20 ، جامعة الشلف ، 2019 ، ص 121

حلم السوق الموحد حيث وضعت أربع ركائز أساسية هي<sup>1</sup>:

(أ) مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق .

(ب) مركزية المعلومات عن أسعار الشراء و البيع.

(ت) مركزية دفتر المحددة .

### المطلب الثالث: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

تكتسي المؤشرات الاقتصادية أهمية بالغة في عملية التوقع المستقبلية لأسعار الأوراق المالية، فالمحللون الاقتصاديون يعتمدون على هذه المؤشرات لتتبع حركة العرض والطلب وكذا حركة الأسعار، لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

#### أولاً: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تعددت التعارف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر:

1- مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم. يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق واتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار<sup>2</sup>.

2- مؤشر سوق الأوراق المالية هو مقياس للقيمة السوقية للعديد من الشركات، فهو يقيس أداء البورصة أو السوق، حيث تعتبر بعض مؤشرات الأسهم الرئيسية ممثلة لتطور النشاط الاقتصادي وتستخدم كمؤشرات الرائدة في مجال الاقتصاد<sup>3</sup>.

3- يعبر المؤشر عن نسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق...إلخ،

1- بن عبد الله رشيدة رشا ، مرجع سبق ذكره ، ص 277

2- بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره ، ص 112

3 - بصيري محفوظ ، أثر تحديث بنوك الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية . دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر- مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص: بنوك، نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2017/2018 ، ص 68



ارتفاعاً أو انخفاضاً. كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الاقتصاد<sup>1</sup>.

من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية. على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معاً من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى. بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

ثانياً: مؤشرات سوق الأوراق المالية:

و لقياس أداء سوق الأوراق المالية هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه ومن أهمها:

(أ) حجم السوق: و يقاس حجم السوق من خلال المؤشرات التالية:

1- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) Market capitalization:

ويقصد برسملة السوق مجموع قيمة الأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، وتشير الدراسات الاقتصادية إلى الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق لأنه يعمل على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر، وعليه تكون المعادلة كالتالي:

$$\text{مؤشر القيمة السوقية (رأس المال السوقي)} = \frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

فكلما ارتفع مؤشر القيمة السوقية (الرسملة البورصية) كلما دل على كبر حجم السوق سواء من خلال ازدياد عدد الأسهم أو عدد الشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار وبالتالي القدرة على تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر لتوسيع النشاط الاقتصادي<sup>2</sup>. وتفسر الزيادة في القيمة السوقية للعديد من الأسباب أبرزها<sup>3</sup>:

- درجة تطور نشاط السوق نفسه لاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة (المشتقات)، الأمر الذي سيحفز على طلب التمويل من خلال عملية الإصدار لتلبية

1- محمد الهاشمي حجاج أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة تدخل ضمن نيل متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة '2011/2012، ص 31

2- كمال قسول، أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا: مقارنة تودا-يماموتو، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد (04) العدد: (01)، جامعة ميله، 2021، ص 142

3- بصيري محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص ص 69، 70

طلب المستثمرين وبالتالي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة وعلى القيمة السوقية لها.

- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية ولاسيما بعد إدخال نظام الكمبيوتر.

## 2- مؤشر عدد الشركات المدرجة Number of companies :

و يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية (السوق المنظمة)، إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات مدى التطور في السوق المالي بصفة عامة . ولكن هذا المؤشر يفقد ثقته إذا لم يصاحبه زيادة في القيمة السوقية، ذلك أنه يمكن أن يكون هناك عدد كبير من الشركات المدرجة في السوق المالي ولكن القيمة السوقية المتداولة فيه قليلة، لذا جرت العادة أن يرافق هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية<sup>1</sup>.

(ب) سيولة السوق :

نعني بسيولة السوق القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، وهناك مؤشران لقياس السيولة هما:

## 1- مؤشر حجم التداول (TV) Trading Volume index

و تقاس هذه النسبة بقسمة إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي وفق المعادلة التالية:

$$\text{نسبة حجم التداول} = \frac{\text{قيمة الأوراق المالية المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ويشير هذا المؤشر إلى نسبة حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني<sup>2</sup>.

1 - اديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، جامعة واسط العراق ، 2013 ، ص 167

<sup>2</sup> - يونس شميسة ، بوعبد الله ، تحديد أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن : نمذجة قياسية في إطار مقارنة ARDL خلال الفترة (1990-2020) ، مجلة أبحاث المجلد (7) العدد (2) ، جامعة بسكرة ، 2022 ، ص 250

- معدل الدوران:

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق (القيمة السوقية أو رسملة السوق)، وفق المعادلة التالية:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{قيمة الأوراق المالية المتداولة}}{\text{قيمة رأس المال السوقي (رسملة السوق)}}$$

ويكتمل معدل الدوران نسبة الرسملة السوقية، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران، ومن ناحية أخرى يكتمل معدل الدوران نسبة التداول، في حين أن نسبة التداول تبين حجم المعاملات في السوق بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق<sup>1</sup>.

ج) مؤشر تركز السوق:

ويقصد بدرجة التركز ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز، نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول، وكلما كانت درجة التركز عالية كلما أثرت بشكل سلبي على السوق<sup>2</sup>.

1 - خالد حسن زبدة ، أثر مؤشرات السوق المالي على النمو الاقتصادي: دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين ، مجلة جامعة القدس

المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية المجلد (7) العدد(17) ، جامعة القدس فلسطين ، 2022 ، ص ص 67 ، 68

2 - سليمان بن بخمة ، الشريف ربحان ، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي

للفترة 2007-2016 ، مجلة العلوم التجارية و التسيير، المجلد(13) العدد(01) ، جامعة عنابة ، 2017 ، ص 44

### المبحث الثاني: تأثير الوساطة المالية على سوق الأوراق المالية

تعتبر البنوك من أهم الوسطاء الماليين في الاقتصاد، فهي معروفة انطلاقاً من نشاطها التقليدي المتمثل في وساطة الميزانية والتي تختص بتعبئة الودائع ومنح القروض، لكن في ظل تحول النظام المالي من اقتصاد استنادة إلى اقتصاد أسواق مالية، عرف نشاط الوساطة التقليدي تراجعاً بسبب استفحال ظاهرة اللاوساطة المالية والمنافسة التي أصبحت تواجهها البنوك من طرف سوق الأوراق المالية والنقدية والمستثمرين المؤسساتيين، الأمر الذي حتم عليها تبني استراتيجيات جديدة للتأقلم مع الوضع، إذ أصبحت تقوم بما يعرف بوساطة السوق وتختص بالعمليات خارج الميزانية، وذلك لضمان بقائها والحفاظ على ميزة التنافسية.

#### المطلب الأول : دور الوساطة المالية على مستوى البورصة

يلعب الوسطاء الماليون دوراً حيوياً في البورصة عن طريق توفيرهم لمختلف المعلومات الضرورية، والتي عادةً ما يتوقف عليها قرار المستثمر في بيع أو شراء الأوراق المالية، وكذلك عن طريق الدور الهام الذي يقومون به سواء على مستوى السوق الأولية والمتمثل في مساعدة المؤسسات المتدخلة في الاكتتاب، أو على مستوى السوق الثانوية، وذلك عن طريق قيامهم بتنفيذ أوامر العملاء والقيام بمختلف تقنيات التسعير.

#### أولاً : حاجة الوسيط إلى جمع المعلومات

يعتبر الوسيط في عمليات البورصة أكثر الأطراف ارتباطاً بالسوق المالية و تغيراتها ، يعتبر حلقة وصل بين بائعي و مشتري الأوراق لمالية ، إضافة إلى صفته كمرشد أساسي لكافة المستثمرين بالأدوات المتداولة بالبورصة والدور الذي يؤديه في تفعيل المعاملات المالية ، وحتى يقوم الوسيط بدوره فهو يحتاج إلى معلومات مختلفة وبصفة مستمرة حتى يتمكن من تقييم فرص الاستثمار المتاحة واتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف الموارد بصورة ناجعة ، كما يحتاج إلى المتابعة المستمرة لتقلبات الأسعار واتجاهات بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

- **تعريف المعلومة المالية :** المعلومات هي بيانات تم تجهيزها ولها معنى لمستلمها أو مستخدمها ولها قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات و يجب أن تضيف إلى ما تعرفه عن حدث أو مكان و توضح لمستلمها شيء لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به<sup>2</sup>.

1- العربي أمينة ، المرجع سبق ذكره ، ص67

2 - بوعنبر أمينة ، أثر المعلومة المالية في السوق المالي مع دراسة حالة: بورصة القيم المنقولة للجزائر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007 ، ص40

يمكن حصر خصائص المعلومات المراد الحصول عليها فيما يلي<sup>1</sup>:

1- قدرة المعلومات على إحداث اختلاف في القرار سواء بالمساعدة على تكوين التنبؤات أو تأكيد التوقعات السابقة .

2- توفر المعلومات عند الحاجة إليها، حتى يكون لها تأثير على القرار، إذ أن عملية اتخاذ القرار محددة دائما بفترة زمنية معينة ويختلف التوقيت الملائم مع اختلاف طبيعة القرار، فبعض القرارات تستلزم سرعة أكثر من غيرها في توفير المعلومات الملائمة .

3- التأكد من خلو تلك المعلومات من الأخطاء والتحيز بدرجة معقولة وأنها تمثل بصدق الشيء الذي تعبر عنه .

4- عدم التحيز لفئة معينة، وتتداخل هذه الخاصية مع أمانة المعلومة، حيث المعلومات المتحيزة لا يمكن الوثوق بها .

5- أن تكون المعلومات المالية المتوفرة قابلة للفهم المباشر من مستخدميها، لذا يفترض أن يتوفر مستخدمي المعلومات المالية على درجة من المعرفة والوعي تمكنهم من فهم هذه المعلومات وتقييم مستوى منفعتها كما يجب على معدي هذه المعلومات مراعاة ذلك .

#### ثانيا: دور وسيط عمليات البورصة في السوق الأولي

إن الدور الفعال الذي تقوم به الوساطة المالية في تعظيم المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية لا يتأتى إلا عن طريق دراسة مختلف التقنيات المستخدمة في تسعير الأوراق المالية، بالإضافة إلى دراسة مختلف الأوامر التي تصدر من طرف العملاء، فيتلقاها الوسطاء الماليون من أجل تنفيذها ثم يتأكدون . من تسويتها فضلا عن هذا فإنه لا بد ألا ننسى الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون على مستوى السوق الأولية و المتمثل في مساعدة المؤسسات المتدخلة في الاكتتاب<sup>2</sup> ،

يعتمد وسيط عمليات البورصة في بيع الأوراق المالية الجديدة عدة طرق أهمها<sup>3</sup>:

- طريقة أقصى جهد : بحيث لا يقوم الوسيط بتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدر، ولكنه يبذل قصارى جهده في بيع هذه الأوراق، ويتم إرجاع الأوراق المالية غير المباعة إلى المصدر.

1 - عليي مريم ، الوساطة المالية و أهميتها في تفعيل التعاملات المالية في البورصة (حالة الجزائر)، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص :اقتصاد مالي و تقنيات كمية ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

، جامعة الجزائر ، 2019-2020، ص ص 141، 142

2 - بن عزوز عبد الرحمن ، مرجع سبق ذكره ، ص 117

3- العربي أمينة ، المرجع سبق ذكره ، ص ص ، 60 ، 61

- طريقة الوكالة: لا يشترط إصدار نشرة اكتتاب في بعض الإصدارات الجديدة، فقد يقوم المصدر بالبيع مباشرةً لمجموعة من المستثمرين مع استخدام خدمات الوسيط، ويقتصر هذا النظام على إصدار السندات والأسهم الممتازة. أما في حالة إصدار الأسهم العادية، ففي العادة يتم عرضها مباشرةً على حملة الأسهم العادية بالشركة (اكتتاب خاص)، ويقتصر دور الوسيط في بيع الأسهم التي لم يتم تغطيتها عن طريق المساهمين الحاليين للشركة.

#### المطلب الثاني : التسعير في البورصة وأوامرها

يتأتى دور الوساطة المالية في البورصة من خلال تنفيذ مختلف الأوامر الصادرة من المتعاملين وأيضاً من خلال القيام بمختلف التقنيات التي يتم التعامل بها في قاعات التداول.

#### أولاً : التسعير في البورصة

وتتضمن عملية التسعير في البورصة عدة طرق أهمها<sup>1</sup>:

#### أ- تعريف سعر البورصة:

سعر البورصة هي القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيمة التي تلاقت عندها طلبات بيع وشراء ورقة مالية معينة .

ب- طرق التسعير: هناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير والتي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة، وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات ، والتي يمكن أن نذكر منها يلي:

#### 1- التسعير الدوري: وهنا لا يتحدد السعر إلا بعد انتهاء المبادلة حيث يتم مفاوضة الأوراق

المالية بإحدى الطرق التالية:

- التسعيرة بالمناداة: ويتم اجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات حول مقصورة البورصة، وتبدأ الجلسة بقراءة كل القيم محل التسعيرة، ويبدأ الوسطاء الماليون برفع أصواتهم لشراء أو بيع الأوراق التي يرغبون فيها ويصحب ذلك القيام بإشارات متفق عليها

1 - مزبود إبراهيم ، سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في الدول العربية - دراسة حالة الجزائر- ،مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2008 ، ص ص 34، 35

نظرا للضجيج الكبير، وبعد المزايدات والمناقصات من قبل الوسطاء يتم تحديد سعر التوازن .

- التسعيرة بالصندوق: تطبق هذه الطريقة على القيم ذات الأوامر العاجلة المتداولة في السوق الثانية بحيث يقوم كل وسيط بحجز عدد من الأوراق المالية في صندوق خاص إلى غاية افتتاح جلسة البورصة أين يلتقي جميع الوسطاء لتحديد السعر الرسمي.

- التسعيرة بالمعارضة: وتجمع هذه التسعيرة بين طريقة الصندوق وطريقة المناقصة، وذلك بالاستفادة من إيجابيات كليهما، إذ أن الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الصندوق، زيادة إلى ذلك فإن الالتزام الكتابي يمكن أن يتم المعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلبي طلباتهم على أفضل وجه.

- التسعير المستمر: التسعيرة المستمرة تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق وبها يمكن تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، ولدقة هذه الطريقة فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أية لحظة. ويمر نظام التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما:

2- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل افتتاح الجلسة، وتشتمل عادة على ما يلي:

- أوامر بالسعر والتي تشارك في تحديد سعر الافتتاح

- أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للافتتاح.

3- مرحلة ما بعد الافتتاح: يعتبر سعر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساسه الصفقة، إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن.

أما بالنسبة لأوامر البيع بالسعر المحدد أو المنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة وتنفيذها حسب قاعدة: الداخل أولاً الخارج أولاً (FIFO (First in-first out) بمعنى أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد، فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية .

ثانيا : أوامر في البورصة :

إن أوامر البورصة من بيع و شراء للأوراق المالية تختلف و تتعدد باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا ، زيادة إلى ذلك الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر، و قبل

التطرق إلى أنواع هذه الأوامر نحاول توضيح مفهوم الأمر على انه : عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر ،

أنواع الأوامر : أوامر سوق الأوراق المالية أربعة أنواع وهي<sup>1</sup> :

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ : ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه. وفي هذا الصدد يوجد بديلان من الأوامر: أوامر يطلب منها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ويطلق عليها اسم أوامر السوق، وأوامر يشترط فيها العميل سعراً محدداً لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة.

- أوامر السوق يعتبر هذا الأمر أسهل وأكثر أنواع الأوامر انتشاراً وكذلك أدق تعليمات يصدرها العميل للسمسار، ويقصد بأمر السوق أن يقوم الوسيط بشراء أو بيع الأسهم بالسعر السائد في السوق وقت صدور الأمر. و لكن يفترض أن يبذل السمسار جهوده بالحصول على أفضل سعر للعميل، وهذا يتطلب بعض المهارات الخاصة، ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً محدداً فإن الصفقة تنفذ عادة في دقائق معدودة.

- الأوامر المحددة في هذا النوع من الأوامر لا ينفذ السمسار الأمر إلا بالسعر الذي حدده له العميل، وعلى سبيل المثال إذا أصدر العميل أمراً بشراء أحد أنواع الأسهم بسعر 100 دينار للسهم الواحد وكان سعر نفس السهم في ذلك الوقت 120 دينار فمتى انخفض السعر إلى 100 دينار فإن الأمر يجب أن ينفذ فوراً.

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: في الغالب تتزامن هذه الأوامر مع الأوامر المحددة فتحدد الأخير بمهلة زمنية لتنفيذه قد تكون يوم، أسبوع، شهر، إن السبب وراء إصدار مثل

<sup>1</sup> - بن صوشة ثامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الجزائر- مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2009 ، ص ص



هذه الأوامر تحسباً للظروف الاقتصادية و ظروف سوق الأوراق المالية، التي ربما تتغير أما باتجاه مصالح الزبون أو بالاتجاه المعاكس. كما أنه يشمل على الأنواع الآتية<sup>1</sup>:

- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر: يستمر الأمر للمدة المحددة في التعامل، إذ هو ساري المفعول حتى يتم انتهاء المدة المحددة، أو تنفيذه أو إيقافه من طرف المستثمر، و يعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأوامر شيوعاً، إذ يظل سارياً لما تبقى من ساعات في اليوم، و غالباً ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية. و تعتبر أوامر السوق بطبيعتها أوامر يومية نظراً لعدم تحديد سعر معين للتنفيذ، أما الأمر الأسبوعي فيظل ساري المفعول حتى إغلاق التعامل بالبورصة في نهاية الأسبوع، و أخيراً الأوامر الشهرية و التي تنتهي مع نهاية التعامل في آخر يوم للتعامل من الشهر الذي يتم فيه إصدار الأمر.

- الأوامر المفتوحة: الأمر المفتوح في حدود سعر معين لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4- الأوامر الخاصة: توجد صور لبعض الأوامر الخاصة التي يصدرها العميل لشركات السمسرة كي يقوموا بإبرام صفقات على أوراق مالية، تعتمد تلك الأوامر على توقعات معينة يستخدم العميل في تلك التوقعات بعض البيانات الإحصائية عن الورقة المالية محل الأمر و يجرى العميل تحليلاً فنياً أو مالياً دقيقاً، بمقارنة الأرباح أو الخسائر في الفترات الخالية و ما يعادلها في السنوات الماضية، و يستخدم العميل المضارب تلك التوقعات في إصدار أوامره آملاً في تحقيق أرباح أو كي يقوم بحماية أرباح محققة فعلاً، أو كي يتجنب خسارة قد تلحق به<sup>2</sup>.

ومن أشهر تلك الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف و أوامر الإيقاف المحدد و أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - أمانة حجو، عمليات البورصة، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر لشعبة الحقوق تخصص: قانون أعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية قسم الحقوق، جامعة أم البواقي، 2014/2015، ص 41

<sup>2</sup> - محمد فراج عمر فراج، عمليات البورصة و أوامر العملاء بين القانون التجاري و الفقه الإسلامي، قسم القانون، كمية الشريعة و القانون، جامعة الجوف، المملكة العربية السعودية، دون سنة النشر، ص 653

<sup>3</sup> - بن زريق محمد، النظام القانوني لأمر البورصة في القانون الجزائري، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الحقوق، تخصص: قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2013/2014، ص ص 20، 21

أوامر إيقاف (Ordre stop): وتدعى هذه الأوامر أيضا بأوامر إيقاف الخسارة (loss stop) وهي غير معمول بها في البورصة البسيطة كالجزائرية والأردنية، وتدخل هذه الأوامر حيز التنفيذ عند سعر معين أو تتعداه صعودا بخصوص أمر الشراء وهبوطا بخصوص أمر البيع وتتخذ هذه الأوامر أحد الشكلين:

- أوامر إيقاف غير محدد (Ordre à seuil de déclenchement.) في هذه الأوامر يحدد المستثمر سعر الإيقاف الذي يرغب ابتداء منه في الشراء (سعر أعلى أو مساو لسعر الإيقاف) أو في البيع (سعر أدنى أو مساو لسعر الإيقاف)

- أوامر إيقاف محددة (Ordres à plage de déclenchement.) وتتضمن هذه الأوامر سعرين: سعر إيقاف التنفيذ عند الوصول إليه وسعر محدد لا يتم التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف، وتمتاز هذه الأوامر عن سابقتها بأنها تحد من حالة عدم التأكد من سعر التنفيذ إذ أنها تضع قيودا لا يجري تجاوزها عند استمرار السعر في التقلب.

### المطلب الثالث: شروط والتزام الوسطاء الماليين لتنشيط سوق الأوراق المالية

نظرا للدور الهام الذي تؤديه البورصة في الحياة الاقتصادية وضعت قواعد و قوانين تسيير وفقها هذه الأخيرة ، من شأنها أن تتكفل بتنظيم التعاملات داخل البورصة. و من أبرز هذه القواعد التي تسيير عليها البورصة هو اقتصار البيع و الشراء للأوراق المالية داخل البورصات للأشخاص المرخص لهم بذلك و هم فئة الوسطاء الماليين و لا يجوز لغيرهم ممارسة هذه المهنة، و الوسطاء الماليون لا بد من أن تتوفر فيهم شروط معينة لمزاولة هذه المهنة بالبورصة و لا بد أن يحوز وسيط عمليات البورصة على مجموعة من الأخلاقيات .

#### أولا: شروط الوسطاء الماليين لتنشيط سوق الأوراق المالية

وتختلف هذه الشروط من بلد لآخر، ويمكن ذكرها كالاتي<sup>1</sup>:

#### أ-شروط تتعلق بالشخص المعنوي:

لا بد على المؤسسات المالية – الشخص المعنوي- مثل البنوك و شركات التأمين و شركات الاستثمار و غيرها من المؤسسات المالية للقيام بهذا بدور الوسيط المالي في البورصة من التحلي بمجموعة من الشروط الأساسية و المتمثلة جليا في التالي:

- أن يكون لديها القدرة المالية أي وجود الحد الأدنى من رأس المال ( حسب قانون البلد).

<sup>1</sup> - عليي مريم ، مرجع سبق ذكره ، ص 109

- الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة للعمل داخل البورصة باستيفائها جميع المتطلبات اللازمة .

- توفر محل خاص لمزاولة المهنة.

- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة و الكفاءة اللازمة

- القدرة على توفير المعلومات و البيانات اللازمة للعملاء و المحافظة على مصالحهم؛

- توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن.

ب-شروط تتعلق بالشخص الطبيعي:

تتمثل أهم الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي فيما يلي<sup>1</sup> :

- الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك .

- أغلب التشريعات تشترط الجنسية و الأهلية القانونية .

- إثبات حسن السيرة و النزاهة التجارية وأن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس

الشرف.

- أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة ، فلا يكون عضوا في مجلس إدارة

إحدى الشركات ولا مستشارا أو خبيرا بها أو بأحد المصارف .

- اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للتوظيف .

- في الاختبارات الخاصة بالتوظيف يراعى أن يكون الوسيط ملما بالمحاور الأساسية

التالية : التحليل الاقتصادي الكلي و الجزئي ، المحاسبة و إعداد القوائم المالية ، التحليل

المالي و الأساسي و الفني و الكمي للأوراق المالية ، القوانين المتعلقة بسوق المال ، قواعد

السلوك المهني ، لوائح العمل الداخلية بالبورصة ،...إلخ .

ثانيا : التزام بقواعد وأدبية في مهنة الوساطة المالية

تتطلب مهنة الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الالتزام ببعض القواعد و الأدبيات،

و التي تعتبر عاملا مهما يسمح بتوفير جو من الثقة لدى المتعاملين و جلبهم لتوظيف أموالهم

في هذا الميدان بكل أمان ، وهذا يعود بالنفع على مؤسسة الوساطة وعلى قطاع الأوراق

المالية بأكمله ومن هذه القواعد مايلي<sup>2</sup> :

1- الإخلاص في العمل : على الوسيط المالي في العمليات البورصية أن يظهر إخلاصا في

كل تعاملاته ، خاصة مع العملاء الذين وضعوا ثقتهم فيه ، وساروا وفق توجيهاته الخاصة

<sup>1</sup> - العربي نعيمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 58

<sup>2</sup> - نشنن سليمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 47

بالتوظيف في مختلف القيم ، ويتجلى إخلاص الوسيط في تقديم مصالح العملاء وجعلها في قمة انشغالاته ، وإعلامهم المستمر بكل ما يتعلق بأصولهم .

2 - جلب احترام وثقة الجمهور : من أجل كسب عدد كبير من العملاء يقوم الوسيط بممارسة كل نشاطاته في إطار يسمح له بإعطاء صورة جيدة تجاه المتعاملين حتى يكون محل ثقة واحترام ، ولا يجوز للوسيط أن يقوم بأية عملية لصالح العميل إلا في إطار ما يسمح به العقد المتفق عليه بين الطرفين وفي حدود ما يسمح به القانون .

3- سرية المعلومات المتعلقة بالعميل : يضع العميل ثقته في الوسيط عند تصريحه بكل المعلومات الشخصية ، كما يحصل الوسيط على معلومات دقيقة عن مداخله ، ومن الواجب أن يلتزم هذا الأخير باحترام السرية التامة لهذه المعلومات وكل المعلومات الأخرى الخاصة بالعمليات المنجزة أو الأوامر المصدرة أو سياسات العميل الاستثمارية.

### المبحث الثالث : تأثير الابتكارات المالية على أداء الوساطة المالية

لقد نجحت منتجات وأدوات الهندسة المالية بشكل كبير في لعب وتحقيق الدور الذي وجدت من أجله، وهو ما تجلّى من خلال الاستقرار الذي شهدته المؤسسات والأسواق المالية بعد ظهورها. بل وتعدّدت دورها الأساسي حيث أصبحت أدوات مثلى لتحقيق العوائد والأرباح، و الحد من المشاكل المالية التي تواجه المستثمرين والمؤسسات والأسواق ، ففاقت عوائدها بأضعاف العوائد المتأتية من الأدوات المالية التقليدية مثل الأسهم والسندات ، و أدى تداولها وسرعة انتشارها ، إلى تحسين وتطوير أداء شركات الوساطة وإبراز أهميتها للسوق المالي في مجال توجيه المستثمر و التأثير على قراره الاستثماري بتقديم النصح و المشورة . ومنحه الاستشارة العميقة المبنية على النهج العلمي البعيد عن الارتجال ، وتوفير معلومات دقيقة عن الوضع المالي والإداري للشركات المدرجة في السوق ، وعن الوضع الاقتصادي العام ، وهذا يؤدي إلى تحقيق نوع من الطمأنينة والاستقرار في السوق ، والحد من التقلبات الكبيرة في الأسعار و بالتالي تقليل المخاطر وحماية المستثمرين و تعزيز الثقة بالسوق المالي . في هذه الدراسة سنحاول التطرق إلى عقود المشتقات المالية بمختلف أنواعها في السوق الأردنية للأوراق المالية ، باعتبارها من أوائل الأسواق العربية التي تعاملت بالمشتقات المالية ، ومدى تأثيرها في أداء الوساطة المالية و تنشيط سوق الأوراق المالية في الفترة الممتدة من 2013 إلى 2022 ، مع الإشارة إلى العقبات والأزمات التي حدثت من تطور أداء الوسطاء الماليين وأثرت على نشاء السوق المالي في المملكة الأردنية .

#### المطلب الأول: بورصة عمان للأوراق المالية (النشأة والأهداف)

تعتبر بورصة عمان من أهم المؤسسات المالية التي تختص بعمليات تمويل النمو الاقتصادي والتنمية الشاملة، وذلك من خلال ما توفره من موارد مالية وتوجيهها إما للمؤسسات الاقتصادية قصد تحقيق بقائها وتوسعها أو للدولة وهيئاتها من أجل تغطية عجزها. فهي تمثل جزء مهما من السوق المالية في عملية التمويل، وهي سوق تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية، حيث يتم تداول مختلف الأوراق المالية من قبل المتعاملين فيها. وتوجد بها لوائح و قوانين تنظم عملها.

#### أولاً : نشأة بورصة عمان للأوراق المالية

تم إنشاء بورصة عمان بغية تحقيق العديد من الأهداف من بينها تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة عمان ، فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي (WB) بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 لسنة ، 1976 والذي بموجبه أنشأت سوق عمان المالي والتي باشرت نشاطاتها في 1/1/1978، وقد جاء في الهدف المحدد في هذا القانون : تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعدالته وسهولته وسرعته<sup>1</sup>.

لقد أصدرت عدة قوانين وقرارات بشأن تأسيس سوق عمان المالية وتطويرها، أهمها في السنوات 1976 و 1990 و 1997 و 2009 .

وبموجب القانون 1997 (قانون الأوراق المالية) ، تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسة تتمتع باستقلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي و ثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معاً، وإن هذه المؤسسات الثلاث هي<sup>2</sup>:

- هيئة الأوراق المالية.

- سوق الأوراق المالية (بورصة عمان).

- مركز إيداع الأوراق المالية.

**ثانياً : أهداف بورصة عمان (الأردن)**

تسعى بورصة عمان لأن تكون أحد أهم وأحدث البورصات في المنطقة العربية ، وفي جذب المستثمرين المحليين والأجانب ، من خلال توفير سوق عادل التعامل بالأوراق المالية يمتاز بدرجة عالية الشفافية والكفاءة والعمق .

كذلك تهدف بورصة عمان بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل من خلال<sup>3</sup>:

1 - أحمد نصير ، يونس زين ، دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية والناشئة في الدول العربية "السوق المالي تونس والسوق المالي الناشئ عمان"، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال-المجلد 03-العدد 05 ، جامعة الوادي ، 2017 ، ص 55

2- الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية (الأردنية) ، <https://www.jsc.gov.jo/page/ar/identitycard> ، 2023/04/16 ، 23:43

3 - مناصرية خولة ، أثر أدوات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن (خلال الفترة : 1990 - 2014)، مذكرة تدخل ضمن شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، 2015/2016 ، ص ص 286 ، 287

- وضع وتطبيق إجراءات و أساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو و شفاف .
- توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات و الوسائل التقنية الحديثة .
- مراقبة عمليات التداول في السوق و التنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات .
- فرض عقوبات تأديبية على أعضائها و الأشخاص المرتبطين بهم المخالفين لأحكام القانون و التعليمات الصادرة بمقتضاه .
- وضع معايير للسلوك المهني .
- وضع معايير التدريب و الخبرة و الكفاءة الإدارية لأعضائها .

- ضمان البورصة إيصال المعلومات إلى كافة المستثمرين دون استثناء للحد من الشائعات و

الأخبار المضللة، لتحقيق العدالة في التعامل و ترسيخ أسس الاستثمار في الأوراق المالية

**المطلب الثاني : تقييم أداء الوساطة المالية في بورصة عمان في الفترة (2013-2022)**

يعتبر وجود شركات الوساطة المتخصصة في مجال الوساطة في الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح و نمو سوق الأوراق المالية في أي بلد نظرا للدور الذي تقوم به هذه الشركات من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية ، و العمل على بناء الثقة بين المستثمرين و السوق المالي ، كما يقع على عاتق شركات الوساطة دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي و الأجنبي للاستثمار في السوق باعتبارها المدخل الأول للمستثمرين و حلقة الوصل بين المستثمر و سوق رأس المال ، وذلك يكون بقيام هذه الشركات بمهمة توفير المعلومات لجمهور المستثمرين والتي تكون نتيجة تحليل علمي للوضع المالي للشركات المدرجة في السوق ودراسة و تحليل الوضع الاقتصادي العام.

**أولا : واقع الوساطة المالية في بورصة عمان (2013-2022)**

يسمح تتبع أداء الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الأردني، بتحديد الدور الذي تلعبه هذه الشركات في تنشيط المعاملات المالية، واستقطاب مستثمرين جدد إلى السوق و الرفع من وتيرة نشاطه وكفاءته.

## الفصل الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2022-2013)

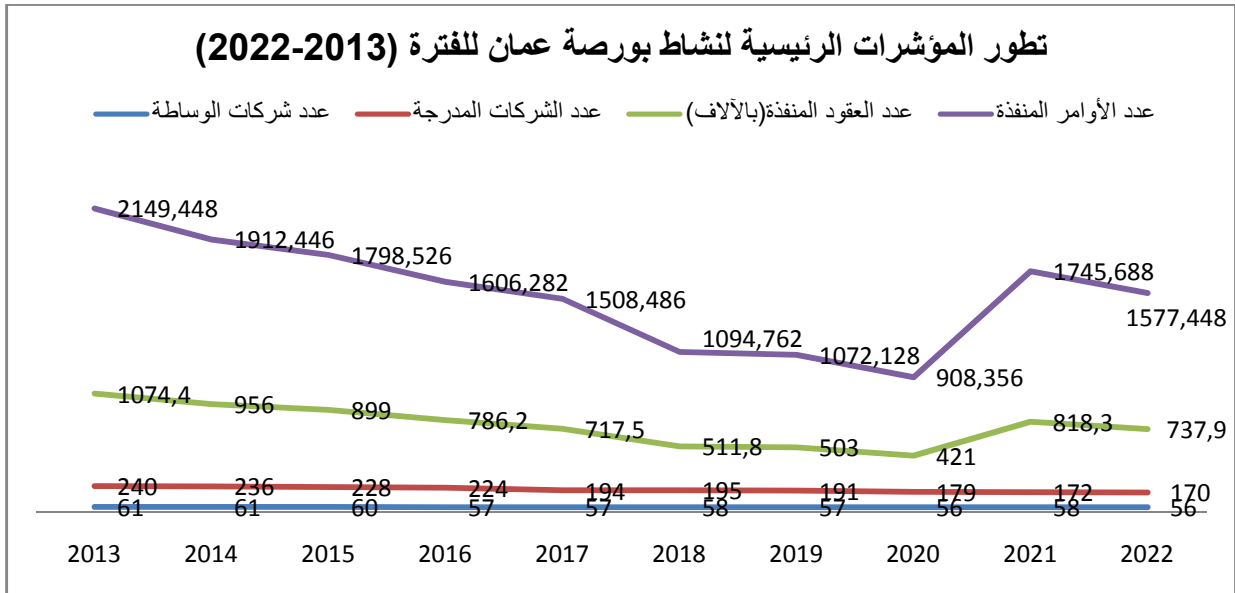
### الجدول رقم (01-02): المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان (2022-2013)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
56	58	56	57	58	57	57	60	61	61	عدد شركات الوساطة
170	172	179	191	195	194	224	228	236	240	عدد الشركات المدرجة
737,9	818,3	421,0	503,0	511,8	717,5	786,2	899,0	956,0	1074,4	عدد العقود المنفذة (بالآلاف)
1,577,440 % (-9,63)	1,745,688 % (+92,18)	908,356 % (-15,27)	1,072,128 % (-02,06)	1,094,762 % (-27,42)	1,508,486 % (-06,08)	1,606,282 % (-10,68)	1,798,526 % (-05,95)	1,912,446 % (-11,02)	2,149,448	عدد الأوامر المنفذة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأردن للأوراق المالية المتاح <https://www.ase.com.jo/ar>

يمكن تبسيط بيانات الجدول من خلال الشكل المبين أدناه :

### الشكل رقم (01-02): منحى المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان (2022-2013)



المصدر: من إعداد الطالب

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه انخفاض نسبة عدد الأوامر المنفذة لسنة 2014 عنه في سنة 2013 بمقدار 11,02% ويأتي هذا الانخفاض كنتيجة منطقية لانخفاض عدد العقود المنفذة بـ 118400 عقداً، وتقلص عدد الشركات المدرجة إلى 236 شركة في سنة 2014 بعد أن كان 240 في سنة 2013، رغم عدم تغير عدد شركات الوساطة بـ 61 شركة، كما تواصل انخفاض نسبة عدد الأوامر المنفذة لسنة 2015 بنسبة 5,95% عن مستواها في سنة 2014، لتناقص عدد العقود المنفذة بـ 112800 عقداً، وتراجع عدد الشركات المدرجة بـ 8 شركات ليصبح عددها 228 بدل 236 في سنة 2014، مع تراجع في عدد شركات الوساطة بشركة واحدة في سنة 2015 ليصبح 60 شركة، واستمر الانخفاض في نسبة عدد الأوامر



المنفذة لسنة 2016 عنه في سنة 2015 بمقدار 10,68 % ، وهذا راجع لانخفاض عدد العقود المنفذة بـ 192244 عقدا خلال سنة 2016 ، وصاحب هذا تراجع في عدد الشركات المدرجة إلى 224 شركة، وهذا لانخفاض عدد شركات الوساطة العاملة في البورصة إلى 57 شركة ، هذه الوتيرة المنخفضة لنسب عدد الأوامر المنفذة و عدد العقود المنفذة و عدد الشركات المدرجة استمرت في السنوات التالية (2017 و 2018 و 2019) وعرفت سنة 2017 تراجع كبير في عدد الشركات المدرجة بـ 30 شركة ليصبح عددها 194 مقارنة بسنة 2016 ، بينما عرفت سنة 2018 أكبر انخفاض في نسبة عدد الأوامر المنفذة بـ 27,42 % و عدد العقود المنفذة بـ 205700 عقدا بالمقارنة مع سنة 2017 حيث كان التراجع في عددها بـ 97796 عقدا ، رغم أن عدد شركات الوساطة بقي عددها ثابت تقريبا بـ 57 و 58 شركة لكل من سنتي 2017 و 2018 على التوالي ، ولم تختلف 2019 عن سابقتها إلا أن التراجع كان أقل حدة من سنة 2018 و بمقدار 2,06 % لأن عدد العقود المنفذة انخفض بـ 8800 عقدا وتراجع عدد الشركات المدرجة بـ 4 شركات عم كانت عليه في سنة 2018 ، ليصبح عددها 191 شركة ، على الرغم من أن شركات الوساطة لم يطرأ على عددها ومهامها أي تغيير .

- إن هذا التراجع الكبير في أداء الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الأردني في الفترة الممتدة من (2013 إلى 2019) يعود إلى تداعيات وتأثيرات الأزمة المالية العالمية وما ترتب عنها من ركود في اقتصاديات غالبية الدول المتقدمة والنامية خلال عامي 2008 و 2009 ولقد تباينت القنوات الرئيسية التي امتدت تأثيرات الأزمة من خلالها إلى الدول العربية، وذلك بحسب طبيعة اقتصادياتها ودرجة انفتاحها وارتباطها بالاقتصاد العالمي. حيث صنفت الدول العربية إلى ثلاث مجموعات. فالمجموعة الأولى\* وهي دول مجلس التعاون الخليجي التي تتسم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة وذات انكشاف عال على الأسواق المالية العالمية. أما المجموعة الثانية\*\* فتعتبر أسواق المال المحلية فيها غير مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالأسواق العالمية، إلا أن اقتصادياتها تعتمد على الإيرادات النفطية، وبالتالي فإن الطلب العالمي والأسعار العالمية للنفط تؤثر كثيرا على السياسة المالية المتبعة في هذه الدول والمسيرة للدورة الاقتصادية العالمية،

و تدخل الأردن ضمن دول المجموعة الثالثة\*\*\* التي يعتمد القطاع المصرفي والمالي فيها على موارد الإقراض المحلي، وبالتالي لا تتأثر اقتصادياتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية. غير أن الصدمات الخارجية تنتقل إلى اقتصادياتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة وشركائها التجاريين الرئيسيين في الاتحاد الأوروبي والولايات

المتحدة. ففي جانب المعاملات السلعية، تعتمد صادرات هذه الدول على أسواق الدول المتقدمة بالدرجة الأولى، وكذلك الأمر في جانب معاملات الخدمات كإيرادات السياحة، وتحويلات العاملين بالخارج وتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة. وتؤدي تقلبات الدورة الاقتصادية ومعدلات النمو في الدول المتقدمة، في ضوء الركود الناجم عن الأزمة إلى مخاطر تباطؤ النمو في دول المجموعة الثالثة، وذلك من خلال تراجع أداء قطاعاتها التصديرية عالية الانكشاف على أسواق الدول المتقدمة، وتراجع التدفقات المالية إليها من خلال تراجع إيرادات وحجم السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمار الأجنبي المباشر<sup>1</sup>.

تلتها بداية موجة جديدة من عدم الاستقرار السياسي داخل عديد الدول العربية مطلع 2011 لتستمر التناقضات والتجاذبات الداخلية والخارجية لبعض الدول، أثر بطريقة أو بأخرى على الدول المجاورة بما فيها الأردن، ظهرت بعدها أزمة من نوع جديد تلخصت في جائحة كوفيد-19 مع بداية عام 2020م<sup>2</sup>، أدت إلى انخفاض كبير في نسبة عدد الأوامر المنفذة عنه في سنة 2019 بمقدار 15,27% لانخفاض عدد العقود المنفذة بـ 8200 عقداً و تقلص عدد الشركات المدرجة إلى 179 شركة متراجعة بـ 12 شركة عمّ كانت عليه في 2019، وذلك لنقص عدد شركات الوساطة إلى 56 شركة سنة 2020، وهذا راجع لسياسة الغلق المنتهجة من قبل الحكومات في دول العالم، لتشهد سنة 2021 ارتفاعاً في نسبة عدد الأوامر المنفذة عنه في سنة 2020 بمقدار 92,18% لارتفاع عدد العقود المنفذة بـ 397300 عقداً خلال سنة 2020، رغم تراجع عدد الشركات المدرجة إلى 172 شركة بعدما كان 179 شركة في سنة 2020 وهذا لزيادة عدد شركات الوساطة بشركتين، وظهور بواحد الانفتاح على العالم الخارجي وإلغاء القيود المفروضة جراء الجائحة،

وفي الوقت الذي كانت تخطط فيه الحكومة لبدء مرحلة التعافي من جائحة كورونا وتداعياتها، جاءت الحرب الروسية الأوكرانية لتعطي مؤشرات تحذيرية حول عدم القدرة على تحسين الوضع الاقتصادي ومعالجة المشكلات الأساسية التي يعاني منها الأردن<sup>3</sup>، وبرز التراجع مرة أخرى في أداء الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية، فانخفض معدل عدد

<sup>1</sup> - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، الفصل العاشر، 2010، ص ص 206، 207

<sup>2</sup> - وسام ميهوب، التداعيات السياسية والاقتصادية على منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: من الأزمة الاقتصادية العالمية إلى جائحة كوفيد - 19 (2009-2020)، مجلة السياسة العالمية، المجلد 6 العدد 2، جامعة عنابة، السنة 2022، ص 173

<sup>3</sup> - <https://www.alaraby.co.uk/economy> غزو-أوكرانيا-يدفع-أسواق-الأردن-للركود-والتضخم، تاريخ التصفح: 18:56، 2023/4/25

## الفصل الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2013-2022)

الأوامر المنفذة في نهاية 2022 بـ 9,63 % لانخفاض عدد العقود المنفذة بـ 80400 عقداً و تقلص عدد الشركات المدرجة إلى 170 بنهاية السنة .

ثانياً : انعكاسات أداء الوساطة المالية على عدد الشركات المدرجة

يتمثل دور شركات الوساطة في بناء الثقة بين المستثمرين والسوق المالي، ويقع على عاتق شركات الوساطة الدور الرئيسي في جذب المستثمر المحلي والأجنبي للاستثمار في السوق، ويعتبر عدد الشركات المدرجة في البورصة ، أهم مؤشر لقياس أداء وكفاءة شركات الوساطة العاملة في سوق الأوراق المالية ، وقدرتها على تحفيز الشركات غير مدرجة بإدراج أسهمها لزيادة عمق السوق ، وبناء على هذا المؤشر سنحاول تقييم أداء الوساطة المالية في بورصة عمان ، حسب البيانات المتوفرة في الجدول الموالي .

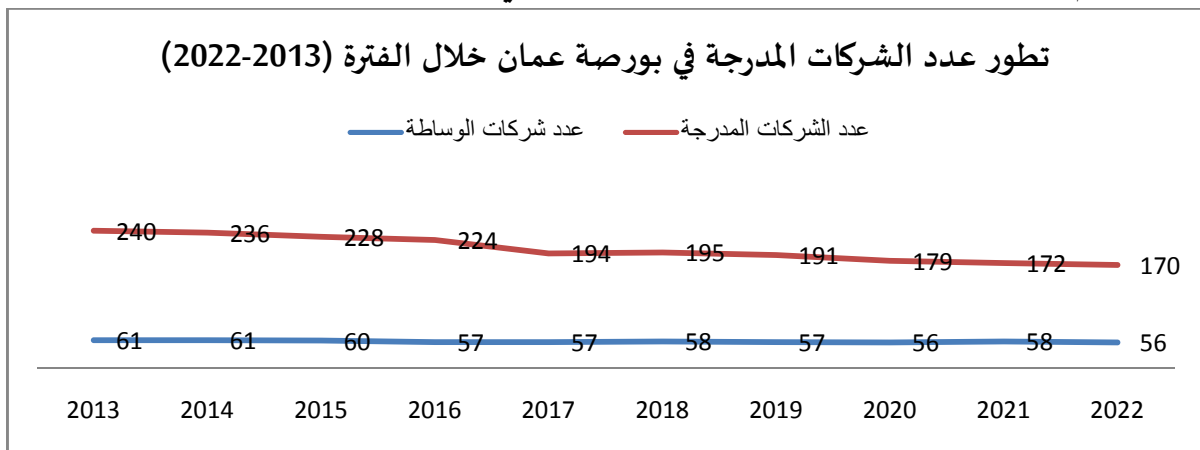
الجدول رقم (02-02): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن خلال الفترة (2013-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
56	58	56	57	58	57	57	60	61	61	عدد شركات الوساطة
170	172	179	191	195	194	224	228	236	240	عدد الشركات المدرجة
1,16-	3,91-	6,28-	2,05-	0,51+	13,39-	1,75-	3,38-	1,66-	1,23-	نسبة التغير في عدد الشركات المدرجة %

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأردن للأوراق المالية المتاح <https://www.ase.com.jo/ar>

يمكن تبسيط بيانات الجدول من خلال الشكل المبين أدناه :

الشكل رقم (02-02): منحنى تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2013-2022)



المصدر: من إعداد الطالب

\* الإمارات، البحرين، السعودية، عمان، قطر والكويت.

\*\* الجزائر، السودان، ليبيا واليمن.

\*\*\* الأردن، تونس، سورية، لبنان، مصر، المغرب وموريتانيا

- ويتضح من البيانات الواردة في الجدول أعلاه أن نسبة الانخفاض في عدد الشركات المدرجة بسوق الأردن للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (2013-2022)، كانت 2,64%، حيث بلغت نسبة الانخفاض في سنة 2013 حوالي 1,23% مقارنة بالسنة التي سبقتها، ما يعادل انخفاض عددها بـ 3 شركات عمّ كانت عليه ليصبح 240 شركة، وأرجع السبب إلى الانخفاض المسجل في عدد شركات الوساطة المالية الذي تراجع بشركة واحدة خلال سنة 2013 ليصبح 61 شركة وساطة، إلا أن التراجع في عدد الشركات المدرجة تواصل في سنة 2014 رغم ثبات عدد شركات الوساطة المالية بـ 61 شركة، ليسجل انخفاضا بـ 1,66% أي خروج (04) شركات من السوق ليصبح عددها 236 شركة مدرجة، ومع نهاية سنة 2015 تقلص عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني إلى 228 شركة مدرجة، مسجلا انخفاضا بنسبة 3,38% أي ما عادل انسحاب (8) شركات مدرجة، وهو عدد كبير إذا ما قارنها بعدد شركات الوساطة المنسحبة من البورصة لنفس السنة المقدر بشركة واحدة مسجلا 60 شركة عاملة، لتشهد سنة 2016 تراجعا ملحوظا في شركات الوساطة المالية بـ (03) شركات، ليصبح عددها 57 شركة عاملة، وهو أكبر تراجع مسجل في عدد شركات الوساطة المالية خلال فترة الدراسة، رافقه انخفاض بمعدل 1,75% في عدد الشركات المدرجة ليصبح عددها 224 شركة، وكانت أكبر نسبة محققة في تراجع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان و البالغة 13,39% في سنة 2017 حيث بلغ عدد الشركات المغادرة (30) شركة مقارنة بالسنة السابقة مسجلة 194 شركة، على الرغم من عدم حدوث أي تغير في عدد شركات الوساطة بـ 57 شركة وساطة، ليتغير وضع الشركات المدرجة في سنة 2018 ليسجل ارتفاعا طفيفا جدا، حيث بلغت نسبة النمو في عددها حوالي 0,51% بزيادة في عددها بشركة واحدة ليصبح عددها 195 شركة، ورجع ذلك لزيادة عدد شركات الوساطة العاملة. وعرفت سنة 2019 انخفاضا كسابقاتها، إذ تواصل التراجع في نسبة عدد الشركات المدرجة إلى 2,05% بخروج (04) شركات من السوق المالي ليصبح عددها 191 شركة، كما سجل عدد شركات الوساطة تراجعا بشركة واحدة ليصبح 57 شركة.

- نظريا ممّ تقدم يظهر لنا جليا أن التراجع في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني في الفترة الممتدة (من 2013 إلى 2019)، يعبر عن تراجع مستوى أداء شركات الوساطة في البورصة، إلا أن ذلك بسبب الأزمة المالية 2008، وثورات الربيع العربي،

والاضطرابات التي عانى منها الأردن نتيجة ذلك<sup>1</sup>. قد تمثل هذا التأثير في بروز المخاوف من شح السيولة في القطاع المصرفي وتدهور جودة الأصول المصرفية وعدم قدرة مقترضين على السداد، الأمر الذي بات يهدد سلامة القطاع المصرفي. كما تراجعت معظم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية بحدة، وعلى رأسها سوق الأوراق المالية الأردني<sup>2</sup>، التي تنتهي إلى مجموعة الدول ذات الانفتاح المتوسط إلى جانب (مصر، المغرب، تونس)، كان تأثر بورصاتها في مستوى تأثر بورصات دول المجموعة الأولى، حيث انخفض متوسط البورصات في هذه المجموعة<sup>\*\*\*</sup> إلى ما يقارب 22% من قيمة الأسواق، حيث خسر سوق عمان 5 مليار دولار في يوم واحد<sup>3</sup>، أدى الانكشاف المحدود على أسواق المال العالمية للقطاع المصرفي والمالي المحلي في الأردن إلى تقليل تأثيرات الأزمة المالية العالمية المباشرة، غير أن ارتباط اقتصاد الأردن بصورة وثيقة بالنشاط الاقتصادي والطلب في الدول المتقدمة، وذلك في جانب المعاملات السلعية والمتمثلة في تركيز اتجاه صادرات الأردن إلى أسواق الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة، وكذلك في جانب المعاملات الخدمية والرأسمالية والمتمثلة في تحويلات عمالته بالخارج وإيرادات السياحة وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. ولذلك فإن انكماش الطلب في دول الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة ودخول الاقتصاد العالمي في فترة ركود، كان له الأثر السلبي على صادرات الأردن، وعلى تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليه<sup>4</sup>، هذا أثر على عائدات الشركات في الأردن حال دون استثناء شروط الإدراج في البورصة.

وفي سنة 2020 استمر الانخفاض في نسبة عدد الشركات المدرجة ليبلغ 6,28% عمّ كانت عليه في سنة 2019، ما يعادل انخفاض بـ 12 شركة، ليصبح عددها 179 شركة، في المقابل انخفض عدد شركات الوساطة ليصبح مع نهاية السنة 56 شركة، ليتواصل التراجع في عدد الشركات المدرجة في سنة 2021 بمعدل 3,91% أي بـ (07) شركات ليصبح عددها 172 شركة، رغم ارتفاع عدد شركات الوساطة إلى 58 شركة مع نهاية السنة، كما عرفت سنة 2022 انخفاضاً في نسبة عدد الشركات المدرجة بلغت 1,16%، وانخفاضاً في عدد شركات الوساطة بشركتين، ليصبح عددها 56 شركة مع نهاية السنة.

<sup>1</sup> - بوعبدالله علي، يونس شميمية، أترمؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن دراسة قياسية باستخدام (ARDL) للفترة (1990 – 2019)، مجلة المهمل الاقتصادي، المجلد 04، العدد 02، جامعة الوادي، 2021، ص 367

<sup>2</sup> - نبيل جورج دحدح، تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط والغاز الطبيعي، مجلة صندوق النقد العربي، أبوظبي الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص 5

<sup>3</sup> - عزيزة بن سميحة، دلال بن سميحة، تداعيات الأزمة الراهنة على أسواق المال والتجارة العربية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، العدد الثالث، جامعة الوادي، 2012، ص 84

<sup>4</sup> - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، مرجع سبق ذكره، ص 213

ويعود التراجع في أداء الوساطة المالية في سوق الأردن خلال الفترة الممتدة (من 2020 إلى 2022) إلى عاملين رئيسيين هما جائحة كوفيد-19 في مطلع سنة 2020 و الغزو الروسي للأراضي الأوكرانية في أواخر سنة 2022 ، حيث أن بورصة عمان مثلها مثل الأسواق الأخرى سجلت تراجعاً يومياً كبيراً خلال فترة أزمة كورونا في تاريخ 2020/3/15 أي قبل يوم من قرار رئيس الوزراء في الموافقة على تكليف مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية ، بتعليق نشاط سوق عمان المالي اعتباراً من 2020/3/17 وحتى إشعار آخر، مضيفاً أن القرارات الحكومية أثرت كثيراً على أرباح الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان مما أثر سلباً على قيمة أسهمها وهذا بدوره انعكس على قيمة المؤشر العام<sup>1</sup>. كما أثرت بشكل كبير جداً وسلباً على القطاعات الخدمية الأردنية في أداءها المالي ، وذلك بسبب الإغلاق الكامل للمنافذ البرية و البحرية و الجوية بين المدن والدول ، وأثرت على الأداء المالي للشركات الخدمية العاملة في قطاع السياحة و الفنادق نظراً لاعتماد الأردن على السياحة بشكل عام، والسياحة العلاجية بشكل خاص<sup>2</sup>. بعد معاناة العالم العربي، وعلى مدار سنتين كاملتين، من تفشي وانتشار فيروس "كوفيد-19" لتلقي تداعيات الأزمة الأوكرانية على الأردن في سياق صادرات الأردن تجاه أوكرانيا وروسيا، على الرغم من العجز في الميزان التجاري يميل لتلك الدول إلا أن الحرب قد خلق خسارة للأردن في إيقاف حركة السلع والبضائع الأردنية تجاه أوكرانيا، وتجاه روسيا في ظل فرض عقوبات اقتصادية عليها، ويقابل ذلك خسائر كبيرة للمستثمرين الأردنيين والعمالة الأردنية في أوكرانيا<sup>3</sup>. الأمر الذي أدى إلى تقلص في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأردني بسبب آثار الأداء المالي لها .

نستنتج أن التراجع الحاصل في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق الأردني ليس له علاقة بأداء الوساطة المالية ، وإنما راجع إلى تداعيات و نتائج الأزمات المؤثرة على المجالات المختلفة في منطقة الشرق الأوسط بين أزمة ذات بعد اقتصادي تلخصت في "الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008" ، و حالة من عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدول المجاورة ، وبين أزمة صحية تمثلت في "جائحة كوفيد-19" ، لتدخل تداعيات الحرب الروسية على أوكرانيا على الخط . لتؤكد ارتباط الاقتصاد الأردني الوثيق بالاقتصاد العالمي.

<sup>1</sup> - <https://www.ammonnews.net/article/608237> ، تاريخ التصفح : 2023/04/28 18:38

<sup>2</sup> - محمد محمد أبو عقرب ، محمد الشارف أحمد ، أثر جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية ، مجلة الآفاق الاقتصادية ، جامعة المرقب ، ليبيا ، 2022 ، ص 134

<sup>3</sup> - <https://www.ammanjo.co/article/167266> تاريخ التصفح : 2023/04/28 22:40

### المطلب الثالث : دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية الأردني

تقوم سوق الأوراق المالية بدور بارز في الاقتصاد، بتعبئة المدخرات و من ثم توجيهها إلى المشاريع الاستثمارية المنتجة ، و لبلوغ الأهداف الاقتصادية المرجوة يجب أن تتمتع هذه السوق بنوع من النشاط و التطور. نقول عن هذه السوق أنها نشيطة و متطورة عندما توفر الحماية للمستثمر (العميل)، و تتوفر فيها العدالة، الكفاءة، الفعالية، الشفافية و تنخفض فيها مخاطر المنظومة. و من أجل تنشيط و تطوير هذه السوق توكل جميع المهام و الواجبات إلى هيئة السوق المالية، هذه الأخيرة نقلت هذا العبء إلى الوسطاء الماليين من خلال إلزامهم باللوائح التنفيذية التي تفرضها. ولمعرفة الدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط هذه السوق. سنحاول تسليط الضوء على واقع الوساطة المالية في بورصة الأردن للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة (2013-2022).

#### أولاً : تأثير أداء الوساطة المالية على مؤشرات السوق المال الأردني

عُرف على سوق الأوراق المالية على أنها سوق يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، وتشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات و القطاعات المتنوعة في المجتمع ، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد ككل ، ولتحديد مدى تطور ونشاط سوق الأوراق المالية و نضجها ، نعتمد على مجموعة من المؤشرات التي تستخدم لقياس أداء سوق الأوراق المالية ومن أهم هذه المؤشرات :

- مؤشر السوق : رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية)

- سيولة السوق: (مؤشر حجم التداول ، معدل الدوران)

(أ) مؤشر السوق :

الجدول (02-03): تطور الرسملة البورصية لسوق الأردن خلال الفترة الممتدة (2013-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
56	58	56	57	58	57	57	60	61	61	عدد شركات الوساطة المالية
18003,8	15495,7	12907,8	14914,8	16122,7	16962,6	17339,4	17984,7	18082,6	18233,5	القيمة السوقية (مليون دينار)
16,18+	20,04+	13,45-	7,49-	4,95-	2,17-	3,58-	0,54-	0,82-	4,74-	نسبة التغير في القيمة السوقية %

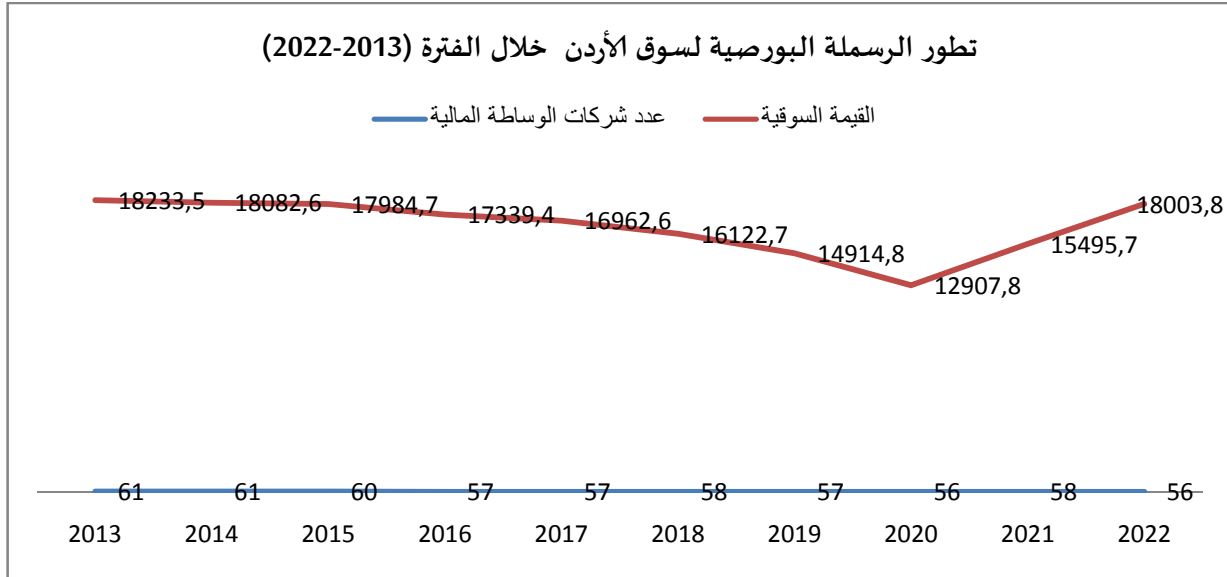
<https://www.ase.com.jo/ar>

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأردن للأوراق المالية المتاح

## الفصل الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2022-2013)

يمكن تبسيط بيانات الجدول من خلال الشكل المبين أدناه :

الشكل رقم (02-03): منحى تطور الرسملة البورصية لسوق الأردن خلال الفترة (2022-2013)



المصدر: من إعداد الطالب

- القيمة السوقية : سجلت رسملة السوق لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان انخفاضا في نهاية عام 2014 بنسبة 0,82 % لتبلغ حوالي 18082,6 مليون دينار مقابل 18233,5 مليون دينار في نهاية 2013 ، كما سجلت انخفاضا بـ 0,54 % لتبلغ 17984,7 مليون دينار بنهاية عام 2015 ، وعرف عام 2017 انخفاضا في القيمة السوقية بنسبة 2,17 % لتبلغ 16962,6 مليون دينار، مقابل 17339,4 مليون دينار مع نهاية 2016 ، لتشهد رسملة السوق انخفاضا في عام 2018 ليبلغ 16122,7 مليون دينار ، لتواصل بعد ذلك القيمة السوقية انخفاضا في سنة 2019 مسجلة أدنى قيمة لها في هذه الفترة قدرت بـ 14914,8 مليون دينار، ومرد ذلك إلى الصدمات المتلاحقة التي تعرض ويتعرض لها الاقتصاد الأردني مثل الأزمة الاقتصادية المالية العالمية نهاية 2008 (أزمة الرهن العقاري)، وتراجع أداء البورصة بسبب تراجع أداء الشركات و انسحابها منها بسبب تدهور الأوضاع السياسية والأمنية لدول الجوار<sup>1</sup>. وبلغ الانخفاض ذروته نهاية 2020 مسجلا ما قيمته 12907,8 مليون دينار، لأن كل مؤشرات بورصة عمان شهدت خلال عام 2020 تراجعا واضحا مقارنة بالعام السابق وذلك نتيجة لتعليق نشاطها من تاريخ 2020/3/17 إلى 2020/5/9 بسبب تداعيات جائحة كورونا، فانخفض إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان خلال شهر حزيران (2020 بعد الإغلاق) بنسبة 4,9% بمقدار 639,3 مليون دينار مقارنة بشهر آذار

1 - بوعبدالله علي، يونس شميصة، مرجع سبق ذكره ، ص 367



## الفصل الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2022-2013)

(2020 قبل الإغلاق) كما انخفض الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم (مرجحاً بالأسهم الحرة) بنسبة 3,9% لنفس الفترة بمقدار 65 نقطة. وشهدا عامي 2021 و 2022 ارتفاعاً في نسبة القيمة السوقية بـ 20,04% و 16,18% ، لتبلغ 15495,7 مليون دينار و 18003,8 مليون دينار على الترتيب . بينما كانت الأردن تتعافي تدريجياً من الجائحة ، جاءت الحرب الروسية الأوكرانية لتهدد ذلك التقدم الذي حققته و تسبب في تثبيط جهود تعافي الاقتصاد الأردني من جائحة كورونا لأنه أول المتأثرين وأكثر الخاسرين، حيث أن الأردن ترتبط باتفاقيات تجارية مع روسيا وأوكرانيا، وبالتالي قد تتوقف اتجاهات معينة من التبادل التجاري والتصدير وخسارة أسواق خارجية نتيجة ظهور قرارات وعقوبات دولية قد تطبق لاحقاً<sup>2</sup> ، وهذا يكون له تأثير مباشر على عوائد الشركات الأردنية ، ويؤدي إلى انسحابها من سوق المالي.

(ب) سيولة السوق: (مؤشر حجم التداول ، معدل الدوران)

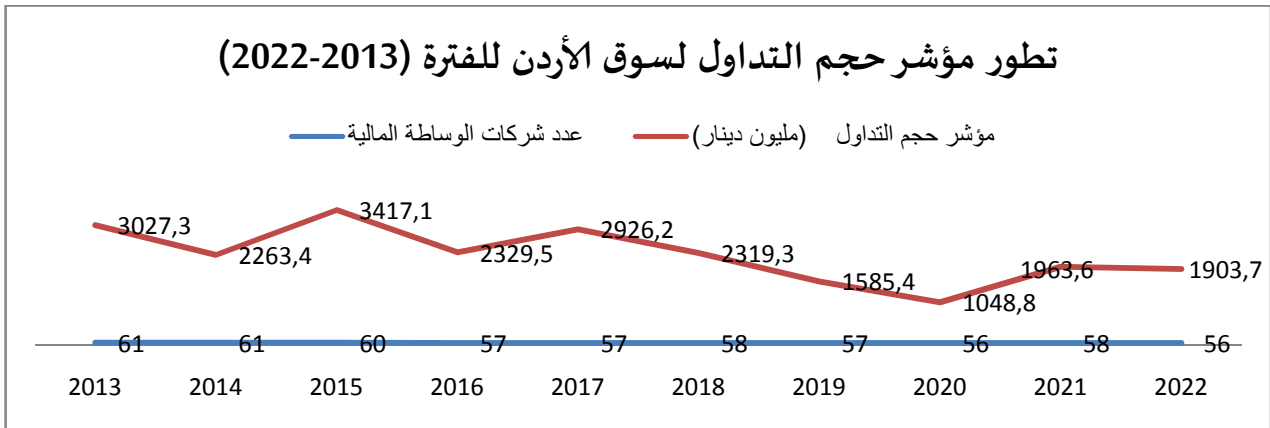
الجدول رقم (04-02): تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأردن خلال الفترة (2022-2013)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
56	58	56	57	58	57	57	60	61	61	عدد شركات الوساطة المالية
1903,7	1963,6	1048,8	1585,4	2319,3	2926,2	2329,5	3417,1	2263,4	3027,3	مؤشر حجم التداول (م دينار)
3,05 -	87,22 +	33,84 -	31,64 -	20,74 -	25,61 +	31,82 -	50,97 +	25,23 -	52,98 +	نسبة التغير في حجم التداول %

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأردن للأوراق المالية المتاح <https://www.ase.com.jo/ar>

يمكن تبسيط بيانات الجدول من خلال الشكل المبين أدناه :

الشكل رقم (04-02): منحني تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأردن للفترة (2022-2013)



المصدر: من إعداد الطالب

1 - منتدى استراتيجيات الأردن ، أداء القطاع المالي في الأردن خلال جائحة كورونا - آب ، 2020 ، ص 7

2 - <https://www.ammonnews.net/article/664105> تاريخ التصفح : 2023/04/30 22:45

## الفصل الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2013-2022)

- مؤشر حجم التداول : يتضح من الجدول أعلاه انخفاض في حجم التداول في سنة 2014 إلى 2263,4 مليون دينار مقابل 3027,3 مليون دينار، رغم عدم تغير عدد شركات الوساطة ، ثم عاود الارتفاع العام 2015 إذ بلغ أقصى قيمة له بـ 3417,1 مليون دينار، رغم تراجع عدد شركات الوساطة بشركة واحدة ، لتصبح 61 شركة ، ليشهد بعد ذلك تهاويا في قيمته حيث بلغ أدنى قيمة له سنة 2020 بـ 1048,8 مليون دينار ، مع تراجع مستمر في عدد شركات الوساطة ليصبح 56 شركة مع نهاية سنة 2020 ، ويفسر هذا بتراجع أداء البورصة نتيجة تأثرها بالأزمة المالية 2008 ، بالإضافة إلى أوضاع السياسية و الأمنية الإقليمية المحيطة بالبورصة ، و أثر السلبي لجائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية ، لهبوط مستوى مبيعاتها إلى النصف ، الأمر الذي أضطر هذه الشركات لتقليص ساعات العمل والأجور ، كما أدى تراجع الإيرادات إلى أن تواجه معظم الشركات عسرا ماليا ، حيث أفاد قرابة 93% من الشركات الأردنية بأنها تعاني من تراجع التدفقات النقدية ، كما قامت الشركات الصغيرة الحجم بتصفية أعمالها نهائيا ، فبلغت نسبة الشركات التي قامت بتصفية أعمالها نهائيا في الأردن 17% خلال الفترة (من نوفمبر 2020 إلى يناير 2021) 1، ليسجل مع نهاية عام 2021 ارتفاعا ليبلغ 1963,6 مليون دينار ، كنتيجة لبداية التعافي من الجائحة ، لتلقي الحرب الروسية الأوكرانية انعكاسا سلبيا على سوق الأوراق المالية الأردني ، ليتراجع حجم التداول إلى 1903,7 مليون دينار في نهاية 2022 .

### الجدول رقم (02-05) : تطور معدل الدوران لسوق الأردن خلال الفترة (2013-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
56	58	56	57	58	57	57	60	61	61	عدد شركات الوساطة المالية
18,6	24,2	17,3	18,2	18,8	25,7	27,2	37,3	32,8	38,0	معدل دوران السهم %

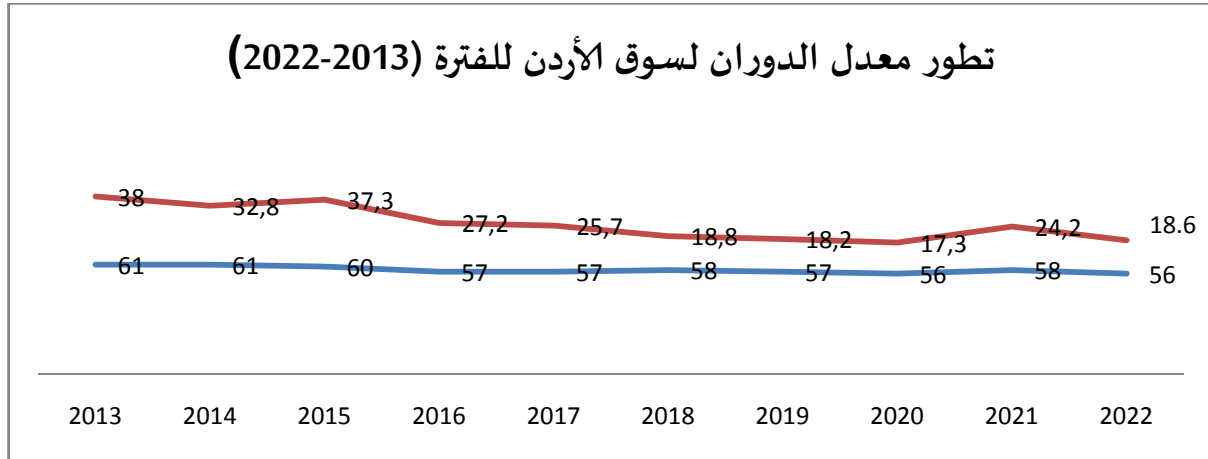
<https://www.ase.com.jo/ar>

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأردن للأوراق المالية المتاح

يمكن تبسيط بيانات الجدول من خلال الشكل المبين أدناه :

<sup>1</sup> - محمد محمد أبو عقرب ، محمد الشارف أحمد ، مرجع سبق ذكره ، ص 121

الشكل رقم(02-05):منحنى تطور معدل الدوران لسوق الأردن للفترة (2022-2013)



المصدر: من إعداد الطالب

- معدل الدوران: يتبين لنا من الجدول أعلاه أن معدل دوران السهم في سوق عمان المالي قد شهد انخفاضا متواصلا خلال الفترة (2020-2013) ، باستثناء عام 2015، وبلغ ذروته سنة 2020 مسجلا 17,3 % بعدما تجاوز حد ، 37% في بداية الفترة محل الدراسة ، رافق هذا الانخفاض تقلصا متواصلا في عدد شركات الوساطة مسجلة، تراجعاً بـ (05) شركات ليصبح عددها 56 شركة مع نهاية 2020 ، ويعود ذلك إلى عدة عوامل منها تداعيات الأزمة المالية 2008 ، بالإضافة إلى أوضاع السياسية والأمنية الإقليمية المحيطة بالبورصة ، وأثر السلبي لجائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية، ليسجل بعدها ارتفاعا بلغ 24,2% في عام 2021 في بداية لتخلص من آثار الجائحة ، لكن الحرب الروسية الأوكرانية في بداية سنة 2022 جعلته ينخفض إلى 18,6% .

#### ثانيا : انعكاسات الوساطة المالية على الشركات المدرجة والعقود المنفذة

إن ضمان استمرارية سوق الأوراق المالية و تطوره يرجع بقدر كبير إلى قوة مؤسسات الوساطة المالية وقدرها على القيام بعمليات التغطية والترويج وتسهيل المعاملات و السرعة في تنفيذها. يتضح الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في البورصة من خلال تنفيذهم لأوامر العملاء و التأكد من تسويتها، خلق السوق الأولية من خلال العروض التي تقدمها لطالبي الأموال من أجل الاكتتاب.

## الفصل الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الأردني للفترة (2013-2022)

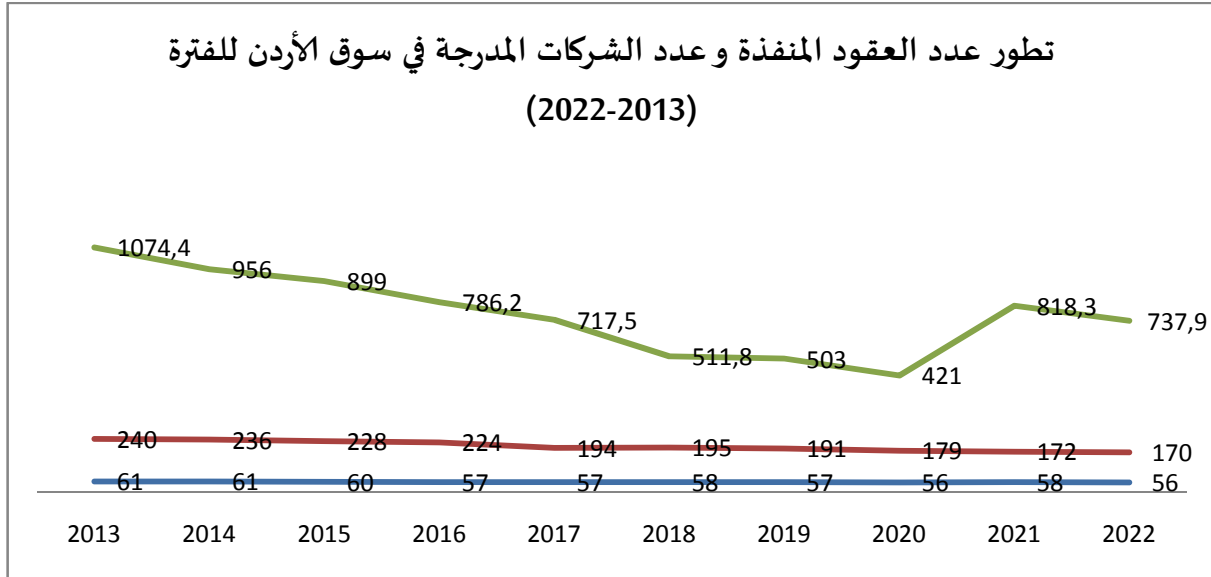
الجدول (06-02) : تطور عدد العقود المنفذة و الشركات المدرجة في سوق الأردن للفترة (2013-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
56	58	56	57	58	57	57	60	61	61	عدد شركات الوساطة
170	172	179	191	195	194	224	228	236	240	عدد الشركات المدرجة
737,9	818,3	421,0	503,0	511,8	717,5	786,2	899,0	956,0	1074,4	عدد العقود المنفذة (بالآلاف)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأردن للأوراق المالية المتاح <https://www.ase.com.jo/ar>

يمكن تبسيط بيانات الجدول من خلال الشكل المبين أدناه :

الشكل(06-02) : منحى تطور عدد العقود المنفذة وعدد الشركات المدرجة في سوق الأردن للفترة (2013-2022)



المصدر: من إعداد الطالب

- يتبين لنا من الجدول أعلاه أن عدد العقود المنفذة في سوق عمان المالي قد شهد انخفاضا متواصلا خلال الفترة (2013-2020) ، ليسجل أدنى قيمة له في سنة 2020 بـ 421 ألف عقدا ، ورافق ذلك تقلص في عدد شركات المدرجة مسجلة تراجعاً بـ (61) شركات ليصبح عددها 179 شركة مع نهاية 2020 ، رغم التراجع الطفيف في عدد شركات الوساطة بـ (04) شركات مسجلة 56 شركة ، ويعود ذلك إلى عدة عوامل منها تداعيات الأزمة المالية 2008 ، بالإضافة إلى أوضاع السياسية والأمنية الإقليمية المحيطة بالبورصة ، وأثر السلبي

لجائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في سوق الأوراق المالية، ليسجل بعدها عدد العقود المنفذة ارتفاعا بلغ 94,37% في عام 2021، ما عادل 818,300 عقدا، رغم انخفاض عدد الشركات المدرجة إلى 172 شركة، وزيادة بسيطة في عدد شركات الوساطة ليصبح 58 شركة، وذلك لبداية التعافي والتخلص من آثار الجائحة، لكن الحرب الروسية الأوكرانية في بداية سنة 2022 جعلته يعاود الانخفاض بنسبة تقدر بـ 9,82% ليصبح عدد العقود المنفذة 737900 عقدا، وقابل هذا انخفاضا في عدد كل من شركات الوساطة والشركات المدرجة.

- وعليه من خلال الدراسة النظرية التحليلية لتأثير الابتكارات المالية على أداء الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية الأردني في الفترة الممتدة (2013-2022)، اتسمت السوق المالي في الأردن بالضيق وذلك للتراجع الكبير في كل من مؤشر القيمة السوقية، ومؤشر عدد الشركات المدرجة، كما عرف شحا في السيولة لانخفاض حجم التداول و معدل الدوران، لنقص في التعاملات، رغم محافظة السوق المالي الأردني على نفس عدد شركات الوساطة تقريبا خلال الفترة (2013-2022)، نستنتج أنه لم يكن لأداء شركات الوساطة دخل في تراجع نشاط السوق الأردني، إنما كان لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، وللاضطرابات السياسية والإقليمية لدول الجوار، ولجائحة كورونا، والحرب الروسية الأوكرانية، النصيب الأكبر في تراجع سوق الأوراق المالية الأردني.

### خلاصة الفصل الثاني :

تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في سوق الأوراق المالية ، نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة ، حيث يقع على عاتق مؤسسات الوساطة المالية جذب المستثمر إلى سوق الأوراق المالية ، وبذلك ينعكس حسن أداء هذه المؤسسات على كفاءة سوق الأوراق المالية ونشاطها ، بالمقابل تدهور وانخفاض أداء هذه المؤسسات ، لا ينصب تأثيره على هذه المؤسسات و سوق الأوراق المالية فحسب ، بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلبا على الأداء الاقتصادي ككل ، و استطاعت مؤسسات الوساطة المالية أن تخطو خطوات عملاقة في السنوات الأخيرة و خاصة فيما يتعلق بتطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية، جراء ظهور الابتكارات المالية (الأدوات و العمليات المالية الجديدة كالمشتقات المالية و عملية التوريق) التي ساهمت في زيادة كفاءة وفعالية هذه المؤسسات ، من خلال تحفيز الشركات المدرجة وغير المدرجة على الانخراط في المعاملات المالية ، لتحقيق أعلى العائد بأدنى خطر، شريطة أن تكون الظروف المحيطة بالسوق المالي ملائمة ، لا تحد من نشاط الوساطة المالية كالأزمات و الأوضاع السياسية و الأمنية والإقليمية التي تؤثر على أداء البورصة سلبا .

تكتسي الابتكارات المالية مكانة بالغة الأهمية في البيئة المالية ، وتعتبر مقياسا رئيسيا لنضج السوق المالي وجودة المعاملات فيه ، و مؤثرا رئيسيا في تنشيط سوق الأوراق المالية ، ارتفاعا أو انخفاضاً ، فهي عبارة عن مؤشر يومي يبين لنا حالة السوق وظروف الاستثمار فيه بتوفر البدائل التمويلية ويسر عمليات تداولها ، فنتج عن ضخامة التعامل بها تحفيزا كبيرا لأداء الوساطة في سوق الأوراق المالية ، بتحقيق الشفافية والأمان للمتعاملين والمستثمرين في السوق ، ورفع كفاءة وسرعة التعامل ، فانعكس أداءها على فعالية ونشاط سوق الأوراق المالية ، وأصبحت العصب الحقيقي لها ، تنتعش بانتعاشها وتنكمش بانكماشها ، ويتحقق التكامل الوظيفي بين سوق الأوراق المالية ومكونيه المذكورين آنفا فقط ، إذا ما توفرت البيئة الملائمة لذلك ، من استقرار في الأوضاع المالية والسياسية في العالم ، لأن الأسواق العالمية مرتبطة فيما بينها ارتباطا وثيقا ، تؤثر وتتأثر على بعضها البعض ، وبالآزمات المختلفة سواء كانت داخلية أو خارجية .

#### اختبار صحة الفرضيات :

- الابتكار المالي يعد من أهم المجالات التي تهتم بها المؤسسات والأسواق المالية، لأنه يجعل المستثمرين فعالين في السوق المالي لما فيه من تجديد لمنتجاته المالية التي تتماشى والحاجات التمويلية المعاصرة، كما يهدف إلى إيجاد حلول للمشاكل المالية ، عن طريق تصميم أدوات وعمليات مالية جديدة ، هذه الأخيرة تفرض على مؤسسات الوساطة المالية البحث عن متعاملين بها ، بكسب ثقة المتواجدين في السوق بها ، واستقطاب متعاملين جدد إلى السوق ، وبهذا الشكل يمكن أن يزيد من أداء الوساطة ويجعلها تسهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وتلبية حاجات المستثمرين. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

- تزايد استخدام وانتشار الابتكارات المالية يعتبر معيارا للحكم على مدى نجاحها وفعاليتها في تعظيم العوائد والتحوط من المخاطر المالية و سهولة التعامل بها من جهة ، و من جهة أخرى يعود الفضل للتطور في أداء الوساطة المالية المصاحب لهذا التزايد و الانتشار للابتكارات المالية ، بتحسين كفاءة أداءها ، من خلال سرعة ودقة الحصول على المعلومة و توسيع الفرص المتاحة للاستثمار ، عن طريق خفض تكاليف المعاملات وخفض تكاليف عدم تماثل المعلومات و تكاليف الوكالة ، هذا يثبت تلك العلاقة الطردية التكاملية بين الابتكارات المالية وأداء الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية . وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي سوق للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الابتكارات المالية ، والمعلومات ودخول عدد كبير من المتعاملين ، فأداء البورصة للوظائف المكلفة بها

والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار يعتمد على مدى نشاط و أداء الوساطة المالية في ظل توفر الأدوات المالية ، ومدى تطور بورصة الأوراق المالية نفسها، إلا أن ميزة الكفاءة لا تحقق لسوق الأوراق المالية ، بحسن أداء وسلامة الوساطة المالية ، و توافر الأدوات المالية المبتكرة فقط ، وإنما تحتاج إلى ظروف اقتصادية وسياسية عالمية ملائمة خلية من التوترات السياسية كالحروب ، الأزمات المالية بشتى أنواعها ، نظرا لترابط أسواق المال العالمية . وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الثالثة.

#### نتائج الدراسة :

من خلال ما تم تناوله توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن حصرها في مايلي:  
- يعد الابتكار المالي من أهم المجالات التي تهتم بها إدارات المؤسسات المالية الناجحة، ذلك لأنه يجعل المؤسسات المالية و البنوك متواجدة بشكل فعال في السوق المصرفية والمالية ، و محافظة على استثماريتها وملبية للحاجيات ورغبات زبائنها المواكبة للتطورات المالية .  
- تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم.

-أفرز الابتكار المالي تشكيلة متنوعة من المنتجات و العمليات المالية ، سهلت و سرعت المعاملات المالية ، و ساهمت في تطور وتنوع مؤسسات الوساطة المالية ، والرفع من وتيرة أداءها ، و توسيع السوق وتنشيطه.

- ظهور الابتكارات المالية أدى إلى تراجع دور الوساطة المالية التقليدية المتمثلة في وساطة البنوك التجاري ، كقبول الودائع وتقديم القروض بسعر فائدة ثابت ، و بروز مؤسسات وساطة جديدة ، ساهمت في تنشيط سوق الأوراق المالية ، بتوفير فرص استثمار متعددة وبعوائد غير محدودة وتناسب كل فئات المستثمرين .

- وجود مؤسسات وساطة فعالة يسمح باستمرارية السوق من خلال مهامها التي تعمل على تنشيط السوق، وزيادة فعاليته. في ظل تنوع المعاملات المالية بفضل الابتكارات المالية .

- فرض الابتكار المالي نوعا من جدية في تعامل المؤسسات المالية مع التطورات الحاصلة في البيئة المالية ، لزيادة حدة المنافسة فيما بينها ، ولضمان استثماريتها في السوق .



- إيجابية تأثير الابتكارات المالية ، وأداء الوسطاء الماليين على تنشيط سوق الأوراق المالية مرهونة بتوفر عوامل أخرى في الغالب يصعب التحكم فيها .

#### التوصيات :

وفي ضوء ما سبق فإننا نوصي بما يلي:

- إصلاح الأنظمة والقوانين والتشريعات بما يتماشى وتطوير سوق الأوراق المالية ، وجعلها سوق تمويلية مهمة تقوم بتوفير الموارد المالية للمؤسسات الوطنية سواء كانت عمومية أو خاصة .

- ضرورة تسقيف حجم وقيمة العقود المتداولة المرتبطة بمنتجات الهندسة المالية، لتجنب حدوث الأزمات المالية ، لتعود هذه المنتجات إلى وظيفتها الأساسية والمتمثلة في التحوط من المخاطر وإدارتها، عوض المضاربة بها في معاملات وهمية الغرض منها تحقيق الأرباح فقط .

- ضرورة إدراج منتجات الهندسة المالية في مختلف الأسواق المالية العربية، للاستفادة من مختلف المزايا التي تقدمها للمستثمرين، وكذا تنشيط والمساهمة في تطوير الأسواق المالية.

- تشجيع عمليات الابتكار المالي عبر مختلف الأسواق، بهدف ابتكار منتجات مالية أقل مخاطرة مقارنة بالمنتجات المالية الموجودة.

- الاعتماد على مؤشرات في الأسواق لتسهيل ومعرفة القياسات القيم السوقية لأسهم الشركات.

- الاستفادة من الهندسة المالية في سبيل ابتكار أدوات مالية (استثمارية) لتحقيق أعلى عائد بأقل المخاطر.

- يجب على القائمين على الأسواق المالية فرض رقابة إضافية على الأسواق غير المنظمة باعتبار أن إجمالي التداولات يتركز في هذه الأسواق.

- تشجيع الادخار وتوجيهه نحو سوق الأوراق المالية من خلال حماية المدخرين و منحهم إعفاءات ضريبية و تشجيعهم بكل الوسائل المتاحة (إعلانات، مزايا، فضاءات مفتوحة لتعريف الجمهور.

- إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في سوق الأوراق المالية و مساعدتها على الدخول في أحسن الظروف و بالقيم المالية المناسبة.

- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية و أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، و قرارات مجلس الإدارة و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار.

- على مؤسسات الوساطة في البورصة التعاون مع المؤسسات الأكاديمية و الاقتصادية و المصرفية و الإعلامية لعقد ندوات دراسية و محاضرات و مؤتمرات لزيادة الوعي الاستثماري لدى أفراد المجتمع.

- إعطاء مؤسسات الوساطة الحق في المشاركة في صنع القوانين و القرارات المتعلقة بالسوق المالية عامة و سوق الأوراق المالية خاصة و ذلك عبر ممثلين عنهم، مما سيساهم في زيادة الشفافية و الوضوح للمؤسسات و قيمها المالية.

- على مؤسسات الوساطة في البورصة تطوير و تحسين الخدمات التي تقدمها للمستثمرين، كما أن عليها إعطاء أهمية أكبر لمسألة تدريب و تأهيل موظفيها و الحصول على كوادر من المتخصصين القادرين على إجراء التحليل الأساسي و الفني و تقديم الاستشارة القائمة على أسس علمية.

- استكمال الإطار التشريعي و ذلك من خلال سن القوانين و التشريعات و، يأتي في مقدمتها قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية و اللوائح التنفيذية، بالإضافة إلى القوانين و أنظمة الاستثمار و الضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية و القوانين العامة ذات الصلة و التأثير غير المباشر على السوق.

#### آفاق الدراسة :

في إطار دراستنا لهذا الموضوع، لاحظنا أن هناك العديد من المواضيع تحتاج إلى المزيد من البحث و التحليل، لذا نقترح هذه المواضيع الآتية كي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل:

- السبل الكفيلة لمواجهة مشاكل و عوائق صناعة الهندسة المالية

- مدى قدرة الصناعة المالية الإسلامية على تطوير النشاط المصرفي في الجزائر

## قائمة المراجع :

### الكتب :

- أزهرى الطيب الفكي حمد ، أسواق المال ، دار الجنان للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2017.
- الطاهر لطرش ، الاقتصاد النقدي و البنكي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، الطبعة الثانية ، 2011 .
- بن ابراهيم الغالي ، بن ضيف محمد عدنان ، الأسواق المالية الدواية – تقييم الأسهم و السندات- ، دار علي بن زيد للطباعة والنشر- بسكرة –الجزائر ، الطبعة الأولى 2019 .
- سامر مظهر قنطقجي ، فقه الابتكار المالي بين التثبيت و التهافت أصوله – قواعده – معايير مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية ، جامعة كاي ، الطبعة الثالثة ، 2021 .
- عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي -مقدمة إلى الهندسة المالية - ، الطبعة الأولى، دار النشر E-Ktub ، لندن ، 2017،
- عبد الله حسن مسلم الإبداع و الابتكار الإداري ، دار المعترف للنشر و التوزيع ، الأردن، 2014،
- مبارك بن سليمان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي ، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، السعودية ، الطبعة الأولى ، 2010 .
- محمد أحمد الأفندي ، الاقتصاد النقدي و المصرفي ، دار مركز الكتاب الأكاديمي ، الأردن الطبعة الأولى ، 2018 .
- مصطفى كولار و اخرون ، الوساطة و السمسرة في سوق الأوراق المالية ، الناشر ألفا للوثائق ، الجزائر، الطبعة الأولى ، 2019 .
- الأطروحات والمذكرات :**
- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 2005/2006
- مناصرية خولة ، أثر أدوات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن (خلل الفترة : 1990 - 2014)، مذكرة تدخل ضمن شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة ، 2015/2016 .

- بصيري محفوظ ، أثر تحديث بنوك الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية . دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر- مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص: بنوك، نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ، 2018/2017 .
- عليي مريم ، الوساطة المالية و أهميتها في تفعيل التعاملات المالية في البورصة (حالة الجزائر)، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص: اقتصاد مالي و تقنيات كمية ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2020-2019.
- عمر طالب ، أثر توريق الديون الرهينة على أداء السوق الثانوية العقارية – دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا – مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، 2015/2014 .
- عميروش شلغوم ، تحولات النظام المالي وفعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي -دراسة حالة الجزائر- مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه علوم اقتصادية تخصص نقود، مالية وبنوك ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2018/2017 .
- لحسين عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل - مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية- مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة دكتوراه في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2016/2015.
- الزين محمد مصطفى محمد نور، دور مؤسسات الوساطة المالية في تمويل الاستثمار الحقيقي في السودان (2017/2000) ، بحث تكميلي لاستيفاء درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي(التمويل) ، كلية الدراسات العليا ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، 2020 .
- العربي نعيمة ، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير. تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة الجزائر، 2009/2008.

- بشرى علي، دراسة تكامل سوق دمشق للأوراق المالية مع مجموعة مختارة من الأسواق المالية العربية والعالمية، مذكرة تدخل ضمن نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد تخصص تحليل كلي، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين سوريا، 2016.
- بن زريق محمد، النظام القانوني لأمر البورصة في القانون الجزائري، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الحقوق، تخصص: قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2014/2013.
- بن صوشة ثامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الجزائر- مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009/2008.
- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير. تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012-2011.
- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك - BNP PARIBA، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007-2006.
- بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص: دراسات مالية ومحاسبية - معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2011/2010.
- بوغنبوز أمينة، أثر المعلومة المالية في السوق المالي مع دراسة حالة: بورصة القيم المنقولة للجزائر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- حريزي رابع، سوق الأوراق المالية(البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة تدخل ضمن شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة قسنطينة، 2010/2009.

- محمد الهاشمي حجاج أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة تدخل ضمن نيل متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص : مالية الأسواق ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة ' 2012/2011 .

- مزبود إبراهيم ، سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في الدول العربية – دراسة حالة الجزائر-، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ، 2008/2007 .

- مصطفى محمد رمضان أبو هدروس ، أثر الوساطة المالية في فلسطين على الناتج المحلي الإجمالي دراسة تطبيقية ، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماجستير في الاقتصاد من كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة الأزهر – غزة فلسطين ، 2015

- راما معاذ العداي ، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي ( دراسة ميدانية على هيئة الأسواق والأوراق المالية) ، مشروع أعد لنيل درجة الإجازة في العلوم الإدارية تخصص مصارف ومؤسسات مالية ، تخصص المصارف ، كلية العلوم الإدارية ، جامعة الشام سوريا ، 2020/2019 .

- آمنة حجوة ، عمليات البورصة ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر شعبة الحقوق تخصص: قانون أعمال ، كلية الحقوق و العلوم السياسية قسم الحقوق ، جامعة أم البواقي ، 2015/2014 .

#### المجلات و الملتقيات :

- بريك فريد . بوعتروس عبد الحق ، دور الوساطة المالية الحديثة في أزمة الرهن العقاري ، مجلة العلوم الإنسانية العدد 45 ، المجلد أ ، جامعة قسنطينة ، 2016 .

- بوعبدالله علي، يونس شميصة ، أثر مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن دراسة قياسية باستخدام (ARDL) للفترة (1990 – 2019) ، مجلة المنهل الاقتصادي ، المجلد 04 ، العدد 02 ، جامعة الوادي ، 2021 .

- بيطاط نورالدين، بوالزليفة صابر ، آليات تدعيم وتنمية الابتكار والإبداع كأداة لاستدامة المشاريع المقاولاتية ، مجلة إقتصاد المال والأعمال JFBE المجلد 03 العدد 02، جامعة باتنة ، 2019، ص 4

- خالد حسن زبدة ، أثر مؤشرات السوق المالي على النمو الاقتصادي: دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين ، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية المجلد (7) العدد(17)، جامعة القدس فلسطين ، 2022 .
- روشو عبد القادر، الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني. دراسة حالة الجزائر خلال الفترة- 2018. مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية – المجلد الثالث ، العدد الأول ، 2019 .
- سامية سرحان ، حياة نجار ، أثر محددات الابتكار المالي على الكفاءة المصرفية (دراسة قياسية لعينة من البنوك التجارية الأردنية باستخدام نماذج البانل) ، مجلة الباحث العدد 20 ، جامعة جيجل ، 2020 .
- سليمة نشنش، شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة ، و إطارها القانوني في الجزائر، مجلة النظم الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي ESC رقم 07 / 2009 ، جامعة بومرداس .
- أحمد نصير ، يونس زين ، دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية والناشئة في الدول العربية "السوق المالي تونس والسوق المالي الناشئ عمان"، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال-المجلد 03-العدد 05 ، جامعة الوادي ، 2017 .
- اديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، جامعة واسط العراق ، 2013 .
- العربي نعيمة ، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة ، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية-19(2) ، جامعة الجلفة ، لم تذكر السنة .
- العربي نعيمة ، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة ، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية-19(2) ، جامعة الجلفة ، دون سنة النشر .
- أمال بوسواك ، بوريش هشام، واقع الابتكارات المالية في البنوك: البنوك العمومية الجزائرية أنموذجا ، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد7 ، العدد 2 ، جامعة الوادي ، 2017 .
- أمينة عدنان ، الابتكار والتطوير التكنولوجي في البنوك الجزائرية ، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد السادس ، جامعة معسكر ، 2017 .

- بن دعاس زهير ، تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز – حالة سوق الخيارات الكويتي – معارف مجلة علمية محكمة ، العدد 20 ، جامعة البويرة ، 2016 .
- بن عبد الله رشيدة رشا ، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة ، مجلة الاقتصاد والقانون العدد 01 ، جامعة غليزان ، 2018 .
- حسان طاهر شريف وآخرون ، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية) ، مجلة اقتصاديات شمال اقتصاديات شمال إفريقيا ، المجلد 15 / العدد 20 ، جامعة الشلف ، 2019 .
- زهير بن دعاس نريمان رقوب ، تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية : دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ، مجلة دراسات العدد الاقتصادي ، المجلد 7 ، العدد 2 ، جامعة الأغواط ، 2016 .
- زواويد لزهاري ، حجاج نفيسة ، التنافسية وبيئة الأعمال الجديدة كعامل لتنمية الابتكار المالي في المؤسسات المالية ، مجلة أفاق للدراسات والبحوث ، العدد الأول ، جامعة غرداية ، 2018 .
- سليمان بن بخمة ، الشريف ربحان ، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2007-2016 ، مجلة العلوم التجارية و التسيير ، المجلد (13) العدد (01) ، جامعة عنابة ، 2017 .
- صليحة بن طلحة ، التوريق ، أداة مالية لتنشيط السوق المالية مع قراءة لقانون توريق القروض العقارية في الجزائر ، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة ، جامعة الجزائر ، عامر كمال ، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها ، مجلة اقتصاد الجديد ، العدد 17 ، المجلد 2 ، جامعة البويرة ، 2017 .
- عبد الباسط عبد الصمد مسعودي ، قويد عياش ، واقع تداول منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية العالمية: دراسة تحليلية خلال الفترة 2019/2020 ، مجلة دراسات العدد الاقتصادي ، المجلد 12 ، العدد : 01 ، جامعة الأغواط ، 2021 .
- عبد الله غانم ، عبد الحفيظ خزان ، أسواق الأوراق المالية (نشأتها ، الوظائف الاقتصادية ، خصائصها ، أقسامها) ، مجلة الاجتهاد القضائي العدد الحادي عشر ، جامعة بسكرة ، دون سنة النشر .
- عزيزة بن سميينة ، دلال بن سميينة ، تداعيات الأزمة الراهنة على أسواق المال والتجارة العربية ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية ، العدد الثالث ، جامعة الوادي ، 2012 .



- علي حاتم القريشي ، المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الاقتصاد الكلي ، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية ، المجلد 2014، العدد 13 ،العراق 2014 .
- قويدري قوشيح بوجمعة ،بريش عبد القادر،الدور التنموي للوساطة المالية في النظام المصرفي في الجزائر،مجلة اقتصاد الجديد،العدد15 ، المجلد 02 ، مدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2016
- كمال قسول، أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا: مقارنة تودا- يماموتو، المجلة الدولية لألداء الاقتصادي ، المجلد (04) العدد: (01) ، جامعة ميله ، 2021 .
- محمد فراج عمر فراج ، عمليات البورصة وأوامر العملاء بين القانون التجاري والفقہ الإسلامي ، قسم القانون، كمية الشريعة والقانون، جامعة الجوف، المملكة العربية السعودية، دون سنة النشر.
- محمد محمد أبو عقرب ، محمد الشارف أحمد ،أثر جائحة كورونا على الأداء المالي للشركات الخدمية الأردنية ، مجلة الآفاق الاقتصادية ، جامعة المرقب ، ليبيا ، 2022 .
- نبيل جورج دحدح ، تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط والغاز الطبيعي،مجلة صندوق النقد العربي ، ،أبو ظبي الإمارات العربية المتحدة، 2010.
- نجاه محمد مرعى يونس ، أثر تطبيق الهندسة المالية على ترشيد قرارات المستثمرين – دراسة ميدانية - ، مجلة الفكر المحاسبي(ATASU) ، المجلد 23، العدد 4 ، جامعة عين شمس ، مصر، 2019 .
- نسرين بن زواي ، إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات ، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية ،أ/ قسم العلوم الاقتصادية والقانونية. العدد 12 ، جامعة أم البواقي ، 2014 .
- نعيمة العربي ، الاتجاهات الحديثة لوظيفة البنوك والمؤسسات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية لعام 2008 ، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية – دراسات اقتصادية – 26 (2)، جامعة الجلفة ، دون سنة النشر.

- نورين بومدين ، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية ، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد ، المجلد الخامس، العدد العاشر ، جامعة الشلف ، 2013 .
- هدى كرماني ، دور صناديق التحوط في الأسواق المالية ، مجلة العلوم الانسانية ، عدد44 ، المجلد أ ، جامعة قسنطينة .
- هشام طلعت عبد الحكيم ، غضنفر عباس حسين ، استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط والمضاربة وأثرها في ربحية المنشأة –دراسة تحليلية في مصرف TD ، مجلة الإدارة والاقتصاد / السنة 42، العدد 118 ، الجامعة المستنصرية ، العراق، 2019 .
- وسام ميهوب ،التداعيات السياسية والاقتصادية على منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: من الأزمة الاقتصادية العالمية إلى جائحة كوفيد – 19 (2009- 2020) ، مجلة السياسة العالمية، المجلد6العدد2 ،جامعة عنابة ، السنة 2022.
- يونس شميصة ، بوعبد الله ، تحديد أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن : نمذجة قياسية في إطار مقارنة ARDL خلال الفترة (1990-2020) ،مجلة أبحاث المجلد (7) العدد (2) ، جامعة بسكرة ، 2022 .
- خليل عبد القادر.بوفاسة سليمان ، دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية. يومي 17 و18 أبريل ، جامعة بالمدية ،2006 .
- موسى بن منصور ،الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد ، المؤتمر الدولي حول : منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية ،بين الصناعة المالية والصناعة المالية الحديثة يومي 5 و 6 ماي 2014 ، جامعة سطيف .
- نعجة عبد الرحمان ، مسان كرومية ، آليات ترشيد الابتكارات المالية كمدخل لإدارة مخاطر الأعمال المصرفية :تحليل واقع المنتجات المالية الإسلامية ، جامعة سعيدة ، المؤتمر العلمي الدولي رابع عشر للأعمال حول : إدارة الابتكار في الأعمال ، جامعة الزيتونة الأردنية ، الأردن ، أيام : 20- 22 أبريل 2015 .
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية ، الفصل العاشر، 2010 .

- منتدى استراتيجيات الأردن ، أداء القطاع المالي في الأردن خلال جائحة كورونا - آب ، 2020 .

### المواقع الالكترونية :

- <https://www.ammanjo.co/article/167266> تاريخ التصفح : 2023/04/28 22:40
- <https://www.ammonnews.net/article/608237> ، تاريخ التصفح : 2023/04/ 28 18:38
- <https://www.ammonnews.net/article/664105> تاريخ التصفح : 2023/04/30 22:45
- الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية (الأردنية) ، <https://www.jsc.gov.jo/page/ar/identitycard> ، 2023/04/16 ، 23:43
- <https://www.alaraby.co.uk/economy-> غزو-أوكرانيا-يدفع-أسواق-الأردن-للركود-والتضخم تاريخ التصفح : 2023/4/25 ، 18:56