

جامعة ابن خلدون - تيارت -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية

الأستاذ المشرف:

- بن صوشة ثامر

إعداد الطلبة:

- ختو سهام

- طرشيد مصطفى

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:.....

السنة الجامعية: 2015/2014

كلمة شكر

الحمد لله حمدا طيبا مباركا فيه، والصلاة والسلام على سيد المرسلين محمد صلى الله عليه وسلم وعلى من اهتدى بهديه إلى يوم الدين .

قال الله تعالى: "أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت عليّ وعلی والديّ وأن أعمل صالحا ترضاه"

نشكر الله الذي وفقنا في إتمام هذا العمل، فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه.

ولا يسعنا ونحن في هذا المقام إلا أن نتقدم بشكرنا وتقديرنا وعرفنا وامتناننا إلى الأستاذ المشرف بن صوشة ثامر الذي لم يبخل علينا بإرشاداته ونصائحه وتوجيهاته السديدة والتي كان لها بليغ الأثر في إنجاز هذا العمل، وكذا صبره وسعة صدره وحرصه الدائم على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما نحى فيه روح التواضع والمعاملة الجيدة، فجزاه الله عنا كل الخير.

ولا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والعرفان إلى كل من حملوا سراج العلم الوهاج لينيروا لنا درب النجاح.

وفي الأخير نشكر الأساتذة أعضاء اللجنة المناقشة راجين أن تنال مذكرتنا الرضا بين أيديهم.

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على أشرف المرسلين وعلى اله وصحبه ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين
أما بعد

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع إلى :

إلى..... روح والدي رحمه الله

إلى التي كانت سبب وجودي ونور طريقي وأمل عمري.....أمي الحبيبة حفظها الله وأطال في عمرها ووفقتني لبرها

إلى من قاسموني حب الوالدين..... إخوتي الأعزاء وفقهما الله في دراستهما وعملهما، وأنارا الطريق أمامهما...

زهرة، مختار

إلى من كانوا سندا لي في هذه الحياة.....خالاتي وخوالي

إلى كل....صديقاتي حقيقة كنا ومازلنا كالجسد الواحد...فتيحة، خالدية، ميمونة، نوال

إلى كل من علمني حرفا تقربت به إلى الله

إلى كل مناضل في سبيل العلم والمعرفة

الفهرس

البسمة

الشكر

قائمة الجداول والأشكال البيانية

2.....المقدمة

الفصل الأول: الاستثمار المالي

8.....تمهيد

9.....المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي

9.....المطلب الأول: تعريف الاستثمار المالي ومجالاته

10.....المطلب الثاني: دوافع وأهداف الاستثمار المالي

12.....المطلب الثالث: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية

14.....المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المالي

14.....المطلب الأول: الأسهم

19.....المطلب الثاني: السندات

22.....المطلب الثالث: المشتقات المالية

27.....المبحث الثالث: المؤسسات التي تستثمر فيها الأوراق المالية

27.....المطلب الأول: صناديق الاستثمار

30.....المطلب الثاني: البنوك والخزينة العمومية

32.....المطلب الثالث: شركات الأموال

34.....خلاصة الفصل

الفصل الثاني: سوق رأس المال

36.....	تمهيد
37.....	المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال
37.....	المطلب الأول: تعريف وأهمية سوق رأس المال
39.....	المطلب الثاني: مكونات سوق رأس المال
43.....	المطلب الثالث: وظائف سوق رأس المال
46.....	المبحث الثاني: آليات سوق رأس المال
46.....	المطلب الأول: شروط تكوين سوق رأس المال
47.....	المطلب الثاني: تطوير سوق رأس المال
49.....	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سوق رأس المال
51.....	المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال
51.....	المطلب الأول: أعضاء سوق رأس المال
53.....	المطلب الثاني: أساليب التعامل في سوق رأس المال
55.....	المطلب الثالث: طرق التسعير في سوق رأس المال
57.....	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: كفاءة سوق رأس المال

59.....	تمهيد
60.....	المبحث الأول: كفاءة وسيولة سوق رأس المال
60.....	المطلب الأول: مفهوم الكفاءة ومتطلباتها
62.....	المطلب الثاني: مفهوم السيولة
64.....	المطلب الثالث: علاقة الكفاءة بالسيولة
66.....	المبحث الثاني: التحليل الفني

66.....	المطلب الأول: مفاهيم حول التحليل الفني
68.....	المطلب الثاني: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني
69.....	المطلب الثالث: فروع التحليل الفني
72.....	المبحث الثالث: التحليل الأساسي
72.....	المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية العامة
74.....	المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة
78.....	المطلب الثالث: تحليل الشركة و اختيار الأسهم
80.....	خلاصة الفصل

الفصل الرابع: بورصة الجزائر

82.....	تمهيد
83.....	المبحث الأول: ماهية البورصة في الجزائر
83.....	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والمتعاملون فيها
87.....	المطلب الثاني: آلية التعامل في البورصة
88.....	المطلب الثالث: الإدراج في بورصة الجزائر
90.....	المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي والرقابي في بورصة الجزائر
90.....	المطلب الأول: لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة (COSOB)
93.....	المطلب الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
94.....	المطلب الثالث: المؤمن المركزي على السندات
95.....	المبحث الثالث: تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر
95.....	المطلب الأول: تحليل المتغيرات الاقتصادية يتم المحيطة بالبورصة
96.....	المطلب الثاني: تقييم أداء سوق رأس مال في الجزائر
97.....	المطلب الثاني: مؤشرات تطور سوق رأس المال في الجزائر

105 خلاصة الفصل
107 خاتمة
111 قائمة المصادر والمراجع

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	مقارنة بين صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق الاستثمار المغلقة	(1-1)
39	أنواع أسواق رأس المال	(1-2)
69	أثر المعلومة على سعر التوازن	(1-3)
75	تصنيف و اختيار الصناعات	(2-3)
77	نمو المبيعات خلال كل مرحلة	(3-3)
87	مسار حصة التداول	(1-4)
103	منحنى بياني يوضح نسبة تطور مؤشرات البورصة الجزائرية	(2-4)

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
25	مقارنة بين عقود المشتقات	(1-1)
97	مؤشر تطور القيمة المتداولة والحجم المتداول خلال الفترة (2008 - 2015)	(1-4)
99	مؤشر تطور حجم وعدد الأوامر خلال الفترة (2008 - 2015)	(2-4)
101	مؤشر تطور عدد الصفقات خلال الفترة (2008 - 2015)	(3-4)
102	مؤشر نسبة تطور البورصة في الجزائر	(4-4)
103	مؤشر تطور رأس المال السوقي (القيمة السوقية)	(5-4)
104	مؤشر تطور السيولة (معدل دوران السهم)	(6-4)

المقدمة

المقدمة

مقدمة عامة:

تختلف المعاملات التجارية باختلاف العصور والوسائل المتاحة، حيث شهد العالم تطورا كبيرا في مجال التمويل والاستثمارات، فأدى نمو التجارة العالمية وترابط اقتصاد الدول مع بعضها البعض إلى زيادة قوية في انتقال رؤوس الأموال فيما بينها، هذا ما نتج عنه زيادة وانتشار تجارة العملات والأوراق المالية في سوق رأس المال العالمية، والهدف الأساسي من وراء ذلك هو تحقيق العوائد، فعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، حيث أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة وهذا ما يجعل المستثمرين في سوق رأس المال يفضلون تشكيل محفظة استثمارية متنوعة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية بغرض التقليل من المخاطر المحتملة.

وقد شهدت أسواق رأس المال تطورا كبيرا في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في الحياة الاقتصادية في البلدان المتطورة والنامية على حد سواء، والذي ساعد على هذا التطور الاستخدام المكثف لوسائل الاتصال المعاصرة، حيث أن الإحصائيات الحديثة تعكس مدى أهمية دراسة أسواق رأس المال لمعرفة طبيعة حركة الأسعار وتحديد العوامل المؤثرة فيها، وصولا إلى فهم أعمق لعمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها وتأثرها بالفروع الأخرى للاقتصاد التي تتمثل في كفاءتها.

كما تعتبر كفاءة سوق رأس المال أساس قيام واستمرار وتوسع أسواق رأس المال مهما كانت طبيعتها، حجمها وموطنها لذا تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لسوق رأس مالها حتى تؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف، ألا وهو تمويل الاقتصاد الوطني ولا يتأتى هذا الدور الفعال إلا إذا توفرت كل مقومات الكفاءة التي تساهم في تقييم الشركات المدرجة والذي بناء عليه يتم اتخاذ القرار الاستثماري.

هذا ما سعت إليه الجزائر في إطار الإصلاحات النقدية والمالية من خلال إنشاء بورصة الجزائر ومحاولة جعلها قاطرة للاقتصاد الوطني ذات كفاءة تجذب المستثمرين إليها، ومن هذا المنطلق فإن واقع سوق رأس المال في الجزائر يتضح أنه يواجه صعوبات عدة وعراقيل تقلل من قدرته على القيام بدوره الرئيسي المتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات، مما ينعكس على التنمية الاقتصادية فيه، ويؤدي إلى رفع المستوى المعيشي للأفراد وتحقيق الرفاهية للمجتمع الجزائري.

المقدمة

1- الإشكالية :

انطلاقاً من واقع سوق رأس المال، فإن هذا من شأنه أن يجعل السوق المالية تعمل بوظيفة التخصيص الكفاء للموارد المالية، ومن جهة أخرى يمكن لآليات كفاءة السوق أن تنعكس إيجابياً في تحسين آلية الاستثمار في الأوراق المالية المتاحة في سوق رأس المال، ومدى تأثيرها على دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

-بناءً على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي:

ما مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية؟ وما هو واقع ذلك على

بورصة الجزائر؟

2-التساؤلات الفرعية: حتى يتيسر لنا الإلمام بجميع ثنايا هذه الإشكالية نقوم بتجزئتها إلى الأسئلة الفرعية

التالية:

-ما هي مراحل الاستثمار في الأوراق المالية؟

-فيما تتمثل إجراءات التعامل في سوق رأس المال؟

-كيف يتم التوفيق بين الكفاءة والسيولة؟

-هل يساهم التحليل بنوعيه الفني والأساسي في اتخاذ القرار الاستثماري الصائب؟

-هل بورصة الجزائر تتسم بالكفاءة؟

3-فرضيات البحث: للإجابة على الإشكالية المطروحة نقترح الفرضيات التالية:

-يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك لأنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى

إليها المستثمر، والتي من بينها حماية الأموال من انخفاض قدرتها الشرائية نتيجة التضخم.

-برزت أهمية أسواق رأس المال نتيجة الدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة.

-وجود وعي ادخاري واستثماري لدى الأفراد والقطاعات.

-بورصة الجزائر غير واضحة المعالم ومن الصعب في مرحلة كهذه الحديث عن سوق رأسمال حقيقي في

الجزائر.

4-أسباب اختيار الموضوع: هناك عدة أسباب أدت بنا إلى التطرق لهذا الموضوع.

-رغبنا في الإطلاع على هذا الموضوع والتعمق فيه لإزالة الالتباس حول هذا الموضوع وتشجيع الإقدام

على مثل هذه المواضيع وتخصيصها بالدراسة كونها أصبحت من مواضيع الساعة.

المقدمة

- أهمية هذا الموضوع من حيث الدور الفعال الذي تلعبه أسواق رأس المال في تطور الاقتصاد الوطني.
- إثراء مكتبة الكلية بمراجع جديد من شأنه إعطاء سبل جديدة للمعرفة.
- البحث عن سبل لتطوير أسواق رأس المال العربية، خاصة بالنسبة لبورصة الجزائر التي مازالت تسعى للتطور ومواكبة الأسواق العالمية.

5- أهمية البحث:

تكمن الأهمية الأساسية لهذه الدراسة في جذب الانتباه إلى قيمة الموضوع في حد ذاته، ووجوب توعية المستثمرين وإدارة الشركات في العالم العربي وخاصة الجزائر بأهمية أسواق رأس المال كونها المرآة العاكسة لاقتصاد أي دولة، فهي تمثل الوجه الحضاري لها وذلك من خلال الدور الأساسي الذي تقوم به والمتمثل في تعبئة المدخرات ثم إعادة استثمارها في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي.

فمن خلال بحثنا سنحاول معرفة أثر كفاءة هذه الأسواق على الاستثمار في الأوراق المالية.

6- أهداف البحث: للتمكن من الإحاطة بالمشكلة المطروحة، عمل هذا البحث على تحقيق الأهداف التالية:

- إلقاء الضوء على أهم الأدوات المالية الاستثمارية.
- محاولة إبراز العوامل المؤثرة في سوق رأس المال كالتضخم وسعر الفائدة وغيرهما.
- تحديد مفهوم كفاءة السوق ومتطلباتها.
- محاولة اختبار الكفاءة في بورصة الجزائر التي تكاد تنعدم فيها ثقافة الاستثمار والادخار وثقافة سوق رأس المال.

7- حدود الدراسة:

- **البعد المكاني:** تركزت هذه الدراسة على مناقشة عمل سوق رأس المال بشكل عام حيث يقوم على دراسة الاستثمار في هذه السوق كأحد المتغيرات الاقتصادية المهمة وأثر كفاءتها على الاستثمار المالي، ثم ينحصر تطبيقها على بورصة الجزائر.
- **البعد الزمني:** شملت هذه الدراسة سوق رأس المال بصفة عامة وبصفة خاصة ركزت الدراسة على الفترة الممتدة ما بين [2008-2015] التي كانت مقتصرة على بورصة الجزائر.

المقدمة

8- المنهج المستخدم: إن المنهج الذي طغى على هذا الموضوع هو المنهج الوصفي بصفة عامة، وذلك في إبراز المفاهيم الأولية والتعاريف المتعلقة بالموضوع في الفصول الثلاث، أما في الفصل الرابع الخاص بدراسة بورصة الجزائر فاتبعنا المنهج التحليلي لتحليل مختلف الأرقام والبيانات الإحصائية للاستدلال بها وإعطاء النتائج.

9- الدراسات السابقة: فيما يخص الدراسات السابقة فإن ما تم الحصول عليه لا يمثل حقيقة كل الدراسات التي تمت في هذا المجال، ومن بين هذه الدراسات ما يلي:

- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم.

من بين النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيرات في العوامل الاقتصادية محل الدراسة وهو ما يعكس عدم كفاءة السوق وعليه فإن عدم استجابة مؤشر السوق لأحد هذه المتغيرات يؤدي إلى عدم تحقيق الكفاءة للسوق.

10- صعوبات البحث: من أهم الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث ما يلي:

قلة المراجع والإحصائيات الجديدة الملمة ببورصة الجزائر.

- طبيعة الموضوع والذي يكتنفه الكثير من التعقيد والغموض.

11- الأدوات المستعملة في الدراسة: تم الاعتماد في دراستنا لهذا الموضوع على مجموعة من الأدوات يمكن إيجازها فيما يلي:

الكتب، المذكرات، الجرائد، المجلات، الانترنت، الملتقيات، القوانين والتشريعات.

12- عرض خطة البحث: لمعالجة الموضوع بشكل متكامل جاءت الخطة لمحاولة الإلمام بكل جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية الرئيسية واختبار مدى صحة الفرضيات التي تم الانطلاق منها، ارتأينا تقسيم البحث إلى أربعة فصول تسبقهم مقدمة عامة.

الفصل الأول سنتناول فيه الاستثمار المالي من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يهدف الأول إلى عرض ماهية الاستثمار المالي، أما الثاني فيبرز أدوات الاستثمار المالي، أما المبحث الثالث تم من خلاله دراسة المؤسسات التي تستثمر فيها الأوراق المالية.

الفصل الثاني تم تخصيصه لسوق رأس المال من خلال تقسيمه هو أيضا إلى ثلاثة مباحث، الأول جاء بعرض ماهية سوق رأس المال، أما الثاني فاقصر على آليات سوق رأس المال، أما الثالث خصص لدراسة تنظيم سوق رأس المال.

المقدمة

الفصل الثالث تناول كفاءة سوق رأس المال، حيث يهتم المبحث الأول بكفاءة و سيولة سوق رأس المال، أما الثاني خصص للتحليل الفني والثالث للتحليل الأساسي.

الفصل الرابع سنخصصه لدراسة بورصة الجزائر من خلال نشأة بورصة الجزائر والمتعاملون فيها في المبحث الأول، أما الثاني سيعرض الهيكل التنظيمي والرقابي لبورصة الجزائر، وفي المبحث الثالث يتناول تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر.

وأخيرا ككل بحث نقوم في النهاية بتخصيص خاتمة عامة تتضمن ملخص عام للفصول الأربعة

الفصل الأول

الاستثمار المالي

تمهيد:

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة، ونظرا لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض قد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب العام، هذا الاستثمار يقوم على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، هذه الأخيرة تنوع من حيث العوائد وتواريخ الاستحقاق، وتعتبر الأسهم التي تمثل صكوك ملكية، والسندات التي هي حقوق مديونية من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في الاستثمار المالي، وبغرض إدارة هذه الأدوات تم إنشاء شركات متخصصة تتمثل في صناديق الاستثمار وشركات الأموال وإعطاء دور كبير للبنوك والخزينة العمومية والتوسع في تأثيرها على عمليات التعامل اليومي في السوق المالي.

وعليه من خلال ما سبق سنتطرق في هذا الفصل والذي يتمحور حول الاستثمار المالي إلى ثلاثة

مباحث تتضمن ما يلي:

المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المالي

المبحث الثالث: المؤسسات التي تستثمر فيها الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي

تركز الدراسات الاستثمارية عادة على الاستثمار المالي باعتباره الأكثر تنظيماً وفق مؤسسات وأسواق وتشريعات وسياسات (محلية ودولية)، والأكثر استقطاباً للنشاطات الاقتصادية (الإنتاجية والتبادلية والتمويلية) على كافة المستويات. وفي هذا المبحث سنتناول تعريف الاستثمار المالي ومجالاته بالإضافة إلى دوافع وأهداف الاستثمار المالي وأخيراً مراحل الاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار المالي ومجالاته

الاستثمار المالي هو امتلاك أصل مالي قصد تحقيق عائد في المستقبل من ورائه، فالاستثمار المالي يكون من خلال عدة مجالات، وعليه يتم التطرق في هذا المطلب إلى تعريف الاستثمار المالي ومجالاته.

أولاً: تعريف الاستثمار المالي: هناك عدة تعاريف للاستثمار المالي منها:

التعريف الأول: يعرف بأنه الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات...¹

التعريف الثاني: هو مجموع الاستثمارات في الأوراق المالية المتاحة للاستثمار في السوق المالي (الأسهم، السندات) والأوراق المالية الأخرى بهدف اقتنائها لفترة معينة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالي والحصول على أرباح إضافية ويتم تداول الاستثمارات المالية في الأسواق المالية التي تتميز بفاعليتها خاصة إذا كانت هذه الأسواق ذات كفاءة عالية ومن خصائصها العمق والاتساع.²

التعريف الثالث: يقصد به شراء أوراق مالية كاحتياطي وقائي للسيولة، أو لمتطلبات تشغيل الأموال المتاحة في أصول سهلة التحويل إلى نقدية، فالاستثمار هنا قد يحوي شراء السندات أو الأسهم الممتازة والتي تكون احتمالات الربح أو الخسارة فيها قليلة نسبياً، كما قد يحوي شراء الأسهم العادية والتي تكون احتمالات الربح والخسارة فيها مقارنة مع السندات والأسهم الممتازة كبيرة نسبياً.³

¹ - هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 2003، ص 32.

² - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار البيازوري، الأردن، 2009، ص ص : 51، 50.

³ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2008، ص 31.

* وعليه الاستثمار المالي هو عبارة عن حقوق تنشأ بسبب التعامل بين الناس ويمكن تمثيل هذه الحقوق بأوراق مكتوبة تسمى الأوراق المالية أو الأصول المالية، وعادة ما يكون هناك طرفان هما الطرق الذي أصدر هذه الأصول المالية وتظهر في جانب المطلوبات في ميزانيته والشخص الذي استثمر أمواله في هذه الأصول (اشتراها) تظهر في جانب الموجودات في ميزانيته.¹

ثانيا: مجالات الاستثمار المالي: تتمثل فيما يلي:

1- أدوات ملكية: مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

2- أدوات دين: مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات والسندات، ويمكن تقسيم هذه الأدوات من حيث موعد الاستحقاق إلى:

أ. أدوات لا موعد استحقاق لها: وهي الأسهم العادية والممتازة.

ب. أدوات لها موعد استحقاق: ويمكن تقسيمها إلى:

- قصيرة الأجل: وتستحق في مدة سنة أو أقل مثل أذونات الخزينة والقروض تحت الطلب وشهادات الإيداع وعقود العملات الأجنبية للمدى القصير.

- طويلة الأجل أو متوسطة الأجل: وتستحق في مدة تزيد عن السنة مثل السندات والأسهم والممتازة والقابلة للتحويل إلى أسهم عادية.²

المطلب الثاني: دوافع وأهداف الاستثمار المالي

للاستثمار المالي عدة دوافع تزيد من ميل المستثمر إليه، كما له عدة أهداف يسعى إلى تحقيقها، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

أولاً: دوافع الاستثمار المالي:

هناك مجموعة من العوامل تزيد من دافع الاستثمار المالي هي:

¹ - طلال كداوي، تقييم القرارات الإستثمارية، الطبعة العربية، دار البازوري، الأردن، 2008، ص 14 .

² - زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص 31.

1) توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات : إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقبلون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجحة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

2) توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار: وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفوائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الإستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جوالاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعاً، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبقة بدوافع الادخار.

3) تعدد الأدوات الاستثمارية : والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث، بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.¹

ثانياً: أهداف الاستثمار المالي:

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك لأنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر وهذه الأخيرة تتمثل فيما يلي:

1. تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سناً معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

¹ - بورياح محمد أمين ويسرف محمد أمين، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون)، تيارت، ، 2011/2010، ص ص : 4،3.

2. تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول: يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأسمال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر ومضافا إليها العائد المحصل.
3. تحقيق أكبر دخل جاري: يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن، بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.
4. حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.
5. تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة: يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية، ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.
6. حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره، هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حين أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.¹

المطلب الثالث: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية.

يمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى خمس مراحل هي:

1. تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية: كذلك الحال بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية عليه أن يحدد الهدف هل يتمثل في تحقيق أكبر عائد ممكن، أو يرغب في استقرار العائد بهدف تحديد نوعية الأصول الإستثمارية.²
2. تحديد مستوى الخطر الملائم: إن تحديد وتحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة وحساسية حيث يحدد هذا القرار إلى حد كبير تشكيل الأصول التي تدخل في محفظة الأوراق المالية. فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تتشكل في غالبيتها من الأسهم، وهذا يعني أن المحفظة تتشكل من أكثر من نوع

¹ - ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن 2011، ص ص : 12، 13 .

² - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار حامد، الأردن، 2006، ص ص : 15، 16.

من الأوراق المالية كمدخل لتعظيم العائد وتدنيه المخاطر الأمر الذي يتطلب قياس عائد الورقة وعائد المحفظة والمخاطر المترتبة على ذلك بهدف توجيه المستثمر ومساعدته على اتخاذ القرار المناسب.¹

3- تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدى: حيث يجب دراسة وتحليل كل ورقة مالية وذلك بهدف التعرف على العائد والخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار، ومن ثمة اختيار التشكيل الاستثماري المناسب.

4- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية: والتي تعني تشكيل وتكوين المحفظة المثلى في ظل مستوى الخطر المقبول.

5- تقييم ما تم تحقيقه: بمعنى عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة للتعرف على أي من الأهداف تحققت، ومن ثم التوصل إلى عدد من الانطباعات التي تساعد في مجال التحليل والدراسة المستقبلية للأوراق المالية، وتطوير أساليب تحسين المحفظة.²

¹ - عبد الغفار حنفي، البورصات، الدار الجامعية، مصر، 2004 / 2005، ص 15.

² - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006/2007، ص ص : 13، 14.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المالي

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في سوق المال، ومن ثم فهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وبمعنى آخر هي أدوات الاستثمار المالي التي تعد أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة، أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت، من خلال ما سبق سنتناول في هذا المبحث الأسهم بالإضافة إلى السندات وكذلك المشتقات المالية.

المطلب الأول: الأسهم

الأسهم هي النوع الأساسي من أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وللسهم مفاهيم عدة وتباين في خصائصه وأنواعه، ولتوضيح ذلك من الضروري التطرق إلى تعريف السهم وأنواعه في هذا المطلب.

أولاً: تعريف الأسهم : هناك عدة تعاريف منها:

التعريف الأول: السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند الزيادة في رأس المال كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء¹.

التعريف الثاني: يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم².

* وعليه تتصف أسهم رأس المال بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة ولكن من حق حملة الأسهم لحصول على صافي الدخل وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد¹.

¹ - شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر 2005، ص 21.

² - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية: مصر: 2007، ص 11..

ثانيا: أنواع الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم طبقا للحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها إلى:

1- الأسهم العادية:

أ- تعريف الأسهم العادية:

هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها، وتصدر الأسهم العادية غالبا في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات.² ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للضرر والمخاطرة في حالة فشل المنشأة ويتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية:

- حق الحصول على حصة من أرباح الشركة ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى بنصيبهم (الدائنون وحملة السندات وحملة الأسهم الممتازة).³
- حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يمتلكها.
- حق تحويل ملكيته للأسهم إلى شخص آخر.
- حق الإطلاع على دفاتر الشركة.⁴
- الحق في حصوله على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.
- الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين.

¹ - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 18.

² - محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 156.

³ - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁴ - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 24.

- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم وحق انتخاب مجلس الإدارة ومساءلتهم.¹

- حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.

- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم لزيادة رأسمال الشركة.²

ب. أنواع الأسهم العادية: تنقسم الأسهم العادية إلى الأنواع التالية:

. من حين الشكل: تنقسم إلى:

*أسهم اسمية: هي التي تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشمل على:

- اسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها ونوع الشركة وعنوانها ورأسمالها ومركزها.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم وذلك لأن كل مساهم مدين بكل ما اكتتب به، وبهذه الطريقة يمكن معرفة مقدار دينه الباقي في ذمته.

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

*الأسهم لحاملها: هي التي لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر حاملها مالكا لها بسبب الحيازة المادية وتعتبر الحيازة قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في مستند الملكية ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ممكنة ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق الحضور في مداوات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قيمة أموالها وأرباحها، ولا تلتزم الشركة بالاعتراف إلا للمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير بطريقة غير قانونية.

* الأسهم لأمر: للشركة أن تصدر اسمها لأمر وتشتترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول الأسهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد الخيمة التي لم تدفع من قيمة السهم.³

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010، ص 147.

² - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2002، ص 22.

³ - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 22، 23.

- من حيث الحصة المدفوعة: هناك نوعين هما:

* **أسهم العينية:** وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.

* **أسهم نقدية:** وهي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.

من حيث الحقوق: تنقسم إلى:

* **السهم العادي:** يمنح للمكتتبين ويحق لحامله الحصول على أرباح دورية.

* **السهم الممتاز:** وهي أسهم هجينة تقع بين الأسهم العادية والسندات¹

ج- اتجاهات حديثة بشأن الأسهم العادية:

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم العادية تتمثل في:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** تسمح تشريعات بعض الدول ومنها الولايات المتحدة الأمريكية للمنشآت التي تبيع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بها، بخصم التوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل الفائدة والضريبة.

- **الأسهم العادية المضمونة:** هي نوع من الأسهم العادية التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم وإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه أو تجاوز الانخفاض هذا الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة فلا يمكن للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض.²

¹ - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 82.

² - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص 25.

2- الأسهم الممتازة:

أ - تعريف الأسهم الممتازة: وهي فئة من الأسهم التي تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية وبعد حملة السندات.¹

ب- أنواع الأسهم الممتازة: تقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

- أسهم ممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح: وتعني الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما ترحل وتجمع مع المستحق في السنة المالية التالية وتحصل على الأرباح المجمعة معاً، وإذا لم تكفي تجمع على أرباح السنة التالية وهكذا.

أما الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها.

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء وغير القابلة للاستدعاء: الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم والسندات فهي من ناحية يتم ردها وفق لما هو محدد في نشرة الاكتتاب وهي خاصية من خصائص الدين وفي نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية من خصائص الأسهم العادية وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مجمعة الأرباح.²

-أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح: تتميز الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلها أكبر من الحد الأدنى المقرر بينما تستحق الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة.

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2008، ص 100.

² - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره ص ص : 13، 14.

. أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل: أحيانا تعطى للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفق للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب.¹

ج- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة:

ظهرت بعض الاتجاهات الحديثة بشأن إصدار الأسهم الممتازة وهي كالاتي:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل في الأسهم الممتازة أنها أوراق مالية ذات عائد ثابت، أما عن الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 7.5 % .

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة، الأسهم الممتازة عموما لا تعطي هذا الحق، وذلك كنوع من التعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.²

المطلب الثاني: السندات

تعد السندات من أدوات سوق رأس المال وهي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة، وتضم أنواع عديدة تتباين في مصادرها وفتراتها وتأثيراتها وفي خصم هذا سنتعرف على تعريف السندات وأنواعها من خلال هذا المطلب.

أولا: تعريف السندات.

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوقا متساوية لحاملها في

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره ص ص : 43، 44.

مواجهة الشركة، وتعتبر السندات عن علاقة مديونية ودائنية بين طرفين، الأول هو مصدر السندات وهو الطرف المدين والثاني هو المكتتب في السندات وهو الطرف الدائن، ويترتب على ذلك حقوق والتزامات أهمها تعهد المقترض بدفع فائدة معلومة مقدما ومحددة في نشرة الاكتتاب بدقة، ويلتزم المقترض بدفعها دون النظر إلى نتيجة النشاط سواء ربح أو خسارة كما يتعهد المقترض بسداد قيمة السند في ميعاد استحقاقه أو قبل هذا الموعد إذا تضمنت نشرة الاكتتاب هذا الأمر.¹

ويتمتع حامل السند بالحقوق التالية:

- استيفاء الفوائد في مواعيدها المعينة وعلى الشركة أن تقوم بتأديتها قبل توزيع الأرباح على المساهمين.

- استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل.

- إقامة دعوى الإفلاس على الشركة عند تأخرها عن دفع قيمة الإسناد والاشتراك في الإفلاس بقيمة السند.

- وضع السند في التداول وفقا للأصول التجارية، فإذا كان حامل السند باعه للغير بمجرد التسليم، وإذا كان اسما سجل البيع في سجلات الشركة.

بصورة عامة يتمتع حامل السند بجميع الحقوق التي يتمتع بها الدائن اتجاه مدينه.²

ثانيا: أنواع السندات: تنقسم السندات إلى الأنواع التالية:

1. من حيث جهة الإصدار:

أ- حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الإستثمارية.

ب- غير حكومية: تصدر عن شركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

2- من حيث مدة الأجل:

أ- قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا.

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره ص ص : 29، 30.

ب- متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا.

ج- طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا.¹

3 - من حيث الشكل:

أ- باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.

ب- باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.

4- من حيث الجنسية:

أ- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

ب- أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.

ج- دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

5 - من حيث الضمان:

أ- مضمونة: تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.

ب- غير مضمونة: لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

6 - من حيث طبيعة الفائدة:

أ - فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طيلة المدة.

ب- فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

¹ - فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 77، 78.

7 - من حيث قابلية التحويل:

أ - قابلة التحويل: وهذا النوع من السندات يتضمن إمكانية التحويل إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك، على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار.

ب- غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة¹.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تمثل المشتقات إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي إذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه، وقد سميت بأسواق المشتقات المالية، فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن أنواع منها: المستقبلات، الخيارات، العقود الآجلة والمبادلات.

أولاً: تعريف المشتقات المالية: يمكن تعريف المشتقات بطرف مختلفة منها:

التعريف الأول: هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات (بنود) خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات (الأصول) أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

التعريف الثاني: هي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشقق من عقود أساسية لأدوات استثمارية، أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

التعريف الثالث: هي الورقة المالية التي تشقق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل: السهم العادي أو السند وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية.

وبناء على التعريفات السابقة يمكن التوصل إلى عناصر المشتقات فيما يلي:

- هي عقود.

- يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغاً مبدئياً صغيراً مقارنة بقيمة العقود.

¹ - ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية، لبنان، 1998، ص 15.

4) تعتمد قيمتها أي المكاسب أو الخسائر على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات).¹

ثانياً: أنواع المشتقات المالية: تشمل عقود المشتقات المالية على العقود الفرعية التالية:

1- عقود الخيارات:

أ- تعريف عقود الخيارات: تعرف الخيارات بأنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد الحق دون الالتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد، وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد ويمنح المشتري هذا الحق في المقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار، ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع أو شراء الأصل محل الاختيار سعر التنفيذ أو الممارسة.²

ب - أنواع عقود الخيارات: يتم تصنيف عقود الخيار حسب المعايير التالية:

- حسب الأنواع الرئيسية: وتنقسم على:

* خيار الشراء: إذا توقع المستثمر أن سعر الورقة المالية سيرتفع في المستقبل عندها سيقوم بشراء (خيار شراء) وهذا الخيار يعطي حامله (مشتريه) الحق في شراء تلك الورقة المالية في التاريخ الذي يرغب به وبالسعر المتفق عليه مسبقاً وذلك مقابل دفع مبلغ معين (مكافأة) للطرف الثاني ألا وهو محرر الخيار.

* خيار البيع: يتيح خيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لورقة مالية يمتلكها، إن خيار البيع يعطي حامله (مشتري خيار البيع) الحق في تلك الورقة المالية بالسعر المتفق عليه عند إبرام العقد وذلك بتاريخ معين أو خلال مدة انتهاء صلاحية الخيار.³

- حسب تاريخ تنفيذ العقد: وتنقسم إلى:

* عقود الخيار الأمريكية: هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 238.

² - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 79.

³ - شقيري نوري موس وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص ص: 213، 216.

* عقود الخيار الأوروبية: هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.¹

- حسب الربحية: وتنقسم إلى :

* مربحة: هو الخيار الذي يحقق أرباح إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد.

* غير مربحة: هي عقد خيار الشراء وتكون غير مربحة إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

* متعادلة: هي الخيارات التي تكون فيها سعر التنفيذ تقريبا مساويا لسعر السهم السوقي.²

2- العقود المستقبلية:

أ- تعريف العقود المستقبلية: وهي عبارة عن عقود قانونية تستخدم لتغطية أنواع متعددة من السلع وفق تاريخ تسليم في المستقبل وبسعر محدد للوحدة الواحدة بالنسبة للسلع، كذلك ويرى بأن مفهومها الجوهري يشبه العقود الآجلة فهما يشيران إلى اتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينهما في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد الآن.³

ب - أنواع العقود المستقبلية: تنوع العقود المستقبلية طبقا للشئ محل التعاقد إلى:

- العقود المستقبلية على السلع: وهي العقود المستقبلية في سلع حقيقية نمطية لها سوق نشطة مثل البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة كالذهب.

-العقود المستقبلية المالية: وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالسندات والأسهم أو أصول نقدية مثل الودائع ولكن في الواقع لا يوجد سوق مستقبليات على الأسهم.

- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: تعتبر العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم العالمية بمثابة التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وهو اليوم المسمى بيوم التسليم وبين المبلغ المتفق عليه وهو المسمى بثمن الشراء وهذا الفرق سيدفعه البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء أو يدفعه المشتري إذا كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر.⁴

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر 2001، ص ص : 44، 45.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص : 246، 253.

³ - حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار البازوري، الأردن، 2001، ص 33.

⁴ - السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص ص : 253، 254.

3- العقود الآجلة (العقود المتقدمة):

العقود المتقدمة هي مشتقة بسيطة بمعنى أنها اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين في وقت محدد في المستقبل بسعر يتحدد في يوم الاتفاق وهو سعر التنفيذ وهو الشكل المقابل للعقد العاجل. ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

4- الفرق بين عقود المشتقات

جدول (1-1): مقارنة بين عقود المشتقات

العقود الآجلة	عقود المستقبلات	عقود الخيارات	العناصر
البائع والمشتري	البائع والمشتري	البائع	الطرف الملتزم بتنفيذ العقد
غالبا حيث يتم اغلاق المركز بتسليم الأصل بتاريخ الاستحقاق	نادرا حيث يتم اغلاق المركز قبل أجل الاستحقاق	نادرا	التسليم الفعلي للأصل
لا	نعم	نعم	عقود نمطية ومحددة القيمة
غير منظم	منظم	منظم	نوع السوق
البائع والمشتري	البائع والمشتري	البائع	الطرف الملتزم بدفع الهامش
آخر يوم بالتعاقد	كل يوم بيوم	كل يوم بيوم	التسوية النقدية
عالية	منخفضة	منخفضة	مخاطر عدم السداد
عالية	منخفضة	منخفضة	مخاطر التسويق
عالية	منخفضة	منخفضة	تكلفة التعاملات
عالية	منخفضة	منخفضة	المرونة في توفرها بالسوق
عالية	منخفضة	منخفضة	درجة تذبذب الأسعار

المصدر: السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 260.

4- عقود المبادلات:

تعرف عقود المبادلات بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...)، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ¹.

¹ - محمد صالح الخناوي وحلال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص321.

المبحث الثالث: المؤسسات التي تستثمر فيها الأوراق المالية

إن التطورات المالية وازدياد عدد المساهمين في الأسواق المالية، ومنع المصارف من القيام بأنشطة مصرفية استثمارية في بعض الدول كمحاولة للحد من عمليات الغش والخداع، جعلت المستثمرين يفضلون الاستثمار في مؤسسات مالية التي تدار من قبل مدراء محترفين وذات إدارة استثمارية متخصصة من المحترفين الذين لهم مطلق الحرية في إدارتها، مما يسمح لهم بعقد الصفقات بسرعة مستفيدين من ابتعاد الأسعار وبصورة مؤقتة عن القيمة الحقيقية، في خضم ما سبق سنتطرق في هذا المبحث إلى هاته المؤسسات والتي هي صناديق الاستثمار بالإضافة إلى البنوك والخزينة العمومية وأخيرا شركات الأموال.

المطلب الأول: صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار من المؤسسات التي تحصل على الأموال من المدخرين نظير إصدار مطالبات كالأسهم أو السندات أو وثائق الاستثمار التي تقوم باستخدام تلك الأموال في سوق الأوراق المالية وهذا ما سنحاول استعراضه في هذا المطلب

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار: هناك عدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: هي كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة. حيث تقوم خيرات متخصصة في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات بشراء وبيع الأوراق المالية لتحقيق أهداف الصندوق.

التعريف الثاني: هي وعاء استثماري يجمع المال من عدة مستثمرين بغية شراء عدد كبير من الاستثمارات، ويجمع مبالغ بسيطة من المال الذي يستثمره آلاف الأفراد يستطيع أي صندوق استثمارات أن يستثمر في العديد من مختلف الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى.¹

* مما سبق يمكن القول أن صناديق الاستثمار في الاقتصاد الوضعي هي عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات صغار المستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم، ثم استثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وذلك من خلال جهة لديها الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المؤسسين

¹ - ز. به عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر،

والمستثمرين والاقتصاد القومي ككل ويرى البعض أنه يتعين القول حتى يكون هناك صندوق الاستثمار لابد من توافر الشروط التالية:

- السبب أو الغرض الذي أنشئ الصندوق من أجله.
- تنوع الصندوق لاستثماراته، بمعنى وجود مجموعة متنوعة من الأسهم والسندات أو غيرها من الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها.
- وجود إدارة محترفة لإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق.
- وجود طريقة تمكن كل مستثمر من معرفة قيمة استثماراته.
- وجود طريقة تمكن المستثمرين من وضع أيديهم على حصة من الأموال المستثمرة، وهذا يعني القدرة على شراء وبيع أسهم الصندوق يوميا.¹

ثانيا : الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار: يتكون الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار من:

1- مدير الصندوق: يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة ويمكن للمدير أن تستند إدارته إلى شركة استثمارية متخصصة في إدارة صندوق الاستثمار، ويتقاضى مدير الاستثمار مقابل إدارته للصندوق عمولة أو أتعابا يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة نسبة مئوية معينة من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق.

2- أمين الاستثمار: هو مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات المالية ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار ويتقاضى أمين الاستثمار هو الآخر عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق.²

3- الهيئة الاستثمارية: وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق، بقصد تقديم النصح والمشورة في إدارة الصندوق أو توجيه استثماراته إلى المجالات المناسبة.

¹ - نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سبق ذكره، ص 91.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق ذكره، ص 86.

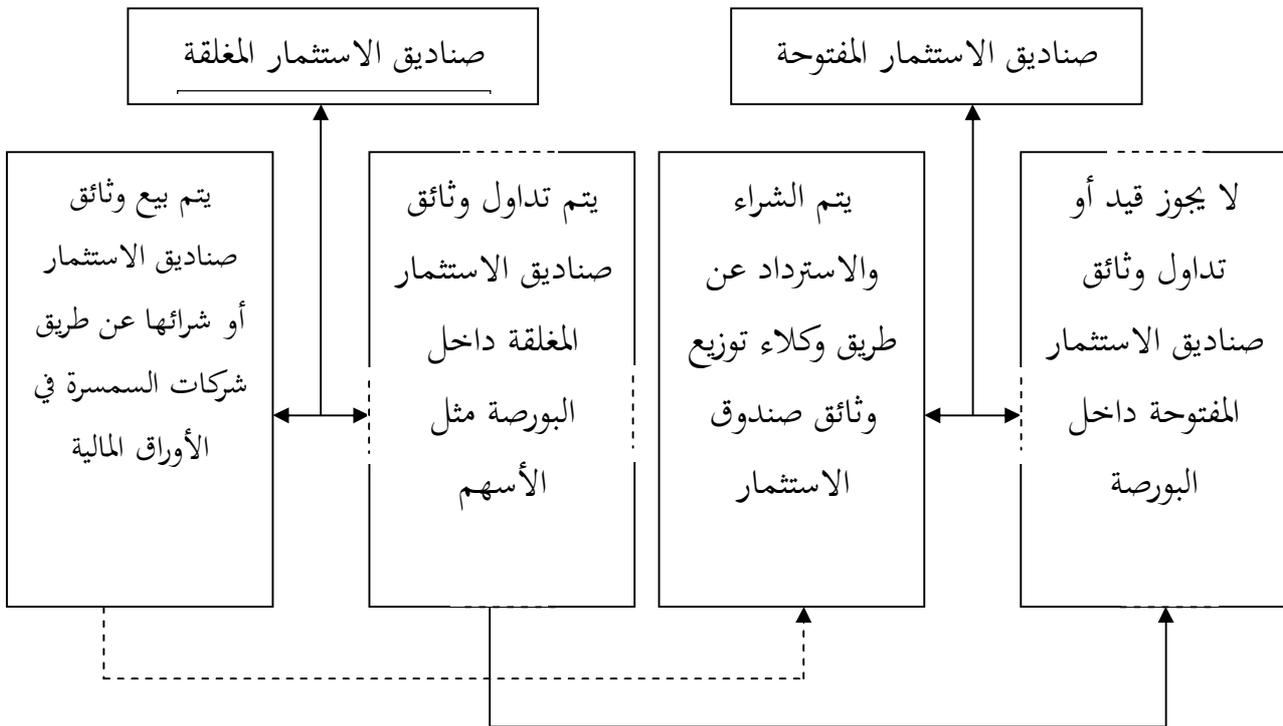
4- وكيل البيع: هو وسيط أو مجموعة وسطاء، يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكا أو شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابة البنك المركزي.¹

ثالثا: أنواع صناديق الاستثمار: تصنف شركات أو صناديق الاستثمار من حيث قدرتها على تغيير رأسمالها وعدد أسهمها إلى:

1- صناديق الاستثمار المفتوحة: سميت كذلك لأن القانون يسمح لها أن تشتري أسهمها من السوق في أي وقت تشاء وأن تلغي هذه الأسهم بعد شرائها فتخفف بذلك عددها وتزيد من نصيب السهم الواحد من الأسهم الباقية من الأرباح وكذلك يسمح لها القانون بيع أسهم جديدة لزيارة رأسمالها في أي وقت تشاء.

2- صناديق الاستثمار المغلقة: سميت كذلك لأن القانون لا يسمح لها بتغيير رأسمالها عن طريق إعادة شراء أسهمها من السوق أو طرح أسهم جديدة للاكتتاب في أي وقت تشاء.²

الشكل (1-1): مقارنة بين صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق الاستثمار المغلقة.



المصدر: محمد عبد الحميد عطيه، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011، ص 56.

رابعاً: فزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار:

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل، الأردن، 2007، ص ص 141، 142.

- تحقق عائد أعلى من عائد الودائع البنكية.
- توفر صناديق الاستثمار الإدارة المحترفة لإدارة الأوراق المالية التي تتكون منها تلك الصناديق.
- تمتاز صناديق الاستثمار بالتنوع الكفاء للاستثمارات حيث يوجد العديد من صناديق الاستثمار ذات الأهداف الاستثمارية المختلفة.
- المرونة وسهولة الاسترداد وخاصة وثائق صناديق الاستثمار المفتوحة حيث يمكن لكل مستثمر شراء وبيع وثائق الاستثمار بسهولة وبساطة.
- تخفيض وتقليل حجم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر وذلك من خلال التنوع في الاستثمارات داخل تلك الصناديق.¹

المطلب الثاني: البنوك والخزينة العمومية

تعتبر البنوك والخزينة العمومية من المؤسسات التي يتم فيها الاستثمار في الأوراق المالية وذلك بإصدار أسهم باختلاف أنواعها لدى البنوك وأذونات وكمبيالات الخزانة بالنسبة للخزينة العمومية.

أولاً: البنوك:

البنوك عبارة عن مؤسسات تقوم بالاستثمار في حقوق مالية كالأسهم والسندات والقروض بدلا من الاستثمار في أصول حقيقية كالمباني والمعدات والمواد الخام وتجميع المدخرات من الأفراد والمستثمرين وتحويلها إلى أموال يمكن إقراضها للعملاء.

ويعتبر البنك أحد أشكال المؤسسات المالية التي تتعامل في النقد وكافة وسائل الدفع الأخرى وتقوم هذه المؤسسة بدور الوسيط المالي بين جمهور المودعين والمستثمرين من أفراد وشركات حيث تقبل ودائعهم وتوظف قدرها منها بإقراضه أو استثماره وتحمل في ذلك الكثير من مخاطر عدم التأكد ومقابل ذلك يجب أن تحقق فائضا يمكنها من النمو والاستمرار في أعمالها. ويشمل جمهور المودعين والمستثمرين للبنك كل من الأفراد والمشروعات العاملة كافة القطاعات التجارية والصناعية والمالية والزراعية والخدمية بما في ذلك الوحدات الحكومية.²

¹ - محمد عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 57.

² - الدسوقي حامد أبو زيد، إدارة البنوك، الجزء الأول، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، بدون سنة، ص ص : 23.24.

ثانياً: الخزينة العمومية:

تمتاز الخزينة العمومية بطرحها نوعين من الأوراق المالية التي هي أذونات الخزينة وكمبيالات الخزينة.

1- أذونات الخزينة:

تعد أذونات الخزينة من أهم أذونات الدين التي تصدرها الحكومات في دول العالم المختلفة، وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 شهور و 6 شهور و 12 شهراً لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة ويتقدم خصم هذه الأذون جميع المتعاملين في سوق النقد ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم، أي بسعر أقل من قيمتها الاسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر.

وتكون هذه السندات صالحة أيضاً لإعادة الخصم لدى البنك المركزي في أي وقت، وعادة ما يتم إصدار هذه الأذونات في كل شهر بحيث يتم تعويض الإصدارات التي حل أجل استحقاقها بالإصدارات الجديدة ويمكن أن تختلف قيمة إجمالي المصدر منها عن قيمة إجمالي المستحق زيادة أو نقصان، حسب ما إذا كانت الحكومة في حاجة إلى أموال إضافية أو ترغب في تصفية جانب من السندات القائمة ولا يحصل المستثمر على الأذن في حد ذاته، بل يحصل على إيصال يفيد شراؤه وتتميز هذه الأذونات بصفة عامة بسهولة التصرف فيها، دون تعرض حاملها لخسائر رأسمالية¹.

2. كمبيالات الخزينة:

حتى تتمكن وزارة الخزينة من جلب أكبر عدد من الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، عادة ما تصدر أوراقاً مالية يطلق عليها كمبيالات الخزينة. **TREASURY NOTES** (T/NOTES)، تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات، حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته، وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية تحت حرف n، ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية، وكأي إصدار حكومي آخر عدا سندات الادخار، يتوافر لتلك السندات سوق ثانوي نشط من خلال بيوت سمسة متخصصة، يسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت.²

المطلب الثالث: شركات الأموال

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره ص ص :124، 125.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999. ص 16.

إن شركات الأموال من المؤسسات التي تستقطب المستثمرين الساعين إلى استثمار أموالهم في مشاريع اقتصادية تبناها هذه الشركات وتسعى من خلالها هذه الأخيرة لتنويع مصادر تمويلها والتقليل من التمويل التقليدي الذي يركز على الاقتراض من البنوك والاتجاه إلى التمويل عن طريق سوق رأس المال وذلك بإصدارها لسندات وأسهم بكل أنواعها حسب رغبة كل مستثمر، ومن أهم الشركات.

أولاً: شركة المساهمة:

هي الشركة التي لا تقوم على الاعتبار الشخصي، بل على الاعتبار المالي، ليست العبرة بشخصية الشريك وإنما بما يقدمه كل شريك من حصة مالية، لذلك فإن حصة الشريك فيها تسمى بالسهم وهي قابلة للتداول بطرق سريعة وسهلة دون أن يتوقف على قبول من الشركة أو الشركاء فيقل السهم بطريق التسليم إذا كان للحامل، أو بطريق القيد في دفاتر الشركة إذا كان اسمياً وتتم عملية تأسيس هذه الشركة بطريقتين:

1- تأسيس شركة المساهمة ذات الاكتتاب الفوري (دون اللجوء العلني للادخار)

يقتصر الاكتتاب في هذه الشركات على مؤسسي الشركة فقط ولا تطرح أسهمها للاكتتاب العام كشركات التأسيس المتتابع، لذلك فالإكتتاب الفوري في شركات المساهمة لا يمثل خطورة على الادخار، لذا أخضعها المشرع لإجراءات مبسطة.

2 - تأسيس شركة المساهمة ذات الاكتتاب العام (للجوء العامي للادخار):

المؤسسون ومركز الشركة تحت التأسيس كل من يشترك اشتراكاً فعلياً في تأسيس الشركة بنية تحمل المسؤولية الناشئة عن ذلك، له صفة مؤسس والحد الأدنى لعدد الشركاء المؤسسين سبعة (المادة 592 فقرة 2 من القانون التجاري الجزائري).¹

ثانياً: شركة التوصية بالأسهم:

تعرف شركة التوصية بالأسهم بأنها شركة يتكون رأسمالها من حصة أو أكثر يملكها شريك متضامن أو أكثر ولها أسهم متساوية القيمة، يكتب فيها مساهم أو أكثر ويمكن تداولها على وجه المبين بالقانون، ويسأل الشريك أو الشركاء المتضامنون عن التزامات الشركة مسؤولية غير محدودة أما الشريك المساهم فلا يكون

¹ - عبد القادر البقيرات، محاضرات في مادة القانون التجاري، جامعة الجزائر، 2006/2007، ص ص : 131، 133.

مسؤولاً إلا في حدود قيمة الأسهم التي اكتتب فيها، ويتكون عنوان الشركة من اسم واحد أو أكثر من أسماء الشركاء المتضامنين دون غيرهم.¹

وشركة التوصية بالأسهم تجمع بين شركات الأشخاص (من حيث وجود شركاء متضامنين ومساهمين غير متضامنين) وبين شركات الأموال من حيث تقسيم رأس المال إلى عدد من الأسهم.

وتتشابه إجراءات تكوين شركة التوصية بالأسهم مع إجراءات تكوين شركة المساهمة وكذلك من حيث تقسيم رأس المال إلى أسهم متساوية القيمة بحد أدنى وحد أقصى وينظم ذلك قانون الدول المنظم لهذه الشركات.²

¹ - محمد عباس بدوي وآخرون، محاسبة شركات الأموال، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2001، ص 208.

² - محمد السيد سرايا وآخرون، محاسبة شركات الأموال، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 9.

خلاصة الفصل أ:

الاستثمار المالي هو عبارة عن توظيف الأصول المالية بهدف تحقيق عائد استثماري، والذي يمتاز بسهولة تداوله وتحويله إلى سيولة وقلّة مخاطره مقارنة مع الاستثمارات الأخرى.

وتعتبر الأسهم والسندات والمشتقات المالية من أهم أدوات الاستثمار المالي فالأسهم عبارة عن صكوك ملكية في شركات المساهمة يتمتع حاملها بجملة من الحقوق كحقوق الحصول على الأرباح وحقوق التصويت ويمكن التمييز بين نوعين من الأسهم هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة، أما السندات فتعبر عن حقوق مديونية على الشركة، يحصل حاملها على فوائد دورية وتنتهي علاقته بالشركة بمجرد استفاء حقوقه من أصل الدين والفوائد في تاريخ الاستحقاق، أما المشتقات المالية فهي أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي و التي تقسم إلى عقود الخيارات، عقود مستقبلية، عقود آجلة و عقود المبادلات.

و يمكن توظيف الأموال والمدخرات في هذه الأوراق المالية في المؤسسات المالية التي تطرحها، والتي تطرقنا إليها وبيننا كيفية توظيف هذه الأموال في شكل أوراق مالية متداولة في صناديق استثمار، أو بنوك، أو خزينة عمومية، وخاصة في شركات الأموال والتي تضم شركات الأسهم وشركات التوصية بالأسهم

الفصل الثاني

سوق رأس المال

تمهيد:

بالرغم من كون سوق رأس المال يعد مفهوما حديثا نوعا ما مقارنة بأسواق باقي المنتجات، إلا أن عملياته و جهازه قد تطور كثيرا مع مرور الزمن حتى أضحي يمثل مركز الحياة المالية في الدول النامية، ووجود أسواق رأس المال في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، ومن هنا برزت أهميتها أكثر نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة وهذا من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب الحاجة إلى هذه الأموال هذا من جهة، ومن جهة ثانية لدورها في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، بمعنى أنها تلعب كذلك دورا هاما في توجيه الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية بالإضافة إلى أنها أصبحت أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد وعلى هذا الأساس ستكون خطة هذا الفصل كالآتي:

المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال.

المبحث الثاني: آليات سوق رأس المال.

المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال.

المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال.

تؤدي سوق رأس المال دورا حويا في تطوير ونمو عموم منظمات الأعمال العاملة في الاقتصاد الوطني كونها الإطار الذي من خلاله تتدفق الأموال طويلة الأجل (أدوات الملكية والمديونية) من وحدات الفائض إلى وحدات العجز الإستثمارية وفي هذا الإطار سنتعرف على تعريف وأهمية سوق رأس المال بالإضافة إلى مكوناته ووظائفه.

المطلب الأول: تعريف وأهمية سوق رأس المال.

نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف وأهمية سوق رأس المال.

أولا: تعريف سوق رأس المال:

من الصعب إعطاء تعريف واحد ومحدد لسوق رأس المال، خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت هذا المفهوم، بالإضافة إلى اختلاف وجهات النظر من باحث إلى آخر وإن كان الاختلاف ليس حول جوهر سوق رأس المال فالأساس واحد، وإنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق رأس المال. انطلاقا من ذلك سنحاول عرض مختلف وجهات النظر التي اهتمت بهذا الموضوع.

التعريف الأول: يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل.¹

التعريف الثاني: يمثل سوق رأس المال المكون الثاني من مكونات سوق المال، وهو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، وسواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أم تعبر عن ملكية مثل: الأسهم، وسواء كان البيع لهذه الأوراق للمرة الأولى أم تداولها بعد إصدارها.

التعريف الثالث: وفقا لذلك يمكن تعريف سوق رأس المال بأنها: "الإطار أو التنظيم أو المجال الذي يضم مجموعة العارضين أو لمقترضين لرأس المال طويل الأجل والطالبين أو المقترضين لتلك الأموال بالإضافة إلى عدد من الوسطاء المتخصصين.²

*و عليه سوق رأس المال هو الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات طويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال

¹ - زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره ص:82.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره ص130.

عمليات المتاجرة بأدوات السوق، يتضح من التعريف بأن السمة الأساسية لهذه السوق هي المخاطرة المالية كون أدواتها ذات استحقاق لأكثر من سنة، وعليه فإن المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة مقارنة بسوق النقد، أي بمعنى أن المستثمر يطلب عائدا أعلى للأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى.

ثانياً: أهمية سوق رأس المال.

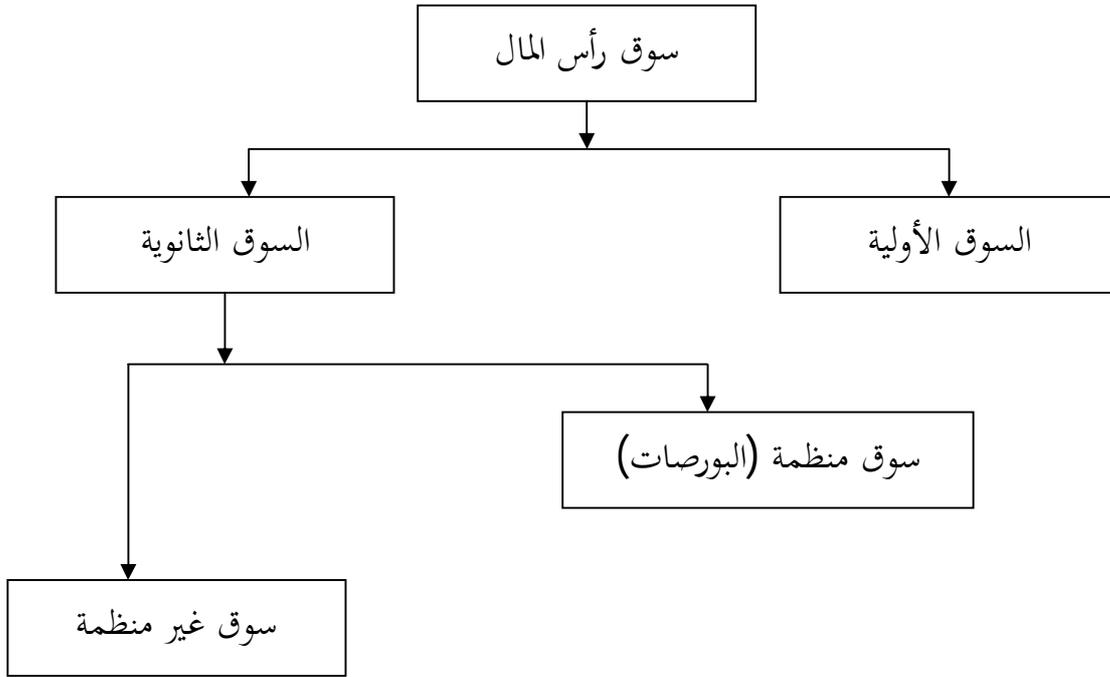
تتجلى أهمية سوق رأس المال من خلال إضفاء صفة العمق والانتساع للأدوات المصدرة في السوق هذا بجانب توفير عنصر المرونة النسبية لها ويرتبط ذلك من خلال كفاءة وفاعلية تنظيم هذه الأسواق من جانب وقدرتها على توفير صفة الاستمرارية للسعر وفرص التمويل لمختلف القطاعات من جانب آخر.¹

وتأتي أهمية أسواق رأس المال من الدور الهام والحيوي الذي تضطلع به حيث تعمل على جذب المدخرات سواء كانت مدخرات وحدات اقتصادية محلية أو أجنبية أو مدخرات فردية وتحويلها إلى وحدات العجز وذلك من أجل تمويل المشروعات الاقتصادية أو الخدمية الهادفة إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، ومن ثم فإن أسواق رأس المال لها القدرة على إحداث نقلات هامة في مجال التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تجميع المدخرات من مصادرها المختلفة وإعادة توظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة. تتمثل الأهمية الاقتصادية لأسواق رأس المال في أنها تساعد على الادخار والاستثمار.

¹ - أرشد فوائد التميمي، الأسواق المالية، دار البازوري، الأردن، 2010، ص:92.

المطلب الثاني: مكونات سوق رأس المال.

الشكل (1-2): أنواع أسواق رأس المال.



المصدر: السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 95.

تتكون سوق رأس المال من سوقين هما السوق الأولية والسوق الثانوية.

أولاً: السوق الأولية:

-السوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية ويستفاد من هذا المعنى أن الإصدار قد يشمل ما يلي:

*الإصدار الجديد والمتعلق بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة.

*إن الإصدار الجديد يمثل زيادة في رأسمال الشركات لقائمة والعاملة من خلال الاكتتاب العام أو إصدار السندات بغرض زيادة مواردها المالية.

ويعتبر بنك الاستثمار من الشركات الهامة في السوق الأولية من حيث:

*يمثل أداة الوصل والوساطة بين جمهور المستثمرين المتوقعين لشراء الورقة المالية من الجهة التي قررت إصدارها.

* يقوم بنك الاستثمار بتمويل شراء الإصدار بهدف إعادة بيعه للجمهور.

* يقوم بتسويق الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات في سوق رأس المال الأولي، نظرا لموفته الواسعة بالأوضاع داخل السوق.

- إن نشاط بنك الاستثمار في بعض الدول العربية ينحصر فقط في البنوك التجارية الموجودة فيه نظرا لعدم وجود شركات مالية متخصصة، وبعضها الآخر يشمل البنوك المتخصصة وغيرها من المؤسسات المالية المتخصصة.

- إن السوق الأولية تقوم بدور رئيسي في تقدم النشاط الاقتصادي ودعامة قوية من دعاماته، لأنه إحدى الآليات الهامة التي تقوم بتجميع المدخرات المتاحة لأي اقتصاد بلد وتوجيهها مباشرة نحو المشروعات الإنتاجية، ومقابلة الوحدات أو القطاعات ذات الفائض المالي للوحدات ذات العجز في الموارد المالية، وفي الواقع تشكل الأسواق الأولية مصدرا تمويليا لضمان استمرار التدفقات النقدية.¹

ثانيا: السوق الثانوية: يقصد بالسوق الثانوي أو سوق التداول السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار²، فعن طريقها تتحقق آلية العرض والطلب على الورقة المالية، من خلال الأوامر المدفوعة من الزبائن إلى الوسطاء والسماسرة، الذين بدورهم تتحقق عملية صناعة السوق، يتضح من مفهوم السوق الثانوية أن الفرق الأساسي بينهما وبين السوق الأولية هو أن الأموال تتدفق من المشتري إلى البائع، وليس هناك علاقة مباشرة مع مصدر الورقة المالية، لذلك هذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقا للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، ومثل هذه الخاصية تكسب السوق الثانوية صفة الأسواق المستمرة والتي تعني أن الأسعار تتحدد يوميا من خلال تدفق الأوامر من المشتري إلى البائع عبر الوسطاء والسماسرة³.

¹ - زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 86.

² - علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2012، ص 104

³ - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 100.

1. أنواع السوق الثانوية:

تنقسم السوق الثانوية إلى:

أ - السوق المنظمة:

وهي أسواق البيع والشراء للأوراق المالية عن طريق المزادات، ويقوم السماسرة في هذه السوق بالتعامل نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة وهذه الأسواق هي البورصات بالمعنى المعروف.

. وتتصف سوق الأوراق المالية المنظمة بالخصائص التالية:

* يوجد لها مكان محدد لبيع وشراء الأوراق المالية.

* توجد بها إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية.

* يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة ويرجع ذلك إلى أن سوق الأوراق المالية هي الجهة المنوط بها إصدار شهادات نقل ملكيات الأسهم والتي بموجبها يتم تعديل سجل المساهمين لدى الشركات المساهمة المصدرة للأسهم.¹

كما تم استحداث نظام للتداول يطلق عليه سوق الأوامر تتداول فيه أسهم الشركات التي قيدت أسهمها للتداول بالبورصة في وقت سابق ثم شطبها من البورصة بعد ذلك لفقدان أحد شروط القيد بهه ولكن يوجد تداول عليها من مستثمرين مشتريين وبائعين لا يعرف بعضهم البعض ولذا يتم استخدام نظام التداول بالبورصة لإتمام هذه الصفقات.

ب - السوق غير المنظمة:

إذا تعاملت شركات السمسرة والوساطة على الأسهم والسندات غير المقيدة بالبورصة يقال إنهم تعاملوا خارج المقصورة أو في سوق نقل الملكية والذي يتم فيه نقل ملكيات أسهم الشركات المغلقة على مساهمين محددين ويقتصر فيها دور السمسار على تسجيل الصفقة بالبورصة واستخراج شهادة نقل ملكية وهي أسواق بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق التفاوض.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 137، 138.

ويقوم تجار الأوراق المالية الذين يتوافر لديهم مخزون من الأوراق المالية فإنهم يحصلون على دخل في شكل مكسب يتمثل في الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء للورقة أو العكس.

- ويتفرع عن السوق غير المنظمة ما يسمى في لغة الاقتصاد السوق الثالث و السوق الرابع.¹

* السوق الثالث:

نمت هذه الأسواق منذ بدايات عام 1960 كسوق منافس للأسواق المنظمة و غير المنظمة (الموازية)، ويرجع سبب نموها رغبة مستثمرين الكبار و المستثمرين لمؤسسين في تخفيض كلفة الصفقات و تجنب الدخول إلى الأسواق المنظمة ذات العمولات الثابتة غير القابلة للتفاوض، و تعود رغبة هؤلاء المستثمرين في تخفيض العمولات المدفوعة إلى شركات السمسرة بسبب حجم الصفقات الكبيرة التي يتعاملون بها، وتشكل صناديق التقاعد و صناديق الوصاية التي تدار من قبل البنوك التجارية القطاع الأكبر استثمارا في هذه السوق.

هيكل السوق يتكون من شركات السمسرة غير العضو في السوق المنظمة و لذلك قدرة هذه الشركات على تخفيض العمولات من الصفقات، كونها لا تتحمل أية رسوم تسجيل أو عضوية كما هو الحال بالنسبة لمسامسة و الوسطاء المسجلين في السوق المنظمة، سمسرة السوق يتاجرون بالأوراق المالية المدرجة في السوق المنظمة و غير المنظمة، و من أمثلة ذلك شركات السمسرة في هذه الأسواق هي شركة Bernard-modoff التي تعمل على لتجارة بالأوراق المالية المدرجة في سوق نيويورك و مقابل عمولات منخفضة جدا قد تصل إلى نصف سنت للسهم الواحد، و أحيانا هذه العمولات قابلة للتفاوض.²

* السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الإستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة و ذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسامسة، ويتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل على إتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب هذا و لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، و من ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:138.

² - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:105.

المستثمر أمواله، بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، كما قد يحصل عليها صفقة بصفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.

وفي ظل السوق الرابع تبرز الصفقات بسرعة أكبر كما يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار عرضية للطرفين وتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه الجاايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة الأخرى خاصة وأنه يتعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق ومن المعتقد أن نمو هذا السوق سوف يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة تلك الأسواق.¹

المطلب الثالث: وظائف سوق رأس المال

إن سوق رأس المال باعتباره المكن الذي يجمع بين عارضي الأموال و الوحدات التي تكون بحاجة إلى هذه الأموال، يساهم في تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية وغيرها ومن هنا يمكن القول أن وجود سوق لرأس المال في أي اقتصاد من شأنه أن يساهم في أداء مجموعة من الوظائف أهمها:

أولا: تشجيع الاستثمار:

تسهل سوق الأوراق المالية عملية الاستثمار الخاصة بالآجال القصيرة فكثيرا ما تكون بعض الأموال قد فاضت في فترة من الزمن عن حاجات بعض الشركات والأفراد، إما بسبب تقلبات موسمية تعتري ما يؤدون من أعمال أو بسبب كساد مؤقت يطرأ على بعض أعمالهم، لهذا قد يلجأ البعض إلى استثمار فائض نقودهم في أوراق مالية عن طريق سوق الأوراق المالية وهم لا يلجأون إليها في تلك الفترات إلا لثقتهم التامة في أنهم يستطيعون بيع الأوراق في أي وقت يشاؤون لتحويل قيمتها إلى نقد سائل بالسعر الجاري، ولولا سوق الأوراق المالية لظلت تلك الأموال الفائضة معطلة أو لأودعها أصحابها في المصارف حيث يحصلون على معدل فائدة منخفض².

ثانيا: المساهمة في الاقتصاد الوطني:

تساعد أسواق رأس المال عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال الفائضة عن حاجة الأفراد أو المنشآت في تمويل مشاريع التنمية الوطنية التي تكون بحاجة لهذه الأموال وذلك من خلال طرح الأسهم أو السندات

¹ - علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص: 115، 116.

² - عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص 9.

للاكتتاب والاستفادة من مدخرات الأفراد بتحويلها إلى استثمارات، وبذلك يتمكن المتعاملون المكتتبون في الأوراق المالية من تحقيق عوائد من وراء هذه العملية هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتم تمويل المشاريع التنموية التي عادة ما تكون في حاجة إلى أموال ضخمة لا يمكن الحصول عليها بسهولة من مصادر أخرى.

وبتعبير أدق فإن مهمة سوق الأوراق المالية هي ضمان تمويل الاقتصاد عن طريق اللجوء العلني للادخار بتنظيم تبادل سندات الملكية (الأسهم) وسندات الاقتراض طويل الأجل (السندات)، هي بذلك تشكل وسيلة أساسية لتمويل الاقتصاد الوطني إلى جانب القروض المصرفية كما أن سوق الأوراق المالية اعتبرت لوقت طويل كنظام بارع ومثالي، يسمح بتعبئة مدخرات الأفراد ولو كانت بسيطة وتوجيهها نحو مؤسسات مهمة قادرة على تحقيق استثمارات منتجة بهذه الأموال، ومن ثم تشجيع أو دعم التنمية الاقتصادية.

ثالثاً: توفير السيولة:

تلعب بورصة القيم دور أساسي في تعبئة ادخار الخواص من طرف المؤسسات قصد ضمان تمويل ملائم لنموها.

يتضح من ذلك أن سوق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في تمويل مختلف الاستثمارات من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات، مما يوفر قدراً غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، بمعنى أن سوق الأوراق المالية تساهم بشكل واضح في توفير السيولة للمنشآت المصدرة للأوراق المالية من جهة، إذ تقوم بتمويل استثماراتها ومن ثم ضمان استمرار المنشأة ونموها. كما توفر السيولة للمستثمرين من جهة ثانية، إذ يمكنهم تحويل أوراقهم المالية إلى سيولة في أي وقت يرغبون فيه وذلك عن طريق عرض أوراقهم المالية للبيع، وهو ما يحفزهم على الاستثمار في شراء الأوراق المالية لثقتهم في إمكانية استرجاع أموالهم في أي وقت وذلك خلافاً للبديل الثاني والمتمثل في استثمار أموالهم عن طريق ودائع بنكية والتي تتطلب وقت معين من أجل تحويلها إلى سيولة.

رابعاً: الوقاية من تقلبات الأسعار:

تلعب كذلك سوق رأس المال دوراً مهماً في تسيير الخطر من طرف المتعاملين الاقتصاديين بما توفره من أدوات مالية متعددة تساعد المستثمر من تقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها أي أن المتعامل في سوق الأوراق المالية الذي يرغب في التأمين من هبوط الأسعار لسلمة معينة فإنه يشتري أو يبيع كمية معينة موجودة لديه فعلاً، أو يتعاقد عليها، أو ينتظر وجودها لديه في المستقبل.

خامسا: تحقيق أسعار عادلة:

إن نظام عمل سوق رأس المال يؤدي إلى تحقيق أسعار عادلة وهذا من خلال قانون العرض والطلب إذ أن التقاء العرض والطلب عند نقطة معينة يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن، وكل أسعار السوق فإن ذلك الخاص بسوق رؤوس الأموال ينتج عن تغيرات العرض والطلب فإذا كان العرض وفير يتجه السعر نحو الانخفاض أما إذا زاد الطلب فسيرتفع السعر.

كذلك فإن سعر التوازن الذي يتحقق من خلال عقد الصفقات، وإتمام المبادلات يتم تسجيله على لائحة الأسعار بسوق الأوراق المالية، ويتم نشره بالمجلات الخاصة، أو عرضه في النشرات الاقتصادية، وهو الأمر الذي سيمكن المهتمين بالمنشأة من تتبع تطور أسعارها هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن ذلك سوف يشجع المنشآت على تحسين أدائها وزيادة فعاليتها وكفاءتها حتى ترفع من أسعار أوراقها المالية¹

المبحث الثاني: آليات سوق رأس المال

إن الإدارة السياسية لا تكفي لإنشاء سوق رأسمال فعال وناجح ويتمشى مع المتطلبات الاقتصادية المعاصرة وذلك لأنه يحتاج إلى شروط لتكوينه وكذلك إلى تطوير من أجل أن يكون نشط ويكتسب سمعة إقليمية ودولية، وهذا ما يجعله يتأثر بعوامل متعددة تحكم تأثيره على الاقتصاد.

¹ - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على قيمة السوقية للسهم، (أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة منتوري، غير منشورة)، قسنطينة 2010/2009. ص ص : 24-26.

ومن ذلك تطرقنا في هذا المبحث إلى: شروط تكوين سوق رأس المال، بالإضافة إلى تطوير سوق رأس المال، وأخيرا العوامل المؤثرة في سوق رأس المال.

المطلب الأول: شروط تكوين سوق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال المعيار الحقيقي لقياس النشاط الاقتصادي البلاد فهو يلعب دورا حيويا في تنشيط اقتصاد البلاد من حيث السيولة التي تتوفر عليها والصفقات التجارية التي تقام فيه، ومن أجل إقامة سوق رأسمال فعال يجب توفر الشروط الآتية:

أولاً: زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة:

تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الاقتراض إلى المستثمرين من أجل القيام بمشاريعهم لذا تشجيع سوق رأس المال يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والذي بدوره يتحول إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية.¹

ثانياً: تحويل المدخرات إلى استثمارات:

يعتبر سوق رأس المال من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذا السوق يعد بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد، والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية، التي تمثل حصصاً من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية، أو عقارية، أو قروضا تتمثل في سندات.

¹ - زيتوني خديجة، التحديات التي تواجه الجزائر في سوق الأوراق المالية في ظل المعطيات الراهنة، (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون)، تيارت 2012 / 2013، ص 20.

ثالثاً: إنشاء بورصات للأوراق المالية:

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية، أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن.

فالبورصات هي أسواق استثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية، وصناديق التأمين، وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال، ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية، ومن أهم مهام البورصات المالية:

- تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في طور التكوين.

- تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة¹

رابعاً: الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها:

إن تكوين الشركات، أو طرح السندات والأسهم في سوق رأس المال، لا بد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي تتاح لتوظيف أمواله، ولا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى يحافظ على مصلحة صغار المدخرين، وحتى تكون هذه الإعلانات ذات طابعة جديدة.²

خامساً: ضرورة توفير الاستقرار السياسي:

تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل في جلب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل.³

المطلب الثاني: تطوير سوق رأس المال

إن نجاح سوق رأس المال في أي دولة من دول العالم، يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق، وتتمثل هذه الرعاية في تطوير السوقين الأولي والثانوي.

¹ - حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية بورصة الأسهم والسندات المالية، الطبعة الأولى، دار زهران، الأردن، 2010، ص ص : 19، 20 .

² - زيتوني خديجة، مرجع سبق ذكره، ص 21.

³ - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، (مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير، إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غير منشورة، غزة)، 2007، ص 22 .

أولاً: تطوير السوق الأولي:

1- تخفيض سعر الفائدة:

تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق رأس المال، باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلاً للودائع المصرفية.

2- تسريع عملية الخوصصة:

تعتبر البورصة من آلية عن آليات الخوصصة، وذلك من خلال فتح رأسمال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة في عرض الأوراق المالية في سوق رأس المال.¹

ثانياً: تطوير السوق الثانوية:

1- أدوات التداول:

تقتصر التعاملات في أغلب أسواق سوق رأس المال الحكومية العربية على التعاملات الفورية، وتبين التجارب أن توسيع نطاق أدوات وعمليات التداول المتاحة من شأنه أن يعمق السوق الثانوية، ويزيد من كفاءتها، ومن أهم هذه الأدوات اتفاقية إعادة الشراء وعمليات إقراض واقتراض الأوراق المالية الحكومية، والبيع القصير والتداول الآجل، وعلى الرغم من العمل باتفاقيات إعادة الشراء على نطاق واسع في معاملات السلطات النقدية في أغلب الدول العربية إلا أن التعامل بهذه الاتفاقيات في سوق ما بين البنوك والمؤسسات المالية مازال محدوداً.

2- أنظمة التداول:

تلعب أنظمة التداول للأوراق المالية الحكومية دوراً مهماً في تنشيط السوق الثانوية لهذه الأوراق، فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار ونشاط التداول، ولذلك فإنها وكلما ازدادت كفاءتها ستساهم بشكل أفضل في تحسين التعريف بالسوق وزيادة المنافسة وتعزيز السيولة.

¹ - زيدان محمد، نورين يومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006. ص ص: 17-19.

3- أنظمة الحفظ المركزي والتسوية:

يمثل نظام مقاصة وتسوية عمليات تداول الأوراق المالية الحكومية إلى جانب أنظمة التداول الركن الأساسي للبنية التحتية اللازمة لسوق الأوراق المالية الحكومية، ويتوقف تصميم هذا النظام على اعتبارات عديدة تتمثل في مخاطر النظام المالي والمصرفي ومستوى المنافسة في السوق وطبيعة المشاركين

4- قاعدة المستثمرين:

يمثل توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين في سوق رأس المال الحكومي واحدا من أهم محاور تطوير وتعميق هذا الاستثمار، كما يساعد هذا على زيادة فترات استحقاق الحكومة لسنداتها وخفض كلفة مديونيتها، ولا يعود الأمر لمجرد الزيادة في حجم الاستثمارات بل للتمايز الذي يمكن أن يتحقق من خلال وجود توجهات مختلفة الأنماط لدى المستثمرين¹

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سوق رأس المال

سوق رأس المال يتبع الاقتصاد لذلك فهو يتأثر بالحالة الاقتصادية سواء اقتصاد محلي أو دولي والسياسة تؤثر أيضا على سوق رأس المال، بما لها من قرارات أو قوانين تعمل على صعود أو هبوط سوق رأس المال ومن هذه العوامل نذكر:

أولاً: رفع وتخفيض سعر الفائدة:

عندما ترتفع أسعار الفائدة يميل سوق الأسهم إلى الانخفاض، وعندما تنخفض أسعار الفائدة ينتعش سوق العقارات وهي فرصة لإعادة تمويل شراء المنازل والعقارات.

ثانياً: ارتفاع وانخفاض سوق الدولار:

هو أحد المؤشرات الاقتصادية فندما يرتفع أمام العملات الأخرى مثل الين أو اليورو، يشتري المستثمر أمواله من سوق الأسهم إلى سوق العملات.

¹ - أسرار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، البنك المركزي الوافي، ص ص: 6-8. elibray.medi.u.edu.my/books/mal_00355 أطلع عليه يوم 2015/02/07 الساعة 22:00.

ثالثا: التضخم:

أي ارتفاع في الأسعار يقابله انخفاض في الشراء هو تضخم، أي أنه عندما يرتفع السعر ينخفض الشراء.

رابعا: حجم الناتج القومي:

زيادة النشاط الاقتصادي يدفع المستثمر إلى التفاؤل بشأن المستقبل، مما يؤثر على الأسهم بالارتفاع ولكن إذا حدثت زيادة غير متوقعة في الأسعار، ففي هذه الحالة يكون الناتج القومي للدولة في مرحلة تضخم مما يؤثر على سوق رأس المال¹

خامسا: السياسة المالية:

وهي الوسائل والطرق التي تتخذها الدولة لتمويل الإنفاق الحكومي والضرائب هي أهم وسيلة لدى الحكومة، فإن زيادة الضرائب على الشركات يؤدي بالحكومة إلى تخفيض الضرائب من أجل زيادة الاستثمار، وقد تصل إلى منح إعفاءات ضريبية قد تؤدي إلى زيادة حجم الأرباح.

سادسا: السياسة النقدية:

وهي الوسائل التي تمارسها الدولة كي تتحكم في المعروض من النقود، فزيادة عرض النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في السوق وبالتالي تشجيع الاستثمار²

¹ - زيتوني خديجة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

² - أحمد مصطفى، مقالة بعنوان العوامل المؤثرة على سوق الأوراق المالية، <http://www.egyborse.com/2012/04/blogpost> عليها يوم 2015/02/04. على الساعة: 17:15.

المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال

لكل سوق أوراق مالية مجلس إدارة فمثلا بورصة نيويورك للأسهم تدار بواسطة مجلس محافظين ينتخبه أعضاء سوق الأوراق المالية، ويتكون المجلس من ممثلين عن الشركات المقيدة أسهمها في السوق، وبيوت السمسرة، وممثلين عن الحكومة، ومن بين مهام المجلس البحث في طلبات العضوية والبحث في الموازنة المقترحة لسوق الأوراق المالية وتخصيص المنصات التي تتعامل في ورقة مالية معينة هذا إلى جانب التأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المعمول بها وتوقيع العقوبات المناسبة على المخالفين وستتعرف في هذا المبحث على أعضاء سوق رأس المال وأساليب التعامل فيه بالإضافة إلى طرق التسعير المستخدمة فيه.

المطلب الأول: أعضاء سوق رأس المال:

أعضاء السوق هم الذين يشكلون حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين وفي هذا المجال يمكن أن نذكر خمسة أنواع من أعضاء سوق رأس المال:

السماسرة الوكلاء، سمسرة الصالة، تجار الصالة، المتخصصون وتجار الطلبيات الصغيرة.

أولاً: السمسرة الوكلاء:

السمسار الوكيل هو عضو من أعضاء البورصة يعمل لحساب بيوت السمسرة، كما يمكن أن يعمل لحسابه الخاص، فإذا كان يعمل لحساب بيوت السمسرة فإنه ملتزم أمامها، نتيجة لإقراضه رسم العضوية من طرفها وهذا يعتبر التزاما مباشرا كما قد يكون لبيت السمسرة سيطرة غير مباشرة على السمسار الوكيل، نتيجة لكبر حجم المعاملات وزيادتها فهنا يجد السمسار الوكيل نفسه مجبرا على تنفيذ كل الأوامر الصادرة من بيت السمسرة، لأنه يعلم أنه في حالة رفضه ذلك يمكن اللجوء إلى غيره من السمسرة خاصة في ظل زيادة حدة المنافسة بين السمسرة الناتجة عن زيادة وكبر حجم معاملات بيوت السمسرة.¹

ثانياً: سمسرة الصالة:

هم السمسرة الذين يعملون لدى السمسرة الوكلاء، خاصة عندما يعرف السوق زيادة كبيرة في حجم المعاملات، ويتعذر على السمسار الوكيل تنفيذها لوحده لذلك يستعين بسمسرة الصالة.

¹ - لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 48 .

لهذا يطلق عليهم اسم سماسرة الصالة وهم يدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة كما يحصلون على جزء من العمولة التي يحصل السماسرة الوكلاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.

ثالثا: تجار الصالة:

يطلق عليهم كذلك المضاربون، وهم يعملون لحسابهم الخاص ويدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، ولا يعملون لحساب أي جهة (أفراد، بيوت سمسرة)، كما يعملون على الاستفادة من التغيرات في الأسعار، حيث يحاولون الشراء بسعر منخفض والبيع عند ارتفاع الأسعار من أجل تحقيق الأرباح.¹

رابعا المتخصصون:

يقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذي يتخصص كل منهم في التعامل في أسهم مجموعة محددة من المنشآت، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، وهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة للأسهم التي يتعامل فيها وهو ما يعد بالطبع نوعا من الاحتكار.

ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، كما يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه بيعا وشراء بهدف تحقيق الربح.²

كما يساهم المتخصصون في تحقيق التوازن في حالة ظهور خلل مؤقت بين العرض والطلب لذلك يطلق عليهم اسم صناع السوق، حيث يشترون عندما يزيد العرض عن الطلب على ورقة مالية معينة ويبيعون عندما يزيد الطلب على العرض وهذا باستعمال مخزونهم من الأوراق المالية، فيحققون بذلك ربحا مناسباً.³

خامسا: تجار الطلبيات الصغيرة:

يقصد بتجار الطلبيات الصغيرة أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات (أوامر) صحيحة أو غير كسرية (100 سهم أو مضاعفاتها) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات كسرية (أقل من 100 سهم)، ويحقق هؤلاء التجار الربح من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء الذي يطلق عليه بالهامش والذي عادة ما يكون أكبر نسبيا بالقياس بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة،

¹ - لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 49 .

² - علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 109 .

³ - لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 50 .

غير أن دخول بيوت السمسرة والمتخصصين في سوق الطلبات الصغيرة قد أدى إلى إجبار هؤلاء التجار على تخفيض الهامش الذي يحصلون عليه.¹

المطلب الثاني: أساليب التعامل في سوق رأس المال

إن التعامل في سوق رأس المال له أساليبه وأخلاقه وقواعده ويتم التعامل بين المستثمرين بواسطة الوسطاء عن طريق إعطائهم أوامر محددة لتنفيذها وفيما يلي بيان ذلك.

أولا تعريف الأوامر:

يقصد بالأوامر بيع أو شراء الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر لوكيله أو سمساره، وتحدد هذه الأوامر شروط بيع أو شراء الأوراق المالية ولذلك فإن هذه الأوامر تختلف باختلاف هذه الشروط وكذلك تحدد مسؤولية السمسار حسب نوع الأمر المعطى له.²

ثانيا: أصناف الأوامر: يمكن تصنيف الأوامر إلى أصناف أهمها:

1- أمر السوق: وبموجب هذا الأمر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمساره لأن يبيع أو يشتري عددا من الأوراق المالية بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في السوق (أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع) وهذا معناه أنه يجب على السمسار أن يبذل أفضل جهوده ليحصل على أفضل صفقة ممكنة في ذلك الوقت.

2. الأمر المحدد: بموجب هذا الأمر يتم تحديد كلا من السعر والكمية وفي هذه الحالة يقوم السمسار ببيع (أو شراء) عدد محدد من الأوراق بالسعر المحدد أو بأفضل منه ، وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر المحدد فإنه يدونه في دفاتره أو دفاتر سمسار آخر قد يكون متخصصا ليتم تنفيذه حالما يمكن ذلك.

أ. أنواع الأمر المحدد: للأمر المحدد أنواع أخرى منها:

. الأمر المحدد بزمن: وهو أمر تتحدد مدة سريانه بفترة زمنية قد تكون يوما أو أكثر ويظل ساري المفعول إلى أن يتم إلغاؤه أو انقضاء الفترة المحددة أيهما يأتي أولا.

¹-علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 110.

²- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 130.

- أوامر يومية: وهي أوامر تصبح لاغية تلقائياً في نهاية اليوم التي تصدر فيها إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذها خلال اليوم الذي صدرت فيه.

. الأمر الصالح حتى يتم إلغاؤه: وهذا يعني أن الأمر صالحاً حتى يقوم السمسار بتنفيذه عند تحقق الشروط إلا إذا تم إلغاؤه قبل ذلك أي أنه لا يلغى تلقائياً، بل يحتاج السمسار إلى إشعار بإلغائه.

. الأمر الفوري: وهو أمر يصبح لاغياً إذا لم يتم تنفيذه فور صدوره.

3. أمر وقف الخسارة: وهو أمر يحدد الحد الأدنى من السعر الذي يجب أن يتم بيع الورقة (أو شراؤها) قبل تجاوزه وهو خليط من النوعين السابقين (الأمر المحدد، أمر السوق) ويلجأ إليه المتعامل لإنقاذ ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.

4 - الأمر الحر أو المطلق: وبموجب هذا الأمر يعطي المتعامل للسمسار حرية مطلقة في بيع (أو شراء) الأوراق التي يراها من مصلحة المتعامل سواء من حيث النوع أو السعر أو التوقيت وهو نادر الاستعمال.¹

5 - الأمر المفتوح: وهو الأمر الذي يبقى ساري المفعول إلى أن ينفذ أو يتم إلغاؤه من قبل المستثمرين.²

ثالثاً: خطوات تنفيذ الأوامر:

يتم تنفيذ أوامر العملاء طبقاً للخطوات التالية:

1 - الخطوة الأولى: يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر أسهم ما لمنشأة معينة.

2 - الخطوة الثانية: يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب وعادة ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت، وكل من سعر الشراء وسعر البيع ويتم إبلاغ المستثمر بتلك المعلومات.

3 - الخطوة الثالثة: إذا كانت الأسعار مشجعة يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

¹ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص132.

² - زياد رمضان و مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص142

4 . الخطوة الرابعة: بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.

5 . الخطوة الخامسة: تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم التداول به في السوق)، وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.

6 - الخطوة السادسة: على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

7 - الخطوة السابعة: بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار للوكيل تقريراً عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه العميل.

8 - الخطوة الثامنة: ترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

المطلب الثالث: طرق التسعير في سوق رأس المال

يقصد بتسعير الورقة المالية في سوق الأوراق المالية تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الورقة عند بدء التعامل على سهم معين، ويتم تدوين هذا السعر في لوحة الأسعار بسوق الأوراق المالية ليمثل السعر الرسمي.

ويتم التوصل لسعر يبيع أي سهم من الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، وذلك عند بدء التعامل اليومي بطرق عدة تتفق في جوهرها ومضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات ومنها:¹

أولاً: التسعير بالمناداة: يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء في ساحة سوق الأوراق المالية والمناداة بأعلى صوت.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص173.

ثانياً: التسعير بالمعارضة: يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية جميع عروض البيع والشراء ومجموع هذه التسجيلات يؤدي إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراءه من الأسهم و حدود الأسعار المعروضة.¹

ثالثاً: التسعير بواسطة الصندوق: يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد وتعتمد لجنة سوق الأوراق المالية في احتساب العروض وطلبات ثم تحدد أسعار البورصة حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.²

¹ - وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار البداية، الأردن، 2010، ص 234.

² عبد القادر الحمزة، مرجع سبق ذكره، ص 73.

خلاصة الفصل:

سوق رأس المال هو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، سواء كان البيع لهذه الأوراق لأول مرة في السوق الأولية والممولة عبر بنوك الاستثمار بآلية الطرح العام الأولي أو الطرح الخاص، أو تداولها بعد إصدارها في السوق الثانوية، أما الصفقات التي تمتاز بكبر حجمها فقد وفرت السوق الثالث والرابع أرضية لهذه الصفقات بهدف تخفيض كلفة التنفيذ.

ويحتاج سوق رأس المال إلى آليات من أجل أن يكون نشط ويؤثر في اقتصاديات الدول، وذلك بتوفير شروط ملائمة لتكوينه، ويجب تطوير هذا السوق وذلك بتوفير مناخ ملائم اقتصاديا وسياسيا الذي يتأثر بعوامل محيطة به والتي تكون دولية أو محلية.

إن التعامل في سوق رأس المال له أساليبه وقواعده ويتم التعامل بين المستثمرين بواسطة الوسطاء الذين يشكلون حلقة وصل بين البائعين والمشتريين، فهم يتعاملون طبقا لأوامر المستثمرين التي تحدد شروط بيع أو شراء الأوراق المالية، ولذلك فإن هذه الأوامر تختلف باختلاف هذه الشروط وكذلك تحدد مسؤولية السمسار حسب نوع الأمر المعطى له.

الفصل الثالث

كفاءة سوق رأس المال

تمهيد:

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال ومازالت تثير خلافا بين المهتمين بتلك الأسواق، فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرهم في المنشأة المصدرة للسهم، وحيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا أو هبوطا مع الأنباء السارة أو غير السارة التي تصل إلى السوق فجأة وبدون أي سابق إنذار، وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتحقق لأي منهم الحصول على تلك المعلومات أو في تحليلها ومن ثم فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية.

ويبدل المستثمرين في سوق الأوراق المالية قصارى جهودهم للتعرف بشكل مسبق على اتجاه تحركات الأسهم صعودا أو هبوطا بغية تحقيق أكبر عائد ممكن، فهناك نوعين من التحليل وهما التحليل الأساسي والتحليل الفني اللذان نستطيع من خلالهما التنبؤ بشكل صحيح بقيمة السوق أو قعره، أو الكشف بشكل مبكر وصحيح عن قمة سعر السهم لشركة معينة أو قعره.

ومن خلال ما سبق نتطرق في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: كفاءة وسيولة سوق رأس المال.

المبحث الثاني: التحليل الفني.

المبحث الثالث: التحليل الأساسي.

المبحث الأول: كفاءة وسيولة سوق رأس المال:

تنشد جميع الأطراف المتعاملة في أي سوق أن تتصف هذه السوق بالكفاءة، و بناء على ذلك يكون هدف تحقيق كفاءة الأسواق على سلم أولويات السلطات الاقتصادية، ولا تخرج أسواق المال بصفة عامة وأسواق رأس المال بصفة خاصة عن هذه القاعدة.

ومما تقدم يتناول هذا المبحث مفهوم الكفاءة ومتطلباتها ثم ينتقل لاستعراض مفهوم السيولة وينتهي هذا المبحث بعرض الكفاءة وعلاقتها بالسيولة.

المطلب الأول: مفهوم الكفاءة ومتطلباتها

تمثل سوق الأوراق المالية قناة تضمن تمويل الاستثمارات وآلية تسويق وتسعير الأوراق المالية و بناء على ذلك كي تقوم السوق بوظائفها على أكمل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة و مما سلف سنتطرق إلى مفهوم الكفاءة ومتطلباتها.

أولاً: مفهوم الكفاءة:

1 - تعريف كفاءة السوق:

تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه و بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وتصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة على للمعلومات المتاحة و يتوفر للمتعاملين في سوق رأس المال معلومات مختلفة ستؤدي إلى تقلب هذه الأسعار¹.

ويمكن القول بأنه في ظل سوق رأس المال الكفاء تعكس أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم جميع المعلومات المتاحة و بالتالي فإن هذه الأسعار تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية²، و يجب توفر شرطين على الأقل حتى نستطيع القول أن هذا سوق رأس المال كفاء وهما:

- أن تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه سواء كانت منشورة أو غير منشورة.

¹ - و ليد صافي وأنس البكري، المرجع سبق ذكره، ص: 21.

² - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص: 82.

- أن يتم عكس هذه المعلومات وتوفرها بطريقة غير متحيزة.

2- أنواع كفاءة السوق:

هناك نوعان من كفاءة سوق رأس المال وهما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

أ- **الكفاءة الكاملة:** لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.

- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.

- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.

- وجود عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.

- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ب- **الكفاءة الاقتصادية:** أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ

وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى

أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرة إلى

درجة أن يحقق المستثمر من وراءها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.¹

ثانيا: متطلبات كفاءة السوق:

يضمن السوق الكفاء تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر

المجالات ربحية ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوفر فيه سمتين

أساسيتين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل:

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

(1) كفاءة التسعير:

وتسمى بالكفاءة الخارجية ويقصد بها وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة، وأن الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره، وفي ظل السوق الكفاء فلن تحدث مثل تلك الأرباح¹.

(2) كفاءة التشغيل:

ويطلق عليها أيضا الكفاءة الداخلية وهذه الكفاءة مستمدة من قدرة إدارة سوق رأس المال من حين القوانين واللوائح والسياسات العامة وعلى سبيل المثال كلفة نقل الملكية وهي عمولة السماسرة وعمولة السوق والرسوم التي يتقاضاها السوق لكل صفقة، فتقليل هذه الكلفة تزيد من كفاءة السوق، ومن كفاءة السوق التشغيلية أيضا خلق التوازن ما بين العرض والطلب على الأوراق المالية مما يقلل من تكبد المتعاملين في الأسواق المالية كلفة عالية تدفع للسماسرة وكذلك عدم إتاحة لصانعي الأسواق تحقيق أرباح عالية²، ومن هنا نلاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية³.

المطلب الثاني: مفهوم السيولة

إن مفهوم سيولة سوق رأس المال ينصرف إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وفي خضم هذا سنتعرف على تعريف السيولة وخصائصها في هذا المطلب.

أولا: تعريف السيولة

يقصد بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق وهذا يعني أن

¹ - محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

² - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2013، ص 144.

³ - عاطف وليم أنلواوس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 155، 156.

السيولة بالإضافة إلى سهولة التسويق، تتطلب توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.¹

ثانياً: خصائص السيولة

هناك خصائص إذا قُوفرت فإن السوق تتصف بالسيولة والتي هي:

1- عمق السوق: تتصف السوق بكونها عميقة إذا كانت حركة التعاملات فيها نشطة، ويتحقق ذلك مع وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية.

وعلى عكس السوق العميقة تتسم السوق الضحلة **shallow market** بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، ويؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ففي حالة فائض الطلب قد يرتفع السعر إلى درجة أن من يرغب في الشراء قد ينتظر لفترة أخرى على أمل انخفاض السعر، وفي حالة زيادة العرض على الطلب ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر ضخمة قد تجبره على تأجيل البيع ولا شك أن وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات السوق العميقة، حيث يساعد ذلك في تنفيذ أوامر البيع والشراء بسرعة مما يخلق حالة من استمرارية التعامل.

2- اتساع السوق: تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعره، ومن ثم يقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير يبرره ارتفاع معدل دوران الورقة.

3- سرعة استجابة السوق: يقصد بخاصية استجابة السوق القدرة على معالجة أي إختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يقلل من تردده في بيعها، كما يضمن

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص : 411، 412.

أيضا عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة المالية لفترة لاحقة لشراءها بسعر أقل، وتتطلب تلك الخاصية شأنها شأن الخاصيتين توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.¹

المطلب الثالث: علاقة الكفاءة بالسيولة:

إن توافر كل من الكفاءة والسيولة يعتبر من السمات الضرورية التي يتعين توافرها في السوق الجيدة، لذلك ثمة ضرورة لتوضيح العلاقة بين كل من الكفاءة والسيولة في سوق الأوراق المالية.

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التغيرات السعرية: تغيرات سعرية عارضة ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء، أي تصرفات أولئك الذين ليست لديهم معلومات، وهي تصرفات من شأنها أن تحدث خللا مؤقتا بين العرض والطلب،² ومن ناحية أخرى تشير التغيرات السعرية غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث، ويتوقف مدى واتجاه التغيرات غير العارضة على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق، فإذا كانت المعلومات إيجابية وسارة تتجه الأسعار إلى الأعلى، بخلاف الوضع في حالة ورود معلومات غير سارة حيث تتجه الأسعار إلى الأسفل،³ وكما يبدو فإن الانسجام بين السيولة والكفاءة يكون واضحا في ظل الأول من التغيرات السعرية، فالتغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات، ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق، وهو ما ينسجم مع مفهوم كفاءة السوق كما ينسجم مع متطلبات السيولة، هذا يعني بالتبعية أن أدوات تحقيق السيولة مثل سمة الانتظام وإجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل بين العرض والطلب، هي ذاتها أدوات تحقيق الكفاءة للسوق خلال الفترات التي لا تصل فيها معلومات جديدة.⁴

وعلى خلاف ما سبق فإن التعارض يبدو واضحا بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن أحد المتطلبات الضرورية للسيولة هو توافر سمة انتظام أو استقرار الأسعار (عدم حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار من صفقة إلى صفقة)، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجيا في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع سمة

¹ - عاطف وليم أنلواوس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 164، 165.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 413.

³ - عاطف وليم أنلواوس، مرجع سابق، ص 167.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا، مصر، 2007 ص 559.

الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة، الأمر الذي يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر، ويشير fama إلى أن البطء في الوصول بالأسعار إلى المستوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية قد يعني ضمناً أن السوق لن تتمكن من تحقيق هدف تخصيص الموارد المتاحة بالكفاءة المطلوبة.

ومن ناحية أخرى يرى black أنه إذا كانت تصرفات فريق الضوضاء تخلق سيولة للسوق من حيث أن تعاملاتهم تساهم في توسيع وتعميق السوق، فإنها أيضاً قد تؤدي إلى إضعاف كفاءته، إذا لا تعكس أسعار الأوراق المالية في ظل وجود هذا الفريق فقط المعلومات المتاحة التي يتعامل على أساسها فريق المعلومات بل ستعكس أيضاً السلوك الذي سيتصرف على أساسه فريق الضوضاء، وإلى جانب ما تقدم فإنه من غير المتوقع أن يحاول الفريق الذي يرتب معاملاته على أساس المعلومات أن يزيل تأثير سلوك فريق الضوضاء على أسعار الأوراق المالية لسببين:

. تعطي المعلومات المتاحة لهم ميزة على فريق الضوضاء.

. أنه ليس هناك ما يضمن لهذا الفريق أنهم يتعاملون بالفعل على أساس معلومات وليس على أساس ضوضاء.¹

ويرى bernstein أن غياب فريق الضوضاء يعني عدم وجود سوق نشط، فالمتعاملين من ذوي المعلومات يتعاملون مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض، ومن ثم فإن غياب فريق الضوضاء يؤدي إلى هبوط شديد في حركة السوق بصفة عامة وهكذا يبدو أن السوق الكفاء والذي يتطلب عدم وجود فريق الضوضاء، لا يمكن أن يجذب عدداً كبيراً من المتعاملين في الوقت الذي يعد فيه العدد الكبير من المتعاملين أداة من أدوات تحقيق الكفاءة للسوق، كما أنه إذا كان السوق الكفء غير جذاب بالنسبة للعديد من المستثمرين فإن السيولة في هذا السوق سوف تكون عند حدها الأدنى.²

المبحث الثاني: التحليل الفني

¹ - عاطف وليم أنلواوس، مرجع سبق ذكره، ص 168 .

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص ص : 561، 562.

التحليل الفني هو علم يقوم بدراسة حركة السوق المالي من خلال فهم العلاقة بين العناصر التالية: حركة الأسعار (قوى العرض والطلب، الأسعار التاريخية)، وحجم التداول، والزمن، وتأثير العوامل السياسية والاقتصادية على سلوكيات المستثمرين وبالتالي على قراراتهم الإستثمارية، تترجم هذه الحركة على شكل رسوم بيانية يتم دراستها وذلك بهدف التنبؤ بالحركة المستقبلية سواء للسوق بشكل عام أو للسهم موضوع الدراسة بشكل خاص، وفي هذا المبحث سنعرض مفاهيم حول التحليل الفني بالإضافة إلى الافتراضات الأساسية له وأخيرا فروع التحليل الفني.

المطلب الأول: مفاهيم حول التحليل الفني

سنعرف في هذا المطلب إلى تعريف التحليل الفني وأهميته في اتخاذ القرار الاستثماري بالإضافة إلى مزاياه وعيوبه.

أولاً: تعريف التحليل الفني

ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط تلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم فحركة الأسعار في الماضي وفقاً لهذا المدخل تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل،¹ وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم أو لإظهار علاقات بين حركة ورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية أخرى مثل حجم الأسهم المباعة وعلى ذلك يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً ثم على مستوى ورقة مالية معينة.²

ثانياً: أهمية التحليل الفني في اتخاذ القرارات الاستثمارية

يساعد التحليل الفني متخذ القرار الاستثماري في معرفة عدة جوانب في سوق الأوراق المالية، من أهمها:

. تحديد اتجاهات أسعار الأوراق المالية خلال الفترات الزمنية المقبلة.

. تحديد مستويات سعر الورقة المالية المستهدفة

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2001/ 2002، ص 141.

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2002/2003، ص 125.

. دراسة السلوكيات النفسية للمتضاربين والتي تكون مؤشرا على أداء الأسواق المالية.

. المساعدة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري المناسب .

إن الأهمية الرئيسية للتحليل الفني هي استقرار اتجاه حركة السهم من حيث الارتفاع أو الهبوط ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بناء على المعلومات التي تم الحصول عليها من خلال عملية التحليل الفني، وتحديد مستويات الدعم والمقاومة للمستثمر، لتحديد متى يشتري ومتى يبيع ومتى يتخلص من السهم بخسارة بسيطة بدلا من التعلق بأسعار عالية، قد لا تتحقق ضمن الفترة الزمنية القليلة القادمة.¹

ثالثا: مزايا وعيوب التحليل الفني

للتحليل الفني مزايا وعيوب نستعرضها كالآتي:

1- مزايا التحليل الفني:

- السهولة والسرعة في التطبيق فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آليا وعلى أي عدد من الأسهم ودون الحاجة إلى تجميع المعلومات عن الاقتصاد أو الصناعة أو الشركة وتحليلها والتي تتطلب وقتا وجهدا.
- سهولة تعلم وتطبيق هذه الوسائل من قبل أي مستثمر.
- المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات متاح يوميا و بانتظام من خلال التقارير المالية.²

2- عيوب التحليل الفني:

- يعترف دعاة التحليل الفني بأن التحليل الأساسي الذي تتوافر له المعلومات والقدرة التحليلية يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني والسبب أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم أما المحلل الفني فإنه ينتظر أن تقع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.
- ب) إذا كان هناك عدد كبير من المستثمرين يؤمنون بالتحليل الفني فإن ارتفاع أسعار الأسهم أو انخفاضها يرجع لسلوكيات هؤلاء المستثمرين وليس لأي سبب آخر حيث أنه لو استخدم جميع هؤلاء المستثمرين

¹ - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، الطبعة الثانية، دار الثقافة، الأردن 2012، ص 262 .

² - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 154.

(المحللين) نفس الأسلوب فإنهم سيتوصلون لنفس القرار وليكن القرار مثلا هو الشراء عندها سيرتفع سعر هذا السهم بسبب إقبال هؤلاء المستثمرين على شراء هذا السهم وليس بسبب شيء آخر.¹

المطلب الثاني: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني

يجب على جميع المستثمرين فهم الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها التحليل الفني والتي هي:

أولاً: الافتراض الأول: هو أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب الذي تحكمه عوامل متعددة، حيث يفترض المحللون الفنيون أن السعر الحالي للسهم هو نتيجة عوامل مختلفة سواء كانت عوامل مالية أو سياسية أو نفسية أو غيرها، وأن جميع هذه العوامل هي التي تحدد سعر السهم وليس عاملاً واحداً بعينه، وعليه فإن المحللين الفنيين يهتمون بدراسة حركة الأسعار واتجاهاتها من دون الخوض كثيراً بالأسباب وراء هذه الحركة.²

ثانياً: الافتراض الثاني: أن أسعار الأسهم تتحرك في اتجاهات معينة سواء كانت تلك الاتجاهات صعودية

أو اتجاهات نحو الهبوط، فحركة الأسهم تميل للتحرك في اتجاه معين وتستمر في نفس الاتجاه لمدة معينة من الوقت وبدراسة هذا الاتجاه يمكن التعرف على توقيت الشراء وتوقيت البيع.

ثالثاً: الافتراض الثالث: سيكولوجية السوق وأن التاريخ يعيد نفسه أي أن الأشكال والرسوم البيانية لتحركات أسعار الأسهم ثابتة وأن هذه التحركات تعيد نفسها من فترة لأخرى فمثلاً اتجاهات الصعود التي يعقبها اتجاهات هبوط لا بد وان تشهد اتجاهات الصعود مرة أخرى، وبعدها تعاود اتجاهات الهبوط ثانية وهكذا، ولكن اتجاهات الصعود والهبوط لا تكون بنفس المقدار، ولا يعرف توقيتها على وقت التحديد وعلى المحلل الفني التعرف على ذلك عن طريق دراسة حركة أسعار الأسهم في الماضي، حيث أنه من المفترض أن التاريخ سوف يعيد نفسه ولكن ليس بنفس القيمة أو المقدار.³

ومن الملاحظ أن الفكر الذي يقوم عليه التحليل الفني يبتعد عن الفكر الذي يقوم عليه التحليل الأساسي، كما أنه لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق والذي هو الدعامية الأساسية التي تركز عليها أسواق رأس المال،

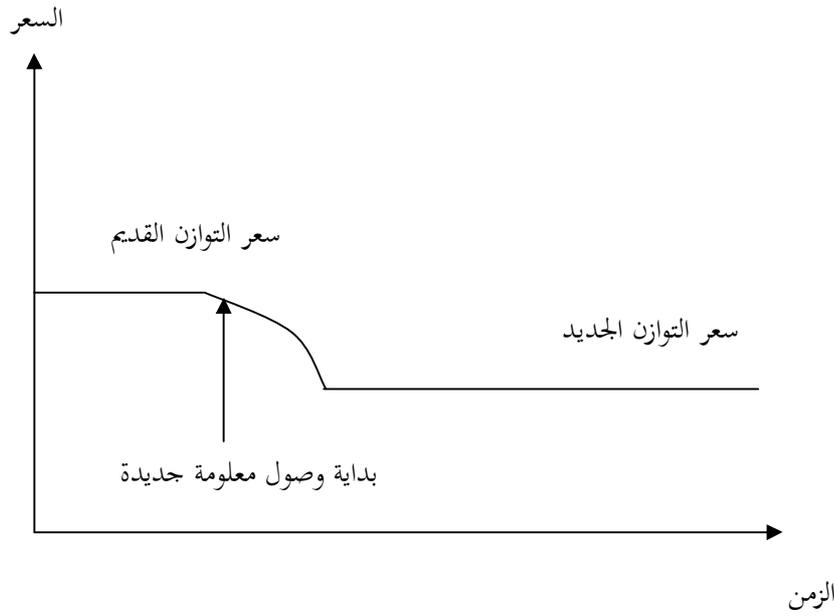
¹ - شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 154.

² - ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص ص: 161، 162.

³ - محمد عبد الحميد عطيه، مرجع سبق ذكره، ص 256.

والاعتراض على التحليل الفني أن هناك فترة لاستجابة الأسعار لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير وذلك كما في الشكل التالي:

الشكل (1-3): أثر المعلومة على سعر التوازن



المصدر: شقيري نوري موسى و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 153.

من الملاحظ في الشكل السابق أن الفنيين يعترفون بأن أسعار الأسهم تستجيب لمعلومات جديدة (أنباء سارة، أنباء غير سارة) والتي تحدث تغييراً في قوى العرض والطلب غير أن الوقت سينقضي قبل أن تستكمل استجابة الأسعار لتلك المعلومات، وخلال هذا الوقت يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية.¹

المطلب الثالث: فروع التحليل الفني

يمكن تقسيم التحليل الفني إلى ثلاثة فروع أساسية كما يلي:

¹ - المرجع السابق ، ص 154.

أولاً: مؤشرات نفسية:

ترشد المؤشرات النفسية تصرفات الكثير من المشاركين في السوق، ومثال على ذلك ما يطلق على المستثمر الصغير، وصناديق الاستثمار، ومتخصص الصالة، ويمكن تشبيه التصرفات في هذه الحالة بعقرب الساعة الذي يتحرك باستمرار من احد الأطراف إلى الطرف الآخر، فكذلك الحال بالنسبة للمؤشرات النفسية والتي تتحرك من طرف عند المضاربة النزولية بسوق الأوراق المالية إلى الطرف الآخر عند المضاربة على الصعود بسوق الأوراق المالية.

والمنطق وراء استخدام مثل هذه المؤشرات هو أن مجموعات مختلفة من المستثمرين ثابتين في تصرفاتهم من نقاط التحول الرئيسية للسوق، فعلى سبيل المثال فإن العاملين ببواطن الأمور بحكم مركزهم مثل كبار المساهمين لشركة ما، يميلون إلى التصرف الصائب عند نقاط التحول بالسوق وتكون عملياتهم في مجموعها في جانب تأييد الشراء في حالات هبوط سوق الأوراق المالية وفي جانب تأييد البيع في حالات صعود السوق.

وعلى العكس من ذلك فإن صناديق الاستثمار والخدمات الاستشارية كمجموعة تخطئ عند نقاط التحول في سوق الأوراق المالية لأنها تصبح دائماً مضاربة على الصعود بسوق الأوراق المالية عند نقاط صعود السوق ومضاربة على الهبوط في فترة الاطمئنان بين الموجتين.¹

ونظراً لأن رأي الأغلبية عادة ما يكون على خطأ عند نقاط تحول السوق فإن هذه المؤشرات عن الجو النفسي السائد في السوق تكون أساساً مفيداً يمكن على أساسه تكوين رأي مخالف.²

ثانياً: مؤشرات تتبع تدفق الأموال:

يتعلق المجال الثاني للتحليل الفني بما يطلق عليه مؤشرات تتبع تدفق الأموال، ويقوم هذا المدخل على تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة في محاولة لقياس قدراتهم الكامنة في شراء أو بيع الأسهم، ولأنه يجب أن تكون هناك عملية شراء لكل عملية بيع فإن الفائض النقدي الفعلي بعد وقوع ذلك بين العرض والطلب على الأسهم يجب أن يكون متساوي دائماً، فالسعر الذي تجرى على أساسه أي معاملة في الأسهم يجب أن يكون ذاته بالنسبة للبائع والمشتري، وعليه فمن الطبيعي أن يكون مقدار النقود المتدفقة خارج السوق

¹ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2006، ص 332.

² - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 306 .

متساوية مع المقدار الداخل إلى السوق، ولكن المقصود بمؤشرات تتبع تدفق الأموال هو الفائض الذي يسبق الواقعة (أي قبل حدوث المعاملة) بين العرض والطلب والمعروفة بالعلاقة المسبقة

أو المتوقعة، فعندما تكون هناك أكثرية من المشترين على البائعين عند سعر معين على أساس مسبق فسينجم عن ذلك أنه يجب أن يرتفع السعر الفعلي بعد الواقعة ليجعل البائعين والمشترين في حالة توازن.

ثالثا: مؤشرات هيكل السوق

إن المجال الأخير للتحليل الفني يشمل هيكل السوق أو مؤشرات السوق، وهذه المؤشرات توضح اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوراته وحجم سوق الأوراق المالية... إلخ، وذلك من أجل تقييم مدى صحة أسواق المضاربة على الصعود والمضاربة على الهبوط.

ونظرا لأن المدخل الفني مبني على نظرية أن سوق الأوراق المالية هي انعكاس لفسية الجمهور في حركتها، فهي تحاول التنبؤ بتحركات السعر على افتراض أن نفسية الجمهور تتحرك بين الذعر والخوف والتشاؤم من ناحية والثقة والتفاؤل الزائد والحرص من ناحية أخرى، ويهدف التحليل الفني إلى معرفة هذه التغيرات في مرحلة مبكرة، حيث أن هذه التآرجحات في الانفعالات تستغرق عدة سنوات لتكتمل، وبدراسة هذه الاتجاهات فإنه يمكن للمستثمر الملم بأسس التحليل الفني أن يقوم بشراء أو بيع الأوراق المالية وهو على درجة من الثقة، استنادا إلى مبدأ أن تحركات السعر بالسوق يمكن تصنيفها إلى ثانوية ومتوسطة ورئيسية¹، فالتحركات الثانوية التي تستغرق أقل من 3 إلى 4 أسابيع تميل إلى أن تكون عشوائية في طبيعتها، أما التحركات المتوسطة فتتمتد لفترة من ثلاثة أسابيع إلى عدة شهور وأحيانا أطول من ذلك، ويكون من المفيد التعرف عليها فمن الواضح أن هناك أهمية للفرقة بين رد فعل متوسط في السوق يتجه إلى الصعود، والخطوة الأولى في نهاية سوق يتجه إلى الهبوط في الأسعار، أما التحركات الرئيسية (أحيانا يطلق عليها أولية أو دورية) فهي تحقق مرادها في فترة من سنة إلى خمس سنوات عادة².

¹ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ص : 333، 334.

² - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 308 .

المبحث الثالث: التحليل الأساسي

يقصد بالتحليل الأساسي، أسلوب يستخدم لتقدير القيمة الحقيقية للسهم، وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة، و يتضمن هذا التحليل من حيث الأصول، الربحية، الإدارة... الخ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأيضا يتضمن التحليل الأساسي أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار، ويتبع معظم المحللين الماليين المنطق العام للتحليل الأساسي القائم على تحليل الظروف الاقتصادية و الصناعية و اختيار الأسهم وهو ما تطرقنا إليه في هذا البحث و الذي تضمن:

تحليل الظروف الاقتصادية العامة بالإضافة إلى تحليل ظروف الصناعة وأخيرا تحليل الشركة و اختيار الأسهم.

المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية العامة.

يرتكز التحليل الأساسي على تحليل الظروف الاقتصادية و يشمل هذا التحليل:

- تحليل المتغيرات الاقتصادية الأساسية.

- المؤشرات الاقتصادية.

- التنبؤ بحالة السوق باستخدام علاوة المخاطر.¹

أولا: تحليل المتغيرات الاقتصادية الأساسية.

1 - السياسة المالية:

للسياسة المالية تأثير هام على سوق رأس المال، و تشمل هذه السياسة إدارة الضرائب والنفقات العامة والمديونية بواسطة الحكومة، و يمكن لهذه السياسة أن تستخدم في تحقيق الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الأسعار و التوظيف الكامل والنمو الاقتصادي.²

2 - السياسة النقدية:

¹ - شقيري نوري موسى، و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص138.

² - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص56.

بالإضافة إلى التنبؤات بالنشاط الاقتصادي الإجمالي فإن المستثمر يجب أن يهتم بالسياسة النقدية للبنك المركزي، و يسعى البنك المركزي إلى تحقيق نفس الأهداف الاقتصادية العامة، وهي تحقيق التوظيف الكامل واستقرار الأسعار والنمو الاقتصادي ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق تلك الأهداف الاقتصادية من خلال تنظيم عملية تقديم الائتمان والنقود.

3 - الكساد و الركود الاقتصادي:

تتطلب فترات الكساد و الركود الاقتصادي إتباع استراتيجيات مختلفة والكساد هو فترة تشهد ارتفاع نسبة البطالة (وقد يكون مصحوبا بانكماش أولا).

و أثناء فترات الكساد يطرح البنك المركزي النقود للتداول و يوسع المعروض من الائتمان، و هذا التوسع يخفض مبدئيا من أسعار الفائدة حتى يتسبب في رفع مستوى النشاط الاقتصادي.¹

4 - النمو الاقتصادي:

إن فترة النمو الاقتصادي المتواصل تختلف عن فترة التوسع المتولدة من استخدام سياسة نقدية و مالية محفزة، فالنمو الاقتصادي يغري المستثمر من أجل توليد العوائد و الاستثمارات المحتملة قد تشمل الأسهم العادية للمنشآت ذات الأوضاع المالية الجيدة و سجلات تثبت تحقيقها نمو متواصل و مستثمر في الأرباح و عوائد الأسهم.²

ثانيا: المؤشرات الاقتصادية

تمثل المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة وتنقسم إلى ثلاث مجموعات:

1 - مؤشرات تسبق الأحداث:

¹ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص:109،86.

² - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص:69.

وهي تلك المؤشرات التي يكون التغير الذي يطرأ عليها سابقاً للتغير الذي يطرأ على الحالة الاقتصادية العامة و التي يعكسها إجمالي الدخل القومي، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات، مؤشر تصاريح البناء على أساس أن تصاريح البناء تعتبر مقدمة للإنفاق و البناء وما يصحبه من زيادة الطلب على العمالة.

2 - المؤشرات التي تسير مع الأحداث:

وهي المؤشرات التي يظهر عليها التغير في نفس اللحظة التي يحدث فيها التغير في الحالة الاقتصادية العامة، كمؤشر الإنتاج الصناعي.

3 - المؤشرات اللاحقة للأحداث:

يظهر عليها التغير بعد ظهوره على الحالة الاقتصادية العامة كمؤشر متوسط البقاء في العمل و مؤشر تكلفة العمالة للوحدة المنتجة.

ثالثاً: التنبؤ بحالة السوق باستخدام علاوة المخاطر.

التنبؤ بحالة السوق هو نوع من التحليل الاقتصادي الذي يهدف إلى الوقوف على اتجاه أسعار الأسهم في المستقبل ويقصد بعلاوة أو مكافأة المخاطر، ذلك الجزء من العائد الذي يكفي للتعويض عن المخاطر الإضافية.¹

المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة

يهدف تحليل ظروف الصناعة للتعرف على مستقبل الصناعات في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعني، فمن المعروف أن هذه الصناعة لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي و لا تتأثر بنفس القوة بأي ركود يصيب الاقتصاد.

أولاً: أداء الشركات في صناعة معينة.

أجريت عدة دراسات و بحوث لتحديد ما إذا كان هناك ثبات في أداء الشركات داخل صناعة معينة أم لا، فإذا قدمت الشركات العاملة في صناعة معينة أداءً ثابتاً خلال فترة زمنية معينة فإن المستثمرين لن يحتاجوا إلى إجراء تحليلات على أي شركة داخل الصناعة، و في هذه الحالة فإن تحليل ظروف الصناعة

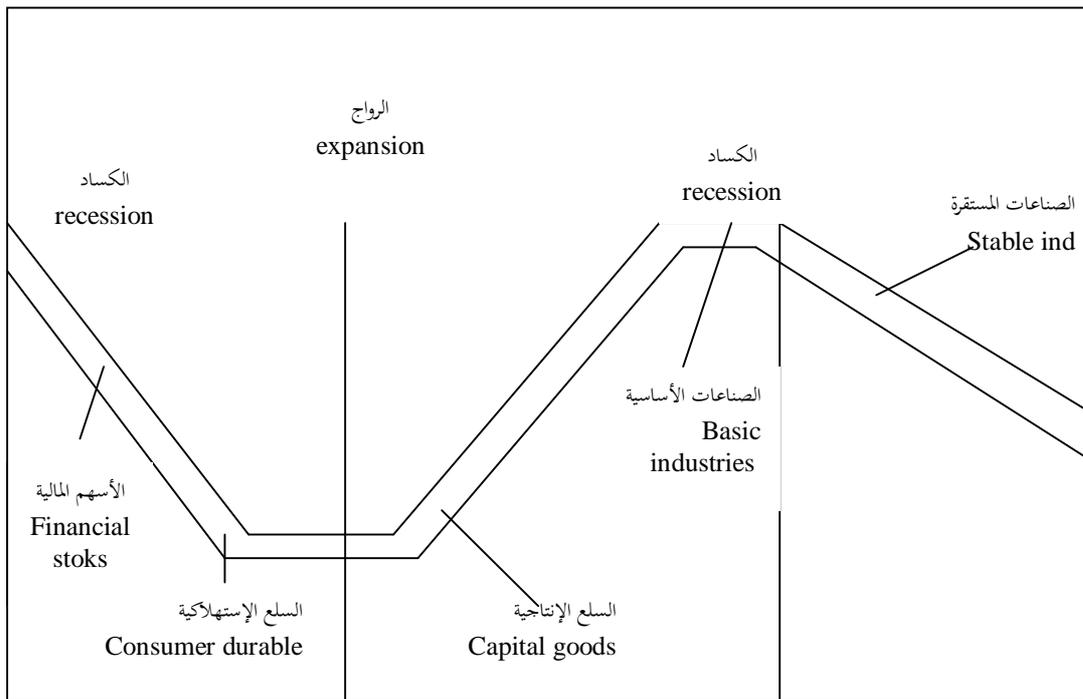
¹ - شقيري نوري موسى و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 140، 141.

و حده سوف يكفي لأنه بمجرد أن تختار صناعة مربحة فإنك تعلم أن كل الأسهم في هذه الصناعة سوف يكون أداؤها جيدا¹.

ثانيا: الصناعات المستقرة.

يميل المستثمرون الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر الناتجة عن أسهم الشركات الفصلية إلى الاستثمار في أسهم الشركات التي تنتمي إلى الصناعات المستقرة وهي صناعات لا تتأثر بالتقلبات الفصلية، و هذه الصناعات تشمل هذه الصناعات الغذائية، حيث المبيعات والأرباح الخاصة بهذه الشركات لا تتأثر بنفس درجة تأثر الشركات الفصلية وبصفة خاصة خلال الكساد.²

الشكل (3-2): تصنيف و اختيار الصناعات.



المصدر: السيدة عبد الفتاح إسماعيل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص71.

¹ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 123.

² - السيدة عبد الفتاح إسماعيل و آخرون، الإستثمار في الأوراق المالية و المشتقات، الدار الجامعية، مصر، 2011، ص72.

ثالثاً: العلاقة بين الاقتصاد و القطاعات الصناعية.

تستطيع الاتجاهات الاقتصادية أن تؤثر على أداء الصناعة و يمكن أن تتخذ شكلين رئيسيين:

1 - تغيرات دورية: و تنشأ عن ارتفاعات وانخفاضات في دورة الأعمال، و حينما ينظر المستثمرون إلى المرحلة التالية من دورة الأعمال، فإنهم يعملون على شراء أسهم المجموعة الصناعية بالأسعار الجارية لكي يغتنموا فرصة المبيعات المستقبلية ونمو الأرباح.

2 - تغيرات هيكلية: وهي تغيرات ليست ذات نموذج دوري وإنما تحدث حينما يمر الاقتصاد بتغير رئيسي في التنظيم أو في وظائفه أو في طريقة عمله مثل تحول دول أوروبا الشرقية من الاشتراكية إلى الرأسمالية و تحول الولايات المتحدة الأمريكية من اقتصاد التصنيع إلى اقتصاد الخدمات و يجب على المحللين لظروف الصناعة اختبار التغيرات الهيكلية و ذلك نظراً لتأثيراتها على الصناعة محل المراجعة.¹

رابعاً: أدوات تحليل ظروف الصناعة.

من الأكثر الأدوات شيوعاً في تحليل ظروف الصناعة: تحليل دورة حياة الصناعة، التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

1 - دورة حياة الصناعة:

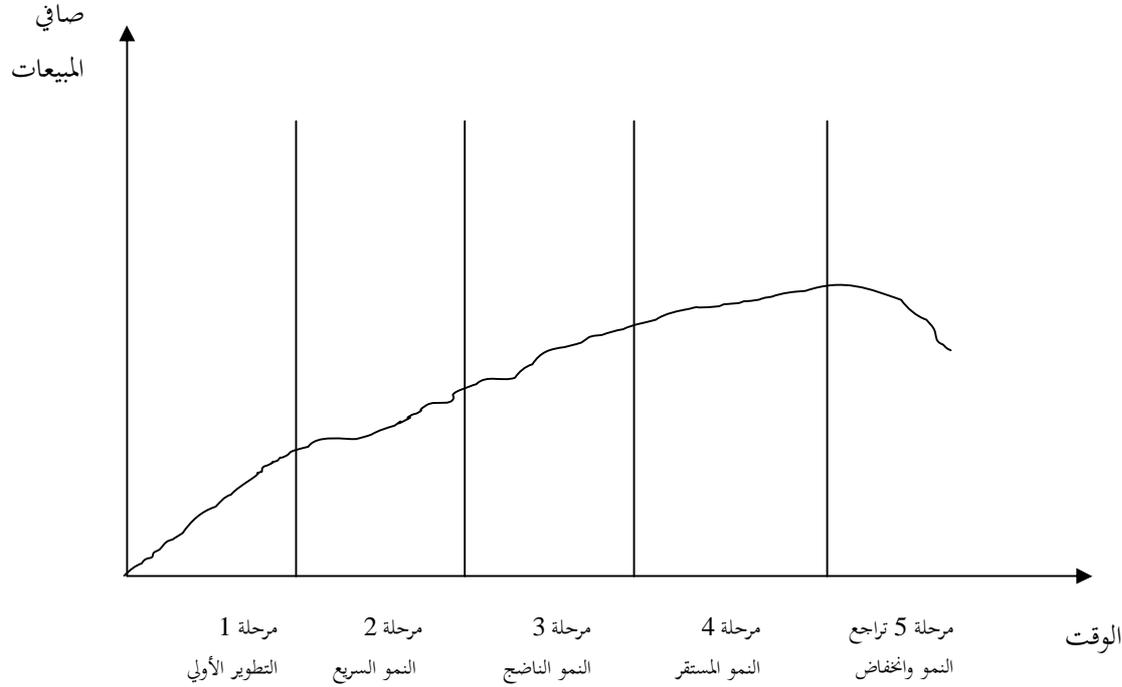
و هي أداة تساعد على التنبؤ بمبيعات الصناعة وهي ملاحظة تطور الصناعة بمرور الزمن وتقسيم عملية تطورها إلى عدة مراحل، عملية تحليل دورة حياة الصناعة تختلف وفقاً لمقدار التفاصيل التي يريدها المحلل، و عموماً يوجد نموذج مكون من خمسة مراحل كما يلي:

- التطوير الأولي.
- نمو الصناعة المتصاعد بسرعة.
- النمو الصناعي الناضج.
- الثبات و نضج السوق.
- اكتمال النمو والهبوط.²

¹ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص125.

² - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، صص:91،92.

الشكل (3-3): نمو المبيعات خلال كل مرحلة



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره،

ص145.

2 - التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

يقوم التنبؤ في هذه الصدد على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه عملية التنبؤ، ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد والذي يقتضي أولاً إيجاد العلاقة بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (متغير مستقل).¹

¹ - بن طيرش قادة و سكر رايح، أدوات سوق الأوراق المالية و مناهج تقييمها، (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون)، تيارت 2010/2009، ص52.

3 - التنبؤ بمعدل النمو:

و يقصد بمعدل النمو هنا، معدل نمو الربحية و يقضي الأمر هنا توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة، ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها منة خلال تحليل الانحدار وشكل ييسر بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.¹

المطلب الثالث: تحليل الشركة و اختيار الأسهم.

يهدف تحليل الشركات بالدرجة الأولى لتحديد ربحيتها ومدى نموها و قوتها المالية و قدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع عينه لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع، و التي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها و ربحيتها على قريناتها في هذا القطاع، وبالتالي تأثر سعر سهمها بهذا الأداء.

أولاً: تحليل الشركة.

قد لا يتوافر الوقت لدى الكثير من المستثمرين لتحليل الأوضاع المالية للشركات، لمعرفة جوانب القوة والضعف و في مثل تلك الأحوال، فإن أمام تلك الفئة من المستثمرين، البيانات المنشورة للمساعدة في اختبار الشركات مثل خط السوق value-line، ومؤشر ستاندر دبورز، وتقارير شركات السمسة، فيمكن لعملاء شركات السمسة الحصول على المعلومات مجاناً.

و تشير هنا بأن نقطة البداية بالنسبة لغالبية المستثمرين هي الحصول على البيانات من القوائم المالية للشركات وكذلك التقارير السنوية، فالقوائم المالية السنوية يتم مراجعتها بواسطة مراجع مستقل ويتم توزيعها على المساهمين و الأطراف ذات المصلحة.

و القوائم المالية الأربعة ذات الأهمية هي:

- قائمة المركز المالي.
- قائمة الدخل.
- قائمة التغيرات في الأرباح المحتجزة.

¹ - شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 147.

- قائمة التدفق النقدي.¹

ثانياً: اختيار الأسهم

بعد التحليل الطويل والمقارن للقوائم والنسب للشركة خلال سنة، وخلال عدة سنوات وبالمقارنة مع غيرها من الشركات و بمتوسط الصناعة يتم تقييم السهم مالياً وسوقياً للوصول إلى أنه مغري للشراء أي مقيم بأقل مما يجب أو للبيع أي مقيم بأكثر مما يجب من خلال عدة طرق ومؤشرات مالية لعل أبرزها وأسهلها مكرر الربحية و الذي يقسم السعر السوقي على العائد المتوقع من السهم، وهناك مركب PEG والذي يقسم مكرر الربحية على نسبة النمو لتناسب الشركات ذات النمو العالي.²

¹ - السيدة عبد الفتاح إسماعيل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 75.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 161.

خلاصة الفصل:

السوق الكفاء هو السوق الذي يتوقع فيه أن يتحقق التخصيص الفعال للموارد المتاحة، غير أن هذا يقتضي توافر شطين أساسيين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل، وهناك مفهومين لكفاءة السوق هما مفهوم الكفاءة الكاملة والتي هي أمر يصعب تحقيقه، أما مفهوم الكفاءة الاقتصادية فممكنة التحقيق، إلا أن توافر كل من الكفاءة والسيولة يعتبر من السمات الضرورية التي يتعين توافرها في السوق الجيدة.

ويقوم التحليل الفني على فلسفة لا تعترف بكفاءة السوق، ولكن رغم الانتقادات العديدة والجوهرية التي وجهت لهذا النوع من التحليل إلا أنه يتسم بالسهولة واليسر إذ يمكن ممارسته بواسطة المستثمر العادي مهما كانت درجة ثقافته، إضافة إلى أن المعلومات التي يحتاجها التحليل متاحة يوميا وبانتظام، وبدون تكلفة أو بتكلفة زهيدة للغاية.

بينما ينصرف التحليل الفني إلى الماضي ينصرف التحليل الأساسي إلى المستقبل، وهناك مداخل مختلفة لمعالجة التحليل الأساسي اخترنا منها تحليل الظروف الاقتصادية العامة، تحليل ظروف الصناعة و تحليل الشركة و اختيار الأسهم.

الفصل الرابع

بورصة الجزائر

تمهيد:

لقد ارتبط تطور البورصات بالتطور الاقتصادي الذي مرت به معظم دول العالم، حيث أصبحت تتحكم وتؤثر إلى حد بعيد في الاقتصاد من حيث التمويل، كما أنه بات من غير الممكن التفكير بموضوع التنمية الاقتصادية دون الأخذ بعين الاعتبار هذا العنصر، إذ أن المرور عن طريق البورصات بات أمرا ضروريا للعديد من المؤسسات والشركات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية قائمة، وبغية إدخال هذا العنصر في الاقتصاد الوطني والاستفادة منه، فقد عمدت الجزائر إلى تبني سياسة اقتصادية لمساندة التطورات العالمية من خلال الإصلاحات الاقتصادية المطبقة عن طريق مواكبة ومسايرة العالم في التمويل من خلال البورصة.

وللتعرف أكثر على بورصة الجزائر وآلية عملها سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: ماهية البورصة في الجزائر.

المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي والرقابي لبورصة الجزائر.

المبحث الثالث: تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر.

المبحث الأول: ماهية البورصة في الجزائر

إن ظهور بورصة على أنقاض اقتصاد لم يراوح مكانه ولم يتخلص بعد من رواسب الفكر الاشتراكي لا يمكن أن تكفل بالنجاح، إلا أنها يمكن أن تسيير في تطوير وتنمية اقتصادها.

وفي هذا المبحث سنتناول نشأة بورصة الجزائر والمتعاملون فيها بالإضافة إلى آلية التعامل فيها وأخيرا الإدراج في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والمتعاملون فيها

مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل حتى أصبحت ما هي عليه اليوم وهي تتكون من عدة متعاملين، نتعرف عليها في هذا المطلب.

أولاً: نشأة بورصة الجزائر:

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة الذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

1- المرحلة التقديرية: (1990-1992) نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 1990/03/27 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء "شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر ب 320.000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932.000.000 دج كما غير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والرسوم رقم 91-170 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة.

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996):

بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض

العمومي للإدخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

3- مرحلة الانطلاق الفعلية (1996-1999):

مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لنقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأس مالها¹.

ثانيا: المتعاملون فيها: تتكون بورصة الجزائر من مجموعة متعاملين هم:

1- المصدرون: وهم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للإدخار وتعرض بالمؤسسات المدرجة ويوجد حوالي خمسة شركات مساهمة مصدرة وهي:

- شركة أليانس للتأمينات.

- شركة صيدال للصناعة الصيدلانية.

- شركة الأوراسي الفندقية.

- مجموعة روية للصناعات الغذائية.

- مجموعة دحلي للفندقة والمقولات.

بالإضافة إلى الخزينة العمومية التي تصدر سندات حكومية وتعرف بالمؤسسات المدرجة في البورصة.

2- الوسطاء في عمليات البورصة: عبارة عن أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف اللجنة يقومون بإجراء مفاوضات تتناول القيم المنقولة لحساب الزبائن وتحتوي بورصة الجزائر على 6 وسطاء وهم عبارة عن خمسة بنوك، عمومية وبنك أجنبي وهم²:

¹ تزيدان محمد ونورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 6، 7.

² حسين عثمان وسعاد شعابنية، ملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 06-07-2012.

- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- البنك الوطني للتوفير والاحتياط.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الخارجي الجزائري.
- بنك التنمية المحلية.
- بنك الأجنبي بارياباس (فرع الجزائر).

3-المرقين في البورصة:

مرقي البورصة هو مستشار مرافق، ويجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات المالية والقانون وإستراتيجية الأعمال مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكله رأس المال واندماج وشراء المؤسسات على أن يكون معترفا به ومسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ويتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مرقي بورصة، سواء لعملية إدراج، وكذا خلال فترة حياتها داخل سوق البورصة، ويقوم المرقي بدور أساسي في مراقبة احترام التزامات الشفافية التي تخضع لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة.

أ-قائمة المرقين :

البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة المعتمدون للقيام بنشاطات المشورة يتم تسجيلهم تلقائيا في قائمة مرقي البورصة، شرط أن يقوموا بتعيين ممثلين عنهم مخولين قانونيا.

وبتاريخ 24 سبتمبر 2013، قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتسجيل المؤسسات التاليتين بصفتهم مرقين للبورصة لمدة سنتين قابلة للتجديد وهما:

-غرانت تورنتون، شركة ذات أسهم.

-أر أم جي للاستشارات، شركة ذات مسؤولية محدودة¹.

ب-المهام:

-مرحلة ما قبل الإدراج :

يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تعيين مرقي بورصة لمساعدتها، عند إصدار سنداتها وفي تحضير عملية إدراجها، وهو يشهد من خلال توقيعه على المذكرة الخاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وأن المعلومات الواردة فيها مطابقة للواقع على حد علمه، وأن المذكرة لا يشوبها إغفال من شأنه أن يؤثر على الفهم والإدراك لما هو وارد فيها.

-مرحلة الإدراج:

يجب على الشركة أن تبرم مع مرقي البورصة اتفاقية يتم إعدادها وفقا للنموذج الذي حددته لجنة تنظيم عمليات لبورصة ومراقبتها، لمدة سريان يتفق عليها الطرفان، على أن لا تقل عن سنتين. ويجب إخطار اللجنة في حال إنهاء الاتفاقية فتصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ملزمة على الفور بتعيين مرقي بورصة جديد.

-مرحلة ما بعد الإدراج:

يكلف مرقي البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وضمان إبقائها الدائم بالتزاماته القانونية والتنظيمية فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات. في حال حدوث تقصير من قبل المؤسسة المصدرة، ينبغي لمرقي البورصة أن يذكرها بالتزاماتها ويقدم لها المشورة اللازمة لتصحيح الوضع.

المطلب الثاني: آلية التعامل في البورصة:

هناك خطوات يتم اعتمادها للتعامل في البورصة في:

- بمجرد استلام المر من قبل الوسيط في عمليات البورصة يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه.

¹-بورصة الجزائر www.SGBV.dz أطلع عليه يوم 21-03-2015 على الساعة 18.32.

-تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من الساعة 9.30 إلى 11.00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام الكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت، ويتمثل هذا النظام في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول ويتيح هذا النوع من التسعير ما يلي:

*تضخيم حجم السندات المتبادلة.

*تقليل اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.

*تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

-في ختام الحصة يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم والسندات وينبغي أن تتم المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق، ويقوم الوسطاء في عمليات البورصة ببيع ومؤكدة لأوامر البورصة ضمن سجلات مركزية وذلك في أقرب وقت ممكن¹.

ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

الشكل (1-4) مسار حصة التداول

الإقبال	قيد الكتل	البيوت	الفصح عمليات	فترة التعليق	قيد الأوامر	الافتتاح	التحضير للحصة
11:00		10:30		10:15		9:30	9:00

المصدر: بورصة الجزائر، www.SGBV.dz أطلع عليه يوم 21-03-2015 على الساعة 18.32.

المطلب الثالث: الإدراج في بورصة الجزائر

تخضع عملية الإدراج في بورصة الجزائر إلى طرق وشروط قبول تتمثل في :

أولا: طرق الإدراج: توجد ثلاثة طرق رئيسية من أجل الإدراج في بورصة الجزائر.

¹-بورصة الجزائر، المرجع السابق.

1- العرض بسعر مغلق: تعتمد هذه الطريقة على طرح كمية من الأسهم في سوق الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا من طرف المؤسسة والبنك المرافق لها ويلتزم المستثمرون على تقديم عروضهم وفق هذا السعر حيث لا يأخذ بعين الاعتبار إلا العروض التي توافقت هذا السعر.

2- العرض عن طريق المزاد: سعر البيع في هذه الحالة هو السعر الناتج عن مقابلة كل من العرض والطلب على أسهم المؤسسة المصدرة.

3- العرض عن طريق ترتيب العروض: يتم تجميع العروض عن طريق الوسيط المرافق للمؤسسة في عملية الدخول إلى البورصة وتعطى له الصلاحيات في توزيع الحصص وتحديد السعر¹.

ثانيا: شروط القبول: للإدراج في بورصة الجزائر شروط هي:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة أسهم.

- أن يكون لديها رأسمال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار جزائري، 5.000.000 دج

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي يتم فيها تقديم طلب قبول.

- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها يعده عضو من الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره المالي، على أن لا يكون في هذه الأخيرة².

- يجب إصدار 20% على الأقل من الرأسمال الاجتماعي للجمهور.

- كشف إعلامي مصادق عليه من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- أن تكون قد حققت ربحا في السنة المالية السابقة للطلب.

- الالتزام بإعلام اللجنة في حالة تخليها عن أصولها قبل الدخول إلى البورصة.

¹ - كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص63. أطلع عليه يوم 2015/03/24 على الساعة

www.univ-chlef.dz .15:32

² - بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

-وضع تقرير يتضمن هيكلية لمراجعة داخلية للمؤسسة المقدرة من طرف محافظ الحسابات حول المراقبة الداخلية للمؤسسة¹.

¹-رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصوصية، (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، جامعة منتوري، غير منشورة)، قسنطينة، 2010/2011، ص43.

المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي والرقابي في بورصة الجزائر

كل الأسواق المالية تضم هياكل أو هيئات تعمل على تشغيلها وإدارتها تبعا للإستراتيجيات التي أنشأت من أجلها، وبورصة الجزائر ككل تلك الأسواق تشمل مجموعة من الهيئات التي عددها المشرع الجزائري ضمن المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وهذا ما تضمنه هذا المبحث حيث تطرقنا في المطلب الأول إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في المطلب الثاني وأخيرا شركة المؤمن المركزي على السندات في المطلب الثالث.

المطلب الأول: لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة* (COSOB):

سنتعرض في هذا المطلب تكوين اللجنة والسلطات المخولة لها.

أولا: تكوين اللجنة: نشأت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بموجب المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 25 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وبدأت نشاطها الفعلي في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 الذي أشار إلى الطبيعة القانونية لهذه اللجنة من خلال مادته 12 المعدلة والمتممة للمادة 20 سالفة الذكر التي تنص على تأسيس سلطة مستقلة لتنظيم عملية البورصة ومراقبتها تتبع الشخصية المعنوية والاستغلال المالي¹.

تتمثل مهمة اللجنة في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على ما يأتي:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.

- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها².

وتتكون اللجنة من رئيس و 6 أعضاء حيث يعين الرئيس لمدة 4 سنوات ويحدد وضعه القانوني ومهامه وعزله عن طريق التنظيم طبقا للمادة 21 من المرسوم التشريعي 93-10 على أن يعين بموجب مرسوم تنفيذي يتخذه مجلس الحكومة بناء على اقتراح من الوزير المكلف بالمالية.

* -COSOB: commissions d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

¹ -حفيظة زوار، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص الإدارة المالية، جامعة الجزائر، غير منشورة)، الجزائر، 2003/2004، ص12.

² -الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، 2 ذي الحجة 1413 هـ الموافق ل 23 ماي 1993، العدد 34، ص7.

ويعين^١ أعضاء اللجنة لمدة 4 سنوات حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعاً للتوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.

- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابهما في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.

وتنتهي مهامهم حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم.

*يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت وهي تتناوب مع أية إنابة انتخابية أو وظيفية حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري.

كما لا يجوز للرئيس ولجميع المستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة¹.

ثانياً: سلطات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

قصد قيام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمهامها فإن لها سلطات تتضمن لها القيام بمهامها على أحسن وجه وهذه السلطات هي:

1. السلطة التنظيمية: تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم لمنقولة بسن تقنيات تهم ما يأتي على الخصوص:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.

- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب أن يكلفوها لربائهم.

- الشروط الخاصة بأهمية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة.

- الإصدارات في أوساط الجمهور.

¹ -الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، 2 ذي الحجة 1413هـ الموافق ل 23 ماي 1993، العدد 34، ص6.

- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأها وشبها وتحدد أسعارها.
 - تنظيم عمليات البورصة.
 - الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تسليمها.
 - تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المنقولة في البورصة.
 - محتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
 - العروض العمومية لشراء قيم منقولة.
 - القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة لأسعار قيمها¹.
- 2. سلطة الرقابة والمراقبة:** تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد على الخصوص مما يلي:
- احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف المتدخلين في السوق.
 - امتثال الشركات التي تلجأ علنا للادخار لالتزامات الإعلام التي يخضعون لها.
 - السير الحسن للسوق.
- 3. السلطة التأديبية والتحكيمية:** تقوم اللجنة مقام المحكمة أثناء أدائها لهذه الوظيفة التي تنشأ عند المساس بأي حق من حقوق المستثمرين أو الإخلال بالقوانين المشرعة وتضم هذه الغرفة 5 أعضاء هم:
- رئيس اللجنة.
 - عضوان يختاران من ضمن اللجنة عن طريق الانتخاب.
 - قاضيان يعينهما وزير العدل مراعيًا توفر الكفاءة المالية فيهما.
- وتنطوي مهمتها على جانبين مهمين:
- أ- الجانب التحكيمي:** يتوجب على الغرفة أن تتدخل في حالة عدم التفهم والقراءة الجيدة للقوانين والأحكام المسيرة للبورصة والمؤدية إلى خلافات بين:

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، 2 ذي الحجة 1413هـ الموافق ل 23 ماي 1993، العدد 34، ص 7.

-الوسطاء في عمليات البورصة.

-الوسطاء في عمليات البورصة ولجنة تسيير بورصة القيم المنقولة.

-الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأوراق المالية.

-الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم¹.

ب-الجانب التأديبي : تختص اللجنة بالنظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء وفي عمليات البورصة وكذا في مخالفة الأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

-أما بالنسبة للمخالفات المطبقة التي تفرضها اللجنة فتكون كما يلي:

*إنذار.

*توبيخ.

*حظر النشاط بصفة كلية أو جزئية مؤقتة أو نهائيا.

*سحب الاعتماد.

*فرض غرامات مالية.

-وأحيانا ترفع المخالفات للتسوية في الجهات القضائية المختصة².

المطلب الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتولى هذه الشركة إدارة بورصة القيم المنقولة وتكتسي شكل شركة ذات أسهم حسب المادة 15 من القانون 03-04 ويتمثل هدف هذه الشركة على الخصوص وفقا للمادة 18 من القانون سالف الذكر فيما يلي:

-التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.

¹-رمضاني نسيم، بحث حول البورصة، أطلع عليه يوم 2015/03/19، على الساعة 14:55، www.radioalgerie.dz

²-الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، 2 ذي الحجة 1413هـ الموافق ل 23 ماي 1993، العدد 34، ص10.

- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت رقابة اللجنة.
- *تمارس هذه اللجنة مهامها تحت رقابة لجنة ضبط عمليات البورصة¹.

المطلب الثالث: المؤتمر المركزي على السندات:

بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، تأسست هذه الهيئة، وهي عبارة عن هيئة تمارس مهامها في شكل شركة ذات أسهم، يخضع القانون الأساسي الخاص بها وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين له إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويتمثل دور المؤتمر المركزي فيما يلي:

- حفظ السندات التي تمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب لأخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانون للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق².

¹-رمضاني نسيم، مرجع سبق ذكره.

²-رمضاني نسيم، مرجع سبق ذكره.

المبحث الثالث: تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر

تكتسي بورصة الجزائر أهمية كبيرة في الاقتصاد الجزائري، ولكنها تظل من بين أضعف البورصات في العالم وذلك نتيجة الركود الذي تشهده في جذب الشركات لها، ومن خلال ما سبق سندرس تحليل المتغيرات الاقتصادية المحيطة بالبورصة وكذلك تقييم أداء سوق رأس مال في الجزائر وأخيرا مؤشرات تطور سوق رأس مال في الجزائر.

المطلب الأول: تحليل المتغيرات الاقتصادية يتم المحيطة بالبورصة.

يحيط بالبورصة الجزائرية عدة تغيرات اقتصادية بحجم نشاطها وضعف استمالتها للمستثمرين إليها فمن بين هذه المتغيرات مايلي:

أولاً: التضخم: يعتبر التضخم عائقا بالنسبة لبورصة الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال إلى البنوك العمومية التي ترفع من معدلات الفائدة في الحالات التي يرتفع فيها التضخم وإلى مجالات أخرى غير البورصة.

ثانياً: السوق الموازية: إن وجود سوق موازية في الجزائر، يمثل عائقا في توجيه الأفراد لاستثماراتهم للبورصة، خاصة وأن الأرباح المحققة فيه على قدر كبير من الأهمية.

ثالثاً: الجهاز الإنتاجي: يتسم هذا الجهاز بالضعف ويمثل فيه القطاع العمومي 80% من المؤسسات الاقتصادية ويميز هذه المؤسسات اكتظاظ في عدد العمال والوضعية المالية غير المتوازنة، ضف إلى ذلك أن مؤسسات القطاع الخاص غالبيتها شركات تضامن أو شركات ذات مسؤولية محدودة، يغلب عليها الطابع العائلي وليس لملاكها الاستعداد لفتح رأسمالها للغير¹.

رابعاً: ضعف الحوافز الجبائية: يتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، والتي تتمثل في ضريبة الأرباح على الشركات IBS تعادل 25% من الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، مثل زيادة

¹-رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص ص:149، 150.

الضريبة على الدخل الإجمالي IRG التي تخضع موة أخرى إلى ازدواجية الضريبة عند تحويلها إلى حسابات المساهمين مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق رأس المال الجزائري¹.

خامسا: الادخار: ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين، وبالتالي قلة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه، تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية².

المطلب الثاني: تقييم أداء سوق رأس مال في الجزائر

لا شك أن بورصة الجزائر تبقى ضعيفة جدا في نشاطها فتقييم أداءها منصب على بعض المحددات الهامة التي تعكس قيمتها في الاقتصاد الوطني.

أولا: رأسمال البورصة: يبقى غير كافي ويظل هامشي حيث لا يتعدى 0.62% من الناتج المحلي الخام (PIB) في سنة 2008 وهي السنة التي شهدت أكبر حجم تداول تم تحقيقه، هذه النسبة الضعيفة تكون مرتبطة بعدد الأسهم المدرجة القليلة، ولكن أيضا بمستوى أسعارها الذي يتدفق بقلّة.

ثانيا: عدد العمليات: تداول الأسهم والسندات يتطور بطريقة غير كافية وغير منتظمة في العدد، الحجم والقيمة، ومن الصعب تخيل رؤية عكس عدد القيم المتداولة المدرجة وذلك بحصتين تداول في الأسبوع وطريقة التداول المطبقة³.

ثالثا: عدد المؤسسات المدرجة: يعتبر عدد المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية ضعيفا جدا حيث تحتوي بورصة الجزائر على أربع مؤسسات تطرح أسهم ملكية وهي:

أليانس للتأمينات، الأوراسي، رويية، صيدال، ومؤسسة وجيده، تطرح أسهم دين أو سندات وهي مؤسسة داخلي ويعكس هذا العدد أداء البورصة الذي ليس بمحفز ولا يجذب المؤسسات والمستثمرين.

¹ زيدان محمد ونورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 14.

² - حسن عثمانى وسعاد شعبانية، مرجع سبق ذكره.

³ - Chabha bouzar, les contraintes de développement du marché financier algérien, p p 9 10.

المطلب الثالث: مؤشرات تطور سوق رأس المال في الجزائر:

أولاً: مؤشر تطور القيمة المتداولة والحجم المتداول خلال الفترة (2008 - 2015)

الجدول (1-4) مؤشر تطور القيمة المتداولة والحجم المتداول خلال الفترة (2008- 2015)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	السنوات	
								الشركات المدرجة	
-	-	-	161414250	22733355	27400	5660690	1027130	القيمة المتداولة	أليانس
-	-	-	194475	27392	40	9682	1674	الحجم المتداول	
9016275	4130550	4122500	3659945	3110255	4246440	3339595	1085610	القيمة المتداولة	الأوراسي
21101	9179	9382	7718	17048	11702	7826	2486	الحجم المتداول	
-	-	-	-	-	40943600	20303575	14454940	القيمة المتداولة	روبية
-	-	-	-	-	102238	50359	38354	الحجم المتداول	
12398570	9761345	7763465	20044240	10195255	3899550	12106480	1369450	القيمة المتداولة	صيدال
31002	25521	18038	29804	15031	6701	22244	2455	الحجم المتداول	
-	3000000	11216900	14430000	88468030	36670000	99391000	2930000	القيمة المتداولة	داخلي
-	300	1130	1700	9228	3860	10210	293	الحجم المتداول	
127738450	212770000	247519000	73045310	548680065	15241000	8145000	-	القيمة المتداولة	سونلغاز
25546	42554	49483	14607	109128	3048	1629	-	الحجم المتداول	
284129900	78107200	156491630	5401120	-	-	-	-	القيمة المتداولة	سونلغاز 11

28293	7810	15561	539	-	-	-	-	الحجم المتداول	
365759080	454795910	183940170	41228120	-	-	-	-	القيمة المتداولة	الجزائرية للاتصالات
36528	45047	18374	4111	-	-	-	-	الحجم المتداول	
419469230	134085620	58915910	-	-	-	-	-	القيمة المتداولة	الجوية الجزائرية
41640	13152	5761	-	-	-	-	-	الحجم المتداول	
1218511505	896650625	670069575	321222985	673186960	101027990	148946340	20867130	القيمة المتداولة	المجموع
184110	143563	117729	252954	167827	127589	101950	45262	الحجم المتداول	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاستعانة بمؤشرات التداول الموجودة في التقرير السنوي للسوق الرئيسي لبورصة الجزائر، خلال الفترة (2008-2015).

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن سنة 2008 هي أفضل سنة حيث بلغت قيمة التداول فيها إلى 1218511505 دج هذا راجع إلى الأوراق المالية التي كانت متداولة فيها وهي أسهم دين أي سندات الشركات العمومية التي تكون نسبة الفائدة على السند فيها مريحة وتنخفض قيمة التداول بمجرد خروج المؤسسات العمومية من البورصة لتشهد ارتفاعا مجددا وذلك بعد تحقيق مؤسسة داخلي قيمة التداول بلغت 88468030 دج ساهم في ارتفاع قيمة التداول لسنة 2012 حيث بلغت 673186960 دج التي شهدت في السنة الموالية انخفاض ملحوظ قدر ب: 101027990 دج عقبه ارتفاع طفيف في سنة 2014 وهذا يدل أن التداول في بورصة الجزائر ضعيف جدا ولا يشهد إقبال كبير من قبل المستثمرين على الأوراق المالية المدرجة وذلك ما يبرهنه حجم التداول الذي يشهده هو الآخر تذبذب في التطوير وغير مستقر.

ومما يلاحظ هو أن المؤسسات عندما تدرج تكون قيمة التداول فيها كبيرة لكنها تنخفض مع مرور الوقت، ومن الجدول نلاحظ أيضا أن المؤسسات الخاصة باتت تسيطر على التداول في البورصة وهذا بعد خروج آخر مؤسسة عمومية من البورصة ألا وهي سونلغاز.

ثانيا: مؤشر تطور حجم وعدد الأوامر خلال الفترة (2008 - 2015)

الجدول رقم (4-2) مؤشر تطور حجم وعدد الأوامر خلال الفترة (2008 - 2015)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	السنوات	
								الشركات المدرجة	
-	-	-	765637	1906624	1618079	1069352	241122	حجم الأوامر	أليانس
-	-	-	668	2889	2845	1647	272	عدد الأوامر	
1227420	466114	320030	170727	161995	265603	157962	38311	حجم الأوامر	الأوراسي
480	413	392	249	327	315	253	56	عدد الأوامر	
-	-	-	-	-	482810	1449627	300951	حجم الأوامر	روبية
-	-	-	-	-	135	1156	232	عدد الأوامر	
229619	282714	324374	254162	434447	269120	243810	38869	حجم الأوامر	صيدال
462	513	459	476	1196	692	364	51	عدد الأوامر	
-	67738	44071	23816	33666	12461	35753	4036	حجم الأوامر	داخلي
-	813	719	475	490	172	262	51	عدد الأوامر	
66287	118959	145230	133084	242761	24992	37780	-	حجم الأوامر	سونلغاز
75	330	294	347	176	112	39	-	عدد الأوامر	
126337	111122	72598	4975	-	-	-	-	حجم الأوامر	سونالغاز 11
354	332	248	33	-	-	-	-	عدد الأوامر	
233917	209676	106320	17653	-	-	-	-	حجم الأوامر	الجزائرية للاتصالات
506	547	296	95	-	-	-	-	عدد الأوامر	
262474	140956	69354	-	-	-	-	-	حجم الأوامر	الجوية

604	406	224	-	-	-	-	-	عدد الأوامر	الجزائرية
2146054	1397279	1081977	1370054	2779493	2673065	2964284	623289	حجم الأوامر	المجموع
2481	3354	2632	2343	5078	4271	3703	662	عدد الأوامر	

المصدر: من إعداد الطلبة بالإستعانة بمؤشرات السوق الرئيسي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2015).

من خلال الجدول نلاحظ أن سنة 2008 سجلت مجموع 2146054 كحجم أوامر لينخفض إلى أن يصل 1397279 ثم يعود سنة 2012 ليسجل 2779493، لكن هذا الارتفاع لم يستمر إذ أصبح في السنة الموالية 2673065، ليلاحظ بعدها في سنة 2014 وصول حجم الأوامر على 2964284 والذي يعتبر أكبر حجم مسجل من سنة 2008 إلى غاية 2015 لأنه عاد للانخفاض مرة أخرى خلال الثلاثي الأول من سنة 2015 وأصبح يساوي 623289 لكن عدد الأوامر غير مرتبط بحجمها فأكثر عدد وصلت إليه الأوامر كان سنة 2012 لا في سنة 2014، ولا يعني بالضرورة ارتفاع الحجم ارتفاع العدد أيضا أو العكس، فقد ارتفع عدد الأوامر بين السنتين 2008 و 2009 بينما انخفض حجمها في هذه الفترة، وشهدت السنة الموالية انخفاضا في الحجم والعدد معا إما خلال السنتين 2013 و2014 فقد سجل انخفاض في عدد الأوامر وارتفاع في حجمها.

فهذا يؤكد أن أوامر البيع والشراء غير متكافئة، وهو ما يفسر عدم التنظيم في حالي العرض والطلب.

ثالثا: مؤشر تطور عدد الصفقات خلال الفترة (2008- 2015)

الجدول رقم (3-4) مؤشر تطور عدد الصفقات خلال الفترة (2008- 2015)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	السنوات الشركات المدرجة
-	-	-	222	39	3	25	7	أليانس
89	69	41	36	46	38	30	10	الأوراسي
-	-	-	-	-	43	103	30	روبية
114	91	84	155	58	48	92	15	صيدال
-	6	13	32	98	29	43	6	داخلي
15	112	67	49	36	16	6	-	سونلغاز
78	48	62	5	-	-	-	-	سونلغاز 11
100	87	61	21	-	-	-	-	الجزائرية للاتصالات
149	75	33	-	-	-	-	-	الجوية الجزائرية
545	488	361	520	277	177	299	68	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بالإستعانة بمؤشرات السوق الرئيسي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008- 2015).

يلاحظ من خلال الجدول أن سنة 2008 كانت السنة التي شهدت أكبر عدد من الصفقات الذي يقدر بـ 545 ثم تتراجع إلى غاية سنة 2011 ليرتفع إلى 520 ولكن بداية من سنة 2013 إلى غاية سنة 2015 ينبغي عدد الصفقات متذبذب بعدد قليل جدا أي تبقى سنة 2008 هي أكثر ما حقق فيها من عدد الصفقات بالمقارنة مع الثلاثي الأول من سنة 2015 حيث شهدت عدد الصفقات انخفاضا ملحوظ قدر بـ 68.

رابعا: مؤشر نسبة تطور البورصة في الجزائر
الجدول (4-4) مؤشر نسبة تطور البورصة في الجزائر

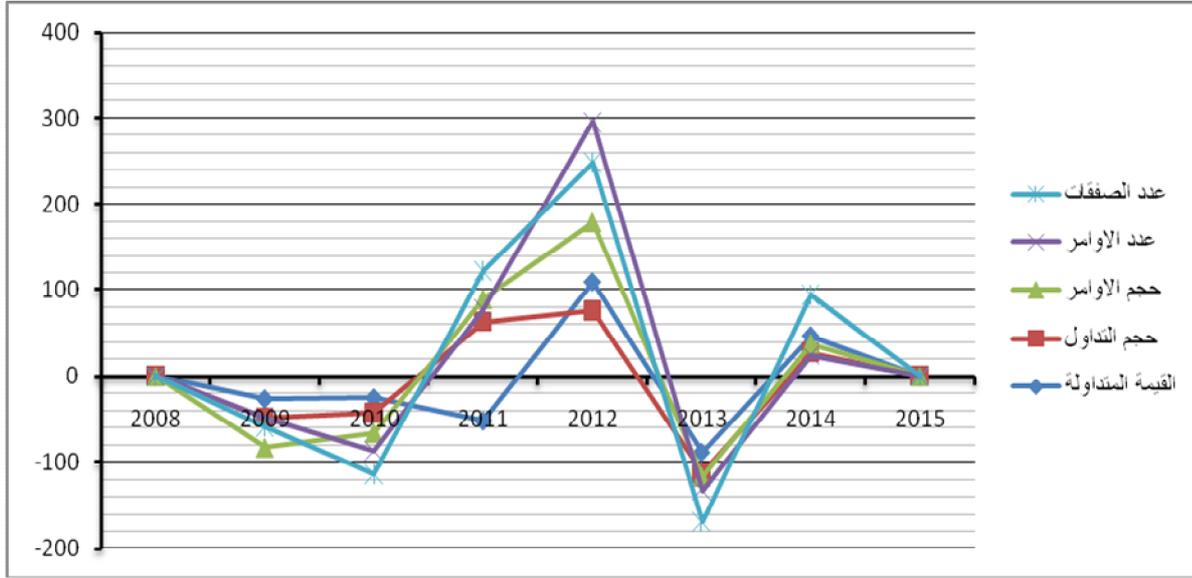
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	السنوات الشركات المدرجة
-	-26.41	-25.26	-52.06	109.56	-88.99	47.43	-	القيمة المتداولة %
-	-22.02	-17.99	114.86	-33.65	-23.97	-20.09	-	حجم التداول %
-	-34.89	-22.56	26.62	102.87	-3.82	10.89	-	حجم الأوامر %
-	35.18	-21.52	-10.98	116.73	-15.82	-13.29	-	عدد الأوامر %
-	-10.45	-26.02	44.04	-46.73	-36.10	68.92	-	عدد الصفقات %

المصدر: من إعداد الطلبة بالاستعانة بالمعطيات السابقة

نسبة التطور = تحقيقات (n) - تحقيقات (n-1) / تحقيقات (n-1)

من خلال هذا الجدول نستنتج أن تطور المؤشرات في بورصة الجزائر عشوائي غير منظم فهو متذبذب وغير مستقر، حيث بلغت قيمة المتداولة سنة 2012 أكبر قيم لها قدرت ب 109.56 لتعود في السنة الموالية وتنخفض بقيمة 86.99 كما عرف حجم التداول سنة 2011 تطور بقيمة يقدر ب 114.86 مقارنة مع السنوات الأخرى أما فيما يخص حجم وعدد الأوامر وعدد الصفقات فلقد شهد ارتفاع وانخفاض في قيمته.

الشكل رقم (4-2) منحني بياني يوضح نسبة تطور مؤشرات البورصة الجزائرية.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاستعانة بالمعطيات السابقة

خامسا: مؤشر تطور رأس المال السوقي (القيمة السوقية)

الجدول (4-5) مؤشر تطور رأس المال السوقي (القيمة السوقية)

نسبة تطوير القيمة السوقية %	رأس المال السوقي أو القيمة السوقية (مليار دينار)	السنوات
-	6.5	2008
0.76	6.55	2009
20.16	7.9	2010
89.36	14.96	2011
-12.90	13.03	2012
6.06	13.82	2013
-	-	2014
-	-	2015

المصدر: من إعداد الطلبة بالاستعانة بمؤشرات التقرير السنوي لسنة 2013 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

نسبة التطور = $\frac{\text{تحقيقات (n)} - \text{تحقيقات (n-1)}}{\text{تحقيقات (n-1)}}$

من خلال ما سبق لنا يتضح لنا أن القيمة السوقية تطورت من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 وذلك من 6.5 مليار دينار إلى 14.96 مليار دينار بنسبة تطور بلغت 89.36 % سنة 2011 لكن في سنة 2012 تراجع ب 12.90 % أي بقيمة 13.03 مليار دينار، إلا أنه في السنة الموالية شهدت تطور بنسبة 6.06 % أي ما يعادلها بقيمة 13.82 مليار دينار، لكن رغم كل هذا التطور في القيمة السوقية تبقى ضعيفة وتعكس بطيء نشاط البورصة الجزائرية، وهذا ما يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر كما يعكس عجزها على تعبئة الادخار في زيادة الاستثمارات، وكذا زيادة الإصدارات الجديدة، كما أنها لا تساهم في تنويع المخاطر وعليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا.

سادسا: مؤشر تطور السيولة (معدل دوران السهم)

الجدول (4-6) مؤشر تطور السيولة (معدل دوران السهم)

السنوات	القيمة المتداولة (مليون دينار)	القيمة السوقية (مليار دينار)	معدل دوران السهم
2008	1218511505	6.5	0.18
2009	896650625	6.55	0.13
2010	670069575	7.9	0.084
2011	321222385	14.96	0.021
2012	673186960	13.03	0.05
2013	101027990	13.82	0.007
2014	148946340	-	-
2015	20867130	-	-

المصدر: من إعداد الطلبة بالاستعانة بالمعطيات السابقة.

معدل دوران السهم: قيمة التداول/القيمة السوقية

من خلال الجدول يتبين لنا أن معدل دوران السهم سجل انخفاض له من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 ثم شهد تحسن طفيف، إلا أنه سرعان ما انخفض سنة 2013 بمقدار 0.007، ويشير انخفاض المعدل على أن تداول السهم يقل عن الواحد صحيح منذ بدء عملية التداول وهذا ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، ويعبر هذا المعدل أيضا على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة الأمر الذي يعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير.

خلاصة الفصل:

عرفت عملية الجزائر تطورات عديدة صاحبت عملية التأسيس وذلك في ظل الظروف التي سادت الجزائر في إطار الإصلاحات النقدية والمالية التي باشرتها من خلال تشكيل هيكل تنظيمي ورقابي ينظمها وذلك عن طريق ثلاث هيئات تأتي في المقدمة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تسهر على السير الحسن للبورصة وحماية المستثمرين فيها، والرقابة على تطبيق الإجراءات القانونية، كما أن المؤمن المركزي على السندات يعمل على الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات والسهر على استمرار حركتها وذلك بإصدار المعلومات الخاصة بذلك، أما فيما يخص شركة تسيير البورصة فهي تعمل على تسهيل الصفقات بين الوسطاء وترقية العمل على الأوراق المالية، فهذه الهيئات أخذت على عاتقها تطوير بورصة الجزائر التي واجهت متغيرات اقتصادية محيطة بها منعت عملية تطويرها، وهذا في إطار غير منظم يتسم بالعشوائية، وذلك أمام ما تعكسه مؤشرات تطويرها التي كانت ضعيفة جدا وتوضح حالة سوق رأس المال في الجزائر، ومن خلال ما تطرقنا إليه في الفصل نستطيع القول أن الجزائر لم تستطع أن توفر موارد مالية ومادية ولإنجاح سوق رأس المال وذلك من خلال جذب المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال.

الخاتمة

الخاتمة

خاتمة عامة:

تمثلت إشكالية البحث في أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، باعتبار أن سوق رأس المال ذا أهمية كبرى في النشاط الاقتصادي، حيث أصبح تطويره أمراً بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي يلعبه في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفئات المالي الذين لديهم رغبة في الاستثمار في الأوراق المالية إلى أصحاب العجز المالي الذين هم أساس تصدير هذه الأوراق في سوق رأس المال.

وقد تبين من خلال الجانب النظري استعراض مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية، ثم التطرق إلى ماهية سوق رأس المال، وكفاءة سوق رأس المال في ظل فرضية السوق الكفاء الذي يفترض توفر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين حتى لا يكون هناك مشاكل مثل عدم تماثل المعلومات، كما تتمثل مقومات السوق الكفاء في دقة وسرعة وصول المعلومات بالإضافة إلى توفر متطلبات الكفاءة المتمثلة في كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، وهذا من أجل نجاح وضمان فعالية السوق المالي الذي يؤدي إلى التطور والنمو الاقتصادي.

بينما سمح الجانب التطبيقي المخصص لدراسة بورصة الجزائر بمعرفة المراحل التي مرت بها حتى أصبحت ما هي عليه اليوم والمتعاملون فيها والهيكل التنظيمي والرقابي لبورصة الجزائر، كما أتاحت هذه الدراسة التطرق إلى مؤشرات وتحليلها التي بينت ضعفها وعدم جاذبيتها للمستثمرين وذلك لقلّة الأوراق المالية المطروحة فيها، ونقص الوعي الاستثماري لدى المتعاملين فيها، فهذا ما جعلها سوق غير كفاء والذي انعكس سلباً على عملية استغلال الاستثمار في المدخرات.

1- اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك لأنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، والتي من بينها حماية الأموال من انخفاض قدرتها الشرائية نتيجة التضخم. **هذه الفرضية محققة** لأن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

الفرضية الثانية: برزت أهمية أسواق رأس المال نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة. **هذه الفرضية محققة** من خلال الدور الذي تلعبه في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة بمعنى أنها تلعب كذلك

الخاتمة

دورا هاما في توجيه الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية حيث أصبحت أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد.

الفرضية الثالثة: وجود وعي ادخاري واستثماري لدى الأفراد والقطاعات. هذه الفرضية غير محققة لأنه هناك نقص في الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد والقطاعات وذلك لعدم وجود حس استثماري، لأن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة.

الفرضية الرابعة: بورصة الجزائر غير واضحة المعالم ومن الصعب في مرحلة كهذه الحديث عن سوق رأسمال حقيقي في الجزائر. هذه الفرضية محققة من خلال تحليل مؤشراتنا بينت ضعفها وعدم جاذبيتها للمستثمرين وذلك لقلة الأوراق المالية المطروحة فيها، ونقص الوعي الاستثماري لدى المتعاملين فيها، فهذا ما جعلها سوق غير كفاء.

2- النتائج: من خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا للنتائج التالية:

-نقص الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد والقطاعات، لأن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة.

-لا يمكن تحقيق كفاءة سوق رأس المال إلا يتوفر مجموعة من الشروط أهمها توفر مناخ استثماري ملائم الذي يعتبر حجر الأساس لإقامة سوق رأس المال فيها.

-ضعف الإطار الرقابي والإشرافي على عمليات السوق حيث يوجد تباين كبير في القواعد والنظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة وكذا تباين في طرق عمل هذه السوق.

-الجزائر لم تستطع أن توفر موارد مالية ومادية لإنجاح سوق رأس مالها وذلك من خلال جذب المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال.

3-الاقتراحات: من خلال دراستنا المتواضعة لكفاءة سوق رأس المال فإننا نقدم الاقتراحات التي نراها حتى نتمكن من تحسين ورفع أداء أسواق رأس المال لتحقيق الكفاءة في أعلى درجاتها ونلحق بمصاف الدول المتقدمة فتكون سوق رأس المال الجزائرية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية.

الخاتمة

- العمل على خلق ثقافة الاستثمار والادخار لدى الفرد الجزائري، بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية السمعية، البصرية، المقروءة من اجل إيصال ثقافة البورصة لدى الأفراد.

- تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار، حيث أن العديد من الدراسات أثبتت أن إعطاء أهمية السندات، وبصورة خاصة السندات الحكومية المتنوعة يسمح بتنشيط حركة التداول في سوق رأس المال.

- وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأس مالها وطرح أوراقها المالية في البورصة كتخفيض نسبة الضريبة مثلا من اجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية بالإضافة إلى أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، هذه الخاصية ضرورية لتحقيق الكفاءة والتي هي غائبة عن بورصة الجزائر.

- فتح المجال أمام أسواق رأس المال الأخرى وخاصة العربية منها للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان.

- تفعيل دور الرقابة على نشاط البورصة حتى نضمن نجاحها في أداء الدور الذي خلقت من أجله.

- دعم وتشجيع الوسطاء في عمليات البورصة من أجل زيادة حركية ونشاط سوق رأس المال.

4- الآفاق المستقبلية: وأخيرا ونظرا لأهمية واتساع هذا الموضوع فإنه من غير الممكن الإحاطة بكل جوانبه، ولذلك تبقى مجالات البحث مفتوحة فيه أمام طلبة السنوات القادمة لإثرائه أكثر والتوسع في مجالاته لأن هناك نقاط لم نتعرض لها مثل:

- دور البورصة كأداة لإنجاح عملية الخصخصة.

- الرقابة ودورها في تفعيل أداء سوق رأس المال.

التحليل الفني والأساسي كآلية للتنبؤ بتحركات الأسعار.

وأخيرا نتمنى أن يكون هذا العمل باكورة نافعة يستفيد منها كل طالب علم، والله من و زاد القصد وهو

يهدي السبيل.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

I-المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب:

- 1- أرشد فوائد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري ، الأردن، 2010.
- 2- الدسوقي حامد أبو زيد، إدارة البنوك، الجزء الأول، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، بدون سنة.
- 3- السيدة عبد الفتاح إسماعيل و آخرون، الإستثمار في الأوراق المالية و المشتقات، الدار الجامعية، مصر، 2011.
- 4- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010.
- 5- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري، الأردن، 2001.
- 6- حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية بورصة الأسهم والسندات المالية، الطبعة الأولى، دار زهران، الأردن، 2010.
- 7- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 8- زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- 9- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل الأردن، 2007.
- 10- ثقيري نوري موس وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2012.
- 11- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، 2005.
- 12- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية: مصر، 2007.
- 13- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 14- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 15- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 16- طلال كداوي تقييم القرارات الإستثمارية، الطبعة العربية، دار اليازوري، الأردن، 2008.
- 17- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 18- عبد الغفار حنفي، البورصات، الدار الجامعية، مصر، 2004، 2005.

قائمة المصادر والمراجع

- 19- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006./2007
- 20- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010.
- 21- عبد القادر البقيرات، محاضرات في مادة القانون التجاري، جامعة الجزائر، 2006، 2007.
- 22- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2008.
- 23- علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن .
- 24- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2013.
- 25- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2008.
- 26- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، الطبعة الثانية، دار الثقافة، الأردن، 2012.
- 27- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2011.
- 28- محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
- 29- محمد السيد سرايا وآخرون، محاسبة شركات الأموال، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 30- محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 31- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية، الدار للجامعية، مصر، 2002.
- 32- محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2001/ 2002
- 33- محمد عباس بدوي وآخرون، محاسبة شركات الأموال، دار الجامعية الجديدة، مصر، 2001.
- 34- محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة دار التعليم الجامعي، مصر، 2011.
- 35- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار حامد، الأردن، 2006.
- 36- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 37- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا، مصر، 2007.
- 38- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المؤسسات الجامعية، لبنان، 1998.

قائمة المصادر والمراجع

- 39- بزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 40- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 2003.
- 41- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار البداية، الأردن، 2010.

ثانيا: الرسائل الجامعية

- 1- بن طيرش قادة و سكر رابح، أدوات سوق الأوراق المالية و مناهج تقييمها، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون ، تيارت 2010./2009
- 2- بورياح محمد أمين ويسرف محمد أمين، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، ، 2010./2011
- 3- حفيظة زوار، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص الإدارة المالية، جامعة الجزائر، غير منشورة)، الجزائر، 2003، 2004.
- 4- رشيد هواري، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخصخصة، (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، جامعة منتوري، غير منشورة)، قسنطينة، 2010، 2011.
- 5- زيتوني خديجة، التحديات التي تواجه الجزائر في سوق الأوراق المالية في كل المعطيات الراهنة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت 2012 - 2013.
- 6- لطرش سميرة كفاءة سوق رأس المال وأثرها على قيمة السوقية للسهم، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة منتوري، غير منشورة، قسنطينة 2009، 2010.
- 7- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير، إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غير منشورة، غزة، 2007 م.

قائمة المصادر والمراجع

ثالثا: الجرائد الرسمية

1- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، 2 ذي الحجة 1413هـ الموافق ل 23 ماي 1993، العدد 34.

رابعا الملتقيات:

1- حسين عثمانى وسعاد شعابنية، ملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 06-07-2012.

2- زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006.

II - المراجع الالكترونية (مواقع الأنترنت)

- 1- books/mal elibray.medi.u.edu.my
- 2- <http://www.egyborse.com/2012/04/blogpost>
- 3- www.radioalgerie.dz
- 4- www.SGBV.dz
- 5- www.ummtto.dz

الملخص:

يؤدي سوق رأس المال دورا مهما في اقتصاديات الدول، من خلال جمع وتعبئة المدخرات، وتحويلها نحو القطاعات المنتجة، بما يعود بالنفع على هذه الاقتصاديات، ويتحقق هذا بفضل الاستثمار في الأوراق المالية التي يتيحها هذا السوق، والذي يجب أن يكون سوق كفاء حتى يجذب المستثمرين إليه لتحويل ما يدخرونه إلى استثمار مالي كبديل عن ودعائهم في البنوك، ويضمن بذلك سيولة متوفرة لتمويل الاستثمارات المنتجة والخدماتية.

وفي هذا السياق قامت الجزائر بإنشاء بورصة القيم المنقولة من أجل إيجاد موارد مالية أخرى لتنشيط الاقتصاد الوطني والتقليل من القروض التقليدية، وجعل المؤسسات قادرة على تمويل نفسها.

Abstract :

Capital market plays an important role in the economies of the countries through the collection and the mobilization of savings and turn it towards the productive sectors to the benefit of these economies and to achieve this , thanks to investment in securities that the market produced and which should be market efficiency , even attracts investors to convert what saving rate to financial investment as an alternative to their deposits in banks and ensure that liquidity available to finance productive investment and service. and in this context, Algeria decided to end the stock exchange the securities for other financial resources to stimulate the national economy and reduction of conventional loans and make the institutions capable of financing it self