

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
الشعبة: علوم اقتصادية التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

## المضاربة والاستثمار في الأسواق المالية

دراسة حالة الجزائر

مقدمة من طرف الطلبة:

بن عمرة نجاة

بزخامي فضيلة

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الإسم واللقب	الرتبة	عن الجامعة
رئيسا	شهيدة عبد الله	أستاذة مساعد - أ-	جامعة مستغانم
مقررا	جلولي سهام	أستاذة محاضرة - ب-	جامعة مستغانم
مناقشا	برواين شهرزاد	أستاذة محاضرة - ب-	جامعة مستغانم

السنة الجامعية: 2020 / 2019

# شكر و تقدير

الحمد لله والشكر لله، الذي وفقنا لإتمام هذا العمل فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه، ولا يسعنا ونحن في هذا المقام إلا أن نتقدم بشكر وتقدير و عرفان الى الأستاذة المشرفة "جلولي سهام"، التي لم تبخل علينا بإرشاداتها ونصائحها وتوجيهاتها السديدة التي كان لها بليغ الاثر في إنجاز هذا العمل، وحرصها الدائم لإتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما نحى فيها روح التواضع والمعاملة الجيدة، فجزاها الله كل خير.

كما نتقدم بجزيل الشكر والامتنان الى أعضاء لجنة المناقشة الذين وافقوا على مناقشة وإثراء هذا العمل.

ولا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والعرفان الى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد في إنجاز هذا

العمل

# إهداء

الحمد لله كثيرا والصلاة والسلام على رسول الله- صلى الله عليه وسلم- أما بعد

أهدي ثمرة جهدي هذا الى التي سهرت من أجلي الليالي وكانت سندا وعونا لي والتي ضلت  
تراقب خطوات نجاحي الى قرة عيني أُمي العزيزة الغالية حفظها الله وأطال في عمرها بألف

صحة وعافية.

الى الذي وهبني أول قلم ملكته في طفولتي، وكان سندا لي في مشواري الدراسي أبي الغالي أطال

الله في عمره.

الى الذين قاسموني الرحم وعرفت معهم لذة العيش وجمعتني بهم أحلى الذكريات إخوتي

وبالأخص أخي الصغير "إلياس" والى كل عائلة "بن عمرة"

كما لا يفوتني أن أهدي هذا العمل الى من رافقتني وشاركتني في هذا العمل المتواضع زميلتي

"فضيلة"

والى كل من لم يكتبهم قلبي وسكنوا قلبي الى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

نجاة

# إهداء

لقد شاءت الأقدار أن تكون لكل بداية نهاية وها نحن نحط الرحال في آخر المطاف من رحلة

طال فيها العناء، بكل بساطة وتقدير أهدي ثمرة جهدي الى:

ملاكي في الحياة، الى معنى الحب والى معنى الحنان والتفاني، الى بسملة الحياة وسر الوجود، الى

من كان دائما سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي أمي الحبيبة.

الى النفس الغالية التي تمنيت أن ترى نجاحي وتكون معي في أسعد وأصعب اللحظات أبي

رحمة الله عليه.

الى من كان حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي الى كل إخوتي والى كل عائلة "بزخامي"

صغيرا وكبيرا.

كما لا يفوتني أن أهدي هذا العمل الى من عرفت معهم سنفونية الود والصدقة والإحترام

زملائي في العمل.

الى كل أحبتي بلا استثناء، ما دامت الحياة صفحات دربها الإخلاص والوفاء

فضيلة

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر
	الإهداء
.I	فهرس المحتويات
.III	قائمة الأشكال
.III	قائمة الجداول
.IV	قائمة المختصرات
1	مقدمة
	<b>الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية</b>
5	تمهيد
6	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
6	المطلب الأول: تعريف السوق المالي
6	المطلب الثاني: مكونات الأسواق المالية
9	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية
10	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية وكفاءة السوق
10	المطلب الأول: الأدوات المالية في سوق النقد
12	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
16	المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية
20	خلاصة
	<b>الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي</b>
21	تمهيد
22	المبحث الأول: المضاربة في السوق المالي
22	المطلب الأول: مفهوم المضاربة في الأوراق المالية
22	المطلب الثاني: شروط ممارسة الأسواق للمضاربة
25	المطلب الثالث: أنواع المضاربين في السوق المالي
28	المبحث الثاني: الاستثمار في السوق المالي
28	المطلب الأول: ماهية الاستثمار

## فهرس المحتويات

29	المطلب الثاني: الاستثمار المالي ودوافعه
30	المطلب الثالث: أسس اتخاذ قرار استثمار مالي
32	المبحث الثالث: الفرق بين المضاربة والاستثمار المالي
32	المطلب الأول: مزايا وعيوب المضاربة في السوق المالي
33	المطلب الثاني: مزايا وعيوب الاستثمار المالي
34	المطلب الثالث: التمييز بين المضارب والمستثمر في السوق المالي
35	خلاصة
	<b>الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري</b>
36	تمهيد
37	المبحث الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر
37	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها
42	المطلب الثاني: مراحل دخول المؤسسة الى بورصة الجزائر
46	المطلب الثالث: أسواق بورصة الجزائر
48	المبحث الثاني: حال المضاربة والاستثمار في بورصة الجزائر
48	المطلب الأول: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
51	المطلب الثاني: تقييم المضاربة والاستثمار في بورصة الجزائر خلال الفترة (2012-2019)
56	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر وآفاق تطويرها
62	خلاصة
63	خاتمة
65	قائمة المصادر والمراجع
	ملخص

## قائمة الأشكال والجدول

### 1. قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
8	مكونات الأسواق المالية	1-1
18	العلاقة بين مستويات الكفاءة الثلاثة	2-1
24	تقلبات سعر السهم	3-2
27	تصنيف المضاربين	4-2
47	أسواق بورصة الجزائر	5-3
52	الحجم المتداول في بورصة الجزائر خلال 2019-2012	6-3
52	القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2012	7-3
54	تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2012	8-3
55	تطور الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2012	9-3

### 2. قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
49	بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي	1-3
50-49	بطاقة فنية لمؤسسة أليانس للتأمينات	2-3
51	نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2012	3-3
53	تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2012	4-3
55	تطور الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2012	5-3

## قائمة المختصرات

### ● المختصرات باللغة العربية

اسم الإختصار	الإختصار	رقم الإختصار
الدينار الجزائري	د.ج	01
الصفحة	ص	02

### ● المختصرات باللغة الفرنسية

اسم الإختصار	الإختصار	رقم الإختصار
Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse	COSOB	01
Société de gestion de la bourse des valeurs	SGBV	02

# مقدمة عامة

### مقدمة عامة

لقد كانت الزيادة في تمويل الاقتصاد لسنوات من الزمن من صالح الوساطة البنكية، أي لصالح التمويل غير المباشر، ومع النمو والتطور الاقتصادي الحاصل في العالم وتعدد المؤسسات وزيادة احتياجاتها للمال الذي هو عصب الحياة لأي مؤسسة والمحرك الأساسي لوظائفها ومعاملاتها، كان لزاما الاستناد أو التوجه نحو التمويل المباشر الذي يتم عن طريق الأسواق المالية.

فوجود سوق مالي بما يتضمنه من سوق النقد وسوق رأس المال، يعتبر أداة مهمة تساعد على تحويل المال من الوحدات ذات الفائض المالي الى الوحدات الأخرى ذات العجز المالي بما أن السوق المالي يجمع بين عارضي وطالبي الأموال.

كما أن الأسواق المالية عرفت تطورا ملحوظا في مختلف دول العالم ومع انتشار شركات المساهمة وتزايد رغبة الحكومات في الاقتراض لخلق حركة قوية للتعامل المالي أدى كل هذا الى ظهور بورصات للأوراق المالية.

فقد عرفت البورصات اتجاها متزايدا نحو تحرير القيود على رأس مالها، والأكبر من ذلك تنوع الأدوات المتاحة بها، الأمر الذي جعلها تستقطب جمهورا كبيرا ومتنوعا والذي انقسم ما بين مستثمرين من جهة ومضاربين من جهة أخرى الذين وجدوا فيها غايتهم باعتبارها مصدرا لتحقيق الربح من خلال التغيرات التي تحدث في أسعار الأوراق المالية.

لذلك سعت جميع الدول لإنشاء بورصات خاصة بها والجزائر على غرار تلك الدول قامت بإنشاء بورصة خاصة بها ففي سنة 1993 تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر.

#### 1. الإشكالية

في ضوء ما سبق فإن البحث يسعى الى معالجة الإشكالية الرئيسية التالية:

هل يوجد اختلاف بين المضاربة والاستثمار في الاسواق المالية؟

#### 2. الاسئلة الفرعية

إن الاشكالية الرئيسية تتفرع منها مجموعة من التساؤلات الفرعية التي يمكن صياغتها على النحو

التالي:

(1) فيما تتمثل أسس اتخاذ قرار الاستثمار المالي؟

(2) ما المقصود بالمضاربة في الأسواق المالية؟

(3) ما هي الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي؟

(4) ما هي النقائص والعراقيل التي تعاني منها بورصة الجزائر؟

#### 3. الفرضيات

قصد الإجابة على هذه الأسئلة نقدم في هذا الإطار الفرضيات التالية:

(1) عند اتخاذ قرار الاستثمار المالي يجب مراعاة العائد المتوقع، المخاطرة، الفترة الزمنية وكذلك العائد المطلوب.

(2) المضاربة في الاسواق المالية هي نفسها المضاربة المعمول بها من طرف البنوك الاسلامية.

(3) يتم التعامل في السوق المالي بشقيه بالعديد من الأوراق المالية التي تختلف أنواعها باختلاف نوع المعيار الذي تسند اليه وعلى أساس معيار الفترة الزمنية يوجد أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل.

(4) بورصة الجزائر تعاني من جملة من العراقيل والصعوبات في شتى الميادين.

#### 4. أسباب اختيار الموضوع

يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة الى اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- نظرا للأهمية التي يكتسبها موضوع الأسواق المالية.
- كون الموضوع يندرج ضمن التخصص الدراسي.
- يندرج الموضوع في اطار المواضيع المتجددة والقابلة لإعادة الإختيار دوما.

#### 5. أهمية البحث

تكمن أهمية هذا البحث في التعرف أكثر على السوق المالي وإبراز أهميته باعتباره المحرك الرئيسي لتحقيق التنمية، والمكان المناسب لزيادة وتوسيع حجم الاستثمارات وتحقيق الربح السريع من خلال المضاربة، بالإضافة الى الأهمية الكبرى التي يكتسبها هذا البحث من خلال القيام بتحليل بورصة الجزائر.

#### 6. أهداف البحث

نسعى من خلال هذا البحث الى تحقيق الأهداف التالية:

- محاولة تعميق معرفتنا عن الأسواق المالية بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة.
- توضيح معنى المضاربة والاستثمار في السوق المالي.
- الوقوف على أهم التطورات الحاصلة في بورصة الجزائر.
- طرح مختلف المقترحات التي ترمي الى تفعيل أداء بورصة الجزائر.

#### 7. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والحدود الزمانية:

- الحدود المكانية: دراسة حالة بورصة الجزائر.
- الحدود الزمانية: الفترة الممتدة خلال ( 2012 - 2019 ).

#### 8. المنهج المستخدم في الدراسة

اعتمدنا في معالجة هذا الموضوع على المنهج الوصفي في الفصل الأول والثاني وذلك قصد اجراء مسح نظري للأسواق المالية والمضاربة والاستثمار فيها، أما في الفصل الثالث فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال قيامنا بجمع المعلومات والبيانات المختلفة وتحليلها للوصول الى نتائج عامة.

#### 9. الدراسات السابقة

أثناء المسح المكتبي لاحظنا غياب الأبحاث والدراسات التي تناولت هذا الموضوع وكل ما وجدناه كان يتقاطع مع دراستنا لذلك لم تكن هناك دراسات سابقة تربط بين متغيرات الدراسة، وكل الدراسات كانت حول أحد جوانب الموضوع حيث تناولت بعض الجزئيات، وتتمثل هذه الدراسات فيما يلي:

- دفع الله المكي حسن الرضي، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2018)، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، السودان، 2018.

يهدف البحث الى:

✓ التعرف على دور الأوراق المالية في تنشيط الاستثمار المالي.

✓ التعرف على مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية.

تم التوصل الى:

- ✓ للسوق المالي دور فعال في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار والتي تجلب المستثمرين وتزيد من حجم التداول، ومن ثمة بعث حركة نشيطة في السوق.

- ✓ توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية والتي مهما تعددت وتنوعت فإنها تصنف الى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

- أ عبيدة نورة، عيدون فطيمة الزهرة، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015 (المعوقات والآفاق)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، 2016-2017.

يهدف البحث الى:

✓ اعطاء لمحة عن بورصة الجزائر ومختلف الشركات المدرجة بها.

✓ تحليل أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015).

تم التوصل الى:

- ✓ رافقت بورصة الجزائر جملة من المعوقات منها ما هي اقتصادية، تشريعية، تنظيمية، اجتماعية وثقافية، بالإضافة الى عدم توفر الشركات صانعة الأسواق مما يؤدي الى التقلب في الأسعار وبالتالي التقلب في حجم التداول.

✓ هناك تذبذب في أداء بورصة الجزائر.

- بوغرارة عبد الرزاق، صخري مراد، النظام القانوني للبورصة في الجزائر، مذكرة مكملة لنيل متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في الحقوق، تخصص قانون شركات، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017-2018.

يهدف البحث الى:

✓ محاولة التعرف على البورصة.

✓ تسليط الضوء على واقع بورصة الجزائر.

تم التوصل الى:

✓ البورصة هي سوق يلتقي فيه المتعاملون بائعون ومشترون من أجل القيام بعمليات الشراء والبيع للمنتوجات المختلفة.

✓ جاءت بورصة الجزائر كنتيجة حتمية لسلسلة الإصلاحات التي خاضتها البلاد ابتداءً من سنة 1980 بعد الأزمة الاقتصادية الناتجة عن انخفاض أسعار البترول.

### 10. هيكل البحث

للإجابة على الإشكالية والإلمام بجميع جوانب الموضوع ارتأينا تقسيم البحث الى ثلاث فصول، حيث تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري للأسواق المالية والذي تناول مبحثين حيث تطرقنا في المبحث الأول الى ماهية الأسواق المالية والمبحث الثاني الى الأدوات المتداولة في الأسواق المالية وكفاءة السوق.

أما الفصل الثاني الذي جاء تحت عنوان المضاربة والاستثمار المالي تطرقنا فيه الى ثلاث مباحث حيث خصصنا المبحث الأول للمضاربة في السوق المالي والمبحث الثاني للاستثمار في السوق المالي أما المبحث الثالث فخصصناه للفرق بين المضاربة والاستثمار المالي.

وبخصوص الفصل الثالث فقد خصصناه لدراسة السوق المالي الجزائري حيث قمنا بتقسيمه الى مبحثين وتناولنا في المبحث الأول تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر وفي المبحث الثاني تناولنا فيه حال المضاربة والاستثمار في بورصة الجزائر.

الفصل الأول

# الإطار النظري للأسواق المالية

### تمهيد

في ظل التقدم والتطور الذي يشهده العالم والنظام الدولي الجديد تعد الأسواق المالية جانبا مهما من النظام الاقتصادي ككل وأداة تمويلية هامة جدا، حيث تجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية وأولئك الذين يعانون من العجز، ولقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي الى زيادة الحاجة الى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور باعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، كما أنه يعد المحك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، لذلك فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة أو اقتصاد السوق المالي.

تساهم أسواق المال في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز، فهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن أجل توضيح وتفصيل كل هذه المعارف تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين وهما:

المبحث الأول: نظرة عامة حول الأسواق المالية؛

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية ومدى كفاءة السوق.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

### المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تزايد في الآونة الأخيرة اهتمام العالم بأكمله سواء الدول أو الأفراد بالأسواق المالية لعدة أسباب كان من أهمها عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية، إضافة الى عدم قدرة الافراد على توفير المبالغ الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية الكبيرة التي تحتاج الى رؤوس أموال وفيرة مما أصبح يتطلب البحث عن إيجاد وسائل أخرى غير تقليدية لتمويل احتياجات الدول التنموية وبما يعود على المستثمرين الافراد بأرباح أكبر بما لا يعرضهم لمخاطر كبيرة. ومن أجل التوصل الى بعض الحلول المتعلقة بتمويل عمليات التنمية الأساسية بالنسبة للدول وحصول المستثمرين على أكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة أخذت تحتل فكرة الأسواق المالية مركزاً حيوياً في معظم دول العالم وخاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص وأخذت الأسواق المالية تلعب دوراً حيوياً في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية.

### المطلب الأول: تعريف السوق المالي

تعرف الأسواق المالية على أنّها ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق (الفاكس والتلكس أو البريد أو التلفون أو الأنترنت أو عن طريق السماسرة والوسطاء والوكلاء) بحيث يجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة تعد متداولة فيه.

كما يعرف على أنّه الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للإدارة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق<sup>1</sup>.

يتلخص التعريف العام لها على أنّها السوق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: مكونات الأسواق المالية

أسواق الأوراق المالية تتكون من فرعين رئيسيين يتمثلان في سوق النقد وسوق رأس المال الذي هو بدوره يتفرع الى عدة أسواق، وهذا ما سيتم توضيحه كالتالي:

#### 1. سوق النقد

ترتبط نشأة أسواق النقد بنشأة الوديعه والبنوك التجارية لذلك فهي تعد من أقدم أسواق المال وتمثل المؤسسات المالية والمصرفية الأطراف الأكثر تعاملًا في هذه الأسواق. وتعد أسواق النقد الأبعد وجوداً من بين الأسواق المالية فهي تمثل الإطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية القصيرة الأجل والتي تتسم حقوق حملتها بصفات الدين أي أنها ذات التزامات ثابتة على الجهة المصدرة لها.

<sup>1</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل الى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 71.

<sup>2</sup> - حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص 16.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

وهي السوق التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي تمثل أدوات مديونية يمكن لحاملها استرداد مبلغ من المال سبق أن اقترضه، وتتصف بالسيولة العالية ويمكن التخلص منها في أي وقت وبأدنى من الخسائر أو دون خسائر أو ربح، وميزة أدوات الدين هذه قابليتها للتداول في السوق المالي، والميزة الثانية هي قدرتها على التحول الى سيولة نقدية بسرعة عند الحاجة إليها<sup>1</sup>.

### 2. سوق رأس المال

يعرف سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية، بأنه المكان أو الزمن الذي يتم فيه عقد الصفقات المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل.

أو هي السوق التي يتم التعامل فيها بأصول مالية ذات مدة متوسطة أو طويلة والتي يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة حيث يتم التعامل في الأوراق الصادرة عن منظمات الأعمال حيث يتم ذلك في شكل قروض أو مساهمات في رأس المال<sup>2</sup>. كما يقسم سوق رأس المال الى مجموعتين هما:

### (1-2) الأسواق الحاضرة أو الفورية

وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات على مختلف أنواعها وتتضمن الأسواق الحاضرة أو الفورية على الأسواق التالية:

أ. **الأسواق المنتظمة:** ويقصد بالأسواق المنتظمة البورصات التي يتم بها تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط وعادة ما يطلق عليها بالأسواق الثانوية وتتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها من قبل بين حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء، وتعتبر الأسواق الثانوية من أهم الأسواق الرأسمالية لأنها تشكل الجزء الأكبر من العملية الاستثمارية وأصول إدارة المحافظ إضافة الى أن الأسواق الأولية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بنجاح الأسواق الثانوية.

تلعب الأسواق الثانوية أو البورصات دوراً هاماً وأساسياً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة لحملة الأسهم، كما وأن الأسواق الثانوية غالباً ما تعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وخاصة خطط التنمية التي تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر لدى الدولة وفي هذه الحالة بدلا من التجاء الدولة الى عمليات الاقتراض الخارجية التي غالباً ما يترتب عليها أعباء كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق الثانوية وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهمها في الأسواق المالية الثانوية للاكتتاب فيها.

ب. **الأسواق غير المنتظمة:** ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة، وعادة ما يطلق عليها بالأسواق الأولية باعتبارها الجهة المختصة أو المتخصصة بإصدار الأوراق المالية وطرحها للبيع لأول مرة.

تعتبر المؤسسات المالية التي تتولى عمليات الإصدار وسيطة بين جمهور المستثمرين للأوراق المالية وبين الجهة المقررة لإصدار الورقة المالية، تتمثل أعمال هذه المؤسسات في هذا الخصوص بتقديم عمليات

<sup>1</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمار، الأردن، 1993، ص 154.

<sup>2</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيد، مرجع سبق ذكره، ص ص 93-94.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

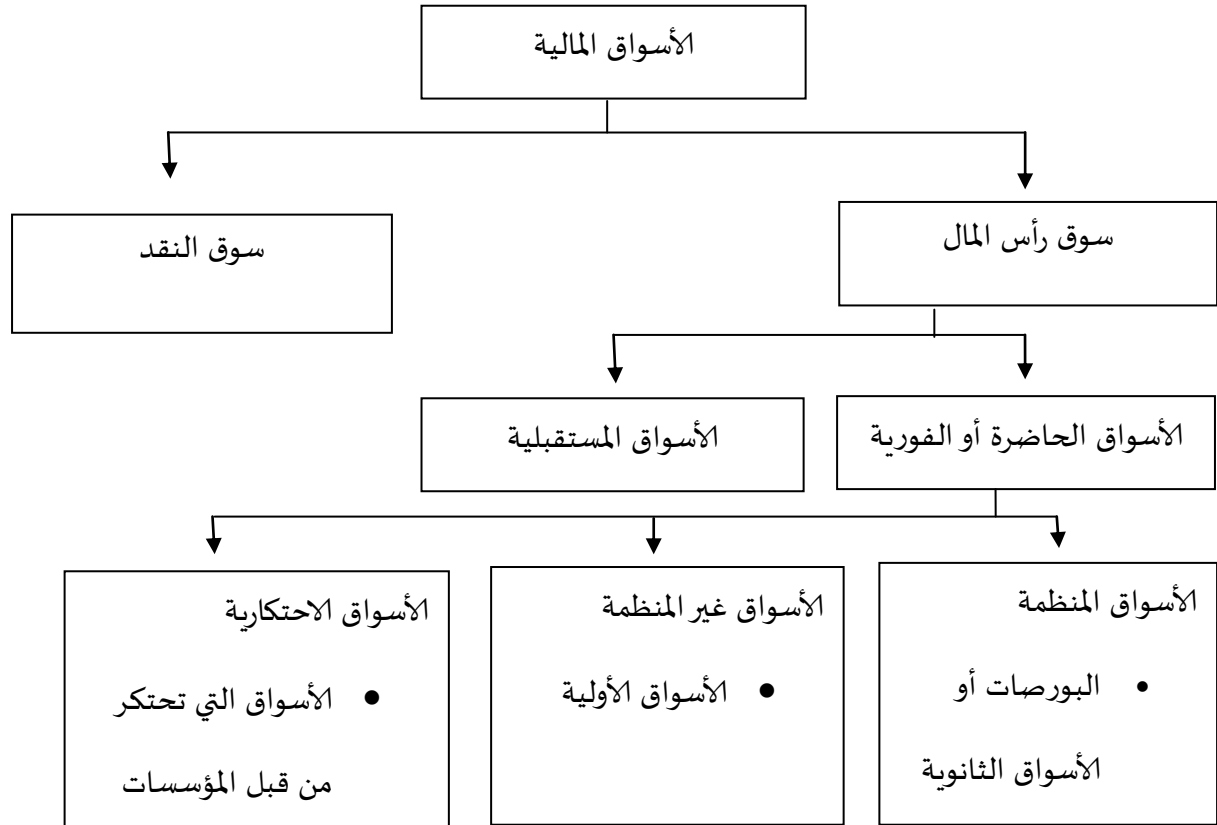
المساعدة للجهة المعنية لكي يتم اصدار الورقة المالية، وقد تتولى بعض هذه المؤسسات القيام بتمويل شراء الإصدارات بغية إعادة بيعها لجمهور المستثمرين.

ج. الأسواق الاحتكارية: وتتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، حيث يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة<sup>1</sup>.

### 2-2) الأسواق المستقبلية

وهي أسواق العقود المستقبلية تتعامل أيضا بالأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق وأسواق الاختيار هي شكل من أشكال العقود المستقبلية حيث يستخدمها المستثمرين للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح الرأسمالية<sup>2</sup>.

شكل رقم (1-1): مكونات الأسواق المالية



المصدر: حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 42.

<sup>1</sup> حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 33-35.

<sup>2</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيد، مرجع سبق ذكره، ص 178.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

### المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية

- تحظى الأسواق المالية بمكانة هامة في النشاط الاقتصادي والمالي وهذه الأهمية تتجلى فيما يلي<sup>1</sup>:
- تحقق الأسواق المالية فوائد حيوية للنشاط الاقتصادي في مجموعه سواء كان للمدخرين الذين يقومون بتخفيض الانفاق الاستهلاكي حاليا رجاء الحصول على عائد أكبر لاحقاً، وكذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات المجمعمة من أجل زيادة أرباحهم وكذلك تحقيق زيادة في المستوى الحقيقي للاقتصاد سواء في الإنتاج أو الخدمات؛
  - تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية؛
  - ربط الأسواق المالية للنشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ وجود الأدوات المالية قصيرة الأجل بجانب الأدوات المالية طويلة الأجل، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة والتي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها الجارية. كذلك تبرز أهميتها في الجوانب التالية:
  - يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية؛
  - ضمان مناخ استثماري يتسم بالشفافية بسبب التزام الشركات بالإفصاح المالي؛
  - تساهم البورصة في إظهار كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية، حيث أنها تمثل سلطة رقابية خارجية غير رسمية، فالشركات التي لا تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية وترتفع أسهمها في السوق، وبالعكس الآخر تنخفض أسهمها في السوق<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الصفاء للنشر، الأردن، 2009، ص 84.

<sup>2</sup> - محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية، العبيكان للنشر، الطبعة الثالثة، السعودية، 1999، ص 534.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

### المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية وكفاءة السوق

السوق المالي هو المكان الذي يتم فيه ومن خلاله بيع وشراء الأوراق المالية والعملات الأجنبية ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض، أي ما بين عارضي الأصول والأوراق المالية وطلبها. ويمكن أن توصف وحدات العجز لتشمل مؤسسات الأعمال، الأفراد، الحكومات والمستثمرين الأجانب الذين يعانون من نقص السيولة المالية ولا يستطيع الجهاز المصرفي أن يلبي مطالبهم فلا مناص لهم إلا باللجوء الى الأسواق المالية وطرح الأوراق المالية للحصول على التمويل المطلوب، ونفس الشيء بالنسبة الى وحدات الفائض التي يمكن أن تكون مؤسسات أعمال، أفراد، حكومات، أو مستثمرين أجانب أو محليين والذين عادة ما يملكون سيولة مالية تبحث عن فرص استثمارية لتحقيق الربح فيجدون ضالتهم في السوق المالي والتعامل في هذا السوق يكون من خلال مجموعة من الأدوات أو الأوراق المالية المتداولة فيه بشقيه السوق النقدي وسوق رأس المال التي تختلف في عدّة معايير من حيث كونها صك ملكية أو دين، وكذلك ورقة قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد

تتمثل الأدوات المتعامل بها في سوق النقد في أصول مالية قصيرة الأجل يمكن لحاملها التخلص منها بالبيع حينما يشاء عن طريق صناع السوق الذين يمكن أن تباع وتشترى منهم تلك الأوراق والمتمثلين في بيوت السمسرة ودورهم الوساطة والبنوك التجارية.

#### 1. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

نعني بشهادة الإيداع المصرفية القابلة للتداول تلك الشهادات التي تمنح لحاملها مقابل وديعة بنكية تودع لدى البنك الذي يقوم بإصدارها لأجل محدد<sup>1</sup>. ومن خلال ذلك فهي حقوق مديونية يمكن لحاملها التصرف بها بيعاً أو تنازلاً فضلاً عن إمكانية استرداد القيمة عند الاستحقاق ومعدلات الفائدة الممنوحة أو الخصم المقدم، يتناسب مع مدّة الاستحقاق ولا يجوز لحاملها الرجوع متى شاء الى المصرف لاستعادة القيمة المستحقة بل لا بد من الانتظار حتى بلوغ موعد الاستحقاق أو تداولها في سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.

#### 2. الكمبيالة المصرفية

تمثل الكمبيالة المصرفية تعهداً كتابياً بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعه لطرف آخر يبيعه بدوره إذا شاء لطرف ثالث وهكذا، وفي كل مرة يحصل المشتري على خصم يمثل في حقيقة الأمر معدل الفائدة على الاستثمار في الكمبيالة وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمة من محرّره أي المقترض الأصلي، وإذا ما فشل في ذلك حينئذ يمكنه الرجوع الى البنك الذي قبل التعهد من البداية، ولهذه الكمبيالات سوق ثانوي يتمثل في البنوك التجارية وبعض بيوت السمسرة، هذا ويتراوح تاريخ استحقاقها بين شهر وستة أشهر.

<sup>1</sup> - جميل الزيدتين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان -الأردن، 1999، ص 240.

<sup>2</sup> - محمود محمد داغي، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، الطبعة الأولى، عمان -الأردن، 2005، ص 14.

### 3. الأوراق التجارية

تتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام الى تسعة أشهر وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع، وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض المصارف التجارية تقوم بمقتضاه تلك المصارف بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق، ومن كل هذا يمكن استخلاص أربع سمات لها وهي:

- من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصول من المنشأة بل أن الضامن الأساسي هو سمعة المنشأة ومكانتها؛
- التزام المصارف بالسداد يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدودة أي أن معدل الفائدة يكون منخفضاً ويعادل تقريباً معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية؛
- تساهم طبيعتها في خلق سوق ثانوي نشط يتمثل في بعض بيوت السمسرة والمصارف التجارية؛
- من أجل حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات مثل مؤسسة ستاندر أند بورز في الولايات المتحدة الأمريكية دليلاً خاصاً بأسماء المنشآت التي تصدر مثل هذه الأدوات<sup>1</sup>.

### 4. قرض فائض الدولار الأوروبي<sup>2</sup>

يعتبر قرض فائض الدولار الأوروبي من أدوات الدين قصيرة الأجل وتتمثل في الودائع بالدولار الأمريكي لدى مصارف الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج عندما تحتاج الى موارد مالية وأصبحت الودائع بالدولار الأمريكي تمثل مصدراً هاماً للموارد المالية للمصارف الأمريكية.

### 5. اتفاقيات إعادة الشراء

هي عبارة عن اتفاقيات تعتمد على القروض القصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها عادة بين يوم واحد وأسابيع، وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المحطية في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أوراق مالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترات قصيرة جداً على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الورقة المالية في وقت لاحق حين تنتهي حاجته الى تلك الأموال، وذلك بسعر أعلى بقليل من سعر الشراء المشتري بها لأول مرة، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة، وتستخدم هذه الاتفاقيات من قبل المتاجرين الكبار بالأذونات الحكومية وذلك لتمويل أعمالهم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - ميز إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المعارف للنشر، الطبعة الثانية، مصر، 2006، ص 11-23.

<sup>2</sup> - إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية - مصر، ص 132.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 148.

### 6. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

هو قرض يمكن للبنوك التي لها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه ولا تعتبر تلك أوراق مالية بالمعنى الواسع، وذلك لأنها تتمثل في تعهد غير مكتوب يلتزم بموجبه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون السوق، هذا بالرغم من أن هذا التعهد يجب أن يكون مضمونا من قبل البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي. عادة ما تكون مدة القرض في حدود ليلة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي إلا أنه يمكن تحديدها إذا كانت هناك رغبة لاستثمارها لاحقا، حينها يصبح من الضروري طلب التسديد يوما بيوم، حيث يكون البنك المركزي بمثابة الوسيط بينها، أو أن يتم الاتصال مباشرة بين تلك البنوك أو الاستعانة بسمسار متخصص.

### 7. أذونات الخزينة

تمثل أذونات الخزينة أوراقا حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات تحرص الحكومات على إصدارها دوريا، وتتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، فهي عادة ما تباع بسعر أقل من قيمتها الإسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الإسمية المدونة على المستند ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني الأدوات المالية المتداولة في سوق أس المال

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها مختلف المنشآت السلعة الرئيسية المتداولة في سوق رأس المال الفورية فهي تعتبر صكًا لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين بين حقوق ومطالب المستثمر هذا بالإضافة الى الأوراق المشتقة المستعملة في السوق الأجل.

#### 1. الأسهم

الأسهم هي عبارة عن ورقة مالية طويلة الاجل تتداول في سوق الأوراق المالية الى جانب الأوراق الأخرى كالسندات والمشتقات المالية.

#### (1-1) تعريف السهم

السهم عبارة عن شهادة ملكية لجزء من رأسمال الاجتماعي في احدى الشركات ويطلق على مالكي هذه الأسهم حاملي أسهم ويتحدد رأسمال الشركة ذات المساهمة من عدد من الأسهم<sup>2</sup>.

#### (2-1) أنواع الأسهم

يمكن تمييز نوعين أساسيين وهما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

أ. الأسهم العادية: السهم العادي كصك ملكية في رأسمال المؤسسة له عدد من القيم المتمثلة في القيمة الإسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية والقيمة التصفوية.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس، أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر - قسنطينة، 2002، ص ص 91-93.

<sup>2</sup> - فريد راغي النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية - مصر، 2009، ص 63.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

- القيمة الإسمية: وهي القيمة المدونة على قيمة السهم، وتظهر عند تأسيس الشركة.
  - القيمة السوقية: وهي عبارة عن قيمة السهم في السوق المالي وتتأثر بعدة عوامل منها العرض والطلب، توقعات المستثمرين، المحللين الماليين، الأوضاع الاقتصادية، مدى أو مستوى الاستقرار السياسي وغيرها من العوامل التي لا يمكن ذكرها كلها.
  - القيمة الدفترية: تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطيات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسومة عدد الأسهم العادية المصدرّة.
  - القيمة التصفوية: تساوي قيمة لصافي التصفية أي (القيمة السوقية للأصول - الإلزامات والمستحقات) / عدد الأسهم العادية المصدرّة<sup>1</sup>.
- ب. الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية إضافة الى خصائص أخرى. يتم إصدار الأسهم الممتازة بفئات مختلفة قياسا للمزايا التي تتوفر في كل فئة منها سواء كان ذلك بالنسبة للمستثمر أو الجهة المصدرّة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح أو من حيث القابلية للتحويل الى أسهم عادية أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة التي أصدرتها.
- ج. أنواع الأسهم الممتازة<sup>2</sup>
- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: إنّ الأرباح غير الموزعة على حملة الأسهم الممتازة في سنة معينة سواء كان ذلك بسبب عجز الشركة عن دفع أرباحه أو عدم إعلانها عن توزيعات لأي سبب كان، فإن القاعدة في مثل هذه الحالة تقتضي بتدوير الأرباح المجمعّة غير الموزعة من سنة لأخرى وإلزام الشركة بدفعها بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق حيث يسقط حق المساهم العادي بالمطالبة بتوزيعات أرباح السنوات السابقة.
  - الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: هذا النوع من الأسهم الممتازة يوفر لحامله ميزة إضافية تتمثل في حق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطاء مالك السهم الممتاز بعد حصوله على نصيبه من الأرباح الحق بمشاركة المساهمين في حملة الأسهم العادية بالأرباح المقرر توزيعها إما بالكامل أي دون أن يكون هناك حدًا مقيّدًا أو تكون المشاركة جزئية بمعنى أن يكون هناك حدًا أقصى للمشاركة في الأرباح.
  - الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: بموجب هذا النوع من الأسهم الممتازة تستطيع الشركة أن تلزم حامل السهم الممتاز بإعادته الى الشركة بعد فترة معينة من تاريخ إصداره وبسعر معين ويكون ذلك عادة بهدف تقليص مساهمات حملة الأسهم الممتازة.
  - الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تتمتع الأسهم الممتازة أيضا بميزة تحويلها الى أسهم عادية، وهذا النوع من الأسهم الممتازة يتيح لحاملها أولوية الحصول على نصيبه من الأرباح تجاه حملة الأسهم

<sup>1</sup> - جميل الزيدتين، مرجع سبق ذكره، ص 219.

<sup>2</sup> - حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005، ص 41.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

العادية وفي الوقت نفسه توفر له فرصة تحويلها الى أسهم عادية عندما يرتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

### 2. السندات

هي ثاني نوع من الأوراق المالية المتداولة بعد الأسهم.

#### (1-2) تعريفها:

السند يمثل جزء من قرض، والمقترض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة فتوجد لدينا سندات حكومية وسندات شركات المساهمة، وحامل السند يعتبر مقرضاً ويستحق فائدة ثابتة سنوياً مقابل استثمار أمواله في شكل سندات، والسند عادة يكون ورقة مالية طويلة الأجل<sup>1</sup>.

#### (2-2) أنواع السندات<sup>2</sup>

- سندات لا تحمل معدل كوبون: أي لا تعطي فائدة لدى اقتنائها، وإنما يتم بيعها بسعر خصم كبير من قيمتها الإسمية وذلك لأن الشركات التي تقوم بإصدار مثل هذه السندات سوف تتخلص من دفع الفوائد الدورية ويستفيد من يقتني مثل هذه السندات من قيمة الخصم الكبير إليه.
- سندات ذات فائدة متحركة (عائمة): من المعلوم أن أسعار الفوائد على السندات تكون ثابتة، لكن بسبب الموجات التضخمية أدى ذلك الى ابتكار نوع من السندات ذات فائدة عائمة أي متغيرة بحيث تتغير كل ستة أشهر تبعاً لأسعار سندات أخرى حيث يتم بذلك تجنب تأثير التغيرات التضخمية على السندات بسبب وجود العلاقة العكسية ما بين سعر الفائدة وأسعار السندات.
- سندات رديئة: تتميز هذه السندات بارتفاع معدل عوائدها مع ارتفاع مستوى مخاطرها لأنها تصدر من شركات تعاني من صعوبات مالية أو لتمويل عمليات الاندماج بين الشركات أو لتمويل الشركات المعاد هيكلتها.
- سندات الدخل: وهي تلك السندات التي يتم دفع الفوائد لها عندما تكتسب الشركة دخلاً، إذ لا يجوز حينها المطالبة بالفوائد عندما لا تحقق الشركة أرباحاً.
- سندات مشاركة: تعطي للمستثمر ليس الحق فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من الأرباح.
- السندات القابلة للتحويل الى أسهم: يقصد بها تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة وبذلك يصبح من ملاكها، وتتم عملية التمويل وفقاً لشروط محددة مسبقاً وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار. وهكذا يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من العوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبياً والتحول الى مساهم والحصول على أرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية، وعادة ما يكون هذا النوع من السندات قابل للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها الى تحويلها الى أسهم عادية.

<sup>1</sup> محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للنشر، الإسكندرية - مصر، 2000، ص 44.

<sup>2</sup> إياد فلاح الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة ماجستير منشورة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، 2009، ص 45.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

### 3. المشتقات المالية

المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل قيمة العقد، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم، السندات، السلع وغيرها، تسمح للمستثمرين بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادًا على أداء الأصل موضوع العقد<sup>1</sup>.

فالأوراق المشتقة تسمى أيضا بالأوراق المبتكرة أو المشتقات المالية وهي أوراق مالية تعتمد فيها على قيم متغيرات أخرى أصلية، ومن أبرز هذه المشتقات نجد عقود الاختيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلة والعقود الآجلة.

**3-1) العقود الآجلة والعقود المستقبلية:** العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما. على أساس سعري يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق. وعلى غرار العقد الآجل فإن العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في المستقبل بسعر معين.

ولا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد وتواريخ التسليم ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من القيود، وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

وللإشارة فإنه ينذر أن تتم عملية تسليم فعلية الأصل محل التعاقد، فالتسوية في حقيقة الأمر تكون نقدية، تتم على أساس فروق الأسعار من خلال بيت المقاصة، ويلتزم كل طرف من طرفي العقد بإيداع نسبة من قيمة العقد (هامش مبدئي) لدى بيت السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.

**3-2) عقود الاختيارات (الخيارات):** تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما، بسعر يحدد مقدّمًا مقابل دفع علاوة العقد (المحرّر) ويبقى هذا الحقّ صالحا حتى تاريخ استحقاقه. ومشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقّه طالما لم يصل السعر في السوق الى المستوى الذي يمكنه من تحقيق أرباح. ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرّر العقد إلا العلاوة. بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحًا.

وكما يبدو فإن عقد الخيار إما أن يكون عقدًا يعطي لمشتريه الحقّ في الشراء من المحرّر أو أن يكون عقدًا يعطيه حقّ البيع للمحرّر. وإذا ما قارنًا عقود الاختيارات مع العقود المستقبلية نجد أن الثانية واجبة التنفيذ. في حين الأولى تعطي لمشتريها الحقّ في تنفيذ العقد من عدمه. كما أنه لا يجوز استرداد العلاوة المدفوعة في حالة عقود الاختيار، في حين أن الهامش المبدئي الذي يودعه كل من طرفي العقد المستقبلي لدى بيت السمسرة يمكن استرداده بالكامل في حالة تنفيذ العقد.

**3-3) عقود المبادلة:** هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين. وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناءً على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو

<sup>1</sup> - فتيحة عباسية، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، 2012/2013، ص 25.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكّن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

كما تجمع عملية مبادلة العملات بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها أجلا في نفس الوقت أو العكس، أي بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما شراء والآخر بيع وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين، وتفصل بينهما فترة زمنية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية

لقد أثار موضوع كفاءة السوق اهتمام الكثير من المهتمين في مجال الاستثمار سواء على المستوى النظري أو التطبيقي، وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات التي تحدد الشروط الواجب توافرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة، ولذلك نتناول في هذا المطلب العناصر التالية:

#### 1. ماهية كفاءة السوق المالي

تعد نظرية السوق إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية، ومنذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفوءة نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية. وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية وعليه فإن السوق يكون كفؤاً اعتماداً على مقدار الثقة التي يصفها المستثمرون بالمعلومات المتاحة ويمكن تناول كفاءة السوق على النحو التالي:

(1-1) تعريف الأسواق المالية الكفوءة: هي تلك السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية، أو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحول بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، ويركز هذا التعريف على الأمور الآتية:

- أن الأسعار تعبر بشكل واقعي عن المعلومات المتوفرة عن الأوراق المالية؛
- أن تتوفر المرونة في السوق بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة والفورية بحيادية تامة؛
- أن تتساوى فيها سعر الورقة المالية مع قيمة الاستثمار.

(2-1) مفهوم السوق المالي الكفوءة: تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيبوا بسرعة للمعلومات الجديدة ويقوموا بتحليلها وعكسها في توقعاتهم. وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق فوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناءً على المعلومات المستلمة، ويكون هذا السعر دال لحالة التوازن في السوق.

<sup>1</sup> - سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2006/2005، ص 54-56.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

### 2. شروط السوق الكفوءة

يمكن إجمال أهم الشروط الواجب توفرها لقيام السوق الكفوءة فيما يلي:

- إتاحة المعلومات لجميع المشاركين في السوق بذات اللحظة، والسرعة والموضوعية وبدون كلفة، لضمان تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية المتوقعة. وضرورة متابعة ومراقبة وسائل الإعلام للوقوف على المستجدات في الأسواق المالية؛
- تحويل الادخار المتوفر الى استثمارات لأن الأسواق المالية هي سوق استثمار الأموال، تدفع نحو شراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات)<sup>1</sup>؛
- عدم وجود قيود على حجم التعاملات فليس هناك تكلفة متفقة أو ضرائب؛
- قيامه يؤدي الى زيادة في عدد وكفاءة المؤسسات المالية في الدولة لأن المؤسسات المالية هي بمثابة أوعية ادخارية تقوم بعملية الإقراض من أجل الاستثمار لذلك يجب تشجيع الادخار الخاص؛
- هناك عدد كبير من المشتريين والبائعين الذين يتصفون بالرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة.
- التعامل الفاعل في بورصات الأوراق المالية كونها أجهزة أساسية للادخار والاستثمار أو تحويلها الى أموال سائلة عند الحاجة اليها. وضرورة انشاء بورصة كبيرة ومتطورة تحت إشراف وزارتي العدل (في تدقيق الأوراق المالية والعملات من التزوير) والمالية (في السيطرة على الأنشطة والفعاليات المالية بما في ذلك ضخ الأسهم والسندات الى البورصات)؛
- ضرورة تحقيق الاستقرار والأمن داخل البلد وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس أموالهم الى بلدانهم الاصلية مع الأرباح؛
- ضرورة أن يكون هناك جهاز مصرفي فاعل ومتكامل قادر الإيفاء بالالتزامات المتبادلة واجراء التسويات اللازمة والتحويل. وهذا يتطلب انشاء بنك استثمار متخصص وبرأسمال كبير وبسلة عملات متنوعة لهذا الغرض<sup>2</sup>.

### 3. مستويات الكفاءة في سوق رأس المال<sup>3</sup>

يعتبر مفهوم الكفاءة مفهوما نسبياً وليس مطلقاً. لذلك قسّم الباحثون مستويات الكفاءة الى ثلاث

أقسام أو مستويات وهي:

(1-3) المستوى الضعيف: يعني المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأنّ التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وهو ما يعرف بالحركة العشوائية لأسعار الأسهم.

<sup>1</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 85-86.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه، ص 86-87.

<sup>3</sup> - فتحة عبايسة، مرجع سبق ذكره، ص 28.

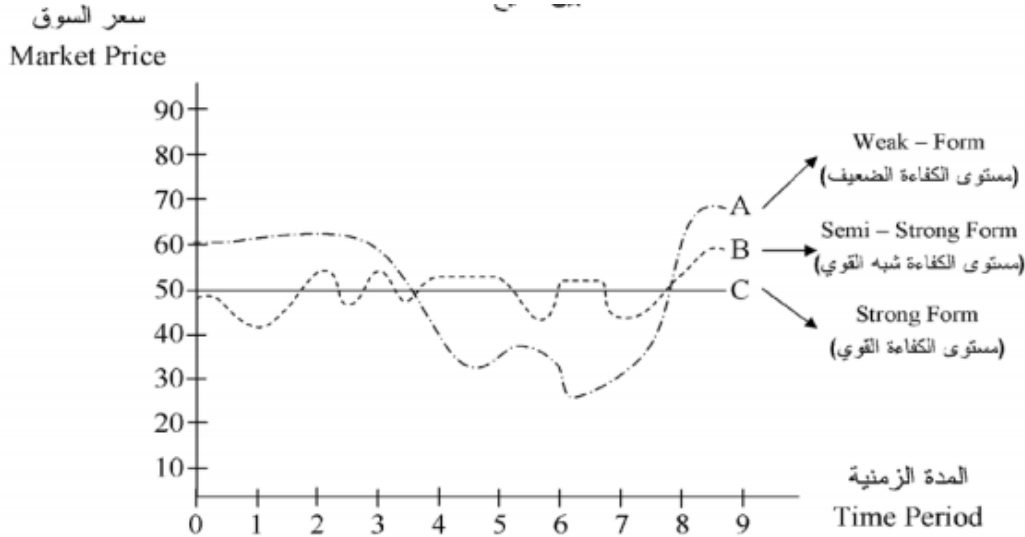
## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

(2-3) المستوى الشبه قوي: دار الكثير من الجدل حول هذه الصيغة حيث إذا اتصف السوق بالصيغة شبه القوية فإن هذه المعلومة تنعكس في أسعار الأسهم ويرجع الجدل حول هذه الصيغة الى أن المحلل الذي يحاول تفسير سبب التسعير غير العادل لسعر السهم باستخدام المعلومات المستسقاة من القوائم المالية فإن هذا يعتبر مضيق للوقت لأن هذه المعلومات المنشورة منعكسة في السعر الحالي للسهم.

(3-3) المستوى القوي: يقضي هذا المستوى بأن سعر السهم الحالي متأثر بجميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني وتلك المعلومات التي تمتلكها قنوات خاصة ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار المتعاملين، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى ولو استعان بخبرات محللين ومستشاري الاستثمار في السوق، ويعود السبب في ذلك الى أن التغيرات في سعر الورقة المالية تغيرات عشوائية مستقلة، وإن كان هناك من يملك المعلومات الخاصة أو السرية فإن أسعار السوق لن تنعكس بالكامل على جميع المعلومات.

الشكل الموالي يوضح نوع العلاقة الموجودة بين المستويات الثلاثة للكفاءة

شكل رقم (2-1): العلاقة بين مستويات الكفاءة الثلاثة



المصدر: زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 13، جانفي 2015، ص 39.

يتضح من الشكل ما يلي:

- لكي يكون سوق رأس المال سوقا كفوًا بالمستوى شبه القوي فلا بد أن يكون كفوًا بالمستوى الضعيف أولاً، ولكي يكون كفوًا بالمستوى القوي يجب أن يكون كفوًا بالمستوى شبه القوي والمستوى الضعيف.
- المنحنى A يعكس التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية لبيان المستوى الضعيف لكفاءة السوق.
- المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدًا بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية إذ تكاد تكون الفروقات مساوية الى الصفر لتعكس الكفاءة القوية للسوق.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

---

- الخط المستقيم C يعكس أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر أي القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية أو سعر الورقة المالية.

### خلاصة

السوق المالي هو الذي يقوم بجمع مختلف الوسطاء وأصحاب المدخرات وأصحاب الفوائض شأنه شأن الأسواق الأخرى، يوفر نظاما فعالا لتبادل المنتجات والأموال، وهو ذلك الإطار أيضا الذي يتحقق من خلاله التوازن ما بين الوفرة في الأموال والعجز في التمويل.

تتكون الأسواق المالية من مكونين اثنين وهما سوق النقد وسوق رأس المال الذي يتكون بدوره هذا الأخير من الأسواق الحاضرة أو الفورية والأسواق المستقبلية كما تنقسم الأسواق الحاضرة الى أسواق منتظمة وتعرف على أنها الأسواق الثانوية أو البورصة وأسواق غير منتظمة وتعرف بأنها الأسواق الأولية.

تقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد الى سوق رأس المال، ولأن الأسواق المالية هدفها الأساسي هو تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتمكين هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل، وهناك ثلاث مستويات للكفاءة حيث يوجد المستوى الضعيف، المستوى شبه القوي والمستوى القوي الذي يتحقق عندما يكون سعر السهم تنعكس فيه المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة المعلنة وغير المعلنة.

الفصل الثاني

## المضاربة والاستثمار المالي

### تمهيد

نجد في الأسواق المالية الاستثمار من جهة ومن جهة أخرى نجد المضاربة، حيث يرصد المضارب الفرص المتوقعة وينتهزها لتحقيق مكسب مناسب، وتعتبر المضاربة في البورصة العالمية محققة لتوازن الأسعار ووسيلة لتوجيه المنتجين والمستثمرين وموحدة لأعداد أكبر من المتعاملين في البورصة. والمضاربة أساسها عامل موضوعي عقلاني رشيد وليس عاملاً شخصي يقوم على الحدس والتصور.

فقد كانت الأسواق العالمية الناشئة من ظاهرة المضاربة الفادحة أو المضاربة المفرطة وتعزى هذه الظاهرة في الأسواق المالية العربية خاصة الى عدد من الأمور منها قلة المعروض من الأوراق المالية وقلة المتاح منها للتداول في ظل وجود طلب متزايد والتوسع في الإئتمانات لأغراض التعامل في الأوراق المالية، والتسعير الخاطئ للأوراق المالية قبل طرحها للاكتتاب مثل: طرحها بأقل من قيمتها مما يغري بشراءها بشراهة، الأمر الذي يقفز سعرها فوق مستواه الحقيقي، فقد استطاعت بعض الدول العربية مواجهة المضاربات المفرطة لأهداف الربح السريع، بتجديد سقف للارتفاع أو الانخفاض اليومي في سعر البورصة بمعنى ألا يمكن أن يفقد السهم كامل قيمته في جلسة واحدة أو أن يصل لحد مضاعف لقيمته لذلك يهدف هذا الفصل لتوضيح المفاهيم الأساسية للمضاربة وذلك من خلال التطرق الى:

المبحث الأول: المضاربة في السوق المالي؛

المبحث الثاني: الاستثمار في السوق المالي؛

المبحث الثالث: الفرق بين المضاربة والاستثمار المالي.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### المبحث الأول: المضاربة في السوق المالي

للأسواق المالية وظائف اقتصادية، تنظيمية ومالية هامة لكن الوظيفة الاستراتيجية لها هي توظيف الأموال وإيجاد المجال للمضاربة أي التنبؤ بمجرى الأسعار وتقلباتها لتحقيق ربح من هذه التقلبات حيث المضارب يتنبأ بمسار الأسعار صعودًا أو هبوطًا ليشتري أو يبيع، ويجني أرباحًا من وراء ذلك.

### المطلب الأول: مفهوم المضاربة في الأوراق المالية

المضاربة في الأوراق المالية أو الأسواق المالية هي ترجمة للكلمة الإنجليزية Spéculation والواقع أن هذه الكلمة تعني التنبؤ والتخمين وليست بمعنى المضاربة ويفضل بعض الاقتصاديين استعمال كلمة المجازفة بدلًا من المضاربة في البورصة. ولا يوجد تعريف محدد للمضاربة في أسواق المال متفق عليه عن الاقتصاديين ومن تلك التعاريف نجد:

المضاربة في الاقتصاد هي عملية بيع أو شراء يقوم بها أشخاص خبيرون بالسوق للانتفاع من فروق الأسعار.

المضاربة في أسواق المال هي عمليات بيع وشراء، يقوم بها أشخاص لا بقصد تسلم وتسليم السلعة، أو تسلم السهم لمحتواه ولا بقصد شراء السهم رغبة في الاشتراك في موجودات الشركة للانتفاع بما يعود عليه من ربح من أعمال الشركة وإنما لجني ربح من الفروق التي تحدث في أسعار الأسهم بين وقت وآخر<sup>1</sup>.

المضاربة في البورصة هي عمليات بيع وشراء يقوم بها أشخاص لا بقصد استلام أرباح الأسهم أو فوائد السندات وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار بين وقت وآخر تسمى أرباح رأسمالية<sup>2</sup>.

وعليه فإن التعريف الجامع للمضاربة هو أنها عملية بيع وشراء، يقوم بها أشخاص بناءً على معلومات مسببة أو على مجرد التخمين والتنبؤ، لا بغرض تسلم السهم لمحتواه والانتفاع بما يعود عليه من ربح وإنما الاستفادة من فروق الأسعار بين وقت وآخر.

### المطلب الثاني: شروط ممارسة الأسواق المضاربة

الأسواق التقليدية تقوم بقبول مبدأ المضاربة على أن تتوقع أنها كلها حميدة ومفيدة عند توافر الأتي

في الأسواق:

- التخلص من القصور الكمي والنوعي في المعلومات المتاحة في السوق؛
- ضمان التكافؤ في الحصول على المعلومات بالنسبة لجميع المستثمرين؛
- توافر المعلومات بشكل مستمر وفوري؛
- مقاومة حصول بعض المستثمرين على بعض المعلومات الداخلية غير المعلنة؛
- تحقيق كفاءة لقوانين سوق المال؛
- مقاومة وعدم ترك الترويج للإشاعات والمعلومات غير الحقيقية بهدف التأثير على سلوك أسعار الأوراق المالية؛

<sup>1</sup> عبد الله السلمي، التعزير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصيفه وحكمه، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 11، 12.

<sup>2</sup> محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، اسكندرية - مصر، 2000، ص 51.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

• يجب على سوق رأس المال العناية بالإعلام والصحافة المالية وتقويتها وليس مقاومتها، بإيجاد خبراء التحليل المالي.

فالمضاربة في البورصة عملية غير عشوائية أو ارتجالية، بل هي عملية شديدة الذكاء مخططة ومحكمة ومبينة على حسابات دقيقة قائمة على بيانات حديثة وصادقة تعطي صورة كاملة معبرة عن مستقبل الشركة المصدرة للورقة المالية سواء كانت سهما أو سندا أو صكا، وهي عملية تشمل الإحاطة بكل من:

• الخطة الاستثمارية للشركة واتجاهات عملية الاستثمار فيها، سواء من حيث الإضافات الجديدة واستخدام خطوط الإنتاج القائمة أو استكمال خطة توسعات الشركة أو عمليات التجديد والإحلال واستخدام لتكنولوجيا جديدة متقدمة تعمل على زيادة الجودة وتخفيض التكلفة؛

• تحليل الموازنة العامة للشركة ومعرفة عناصرها واتجاهات الإنفاق فيها وعناصر هذا الإنفاق، ومصادر تمويله وقدرة الشركة على تغطية احتياجاتها التمويلية سواء من المصادر الذاتية أو المصادر الخارجية للتمويل؛

• الموقف التسويقي لمنتجات الشركة ومدى قبول المستهلك لها ومدى سيطرتها على أسواقها ونوع وشكل المنافسة التي تواجهها وخطة الشركة في غزو أسواق جديدة سواء بالمنتجات الحالية أو منتجات جديدة؛

• اتجاهات الربحية ومعدلاتها المتوقعة مستقبلا كمًا وكيفًا واتجاهات توزيعها ما بين المستثمرين وما بين تمويل توسعات الشركة وإعادة ضخها والاحتفاظ بها في الاحتياطات لتدعيم المركز المالي للشركة<sup>1</sup>.

وعلى هذا يقوم المضارب بدراسة جيدة للشركة المصدرة للورقة المالية ومعرفة درجة تأثرها بالعوامل الذاتية الداخلية وبالعوامل الخارجية غير الذاتية، ويشمل هذا بالطبع الوقوف على عدة عناصر هي:

■ رصيد النقدية داخل خزينة الشركة وفي البنوك وكذا حجم الأصول الأقرب إلى السيولة، وقدرة الشركة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل؛

■ رصيد المدينين وقدرة الشركة على تحصيل ديونها قبل الغير وكفاءة هذا التحصيل، وتأثير هذا كله على حجم وحركة المبيعات؛

■ حجم المخزون سواء من مستلزمات الإنتاج باعتباره تكلفة غارقة أو من البضاعة تامة الصنع باعتباره نقص في كفاءة البيع، أو من المرتد من المبيعات باعتباره قصور في الكفاءة التشغيلية وانخفاض في الجودة؛

<sup>1</sup> - أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة-صناديق الاستثمار- أسواق المال، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة-مصر، 2008، ص ص 174-175.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

■ الأصول الثابتة من حيث النوع كالمباني، آلات ومعدات ومقدار استغلالها والحاجة اليها ومعدل تقادمها وامتلاكها وعمرها الاقتصادي ومصاريف صيانتها ومدى حاجتها الى الإحلال والتجديد أو الاستغناء عنها في المستقبل<sup>1</sup>.

لذلك يمكن تلخيص فكرة أن المضاربة ليست عملية عشوائية أو ارتجالية بل هي عملية شديدة الذكاء، مخططة ومحكمة في الخطوات التالية:

### 1. التحليل الفني للسهم

هو دراسة وضع السهم للتنبؤ بالسلوك الذي سيتبعه سعره في المستقبل، ويتم ذلك من خلال استخدام رسوم بيانية ومؤشرات وضعت لهذا الغرض منها الرسم الخطي، رسم القضيبان والشموع البيانية. الشكل رقم (2-3): تقلبات سعر السهم



المصدر: أشرف مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 179.

سعر السهم من الناحية الفنية هو نتاج اتفاق غير مكتوب بين البائع والمشتري فإذا ارتفع السعر قيل أنه يوم البائع وإذا نزل السعر للأسفل قيل أنه يوم المشتري وبهذا فإن السعر يتجه لمن يكسب من هذين المتبارزين، حيث نميز نقطتين هما:

- نقطة الدعم: هي النقطة التي لا يمكن أن ينزل سعر السهم عنها، لأن المشترون عند وصوله لها يدعمونه بالشراء مما يحول دون نزوله الى سعر أقل.
  - نقطة المقاومة: هي نقطة وصول السعر لأعلى منسوب بحيث يكون الإرتداد للأسفل بعدها متوقعاً، فعند هذه النقطة يعتقد أغلبية المستثمرين ان السعر سوف ينخفض.
- كما يتم بعدها تقييم الاسهم حسب نموذج جوردون حيث هذا النموذج يحتوي على معادلة حسابية تجيب على سؤال هام للغاية متى تشتري سهما ما ومتى لا تشتريه؟!

<sup>1</sup> - أشرف مصطفى توفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 175-176.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

$$\text{قيمة السهم} = \frac{\text{قيمة التوزيعات}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

فإذا كان سعر السهم في السوق أصغر من قيمة السهم ينصح بالشراء.  
وإذا كان سعر السهم في السوق أكبر من قيمة السهم فلا تشتريه.

### 2. التحليل المالي

يهدف الى القاء الضوء بوضوح على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها سواء طويلة الأجل أو القصيرة، بالإضافة الى التعرف على مدى كفاءة الشركة في استخدام الأموال وادارتها وكيفية تحقيق أرباحها. تتمثل أهمية التحليل المالي في إبراز الحقائق التي تختفي وراء الأرقام وتوضح جوانب القوة والضعف في اقتصاديات الشركة ومدى سلامة مركزها المالي. ويتم ذلك باستخدام مجموعة من النسب المالية والتي تبين العلاقات بين البنود المختلفة للقوائم المالية وتستخدم هذه النسب كمؤشرات لقياس وتقييم الأداء في مختلف المجالات المالية والتسويقية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أنواع المضاربين في السوق المالية

يمكن التفرقة بين أربعة أنواع من المضاربين:

#### 1. المضاربون الصعوديون

وهم المضاربون الذين يشترون بغرض البيع فيما بعد آملين ارتفاع الأسعار، ويمثل هذه الفئة بوضوح المستثمرون الأجانب.

#### 2. المضاربون بالنزول

وهم لا يقلوا أهمية عن المضاربين بالصعود لأنهم يكبحوا بتدخلهم جماح التيارات الصعودية الشديدة التي ترفع الأسعار ارتفاعا لا تبرره ظروف العرض والطلب وهم الذين يبيعون ما لديهم من أوراق للاستفادة من السعر المرتفع الحالي أو خوفا من انخفاض الأسعار في المستقبل.

#### 3. مضاربون محترفون

وهم الذين اتخذوا المضاربة حرفة لهم وتقوم هذه الفئة بالمضاربة بناء على التحليلات اللازمة سواء الفنية أو الخاصة بالسوق أو الاقتصاد ومن ثم التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار.

#### 4. المضاربون الهواة أو الدخلاء

وهم الذين تستهويهم أرباح المضاربة فيقومون بالمضاربة دون علم أو دراية أو خبرة ومنهم من يعتمد على الإشاعات، ومنهم المقامرون من خلال مفهوم ضربة الحظ، ومنهم المغامرون الذين يقبلون على الأوراق المغمورة أملا في ارتفاع شأنها، ومنهم القطيع الذي ينقاد بسهولة وراء الآخرين<sup>2</sup>.

كما يرى البعض أنه هناك نوعين أساسيين للمضاربين في السوق المالي، باعتبار أن الغرض الأساسي للمضارب وهو تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتمادا على المعلومات التي يجمعها ويحللها،

<sup>1</sup> - أشرف مصطفى توفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 179-180.

<sup>2</sup> - محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص ص 51-52.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

أو في بعض الأحيان يصنعها. ونستعرض فيما يلي الصنفين الرئيسيين للمضاربيين وأنواع المتداولين الذين يدخلون تحتها، بما فيهم المتلاعبين:

### الصنف الأول: المضارب المطلع<sup>1</sup>

وهو المضارب الذي يتداول بناء على ما لديه من معلومات عن قيمة الورقة المالية، ويشمل:

#### 1. متداول القيمة

وهو المضارب الذي يقوم بتقدير قيمة الورقة المالية من خلال جمع وتحليل كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية ذات العلاقة، كما يسمى هذا النوع من المضاربيين بالمحللين الأساسيين.

#### 2. متداول الأخبار

وهو المضارب الذي يبادر بالتداول بعد الأخبار الجديدة، وعلى خلاف متداول القيمة يركز متابع الأخبار على تقدير التغير في القيمة، وليس القيمة نفسها والأخبار الجديدة قد تكون عامة أو خاصة، ولهذا يدخل ضمن هذا الصنف من يتداول بناءً على معلومات داخلية.

#### 3. المحلل الفني للمعلومات

وهو المضارب الذي يبني تداولاته على أنماط التداول الدالة على انحراف السعر عن القيمة، اعتماداً على تحليل الخصائص الإحصائية للأسعار التاريخية ومقارنتها بمعلومات التداول الأخرى مثل الكميات، المراكز المالية والسيولة النقدية وغيرها.

#### 4. الموازن

وهو المضارب الذي يبني تداولاته على مقارنة أسعار الأوراق المالية في أسواق مختلفة، في حال ادراجها في أكثر من سوق، أو مقارنة أسعار الأوراق المالية بعدد من العوامل الأساسية المؤثرة على الورقة المالية، وأسعار الأوراق المالية المماثلة.

### الصنف الثاني: المضارب المتطفل

ويدخل تحته نوعان وهما:

#### 1. متوقع الأوامر

وهو المضارب الذي يقلد استراتيجيات التداول التي ينفذها متداولون آخرون ويشمل:

1-1 المستبق: وهو المضارب الذي يبادر بالتداول ليسبق التداولات التي علم أن متداولون آخرون قرروا تنفيذها.

2-1 المحلل الفني للنفسيات: وهو الذي يبني تداولاته على الأوامر المتوقع ارسالها الى السوق اعتماداً على نماذج متنوعة للتنبؤ بحركة الأسعار واتجاهات التداول، مثل الرسوم البيانية للأسعار وتحليل المؤشرات الفنية.

3-1 المبتز: وهو المضارب الذي يتصرف بعد معرفة التداولات التي اضطر متداولون آخرون للقيام بها، وقد يكون للمبتز دور في هذا الإضرار من خلال احتكار السوق في أحد جانبيه، بحيث يضطر كل من يريد إغلاق مركزه المالي أن يتداول معه وبالأسعار التي يحددها.

<sup>1</sup> - محمد بن ابراهيم السخيباني، التلاعب في الأسواق المالية (صوره وآثاره)، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم الاقتصاد، جامعة الامام محمد بن مسعود الإسلامية، مكة المكرمة، ص 6-7 .

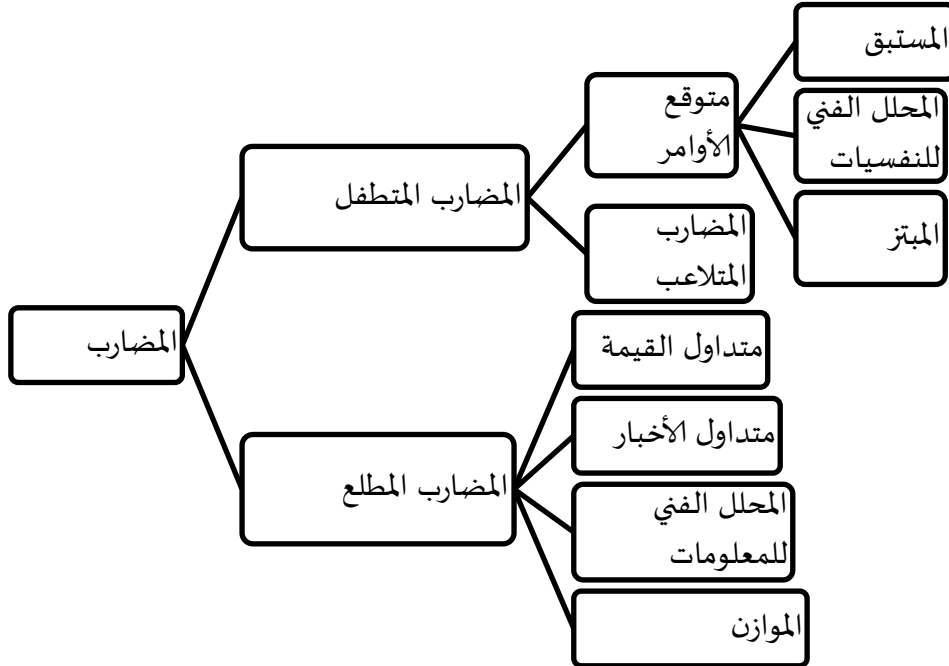
## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### 2. المضارب المتلاعب

وهو المضارب المغرر الذي يولد معلومات غير صحيحة، تفسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين، ويتصرف بناءً عليها لمصلحته.

ويفترق المضارب المغرر عن غيره من المضاربين في أنه يصنع المعلومات التي يستخدمها في استراتيجيته، في حين أن المضاربين الآخرين يتداولن بناء على معلومات عامة أو خاصة استأثروا بها على غيرهم<sup>1</sup>.

الشكل رقم (2-4): تصنيف المضاربين



المصدر: محمد بن ابراهيم السحبياني، مرجع سبق ذكره، ص38.

<sup>1</sup> - محمد بن ابراهيم السحبياني، مرجع سبق ذكره، ص8.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### المبحث الثاني: الاستثمار في السوق المالي

يمثل الاستثمار الركيزة الأساسية لتحقيق التراكم الراس المالي، والذي يعتبر الأساس لأي تقدم اقتصادي، انطلاقاً من دوره البارز في عملية التنمية الاقتصادية، فزيادة معدلات الاستثمار تزداد الطاقة الانتاجية من خلال انتاج السلع والخدمات، ومن ثم تحقيق زيادة في الدخل الوطني، حيث يعد الاستثمار بشكل عام جزءاً من الاقتصاد الذي كان سبباً في تقدم ورقي المجتمعات وخاصة النامية منها، حيث تتميز نوعين من الاستثمار، استثمار مادي واستثمار مالي ممثل بالاستثمار في الأوراق المالية الذي يعتبر شكلاً حديثاً من أشكال الاستثمار الذي يكون في السوق المالية.

### المطلب الأول: ماهية الاستثمار

#### 1. مفهوم الاستثمار

كلمة الاستثمار أصلها ثلاثي "ثمر" وعندما تستخدم بين الناس يمكن أخذها على معاني كثيرة أو يمكن معنى واحد ومن أجل ذلك اختلف الناس حول استخدامها والمدلول الذي تؤديه، والمعنى الذي تدل عليه أو تذهب إليه، لذلك هناك عدة تعريفات للاستثمار نذكر منها ما يلي:

- الاستثمار هو: "توظيف للأموال لفترة زمنية محددة، للحصول على تدفقات نقدية في المستقبل، تعويضاً عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخم وتقلب تلك التدفقات"<sup>1</sup>.
- الاستثمار هو: "التعامل بالأموال واستخدامها من أجل الحصول على الأرباح من خلال التخلي على الأموال الآن وتحمل المخاطر لغرض الحصول على عوائد في المستقبل"<sup>2</sup>.
- الاستثمار هو: "خلق مشروعات لم تكن قائمة من قبل، ويتولد عنها طاقات انتاجية جديدة أي هي مشروعات أو استثمارات مبتكرة يترتب عليها اضافات أو طاقات انتاجية جديدة تؤدي الى زيادة الإنتاج الكلي القائم"<sup>3</sup>.

بالتالي من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن الاستثمار في أبسط معانيه ما هو إتخلي عن أموال يمتلكها شخص طبيعي أو شخص معنوي الآن بقصد الحصول على تدفقات مالية أكبر في المستقبل، تعويضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم.

#### 2. أنواع الإستثمار<sup>4</sup>

هناك أنواع وأشكال كثيرة للإستثمار في لواقع العملي يمكن عرضها وفق المعايير التالية:

#### 1-2 من حيث طبيعة الاستثمار

هناك استثمار مادي يتمثل في الأراضي والمباني، والآلات والمعدات وغيرها، وهناك استثمار مالي يتمثل في الأسهم والسندات، وأذونات الخزينة، وقد يكون الأخير مصدر تمويل للأول والعكس صحيح.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان-الأردن، 2004، ص 16.

<sup>2</sup> - نعمان محصول ونور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات، العدد 02، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الأغواط، 2018، ص 51.

<sup>3</sup> - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 30.

<sup>4</sup> - فيصل محمود الشواورة، مرجع نفسه، ص ص 35-36.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### 2-2 من حيث القائم بالاستثمار

قد يكون شخص طبيعي كالأفراد والجماعات أو قد يكون شخص معنوي كالمؤسسات العامة والشركات الخاصة.

### 3-2 من حيث عدد الاستثمارات

فقد تكون أصول ذات طبيعة واحدة أوراق مالية، أو آلات أو مباني (فردية) أو في أصول ذات طبيعة مختلفة أوراق مالية وآلات ومباني (محافظة).

### 4-2 من حيث التبعية

فقد يكون استثمار تابعا للقطاع الخاص (أفراد أو جماعات) أو استثمار تابعا للقطاع العام (الدولة).

### 5-2 من حيث الجنسية

فقد يكون استثمارا وطنيا يقوم به أشخاص طبيعيين ومعنويين من داخل الدولة أو استثمارا دوليا يقوم به أشخاص طبيعيين ومعنويين (عرب وأجانب) من دول أخرى.

### 6-2 من حيث المدة

فقد يكون استثمارا طويل المدى لأكثر من خمس سنوات أو استثمار متوسط المدى أكثر من سنة وأقل من خمس سنوات أو استثمار قصير المدى أقل من سنة.

### 7-2 من حيث المكان

قد يكون استثمارا داخليا (داخل الحدود الجغرافية للدولة) وقد يكون استثمارا خارجيا (خارج الحدود الجغرافية للدولة).

### 8-2 من حيث الشرعية

فقد يكون استثمارا مشروعاً حسب القوانين والأنظمة الشرعية وقد يكون استثماراً غير مشروع يتعارض مع القوانين والأنظمة الشرعية.

### المطلب الثاني: الاستثمار المالي ودوافعه

#### 1. تعريف الاستثمار المالي

يعرف الاستثمار المالي على أنه: "حصيلة امتلاك المستثمر طبيعي أو معنوي أدوات ملكية (الاسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة"<sup>1</sup>.

كما يعرف أيضا على أنه: "شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكيها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية"<sup>2</sup>.

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف أموال في أصول مالية، بغض النظر عن نوعها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 20..

<sup>2</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 132.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### 2. دوافع الاستثمار المالي<sup>1</sup>

- هناك مجموعة من العوامل تزيد م الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل نجد ما يلي:
- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات وهذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها وليس تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والنتيجة عن التضخم؛
  - توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للإستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار؛
  - تعدد الأدوات الاستثمارية والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة.

### المطلب الثالث: أسس اتخاذ قرار استثمار مالي

نظرًا لطبيعة الأوراق المالية وما توفره من مزايا للمستثمر فإن هذا الأخير يجب أن يكون على دراية بشؤون البورصة ومتابعتها، حتى يتخذ قرار الإستثمار بشكل عقلائي وبعيدًا عن الارتجال لذا فإنه لا بد من مراعاة الأسس التالية:

#### 1. العائد المتوقع

بداية لا بد من الإقرار بأن المستثمر الرشيد هو الشخص الذي يسعى باستمرار الى تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر ممكنة (الإستثمار الكفؤ)، لأن الهدف من تضحيته باستهلاكه الحالي هو تطلعه للحصول على استهلاك أكبر في المستقبل وليس فقدانه أو الحرمان منه الى الأبد، ولمساعدته في التمييز أو الاختيار من بين كم الاستثمارات المتاحة أمامه، لا بد من الاعتماد على بعض المفاهيم الحاكمة لقرار الاستثمار والقابلة للقياس أو التقييم لاتخاذها أساسا للحكم واتخاذ القرار الاستثماري من عدمه، ومن أهم هذه المفاهيم هو ما يطلق عليه بالزيادة المحتملة في الاستهلاك المستقبلي أو بمعنى آخر العائد المتوقع على الاستثمار، والذي يتم التوصل اليه إذا كان الاستثمار قائما من خلال المتوسط الحسابي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي حصلت في الماضي، أما إذا كان الاستثمار جديدا فإنه سوف يتم احتساب العائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة باحتمال حصولها على أرض الواقع في المستقبل<sup>2</sup>.

#### 2. المخاطرة<sup>3</sup>

تعتبر المخاطرة عنصرا مهما، يؤخذ بنظر الاعتبار عند اتخاذ قرار الاستثمار وكذلك عند المفاضلة بين البدائل، وتنقسم المخاطرة الى المخاطرة غير النظامية ومخاطرة نظامية.

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 21-22.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 37.

<sup>3</sup> - أرشد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 54، 53.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### 1-2 المخاطرة غير النظامية

هي ذلك التقلب الذي يحصل بعائد سهم معين، ناتج عن عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للسهم، ومستقلة عن تلك العوامل المؤثرة بالنشاط الاقتصادي ككل. يطلق عليها أحيانا بالمخاطر المنفردة، من الشركات التي تتصف بدرجة كبيرة بهذه المخاطر هي التي تنتج سلع استهلاكية، حيث تعتمد مبيعاتها على النشاط الاقتصادي أو ظروف سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة.

العوامل التي تسبب هذه المخاطرة هي الإضرابات العمالية للشركة، سوء الإدارة في استخدام الموارد، ظهور اختراعات جديدة، تغير أذواق المستهلكين. مثل هذه العوامل تعرض أرباح الشركة الى الإنخفاض مما يؤثر على أسعار أسهمها في السوق. يمكن للمستثمر أن يحمي نفسه من هذه المخاطر بتنوع محفظته الإستثمارية، اما على أساس قطاعي أو على أساس قطاعي نوعي وحتى على الصعيد المحلي أو الجغرافي. بحيث جميع الاستثمارات لا تتأثر بهذه المخاطرة في آن واحد، لذلك تسمى بالمخاطرة القابلة للتنوع.

### 2-2 المخاطرة النظامية

ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية، سياسية، قانونية...الخ) غير قابلة للسيطرة تصيب جميع الأوراق المالية في السوق. هذا يعني أن مضمون المخاطرة النظامية يشير الى أن أسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه واحد، وبذلك المستثمر لا يستطيع السيطرة على هذه المخاطرة. لذلك تسمى بالمخاطرة غير القابلة للسيطرة، أو غير قابلة للتنوع ومن أمثلة العوامل المؤثرة، التضخم أي مخاطر انخفاض القوة الشرائية، الأحداث السياسية تبدل أسعار الفائدة، وغيرها من العوامل التي تخص الإقتصاد الوطني، لذلك هذه المخاطرة مؤثر لحركة الإقتصاد الوطني، فالتغيرات في البيئة الاقتصادية تؤثر على سوق الأوراق المالية، بالتالي فإن تنوع محفظة المستثمر لا يجنبه آثار هذه المخاطر.

### 3. العائد المطلوب<sup>1</sup>

هو عبارة عن المعدل المؤكد للحصول عليه أي أنه لا يحتمل أي درجة من درجات عدم التحقق، وبدل المخاطرة والذي هو عبارة عن المقدار الذي يطلبه المستثمر ثمنا للمخاطرة المنتظمة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا أو ذاك الاستثمار، وبصيغة أخرى هو عبارة عن العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل التضحية في الاستهلاك الحالي وبذلك يكون العائد المطلوب هو عبارة عن حاصل جمع المعدل الخالي من الخطر وبدل المخاطر المنتظمة.

### 4. التوقيت<sup>2</sup>

هو الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية، طبقا لأهداف المستثمر. فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة أي التركيز على العائد السنوي أو الفترة قصيرة وتعني التركيز على الأرباح الرأسمالية.

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 39.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 24.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### المبحث الثالث: الفرق بين المضاربة والاستثمار المالي

العمليات التي تجرى في الأسواق المالية تنقسم الى قسمين، فهناك عمليات يقوم بها مستثمرون من جهة، ومن جهة أخرى هناك عمليات يتم القيام بها من طرف فئة أخرى تعرف بالمضاربين، فكلاهما هدفهما واحد وهو الربح والاستفادة من تقلبات الاسعار إلا أنه هناك مجموعة من الفروق التي تميز المستثمر عن المضارب، وهذا ما سوف يتم معالجته في هذا المبحث.

### المطلب الأول: مزايا وعيوب المضاربة في السوق المالي

#### 1. مزايا المضاربة في السوق المالي

المضاربة أصبحت قضية حساسة يتطلع الى ممارستها عدد كبير من المتعاملين في الأسواق المالية، فقد تم اعتبارها منهج حياة ومصدر رزق للكثيرين ونتيجة لإرتفاع الأسعار أصبح الفرد في المتوسط رابحاً منها وبالأخص مع تطور السوق المالي الذي أصبح يزفر بالفرص المتاحة لتحقيق الربحية<sup>1</sup>، وغيرها من المزايا والفوائد التي تحققها المضاربة والمتمثلة فيما يلي:

• سيولة السوق أي زيادة حجم التعامل على العقود المستقبلية وزيادة عدد المتعاملين فيها وفي العقود الأخرى؛

• وجود طرف على استعداد دائم للبيع والشراء، يحقق أهداف المتعاملين الراغبين في التغطية وهو ما يصعب تحقيقه لو اقتصر التعامل في تلك العقود على المتعاملين الذين يرغبون في التسليم أو التسلم الفعلي للأشياء المتعامل بها من سلع وغيرها، ذلك أن الغرض الأساس من التعامل هو الاحتياط ضد تقلبات الأسعار وهذا يتطلب وجود طرف على استعداد لتحمل ذلك، والمضارب هو ذلك الطرف؛

• التأثير على الإنتاج، ذلك أنه عند توقع قلة المنتج من سلعة ما مثلاً في المستقبل فإن المضاربين يقدمون على شراء تلك السلعة مستقبلاً أملاً في بيعها في المستقبل بسعر مرتفع؛

• تحقيق استقرار الأسعار في السوق الفوري، إذ أن المضاربين عندما يعتقدون أن الأسعار في العقود المستقبلية أقل مما ينبغي يقومون بالشراء، مما يؤدي الى زيادة الطلب وارتفاع الأسعار، وعندما يعتقدون أن الأسعار أعلى مما ينبغي يقومون بالبيع، مما يؤدي الى زيادة العرض وانخفاض الأسعار، باعتبار أن الأسعار في العقود المستقبلية تعد مؤشراً للأسعار في السوق الفوري في التاريخ المحدد للتسليم، فإن هذا التصرف من المضاربين يؤدي الى الحد من تشتت مستويات الاسعار عن السعر العادل في السوق الفوري ومن ثم الى استقرار الأسعار<sup>2</sup>.

#### 2. عيوب المضاربة في السوق المالي

خبراء الاقتصاد في مختلف دول العالم يعتبرون البورصات بمثابة نظام إنذار مبكر لحدوث تغير في الأوضاع الاقتصادية وذلك بانخفاض أو ارتفاع مؤشراتهما بفعل مختلف العمليات ومنها المضاربة والتي بالرغم من المزايا التي تتمتع بها إلا أنها لا تخلو من العيوب والمتمثلة فيما يلي:

<sup>1</sup> - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010، ص 231.

<sup>2</sup> - عبد القادر أحمد محمد الصياغ، قيد الأوراق المالية في البورصة (دراسو مقارنة بين النظامين المصري والسعودي)، المركز العربي للنشر والتوزيع،

الطبعة الأولى، مصر، 2018-1439، ص 151.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

- تؤدي المضاربة الى جشع المضاربين والتأثير على الاسعار ارتفاعا وهبوطا؛
- جذب الاستثمارات الساخنة في الأوراق المالية بغية تحقيق أرباح سريعة؛
- الاستثمار في الأوراق المالية بغرض المضاربة غير منتج ولا يضاف الى الطاقة الإنتاجية الحقيقية للإقتصاد؛
- سرعة التداول في البورصة؛
- افلاس وانهيار نفسي وصحي لبعض العاملين بالأسواق المالية في العديد من بلدان العالم وهذه الحالة تحدث عندما يصل طمع المستثمرين الى الحد الذي لا يستطيعون فيه ضبط تصرفاتهم وقراراتهم فتأتي غير مستندة على أي أسس منطقية قائمة على الدراسة والتحليل للمنطق الإستقرائي، وهذه الحالات غير المستندة على المنطق الاستقرائي ما هي إلا قرارات طائشة في الإثراء السريع، فإن مستوى الدخل المتوقع تحقيقه من المضاربة في الأسواق المالية يتناسب طرديا مع حجم المخاطرة التي يتحملها المضارب وبالتالي ممكن تحقيق عوائد قليلة وثابتة، بدون أن ترتبط هذه العوائد بدرجة عالية من المخاطر<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: مزايا وعيوب الاستثمار المالي

#### 1. مزايا الاستثمار المالي<sup>2</sup>

توفر أدوات الاستثمار المالي مزايا متعددة أهمها:

- لها أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم، قياسا بأدوات أخرى للاستثمار. فلها أسواق أولية وثانوية وأحيانا ثالثة ورابعة، توفر مرونة أكبر للتداول وزيادة سيولتها؛
- تكاليف المتاجرة بها منخفضة، فأغلب الصفقات تتم بواسطة الهاتف أو أية وسيلة اتصال فعالة، كما أنها لا تحتاج الى كلف خزن أو صيانة؛
- تتمتع بخاصية التجانس، فأسهم الشركة A غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، مما يسهل عملية تقويمها واحتساب عوائدها؛
- لا تحتاج الى خبرات ذاتية من المستثمر. إذ بالإمكان لأي مستثمر دخول أسواقها بغض النظر عن امكانيته المادية والاجتماعية والثقافية، لوجود المتخصصين من الوسطاء والسماسرة لتقديم الخدمات الاستثمارية.

#### 2. عيوب الاستثمار المالي<sup>3</sup>

عيوب الاستثمار في الأوراق المالية يمكن عرضها كالتالي:

- عرضة للتقلبات السعرية أكثر من غيرها وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة عند الاستثمار فيها لكن هذا بالطبع لا يمنع وجود أوراق مالية غير الاسهم العادية كالسندات والاسهم الممتازة أو المشتقات يمكن لها أن تمنع أو تقلل من هذه التقلبات؛

<sup>1</sup> - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 226.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص 22-23.

<sup>3</sup> - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص ص 88-89.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

- عرضة لتقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد خاصة إذا كانت من الأدوات المالية طويلة الأجل كالسندات.

المطلب الثالث: التمييز بين المضارب والمستثمر في السوق المالي

يمكن التمييز بين المضارب والمستثمر من خلال النقاط التالية :

1. من حيث الأفق الزمني  
الاستثمار يمتد لأكثر من سنة، في حين المضاربة لا تتعدى الأشهر أو الأسابيع وحتى الأيام والساعات.
2. من حيث قواعد التوظيف  
للإستثمار مبادئ علمية بينما التوقعات المحتملة هي قاعدة المضاربة<sup>1</sup>.
3. من حيث العائد  
يعتمد المستثمر الرشيد معيار المبادلة بين العائد والمخاطرة في حين المضارب يتخذ من الأرباح الرأسمالية المحتملة أساس في صياغة قراراته.
4. من حيث الاثر  
يعزز الاستثمار ثروة الفرد والمجتمع. في حين المضاربة غير الطبيعية قد تؤدي بانهيارات بالاسعار وأسواق المال. لذا فإن الاستثمار يحقق نمو في راس المال ويحافظ على نشاط السوق وتوازنه في حين المضاربة تؤدي الى تآكل راس المال في حالة عدم تحقق التوقعات.
5. من حيث المخاطرة  
المستثمر يحاول تجنب المخاطر من خلال الموازنة بين العائد والمخاطرة في حين المضارب يبدي استعداد عالٍ لتحمل المخاطر طبقاً لتوقعاته<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 89.

<sup>2</sup> - محمد خليل، الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد-العراق، 1992، ص 20.

## الفصل الثاني: المضاربة والاستثمار المالي

### خلاصة

كثيرا ما يتردد بين المعنيين بشؤون المال والاستثمار مصطلح المضاربة وينشط مضمونه في الوقت الذي تشهد به بورصات الأوراق المالية حركة تداول نشطة، حيث يشتري المضارب الأوراق المالية القابلة للبيع بهدف تحقيق أرباحًا في المستقبل القريب توقعًا لزيادة الأسعار. أي أن المضارب يبحث عن فرصة لتحقيق عوائد كبيرة بوقت قصير.

كما أن للمضاربة شروط حتى تكون هذه المضاربة حميدة ومفيدة منها توفر المعلومات بشكل مستمر وفوري، فالمعلومات هي التي تميز بين المضاربون ما إذا كانوا مضاربون صغوديون أو مضاربون بالزول وغيرهم من أنواع المضاربون.

الاستثمار المالي بدوره يلقي اهتمام كبير من طرف المعنيين بشؤون المال أو من طرف أصحاب الفائض المالي فأغلب المستثمرين أصبحوا يفضلون الاستثمار في الاسواق المالية بدل ايداع أموالهم في البنوك باعتبار أن الاستثمار في البورصة يحقق فوائد أكبر وفي وقت أقصر، وهو العملية المتمثلة في شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في الاسواق المالية.

فالدافع الوحيد من وراء الاستثمار المالي هو ارتفاع معدل العائد وانخفاض درجة المخاطرة، وهذا الأمر لن يتحقق إلا بإتخاذ القرار السليم الذي يكون مبني على أسس مضبوطة متعلقة بالمخاطرة، العائد المتوقع، العائد المطلوب والتوقيت.

المضاربة في مضمونها ترادف مفهوم الاستثمار المالي إلا أن ظروفها استثنائية قد تعود بآثار سلبية على المستثمر والسوق وهذا ما يميزها عن الاستثمار المالي حيث تختلف عنه في كثير من العناصر كالزمن، الأثر، العائد وغيرها من العناصر التي لا تتوافق فيها المضاربة مع الاستثمار في السوق المالي.

الفصل الثالث

# السوق المالي الجزائري

### تمهيد

بعد مجموع التطورات التي حصلت في الاقتصاد العالمي والتي ألقى بظلالها على مختلف الدول ومنها الجزائر من خلال التخلي عن نظام الاقتصاد الموجه وتبني آليات اقتصاد السوق، سعت الجزائر إلى مواكبة هذا الواقع الجديد من خلال إنشاء سوق مالي عرف ببورصة الجزائر والذي تشرف عليه هيئات منظمة أنشأت لهذا الغرض.

فبورصة الجزائر أنشئت في إطار البرنامج الإصلاحي للاقتصاد حيث كان من الضروري إنشاء سوق لراس المال كمصدر إضافي للتمويل .

ومن هذا المنطلق سنحاول في هذا الفصل التعريف ببورصة الجزائر و بالمضاربة و الاستثمار فيها و عليه قمنا بتقسيمه إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر؛

المبحث الثاني: حال المضاربة والاستثمار في بورصة الجزائر.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

### المبحث الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر

إن بورصة الجزائر سوق متمركز تديره الأوامر وليس الأسعار حيث تتداول الأوراق المالية في سوق رسمي وحيد و تجري المفاوضات على تلك الأوراق في قاعدة المفاوضات مكان التقاء الوسطاء في عمليات البورصة وذلك من اجل تنفيذ أوامر البيع و الشراء .

### المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها

#### 1. نشأة بورصة الجزائر

ارتبط تطور بورصة الأوراق المالية بشكل عام تاريخيا بالتطور الصناعي والاقتصادي الذي شهدته أغلب دول العالم خاصة منها الدول الرأسمالية، حيث يعود أصل نشأة بورصة الأوراق المالية الى فكرة تعدد النقد التي ولدت مهنة الصرافة، فقد كلف حكام اليونان في عام 527 قبل الميلاد الصرافين بتبديل عملات الزائرين بالمدن المتواجدين بها، لتنتشر هذه المهنة وتتطور بعد ذلك بشكل سريع<sup>1</sup>.  
وقيل أن لفظ البورصة يعني (كيس النقود) ويرجع إطلاق هذا اللفظ إلى أكياس النقود التي كان التجار يحملونها معهم في السوق<sup>2</sup>.

وفكرة إنشاء بورصة الجزائر بدأت منذ الإصلاحات التي كانت سنة 1987 والتي دخلت حيز التنفيذ سنة 1988، وهي الفكرة التي ساهمت في تدعيمها قوانين اقتصادية صدرت في نفس السنة والتي تدعم استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة حيث بموجب القانون 03-88 تم إنشاء ثمانية صناديق مساهمة تتقاسم فيما بينها رأس المال المؤسسات العمومية بعدما تم طرحه في شكل أسهم، وعليه تحولت الشركات العمومية إلى شركات ذات أسهم، وبحكم هذا الواقع الجديد لم يكن من المعقول وجود شركات مساهمة دون وجود إطار لتبادل الأوراق المالية لتلك الشركات، ومن هنا ظهر جليا ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة الجزائر، حيث مرّ إنشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل والتي سنوجزها فيما يلي:

- تم إنشاء شركة القيم المنقولة برأسمال قدره 93200000 مليون دج عام 1990، ويدير هذه الشركة مجلس إدارة يتكون من ثماني أعضاء كل واحد منهم يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية، غير أن هذه الشركة بقيت دون تشغيل نظرا لعدة أسباب منها عدم وضوح المهمة الموجهة لها وكذا بعض الظروف الاقتصادية؛
- لإزالة هذا الغموض وتوضيح مهام شركة القيم المنقولة تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية يوم 28 ماي 1991 توضح من خلالها ماهية القيم المنقولة وكذا أنواعها وشروط إصدارها وتوضح كذلك البورصة والمهام الموكلة لها والأعضاء المكونة لها وهذا المراسيم التنفيذية هي:
  - ✓ المرسوم التنفيذي رقم: 91-169 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
  - ✓ المرسوم التنفيذي رقم: 91-170 حدد أنواع من القيم المنقولة، شروط إصدارها وطرق ذلك، تداولها وتحويلها.

<sup>1</sup> محمد أمين عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 21.

<sup>2</sup> محمد وجيه حنيبي، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 27.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

- ✓ المرسوم التنفيذي رقم: 91-171 يتعلق بلجنة البورصة.
  - إصدار المرسوم رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للقانون التجاري والذي يبين بإسهاب الأحكام المرتبطة بشركات المساهمة من أجل تبيان الإطار القانوني الذي ستعمل وتنتشط فيه بورصة الجزائر؛
  - إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة وقد عرف هذا النص بورصة القيم المنقولة كما يلي:

"هي إطار التنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم أو بتعريف آخر هي سوق منظم تنظيما دقيقا لتداول الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب"، كما تم بموجب هذا المرسوم إنشاء هيئتين لتنظيم ومراقبة سير عمل البورصة وهما:
  - ✓ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.
  - ✓ شركة تسيير بورصة القيم SGBV<sup>1</sup>.
  - 2. الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر
- من أجل أن تقوم البورصة بدورها على أكمل وجه ولكي تحقق الأهداف المرجوة منها قامت التشريعات الصادرة في هذا الشأن بتحديد مختلف الهيئات المنظمة للعمل داخل البورصة وتمثل هذه الهيئات فيما يلي:
- (1-2) لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)
- يمكن تعريف لجنة تنظيم عمليات البورصة بأنها لجنة لها سلطة الضبط مستقلة وتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي مهمتها حماية المستثمرين في القيم المنقولة وكذلك حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها<sup>2</sup>.
- أسست هذه اللجنة بمرسوم تشريعي رقم (93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993) المتعلق ببورصة القيم المنقولة وبدأت عملها بصفة رسمية في فيفري 1996، حيث تتمتع هذه اللجنة باستقلالية الإدارة والمالية ومن مهامها الأساسية تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها والسهرة على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وعلى السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها وتتكون الـ COSOB من:
- رئيس يمارس مهامه في كامل الأوقات مدعو لمهمة 4 سنوات بمرسوم تنفيذي يتم اتخاذه في مجلس الوزراء باقتراح من وزير المالية.
  - (06) ستة أعضاء دائمين مدعويين بقرار من وزير المالية لمدة أربعة سنوات ويتوزعون كما يلي:
    - ✓ قاضي يقترحه وزير العدل؛
    - ✓ عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛

<sup>1</sup>- فتيحة عباسية، مرجع سبق ذكره، ص 68.

<sup>2</sup>- بوغرارة عبد الرزاق، صخري مراد، النظام القانوني للبورصة في الجزائر، مذكرة مكملة لنيل متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في الحقوق، تخصص قانون الشركات، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017-2018، ص 35.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

✓ عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة؛  
✓ عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسبها من المجال المالي أو المصرفي أو البورصة وهذه اللجنة مزودة بأمانة تشمل مصالح إدارية وتقنية تحت سلطة رئيس اللجنة من أجل تسييرها<sup>1</sup>.  
وحتى يضمن السير الحسن لمهام هذه اللجنة، فقد خول المشرع الجزائري لها مجموعة من السلطات والتي تتمثل فيما يلي:

### أ السلطة التنظيمية أو القانونية

وتقع مقدمة السلطات التي تختص بها اللجنة، لأنها تتوقف على تنظيم وسير سوق القيم المتداولة، وذلك بوضع القوانين المتعلقة خاصة بما يلي:

- شروط الاعتماد والقواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛
- التزام نشر المعلومات الكافية فيما يخص إصدار القيم المنقولة عن طريق الإعلان العام للدخار، وذلك على كافة الجمهور؛
- شروط قبول القيم المتداولة والتفاوض عليها في البورصة؛
- تسيير محفظة الأوراق المالية؛
- العروض العمومية للبيع أو الشراء للقيم المتداولة.

للإشارة فإن هذه التنظيمات الصادرة عن هذه اللجنة تخضع إلزاميا للمصادقة عليها من طرف وزير المالية ومن ثم نشرها في الجريدة الرسمية.

### ب سلطة الرقابة والتحقيق

حيث تتولى اللجنة التأكد مما يلي:

- احترام الإجراءات التنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة؛
- التزام الشركات التي لها حق الدعوة العمومية للدخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛
- القيام بالتصحیحات اللازمة فيما يخص المخالفات التي تمت ملاحظتها؛
- نشر جميع المعلومات الضرورية وتطابقها مع الواقع الفعلي؛

ولتمكين هذه اللجنة من القيام بمهمتها الرقابية، فإنه بإمكانها التحري عن الشركات والهيئات المالية وكذلك الأشخاص المعنويين بعملية ما تتعلق بالقيم المتداولة<sup>2</sup>.

### ج سلطة الضبط أو الإلزامية

ويتدخل رئيس اللجنة بموجب سلطة الضبط خاصة في حالات عدم الانضباط أو أي سلوك يخل بالأحكام التشريعية المنصوص عليها، والذي من شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في الأوراق المالية،

<sup>1</sup> - قارض ذهبية، واقع سوق بورصة الجزائر في ظل العولمة المالية وتحديات الأزمة (دراسة حالة بورصة الجزائر وتأثيرها بالأزمة المالية خلال الفترة 2008-2015)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2017-2018، ص 44-45.

<sup>2</sup> - محمد بصديق، الخصوصة في إطار السوق المالي كاتجاه للعولمة (دراسة بورصة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وأسواق مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2014-2015، ص 59.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

وتكون صفة التدخل لرئيس اللجنة، من خلال مطالبة المحكمة بإصدار أمر للمخالفين بواجب الامتثال للأحكام التشريعية والتنظيمية، والسعي لإبطال تلك المخالفات، كما أنه باستطاعة المحكمة المختصة أن تأخذ كل الإجراءات التحفظية والحكم بعقوبة مالية، يتم تسييرها للخزينة العمومية.

### د السلطة التأديبية أو التحكيمية

تنطوي تحت هذه السلطة غرفة تأديبية وتحكيمية مكونة من رئيس اللجنة، عضوين منتخبيين من أعضاء اللجنة وكذا قاضيين معنيين من طرف وزير العدل يخبران نظرا لكفاءتهما في الشؤون الاقتصادية والمالية.

ويتم اللجوء إلى التحكيم من قبل لجنة لفض النزاعات القائمة خاصة فيما بين الوسطاء أنفسهم، أو فيما بينهم بين الشركات المصدرة أو بين الوسطاء وزبائنهم وحتى مع شركة إدارة بورصة القيم المنقولة. كما تتولى اللجنة مهمة تسوية، أي اخلال بالإلتزامات المهنية والأخلاقية للوسطاء، وكذا كل مخالفة للنصوص التشريعية المعمول بها داخل البورصة، مع الإشارة إلى أن العقوبات الممكنة قد تصل من مجرد الإنذار إلى سحب الإعتماد من الوسيط، مع إمكانية تسليط غرامات مالية قد تصل إلى عشرة ملايين دينار جزائري<sup>1</sup>.

### 2-2) شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)

كما عرفها النظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-10 المؤرخ في 18/11/1997 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال الشركة إدارة بورصة قيم المنقولة والمعدل والمتمم بالنظام رقم 03-04 المؤرخ في 18/11/2003 في نص المادة 2 على النحو التالي "إن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تدعي في صلب النص شركة والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين وسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانونا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بحيث تمارس هذه الشركة مهامها طبقا للأحكام التشريعية والتنظيمية التي تنظم وتسير العمليات على القيم المنقولة"، أما من الناحية الفقهية يعرفها البعض بأنها شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء الماليين، ويعبر عنها جانب من الفقه بأنها جهاز من أجهزة البورصة، حيث حدد لها القانون مهمة تسيير السوق بوضع الهياكل الفنية والإدارية اللازمة لإقامة السوق والتي من شأنها توفير السلامة المادية والقانونية للعمليات المنجزة وبالسعة المطلوبة<sup>2</sup>.

كما حدد مهام هذه الشركة في المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 في نص المادة 18 أن مهام هذه الشركة تتمثل فيما يلي:

- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة؛
- تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض؛
- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة؛
- وضع نشره رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

<sup>1</sup> - محمد بصديق، مرجع سبق ذكره، ص 60.

<sup>2</sup> - بوغرامة عبد الرزاق، صخري مراد، مرجع سبق ذكره، ص 43.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

وتمارس شركه تسيير بورصة القيم نشاطها تحت مراقبه لجنة تنظيم عمليات البورصة<sup>1</sup>.

### 3-2) المؤتمن المركزي للسندات

المؤتمن المركزي للسندات هو الهيئة الثالثة من الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر، وهو شركة ذات أسهم ارتفع رأس مالها من 75 مليون دج في سنة 2002 إلى 240 مليون دج في سنة 2010، ويتكون رأس مالها من 65 مليون دينار جزائري<sup>2</sup>. وقد تم تأسيسه من قبل خمسة بنوك عمومية هي:

- البنك الخارجي الجزائري
- البنك الوطني الجزائري
- القرض الشعبي الجزائري
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط

كما أن من مساهميه مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة الرياض بسطيف وتحدد المساهمة الدنيا في رأس المال الاجتماعي للمؤتمن المركزي بمليوني دينار جزائري وبالرجوع الى المادة 19 مكرر 3 من القانون 04/03 الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 تنص على:

يتكون رأسمال المؤتمن المركزي للسندات على السندات المقدر مبلغه بخمسة وستين مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسه وهم:

البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، مؤسسة الرياض بسطيف.

لا يفتح راس مال شركة المؤتمن المركزي للسندات على السندات إلا ل:

شركة تسيير بورصه القيم، الشركات المصدرة للسندات، الوسطاء في عمليه البورصة<sup>3</sup>.

كما يدار المؤتمن المركزي للسندات بواسطة مجلس الاداره الذي يتكون من الاعضاء التاليه:

- رئيس المجلس ممثل شركة الرياض سطيف؛
- عضو مجلس إدارة ممثل شركة الأوراسي؛
- عضو مجلس إدارة ممثل مجمع صيدال؛
- عضو مجلس إدارة ممثل البنك الخارجي الجزائري؛
- عضو مجلس إدارة ممثل البنك الوطني الجزائري؛
- عضو مجلس إدارة ممثل القرض الشعبي الجزائري؛
- عضو مجلس إدارة ممثل بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛

<sup>1</sup> - قارض ذهبية، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

<sup>2</sup> - الحرازي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 132.

<sup>3</sup> - بوغرة عبد الرزاق، صخري مراد، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

- عضو مجلس ادارة ممثل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط<sup>1</sup>.

ويتمثل دور هذا المؤمن في الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات والسهر على استمرارية حركية هذه السندات وإصدار المعلومات الخاصة بسوق البورصة، كما لا يمكن استعمال الوسيط في عمليات البورصة من قبل أشخاص طبيعيين وإنما يقتصر استعماله على الشركات التجارية المختصة و المؤسسات المالية الأخرى، ولا يمكن فتح رأسمال هذا المؤمن إلا لشركة تسيير بورصة القيم وكذا الخزينة العمومية وبنك الجزائر، ومن المهام المنوطة كذلك بالمؤمن المركزي للسندات، تعيين المدير العام والمسيرين الأساسيين لشركة تسيير بورصة القيم<sup>2</sup>.

### 2-4) الوسطاء في عمليات البورصة<sup>3</sup>

الوسيط في عمليات البورصة هو شخص اعتباري متخصص في تجارة القيم المنقولة. ويجب على الوسيط في عمليات البورصة أن يكون مسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها حتى يتمكن من ممارسة نشاطه. ويوجد نوعان من الوسطاء في عمليات البورصة الوسيط في عمليات البورصة ذو النشاط الكامل يقوم بالإضافة إلى توفير خدمة تنفيذ الأوامر بتقديم المشورة للمستثمرين وتوفير خدمات إدارة الحافظة أو التوظيف ووسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود يقومون فقط بتوفير خدمة تنفيذ الأوامر لحساب زبائنهم.

ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، بنك الجزائر الخارجي، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري والبنكين الخاصين بي ان نبي باربا الجزائر، سوسيتي جنرال الجزائر وشركة خاصة تل ماركتس.

### المطلب الثاني: مراحل دخول المؤسسة الى بورصة الجزائر

دخول المؤسسة الى بورصة الجزائر وإدراج أوراقها المالية فيها يتطلب المرور بمجموعة من الخطوات والمراحل، نذكر أهمها فيما يلي:

#### 1. الجهاز القانوني الذي يقرر فتح رأس المال

إن قرار فتح رأس مال المؤسسة للإكتتاب يعزز أو يزيد من امتيازات المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNEP)، إذ بالنظر لهذا القرار فإن الجمعية العامة للمؤسسة تجتمع في دورة استثنائية وذلك من أجل:

- تبني حل يكرس فتح رأسمالها عن طريق السوق المالي؛
- توكيل الإدارة من أجل إعداد واستخدام الوسائل الضرورية لنجاح العملية.

#### 2. تقييم ممتلكات المؤسسة وتحديد سعر العرض

الهدف المراد الوصول إليه من خلال تكريس أو تطبيق أعمال التقييم هو تقدير سعر الأسهم التي تعرضها المؤسسة للبيع أو الإكتتاب، يستحسن البدء بعملية التقييم بإستدعاء محترفين وخبراء يملكون المهارة والكفاءة من أجل الحصول على نتائج التقييم في الأجال المرغوبة من طرف المؤسسة.

<sup>1</sup> - بوغرارة عبد الرزاق، صخري مراد، مرجع سبق ذكره، ص ص 47-48.

<sup>2</sup> - قارض ذهبية، مرجع سبق ذكره، ص 47.

<sup>3</sup> - بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 08 جويلية 2020.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

### 3. اختيار وسيط في عمليات البورصة

طبقا للمادة 17 من قانون (COSOB) رقم 03-97 الصادر في 18/11/1997 فإنه يجب على المؤسسة أن تعين وسيط في عمليات البورصة يساعدها ويرافقها طيلة عملية قبول أسهمها في التداول.

### 4. تعيين مسؤول مكلف بالتنسيق

لأسباب تهدف الى أفضل فعالية في تنظيم سير العملية، يجب على المؤسسة أن تعين مسؤولا عن الملف الذي سيصبح المتحدث الوحيد إزاء مختلف المتدخلين في السوق المالي، مهمته متابعة وتنظيم كل الأسهم والأعمال المنجزة خلال كل مراحل الدخول الى البورصة.

### 5. الإتصال بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

ترتبط المؤسسة مع صالح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، هذه المصالح أعدت لتقديم كل التوضيحات الضرورية حول:

- سير عملية القبول؛
- طبيعة الوثائق الواجب تقديمها في ملف؛
- كل معلومة تساعد مسؤولي المؤسسة على الفهم الصحيح لمحتوى المذكرة الإعلامية<sup>1</sup>.

### 6. إعداد مشروع مذكرة إعلامية

يجب على الشركة تقديم مشروع مذكرة إعلامية لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجياتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...)<sup>2</sup>.

### 7. تقديم طلب القبول مرفق بملف

يحتوي هذا الملف على توثيق عام حول الشركة ورأس مالها، إضافة الى وثائق إقتصادية ومالية وقانونية، بالإضافة الى تقرير التقييم الإقتصادي للمؤسسة، وعند إتمام الملف يودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، على أن يتم تقديمه في أجل لا يقل عن ستين يوما قبل التاريخ المحدد للتسعير في البورصة، وهو نفس الأجل الذي يمنح للجنة من اجل دراسة ملف القبول والذي يحقق لها طلب تعديلات قبل منح تأشيرة القبول.

### 8. إبرام العقود والإتفاقيات

عملية القيد في البورصة تتطلب تضافر جهود العديد من الأطراف (الوسطاء، البنوك، أجهزة البورصة) لذلك فالأمر يتطلب عقد إتفاقيات تحدد الواجبات والمسؤوليات ومستحقات كل طرف ومن أهم هذه العقود هي:

- العقد بين المؤسسة والوسيط؛

<sup>1</sup> - فتيحة عبايسة، مرجع سبق ذكره، ص ص 73-74.

<sup>2</sup> - أعبيدة نورة، عيدون فطيمة الزهرة، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015 (المعوقات والأفاق)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الإقتصادية، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، 2016-2017، ص 43.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

- الإتافقيات بين البنوك والوسطاء؛
- عقد السيولة وهو اتفاق تبرمه الشركة المصدرة مع أحد البنوك التجارية ليقوم هذا الأخير بدور صانع السوق بالنسبة لأوراقها المالية.
- 9. طبع ونشر مطبوعات أوامر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم
- تطبع وتندشر مطبوعات الشراء بكميات كافية، يخضع شكلها ومحتواها لقانون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويجب على المؤسسة أن تنجز نموذج شهادات الأسهم وتحضرها بكميات تكفي المساهمين الجدد، كمي يجب على المؤسسة أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لإستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد في أحسن الظروف الممكنة<sup>1</sup>.
- 10. انطلاق الحملة الإعلامية
- ويباشر ذلك من خلال تحديد استراتيجية الإعلان (الملصقات، الإشهار بالوسائل الإعلامية السمعية البصرية، السمعية والمكتوبة)، ارسال قافلة حول عدة نقاط من الوطن، الإلتقاء بالمستثمرين، التعريف بالمؤسسة من كل الجوانب، الإجابة عن أسئلة المستثمرين.
- 11. طبع شهادات الأسهم
- ويكون ذلك عند نهاية العملية وتبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر.
- 12. الشروط المتعلقة بالشركة طالبة القبول
- حتى يتم إدراج أي شركة في بورصة الجزائر يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط وهي :
- أن تكون الشركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري الجزائري؛
- يجب تقديم تقرير تقييبي لأصول الشركة يعده خبير مصنف من أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر؛
- اثبات وجود هيئة مراجعة داخلية للشركة، وأن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة؛
- أن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية المصادق عليها لسنتين ماليتين سابقتين للسنة التي تم فيها تقديم طلب القيد؛
- أن تكون قد حققت أرباحها خلال السنة المالية التي سبقت سنة تقديم الطلب؛
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- كما تتكون العناصر المكونة لملف القبول مما يلي:
- رسالة تطلب من خلالها الشركة قبول أسهمها للتداول في البورصة؛
- وضعيات الشركة بانتظام حتى تاريخ إعداد طلب القبول؛
- شهادة تسجيلها في السجل التجاري؛
- محاضر ضبط الجمعيات العامة التي تقرر وتصادق على فتح رأس المال؛

<sup>1</sup> - فتيحة عباسية، مرجع سبق ذكره، ص 75-77.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

- حسابات النتائج، الميزانيات الموطدة، الملحقات، تقارير محافظي الحسابات، الحلول المعتمدة؛
- محاضر الضبط المعدة أو المقدمة خلال كل الجمعيات العامة العادية المتعلقة بالخمسة سنوات السابقة<sup>1</sup>.

ومن الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر نجد:

أ. الأسهم: يحدد القانون التجاري الأنواع التالية للأسهم:

- الأسهم العادية
- أسهم التمتع
- الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح.
- الأسهم ذات الأذونات للاكتتاب في أسهم.
- ب. السندات: وهي محددة ضمن الأشكال التالية حسب القانون:
  - سندات عادية
  - سندات مشاركة
  - سندات ذات المعدل الثابت
  - سندات ذات معدل متغير

إضافة إلى الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بأنواعها والأوراق المالية الأخرى مثل شهادات الاستثمار نجد كذلك أوراق أخرى متمثلة في:

ج. صكوك هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

إن المتدخلين في السوق كمدخرين أو مستثمرين في الأوراق المالية والذين يهدفون إلى تحقيق الربح وتدنية الخطر وتسيير محافظهم المالية وما يتطلبه ذلك من إلمام جيد بالنشاط المالي في البورصة، إضافة إلى الوقت والجهد المبذولين في اختيار هذا السند أو ذاك، فيختصرون كل ذلك بالالتجاء إلى مسير محترف يقوم بتوظيف أوراقهم المالية في السوق المالية، وهو ما يطلق عليه هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وهناك عائلتان كبيرتان من هيئات التوظيف الجماعي في القيم هما<sup>2</sup>:

• الصناديق المشتركة للتوظيف

هي صناديق لا تتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، تصدر حصصاً ويعاد شراؤها بناءً على طلب حاملها، وتعتبر هذه الحصص فيها منقولة يمكن أن تكون موضوع قبول في البورصة فهي تحقق السيولة والمردودية، وتتولى تسيير هذا الصندوق شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص ولصالحهم فقط، وحدد الحد الأدنى لرأسمال الصندوق بمقدار مليون دينار جزائري وذلك وفقاً للمرسوم التشريعي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996.

<sup>1</sup> - فتية عبايسة، مرجع سبق ذكره، ص ص 75-77.

<sup>2</sup> - فتية عبايسة، مرجع سبق ذكره، ص ص 81-82.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

### • شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير

تعتبر شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير شركات ذات مساهمة حسب ما أقره المشرع الجزائري، والتي تخضع لأحكام القانون التجاري الجزائري، بحد أدنى لرأس المال والذي يقدر بمقدار خمسة ملايين دينار جزائري، والذي يمكن أن يتغير في أي لحظة بطلب من المساهمين ويصبح كل مشتري للأسهم مساهما وله أن يدل برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعية العامة.

ويمكن أن توفر هذا النوع من الشركات عدة مزايا في جانب توظيف القيم المنقولة منها مايلي:

- ✓ امكانية الشراء والبيع في أي وقت؛
- ✓ تسيير يقوم به مجموعة من المحترفين في المجال المالي؛
- ✓ قواعد استثمار واضحة لتدنية المخاطر.
- ✓ توجيه التوظيف المنصوص عليه في وثيقة (الإعلام بالمنتج (البيان الإعلامي)؛
- ✓ اطار قانوني وتنظيم أمن فيما يخص المكتتبين، وذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقان وهما سوق سندات رأس المال وسوق سندات الدين وهو ما سوف يتم توضيحه في هذا المطلب.

#### 1. سوق سندات رأس المال

(1-1) السوق الرئيسية: وهي سوق موجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا أربع شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

• مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛

• مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة؛

• أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات؛

• أن-سي-أ.روبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

(2-1) سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء

هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 17

رجب 1418 الموافق نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة الصادر في الجريدة

الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول

على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق

محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

<sup>1</sup> - فتحة عباسة، مرجع سبق ذكره، ص 82.

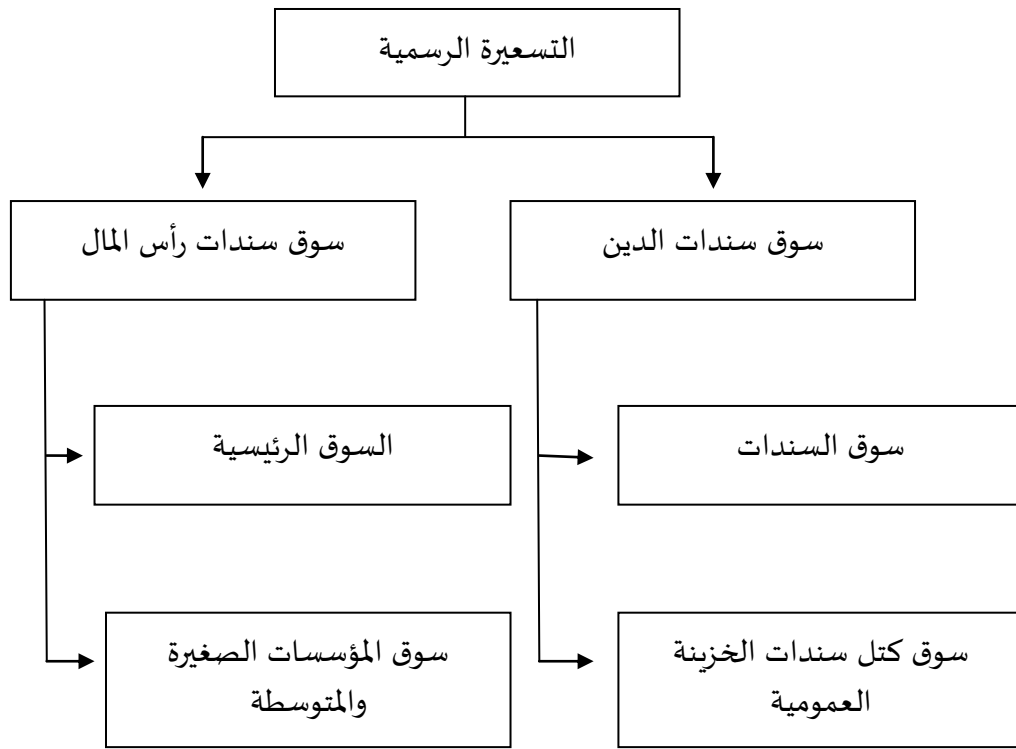
## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

### 2. سوق سندات الدين

تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولية.
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية: وهي مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية للجزائر، وتأسس هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول على سندات الخزينة، بتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المختصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع<sup>1</sup>.

الشكل رقم (3-5): أسواق بورصة الجزائر



المصدر: قارض ذهبية، مرجع سبق ذكره، ص 53.

<sup>1</sup> - أعبدة نورة، عبدون فطيمة الزهرة، مرجع سبق ذكره، ص 35-36.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

### المبحث الثاني: حال المضاربة والاستثمار في بورصة الجزائر

تعرف البورصة بالتغير السريع والمستمر في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وهو الأمر الذي من خلاله يستطيع المتعاملون فيها من تحقيق أرباح أو يمكن خسائر، وذلك حسب مهارتهم وخبراتهم وكذلك المعلومة التي تكون لديهم ونوع المتعامل ما إذا كان فردًا أو شركة أو مستثمرًا أو مضاربًا، والبورصة تختلف من دولة الى أخرى فهناك القوية وهناك الضعيفة وهذا له أثر كبير في استقطاب الأفراد والشركات للمشاركة بها.

### المطلب الأول: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

يوجد في البورصة مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الإقتصادي، وذلك بعد أن تحصلوا على تأشيرة القبول من لجنة البورصة، وهذا من الدعوة العامة للإدخار أي فتح رأسمال المؤسسات، ومن بين هذه المؤسسات نجد:

#### 1. مجمع صيدال<sup>1</sup>

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الكبرى في الجزائر، والرائدة في الانتاج الصيدلاني، الشيء الذي أكسب المجمع ميزات تنافسية عدة، ولقد مرّ المجمع مثله مثل العديد من المؤسسات العمومية بمراحل عدّة حتى وصل الى ما هو عليه الآن، هذه المراحل جاءت لتلبية متطلبات الإصلاحات التي قامت بها الدولة في ذلك الوقت، يعتبر مجمع صيدال ثاني مؤسسة دخلت البورصة في سبتمبر 1999، طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال اجتماعه المنعقد في 18 جوان 2002 وفي اطار عملية الخوصصة، وطبقا لأمر 95-22 بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخوصصة المقرر من طرف الحكومة، أيدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 22/06/1998 القرار رقم 04 لإقتراح مجلس الإدارة الذي يسمح للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة إذ أن حصة رأسمال المتنازل عنها هي 20% من رأس المال وتمثل 2000000 سهم بسعر محدد 800 دج.

#### 2. مؤسسة تسيير فندق الأوراسي<sup>2</sup>

فندق من 05 نجوم افتتح في 02 ماي 1975 حيث يعتبر من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي، وانتقلت ملكيته الى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير الاموال التجارية للدولة، بعد ذلك قامت المؤسسة برفع رأس مالها عن طريق اعادة التقييم حيث أصبح رأس مالها 1.5 مليار دينار خلال اصدار 14600 سهم مجانا، الجدول أدناه يبين خصوصية السهم :

<sup>1</sup> - أ عبيدة نورة، عيدون فطيمة الزهرة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

<sup>2</sup> - صالح بوزطوطة، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر في الحقوق، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم والسياسة، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013-2014، ص 71.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

جدول رقم 3-1: بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي

اسم المؤسسة	مؤسسة تسيير نزل الأوراسي
رأسمال الإجتماعي	شركة مساهمة برأس مال اجتماعي: 1500000000 دج
طبيعة العملية	عرض عمومي للبيع محدد بـ 20% من رأس المال ما يعادل 1200000 سهم
عدد المساهمين	10800 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	القابضة العمومية للخدمات بنسبة 80%
العملية المنجزة	اصدار 1200000 سهم اسعي بقيمة 250 دج بقيمة اصدار 400 دج
تاريخ العرض	من 15 جوان الى 15 جويلية 1999
تأشيرة اللجنة	رقم: 1999/01 بتاريخ 17 جوان 1998
تاريخ الدخول	20 جانفي 2000
أول تسعيرة	14 فيفري 2000

المصدر: صالح بوزطوطة، مرجع سبق ذكره، ص 71.

### 3. مؤسسة أليانس للتأمينات<sup>1</sup>

شركة مساهمة برأس مال أولي 500000000 دج، أنشأت سنة 2005 بموجب الأمر رقم 07-95 المؤرخ في 25 جانفي 1995 الصادر عن وزارة المالية المتعلق بفتح سوق التأمينات، حيث رفع رأس مال الشركة الى 8000000000 دج في اطار الملائمة معاً احكام المرسوم المتعلق برأس المال الأدنى لمؤسسات التأمين، ويمتلك أليانس حالياً شركتين فرعيتين :

- (ATA) شركة أسهم بالشراكة مع النادي السياحي تمتلك أليانس 74.99% من رأس مالها.
- (ORATINA) شركة ذات مسؤولية محدودة (SARL) المختصة في أجهزة الإعلام الآلي تمتلك أليانس فيها 60% من رأس المال. وتعتبر شركة أليانس للتأمينات من بين الشركات الجزائرية الخاصة الرائدة في خدمات التأمين حيث تستقطب أكثر من 300000 مؤمن، وفيما يلي خصائص سهم أليانس:

جدول رقم 3-2: بطاقة فنية لمؤسسة أليانس للتأمينات

اسم المؤسسة	أليانس للتأمينات
رأسمال الإجتماعي	شركة مساهمة برأس مال اجتماعي: 2205714180 دج
طبيعة العملية	عرض عمومي للبيع محدد بـ 31% من رأس المال ما يعادل 1804511 سهم
عدد المساهمين	5653 مساهم
المساهم الرئيسي	السيد خليفاتي حسان
العملية المنجزة	اصدار 1804511 سهم اسعي جديد بقيمة 380 دج وبقيمة اصدار 830 دج

<sup>1</sup> - صالح بوزطوطة، مرجع سبق ذكره، ص ص 71-72.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

تاريخ العرض	من 02 نوفمبر الى 01 ديسمبر 2010
تأشيرة الدخول	رقم: 2010-02 بتاريخ 08 أوت 2010
تاريخ الدخول	07 مارس 2011
أول تسعيرة	17 مارس 2011

المصدر: صالح بزطوطة، مرجع سبق ذكره، ص 72.

### 4. شركة سونطراك<sup>1</sup>

تم اصدار القرض السندي لسونطراك في جانفي 1998 ليكون أول عملية في سوق رأس المال الجزائري، حيث أن نجاحه فتح الأبواب على الشركات الأخرى لدخول البورصة من أجل رفع رأسمالها الإجتماعي عن طريق العرض العمومي للإدخار، ويمكن أن نلخص عملية الإصدار فيما يلي:

- مبلغ الإصدار: 05 مليار دج.
- علاوة الإصدار: تقدر بنسبة 2.5% من القيمة الإسمية.
- مدة القرض: 5 سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998.

وتم طرح ثلاث فئات من السندات بقيمة اسمية مختلفة تمثلت في: 10000، 50000، 100000 دج وذلك بغية استقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، وتوفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار، وتمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999.

### 5. أو م أنفست<sup>2</sup>

أو م أنفست هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية.

كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية وتميز الوجهات في تطوير الدراسات لبناء الوجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في الجزائر.

أنشئت في عام 2011، مع الحافز وتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة، وقد شرعت ابتداءً من عام 2013 بتحول الذي يعد مرحلة تاريخية لمجموعة أو م أنفست، من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة مع منتج بوحنيقة الصحي بولاية معسكر، تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس". في خطتها الإستراتيجية ستكون هذه المؤسسة الأولى في سلسلة من المؤسسات ذات الخدمات المماثلة من خلال جميع منشآت العلاج بالمياه المعدنية في البلاد.

في عام 2016 قامت شركة أو م أنفست SPA بتطوير واعتماد خطة التنمية الإستراتيجية متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية بحلول عام 2030.

<sup>1</sup> - فتيحة عباسية، مرجع سبق ذكره، ص 87.

<sup>2</sup> - بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع 04 أبريل 2020.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

المطلب الثاني: تقييم المضاربة والاستثمار في بورصة الجزائر خلال الفترة (2012-2019)  
لدراسة وتقييم المضاربة والاستثمار في بورصة الجزائر لا بد أن نعتد في ذلك على مجموعة من المؤشرات والتي تتمثل فيما يلي:

1. قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر من 2012-2019

فيما يلي جدول يبين قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر:

جدول رقم (3-3): نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019

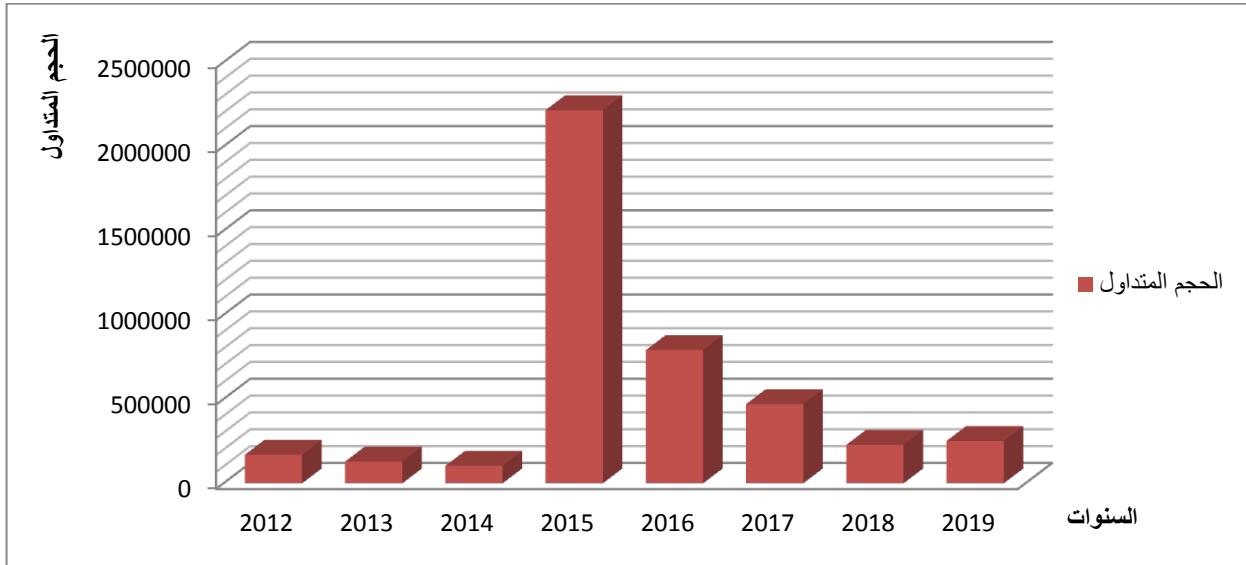
السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمة المتداولة (مليون دج)	عدد الصفقات
2012	5078	2779493	167827	673	277
2013	4271	2673065	127589	101	177
2014	3706	2964522	101950	148	300
2015	2971	7536609	2213901	1259	278
2016	2037	3063954	788860	805	339
2017	3150	3700972	468145	30	438
2018	3758	10996457	226505	206	444
2019	3290	12871191	249696	248	437
<b>المجموع</b>	<b>28261</b>	<b>46586263</b>	<b>4344473</b>	<b>3473</b>	<b>2690</b>

المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع 05 أفريل 2020.

يمثل الشكل التالي الحجم المتداول في بورصة الجزائر.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

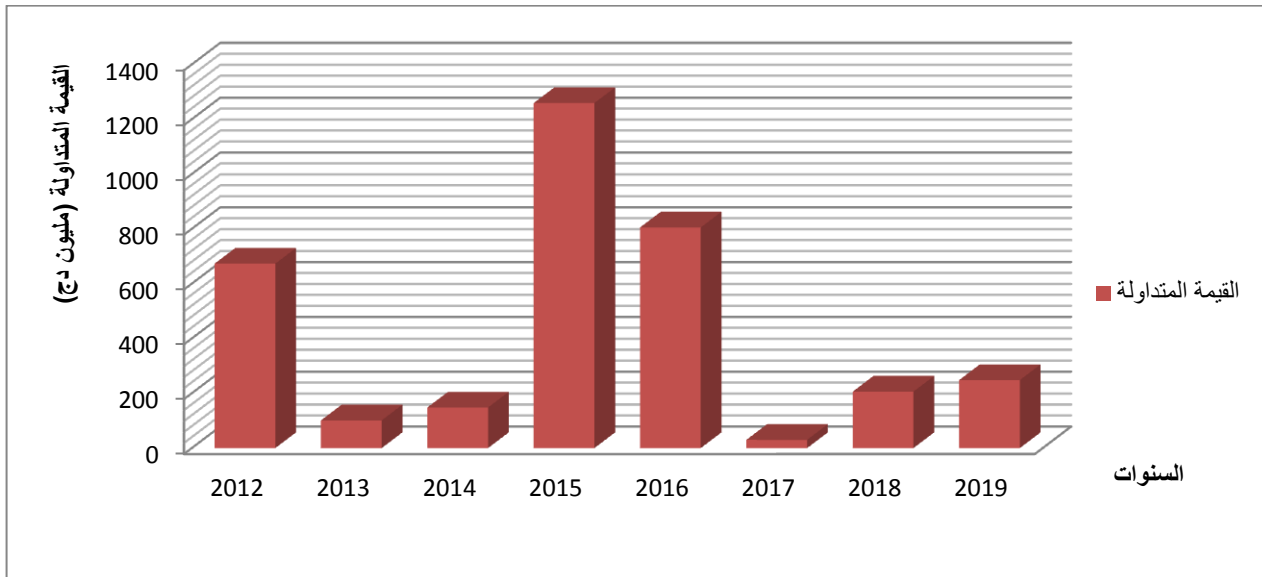
شكل رقم (3-6): الحجم المتداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (3-3).

يمثل الشكل التالي القيمة المتداولة في بورصة الجزائر.

شكل رقم (3-7): القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (3-3).

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-3) والشكلين السابقين (3-6) و(3-7) ما يلي:

- انخفاض الحجم المتداول من 167827 سنة 2012 وبقيمة تداول مقدرة بـ 673 مليون دينار ليصل سنة 2013 الى 127589 وبقيمة منخفضة تقدر بـ 101 مليون دينار.
  - ارتفاع الحجم المتداول من 101950 سنة 2014 وبقيمة تداول 148 مليون دينار ليصل سنة 2015 الى 2213901 وبقيمة مرتفعة تقدر بـ 1259 مليون دينار.
  - انخفاض الحجم المتداول سنة 2016 الى 788860 مع انخفاض في قيمة التداول المقدرة بـ 805 مليون دينار.
  - انخفاض الحجم المتداول سنة 2017 الى 468145 مع انخفاض كبير في قيمة التداول والتي قدرت بـ 30 مليون دينار.
  - انخفاض الحجم المتداول سنة 2018 الى 226505 مع ارتفاع في قيمة التداول بـ 206 مليون دينار.
  - ارتفاع الحجم المتداول الى 249696 في سنة 2019 وذلك بقيمة تداول تمثل 248 مليون دينار.
- من خلال تحليل الجدول رقم 3 والشكلين السابقين نستنتج أن الحجم المتداول والقيمة المتداولة في بورصة الجزائر عرفت تذبذبات كثيرة من ارتفاع وانخفاض، مع الإشارة الى الانخفاض الحاد الذي كان سنة 2017 في القيمة المتداولة والتي قدرت بـ 30 مليون دينار وهذا يرجع الى عدة أسباب ومن بينها فإن الانخفاض سببه قلة الاستثمارات وعدد المستثمرين أما التذبذبات فعادة ما يكون سببها المضاربة وخاصة أن المضارب يبني قراراته على أساس مؤشر التداول.

### 2. تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019

فيما يلي جدول يبين تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر:

جدول رقم (3-4): تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019  
الوحدة: مليون دينار

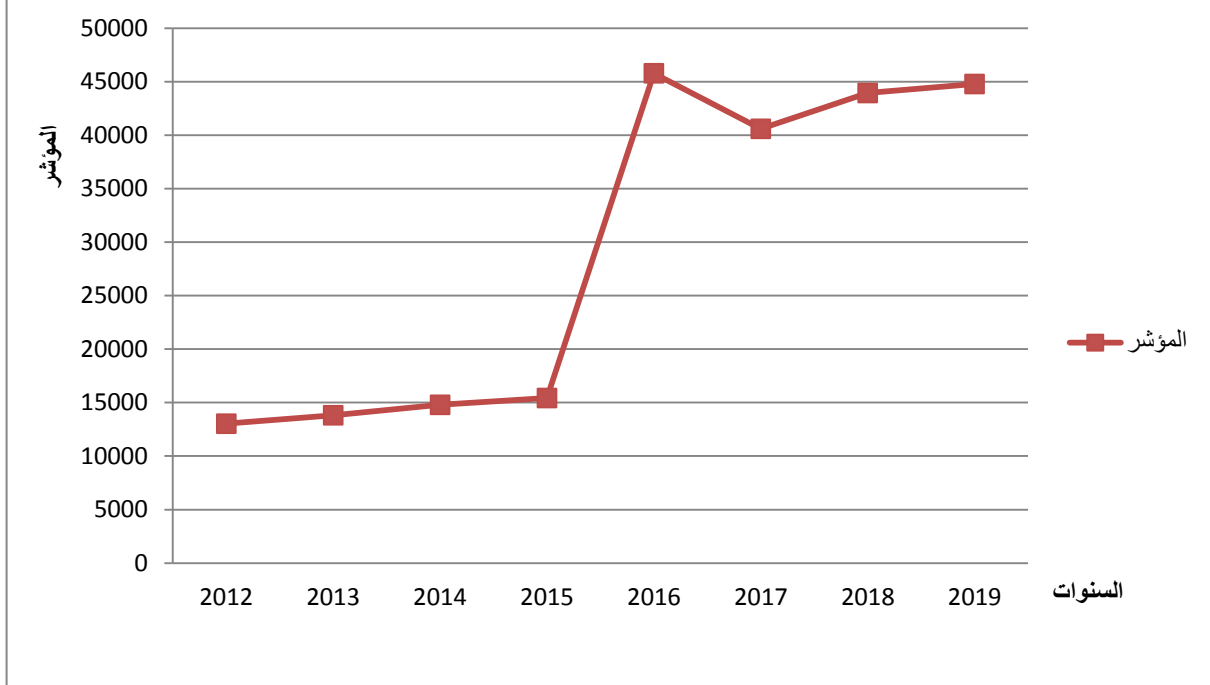
السنة	المؤشر
2012	13028
2013	13819
2014	14793
2015	15429
2016	45778
2017	40587
2018	43935
2019	44777

المصدر: من اعداد الطالبتان بالإعتماد على موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع 06 أفريل 2020.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

يمثل الشكل التالي تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر.

شكل رقم (3-8): تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019



المصدر: من اعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (3-4).

من خلال الجدول رقم (3-4) والشكل رقم (3-8) نلاحظ ما يلي:

ارتفاع مؤشر القيمة السوقية من سنة 2012 الى سنة 2015 ليصل الى 15429، وارتفع أيضا في سنة 2016 ليصل الى أقصى حد 45778، ثم انخفض في سنة 2017 ليصل الى 40587، ثم عاد ارتفع من جديد في سنتي 2018 و 2019 ليصل الى 44777.

ومن هذا التحليل نستنتج أن مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2012-2019 كان في نمو متواصل ما عدا سنة 2017 وهذا النمو يرجع الى عدّة أسباب من بينها زيادة عدد الشركات المدرجة والذي يعني زيادة الاستثمارات واتساع حجم السوق هذا من جهة ومن جهة أخرى يمكن أن يكون سبب نمو مؤشر القيمة السوقية هو المضاربة فعمليات التداول قصيرة المدى تؤثر كثيرا على القيمة السوقية.

### 3. تطور الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019

فيما يلي جدول يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر:

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

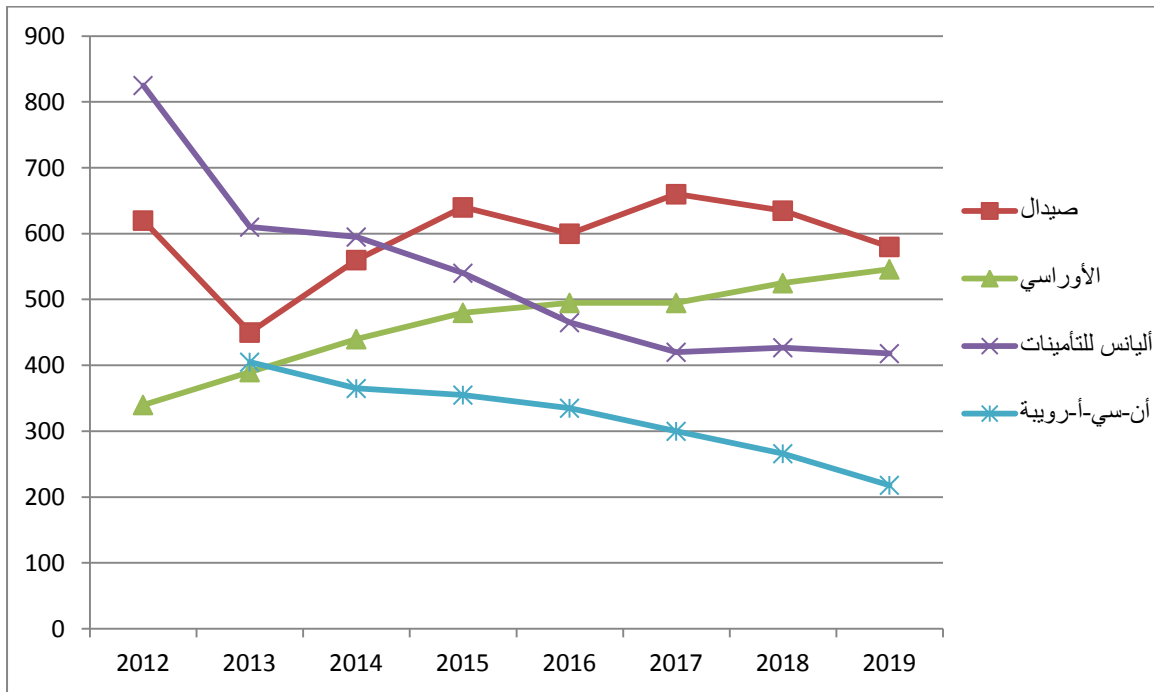
جدول رقم (3-5): تطور الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	السنة / المؤسسات المدرجة
580	635	660	600	640	560	450	620	صيدال
546	525	495	495	480	440	390	340	الأوراسي
418	427	420	465	540	595	610	825	أليانس للتأمينات
218	266	300	335	355	365	405	-	أن-سي-أروبية

المصدر: من اعداد الطالبتان بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz). تاريخ الإطلاع 07 أفريل 2020.

والشكل التالي يبين تطورات الأسعار من 2012-2019.

شكل رقم (3-9): تطور الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019



المصدر: من اعداد الطالبتان بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (3-5).

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

من خلال الجدول رقم (3-5) والشكل رقم (3-9) نلاحظ ما يلي:

- بالنسبة لصيدال: شهدت مؤسسة صيدال انخفاض في أسعارها من سنة 2012 الى 2013 من قيمة 620 الى 450، ثم ارتفعت من 2013 الى 2015 من قيمة 450 الى 640، ورجعت لتتخفف في سنة 2016، وارتفعت بعد ذلك الى 660 في سنة 2017، ثم انخفضت كذلك في السنتين الموالتين والمتالتين 2018، 2019 لتصل الى 580.
- بالنسبة للأوراسي: شهدت مؤسسة الأوراسي تطور مستمر في أسعارها من بداية فترة الدراسة الى آخرها ففي سنة 2012 بلغت 340 لتصل في سنة 2019 الى 546.
- بالنسبة لأليانس للتأمينات: لحظت أسعار مؤسسة أليانس للتأمينات انخفاض من سنة 2012 الى 2017 على التوالي حيث كانت تمثل 825، 610، 595، 540، 465، 420، ثم ارتفعت في سنة 2018 لتصل الى 427، ثم رجعت لتتخفف من جديد في سنة 2019 الى 418.
- بالنسبة لأن-سي-أ - روية: لم تكن هناك تطورات خلال سنة 2012، ثم بعدها انخفضت أسعارها من سنة 2013 الى آخر فترة الدراسة على التوالي حيث كانت تمثل 335، 355، 365، 405، 218، 266، 300.

ومن خلال هذا التحليل نستنتج أن الأسعار لا تتغير كثيرا من سنة الى أخرى وحتى في نفس السنة، والتغير عادة ما يكون سلبي حيث يتمثل في انخفاض الأسعار وهذا يرجع الى عدة أسباب من بينها قلة المضاربة باعتبار أن المضارب يهتم بالأجل المتوسطة والقصيرة لأن اهتمامه بفروقات الأسعار والمنافع السريعة يدفعه الى التقلب السريع من فرصة الى أخرى وهذا ما يؤثر على الأسعار على عكس المستثمر الذي تركز نشاطاته على الفترات الطويلة لأنه يفضل الاستقرار بدلا من الدخول في متاهات التقلب.

### المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تطويرها

تواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر العديد من المشاكل والعقبات التي من شأنها أن تحول دون سيرها العادي وتعرقل تطورها، بالإضافة الى وجود آليات تتمثل في تطويرها.

#### 1. معوقات بورصة الجزائر

هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر فعالية في تمويل الإقتصاد وتتمثل

فيما يلي:

#### (1-1) المعوقات الإقتصادية: وتتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت اختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطا أساسيا لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية؛
- لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة قليلا ما كانت تشمل اعفاءات وهذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة؛

<sup>1</sup> - أعبدة نورة، عيدون فطيمة الزهرة، مرجع سبق ذكره، ص 54.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

- 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 المالية؛
- عدم وجود سوق كفوّة وسيطرة السوق الموازية.

### (2-1) المعوقات السياسية<sup>1</sup>

بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما ساهم في تعطيل نشاطها خاصة في انطلاقتها الأولى، وكما هو معروف فإن السوق المالي سوق جد حساس لكل تغيير في محيطها سواء في الجانب الإقتصادي أو الإجتماعي أو السياسي، لأن المستثمر في هذا السوق يريد تعظيم ربحه وتدنية الخطر وهو ما يتوفر في وقت الأزمات والصراعات، وما يلاحظ حاليا هو الاستقرار النسبي في الساحة السياسية مما ساهم في بداية تفعيل البورصة.

### (3-1) المعوقات التنظيمية

المعوقات التنظيمية التي تخص الشركات المدرجة وكذا الأوراق المالية وكل ما ينضم عمل البورصة.

#### (1-3-1) محدودية الأدوات المالية

يقتصر نشاط التداول في السوق المالي عندنا على السندات بكثرة دون الأسهم كصورة من صور التمويل بالدين والتي تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها الى التمويل متوسط وطويل الأجل، وكذا التركيز على نوع واحد من الأوراق المالية يحد من رغبة المستثمرين في اللجوء الى السوق المالي بسبب قلة التنوع في عروض الأوراق المالية الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويقلل من كفاءة ذلك السوق.

#### (2-3-1) قلة عدد المؤسسات المدرجة

تتميز بورصة الجزائر منذ انطلاقتها بالعدد المحدود جداً من المؤسسات المدرجة فيها وذلك بسبب المناخ الاقتصادي الذي انطلقت فيه وكذلك بسبب طبيعة المؤسسات الاقتصادية الموجودة في الجزائر والتي في معظمها ليست شركات مساهمة اضافة الى تميز المؤسسات الاقتصادية عندنا بسوء التسيير وتدهور الوضعية المالية لها.

#### (3-3-1) قصور أنظمة الإفصاح المالي

برغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة، فأنظمة الإفصاح المالي عندنا ليست مدققة وتبقى في بعض الأحيان في اطار العموميات، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وأن مصداقيتها متفاوتة من سوق لآخر وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي بنشر الميزانية الختامية والتأخر أحيانا في نشر مثل هذه البيانات والإكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لإتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتفتح مجالا واسعا أمام بعض الأطراف في الحصول على سبق في المعلومات دون غيرهم وتحقيق أرباح غير عادية على حسابهم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - فتيحة عباسية، مرجع سبق ذكره، ص 97.

<sup>2</sup> - فتيحة عباسية، مرجع سبق ذكره، ص ص 98-99.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

### (4-1) المعوقات القانونية

بالرجوع الى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الاسهم والسندات، وهذا يعني:

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقترضين لا يتحملون الخسائر في حالة افلاس الشركة؛
- ابعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين؛
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة بمعنى فتح رأس المال أمام الخواص لإمتلاك جزء أو أجزاء من الشركة، مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير مباشرة.

أما استبعاد الأسهم، ولا سيما العادية منها، فإن ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات إذا ما قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تحديد تجهيزاته أو فتح الفروع المحلية أو الدولية.

من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجود اصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقا للقانون المتضمن شروط القيد إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، أضف الى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة.

- الإطار التشريعي البطيء جدًا، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 27/12/1995، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996.

أما الهيئة الثانية، وهي شركة ادارة بورصة القيم SGBVM والتي انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 21/05/1997 بمقر اللجنة بالرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 23/05/1993 قد نص عليها صراحة.

أضف الى ذلك أن القانون الذي ينضم شروط مزاوله الوسيط المالي في البورصة قد صدر بتاريخ 03 جويلية 1996 إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999.

### (5-1) المعوقات الثقافية

ان سياسة سليمة لتجنيد الإدخار، وخاصة الإدخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائدها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية، الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصاريف في تمويل مشاريعهم<sup>1</sup>.

### 2. آفاق تطوير بورصة الجزائر

ان نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر تتمثل في:

(1-2) التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي: يتلخص كالتالي:

#### (1-1-2) محاربة الاقتصاد الموازي

اصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على اعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي، وكذا تسهيل الاجراءات الادارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.

(2-1-2) اصلاح النظام الجبائي: للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين هما:

#### أ. الأثر على الاستثمار

إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم العائد على الاستثمار، إذ لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية ويرفع من ثم معدلات العوائد ويخفض من تكلفة الاستثمار بعد الضريبة وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

#### ب. الأثر على القرارات التمويلية للشركات

تتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتمادًا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي. لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة وذلك من خلال منح الامتيازات والإعفاءات الضريبية.

#### (3-1-2) تخفيض سعر الفائدة

ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين الى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الاصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية.

#### (4-1-2) تسريع عملية الخصخصة

تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي الى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين.

<sup>1</sup> - بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص ص 126-127.

## الفصل الثالث: السوق المالي الجزائري

(5-1-2) تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة: وذلك عن طريق:

- السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وضمان الاكتتاب بها؛
- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات؛
- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية؛
- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار ومن ثم سوق التداول؛
- تسويق وترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة؛
- التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية، وإضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.

(2-2) تحسين الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر: وفيما يلي:

(1-2-2) تجزئة سوق البورصة: يمكن تقسيم بورصة الجزائر الى قسمين هما السوق الرسمية والسوق الثانية.

فالبورصة على الشكل الحالي تهدف الى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية فالبرغم من وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الإستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الإستفادة منها، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء.

(2-2-2) مكننة أنظمة التداول

إذ لابد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الأنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة الى وجود مندوبين عنها في السوق.

(3-2-2) تعزيز الشفافية والإفصاح

على شركة ادارة البورصة اصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع ابرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة أنية، كشركتي رويترز وبلومبيرج<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بورجيبه دنيا، قوادرية أمينة، مساهمة السوق المالي في تعبئة الموارد المالية في المؤسسات الاقتصادية (دراسة حالة مجمع صيدال)، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2011-2012، ص ص 82-84.

### 3-2) تحسين الجانب الاجتماعي والثقافي

#### 1-3-2) الثقافة البورصية

إنه من الضروري السعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الإقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية، ويمكن القيام بهذه المهمة بإستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الإتصال مع الجمهور.

#### 2-3-2) العامل الديني

يعتبر محدد السلوك العديد من العائلات وهو ما استدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الإدخار المكتنز بتعبئة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - أعبدة نورة، عيدون فطيمة الزهرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 58،59.

### خلاصة

من خلال تناولنا لعناصر هذا الفصل توصلنا لمعرفة مراحل نشأة بورصة الجزائر وتطورها من خلال مختلف الأطر التشريعية ومعرفة كذلك الهيئات التي تسهر على تسييرها ، و أنها تتكون من سوقين هما سوق سندات راس المال و سوق سندات الدين .

كما تتميز بورصة الجزائر بقلّة المتدخلين فيها سواء من ناحية الوسطاء أو من ناحية عدد الشركات المدرجة رغم مرور سنوات على إنشائها الأمر الذي أثار على الأوراق المالية المتداولة فيها التي تتميز بقلتها وقلّة العرض والطلب عليها بسبب عدم وجود عمق في هذا السوق المالي.

وفي الأخير وبعد تحليل بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين (2012-2019) باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر قيمة وحجم التداول، تطور مؤشر القيمة السوقية ومؤشر تطور الأسعار تم التوصل إلى أنه يوجد اختلاف بين المضاربة والاستثمار، كما استخلصنا انه هناك العديد من الإجراءات التي ينبغي اتخاذها في العديد من المجالات الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية والدينية لمواجهة القصور والضعف الذي تعاني منه بورصة الجزائر.

خاتمة عامة

### خاتمة عامة

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد، فلقد أثبتت التجارة أن حالة السوق المالي تشير بشكل عام الى التطور والى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية حيث يعتبرها الاقتصاديون مرآة حقيقية تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة بها.

فبالأسواق المالية هي أماكن تتداول فيها مختلف الأوراق المالية فهي الإطار الذي يجمع ما بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الى أموال عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة، فهي تلعب دوراً حيويًا في تعبئة الموارد والمدخرات وتمهيتها للاستثمار. تعددت أشكال الاسواق المالية كنتيجة للتطورات الاقتصادية المتلاحقة والوظائف التي تؤديها، ومن بينها نجد سوق التداول أو كما يسمى بالبورصة التي يتم تداول الأوراق المالية فيها بيعًا وشراءً عبر السماسرة والوسطاء، والمتعاملين فيها يختلفون بين مستثمرين ومضاربين والتفرقة بينهما تكون بالنظر الى عدة جوانب من أهمها مستوى المخاطرة وطول الأفق الزمني، فالمضاربة في أغلب الوقت تكون عالية المخاطرة وقصيرة الأجل أما الاستثمار فهو أقل خطورة وطويل الأجل فالمستثمر يركز على المدى الطويل ويحاول دائما تحقيق أرباح معتدلة.

نظرًا لأهمية البورصات سارعت الجزائر الى انشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في اطار الإصلاحات الاقتصادية، حيث تم تأسيسها عمليا بصور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم احداث الهيئات المنظمة لها وذلك بإنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم، لكن ورغم مرور عقدين على تأسيسها إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرق الى التطلعات المنشودة من وراء انشائها.

#### 1. اختبار الفرضيات

من خلال ما تم عرضه سيتم التطرق الى اختبار الفرضيات الموضوعة التي ذكرناها في المقدمة العامة

- تم اثبات صحة الفرضية الأولى التي تنص على أن أسس اتخاذ قرار الاستثمار المالي هي العائد المتوقع والعائد المطلوب فالعائد المتوقع هو العائد الممكن تحقيقه أما العائد المطلوب هو العائد الذي يطلبه المستثمر من وراء أمواله المستثمرة، كما يجب كذلك الأخذ بعين الاعتبار عنصر المخاطرة والفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية.

- ثبت عدم صحة الفرضية الثانية التي تنص على أن المضاربة في الأسواق المالية هي نفسها المضاربة المعمول بها من طرف البنوك الإسلامية فالمضاربة في الأسواق المالية تتمثل في عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لغرض الربح من التغيرات السريعة في أسعارها.

- تم إثبات صحة الفرضية الثالثة التي تنص على أن أنواع الأوراق المالية تختلف باختلاف نوع المعيار الذي تسند اليه وأنه على أساس معيار الفترة الزمنية يوجد أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل ففي سوق النقد يتم التعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل وفي سوق رأس المال يتم

التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل كما يمكن تصنيف هذه الأوراق المالية كذلك من حيث كونها صك ملكية أو دين.

- تم اثبات صحة الفرضية الرابعة التي تنص على أن بورصة الجزائر تعاني من جملة من العراقيل والصعوبات في شتى الميادين فبورصة الجزائر لازالت بعيدة كل البعد من تحقيق الأهداف المرجوة منها بسبب ما تعانيه من معوقات اقتصادية، سياسية، تنظيمية، وغيرها من المعوقات التي انعكست بالسلب على المؤشرات العامة لها.

### 2. نتائج الدراسة

توصلنا من خلال هذا البحث الى جملة من النتائج أهمها:

- لقد باتت الأسواق المالية تحظى باهتمام بالغ من قبل الدول المتقدمة والناشئة والنامية على حد سواء، لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات واستثمارها في تمويل قطاعات حيوية.
- يوجد اختلافات كثيرة بين المستثمر والمضارب في السوق المالي ومن بينها الإختلاف من حيث الزمن، العائد ومن حيث المخاطرة.
- عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر.
- إن عدد الشركات المقيمة في بورصة الجزائر قليل جدًا وهو ما يجعل بورصة الجزائر من أصغر أسواق رأس المال من حيث عدد الشركات المدرجة.
- تفتقر بورصة الجزائر للضوابط و القواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل وتسهل المعاملات وتوفر الحماية اللازمة للمتعامل.
- تذبذب في أداء بورصة الجزائر.
- يواجه تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر العديد من العوائق والصعوبات وخاصة فيما يتعلق بالجانب الديني.

### 3. التوصيات

- من خلال النتائج المتوصل إليها ومن خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات:
- العمل على زيادة الوعي الاستثماري في الأسواق المالية مما يساعد على زيادة الاستثمارات فيها.
  - ضرورة التعريف أكثر بالمضاربة في الأسواق المالية وما تحققه من أرباح.
  - تنوع الأدوات المالية في بورصة الجزائر مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب فيها وهذا يؤدي إلى زيادة عدد المستثمرين في البورصة.
  - ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وذلك لزيادة نشاطها.
  - إصلاح النظم التشريعية لبورصة الجزائر.
  - يستحسن تطوير الآليات والأساليب الهادفة إلى رفع كفاءة بورصة الجزائر و التخفيض من حدة التقلبات السعرية من اجل جعل المستثمر أكثر قدرة على التخطيط ورسم الاستراتيجيات الفعالة.
  - الاهتمام بالجانب الديني وخلق أوراق مالية تتماشى مع طرق التمويل الإسلامي.

### قائمة المراجع

#### أولاً: الكتب

1. أحمد بوراس، أسواق راس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر، 2002.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004.
3. اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.
4. أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة (صناديق الاستثمار-أسواق المال) إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008.
5. جميل الزيدتين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
6. حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
7. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
8. حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005.
9. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل الى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
10. عبد القادر أحمد محمد الصياغ، قيد الأوراق المالية في البورصة (دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي)، المركز العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2018.
11. عبد الله السلمي، التغير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصيفه وحكمه، المملكة العربية السعودية، 2010.
12. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
13. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008.
14. محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
15. محمد أمين عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
16. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية، العبيكان للنشر، الطبعة الثالثة، السعودية، 1999.
17. محمد خليل، الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد، العراق، 1992.
18. محمد مطر، ادارة الاستثمار، الأردن، 1993.
19. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
20. محمود محمد داغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.

21. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المعارف للنشر، الطبعة الثانية، مصر، 2006.
22. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الصفاء للنشر، الأردن، 2009.  
ثانيا: الرسائل الجامعية
1. أ عبيدة نورة عيدون فطيمة الزهرة، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015 (المعوقات والآفاق)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، 2016-2017.
2. بورجيبية دنيا، قوادرية أمينة، مساهمة السوق المالي في تعبئة الموارد المالية في المؤسسات الاقتصادية (دراسة حالة مجمع صيدال)، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2011-2012.
3. بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.
4. بوغرة عبد الرزاق، صخري مراد، النظام القانوني للبورصة في الجزائر، مذكرة مكملة لنيل متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في الحقوق، تخصص قانون الشركات، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017-2018.
5. الحرازي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها (دراسة حالة مجمع صيدال)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
6. سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005-2006.
7. صالح بوزطوطة، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر في الحقوق، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013-2014.
8. فتيحة عباسية، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2012-2013.
9. قارض ذهبية، واقع سوق بورصة الجزائر في ظل العولمة المالية وتحديات الأزمة (دراسة حالة بورصة الجزائر وتأثيرها بالأزمة المالية خلال الفترة 2008-2015)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2017-2018.  
10. محمد بصديق، الخوصصة في اطار السوق المالي كإتجاه للعملة (دراسة بورصة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2014-2015.

### ثالثا: الأوراق البحثية

1. محمد بن ابراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية (صوره وآثاره)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم الإقتصاد، جامعة محمد بن مسعود الإسلامية، مكة المكرمة.
2. نعمان محمول، نور الدين محرز، تقييم الإستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات، العدد 02، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الأغواط، 2018.

### رابعا: مواقع الأنترنت

1. بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

:

## الملخص:

تعتبر الأسواق المالية بحكم وظيفتها الإقتصادية المتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها الى مجالات الاستثمار المختلفة أداة هامة لتوفير المال للأنشطة المختلفة وبحكم كذلك قدرتها على التنبؤ بالمستقبل وتوضيح الحالة الإقتصادية للدولة.

فالبورصة تتداول فيها أوراق مالية كثيرة ومتنوعة وبإمكان حامل الورقة المالية الإحتفاظ بها لفترة زمنية طويلة ويعتبر مستثمراً أو يمكنه عرضها للبيع خلال فترة قصيرة بمجرد ارتفاع سعرها للإستفادة من تلك الزيادة وهو بذلك يعتبر مضارباً.

الجزائر كباقي الدول أنشأت سوق للأوراق المالية والذي من خلال تحليلنا له توصلنا الى أنه يتميز بقلّة الشركات المدرجة فيه وتذبذب في أدائه، كما تم التوصل كذلك الى أنه هناك جملة من العراقيل التي حالت دون تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

## الكلمات المفتاحية:

الأسواق المالية، الإستثمار، المضاربة، بورصة الجزائر، الأوراق المالية.

## Abstract:

Financial markets, by virtue of their economic function of collecting savings and directing them to different areas of investment, are an important tool for providing money for various activities and by virtue of their ability to predict the future and clarify the state's economic situation.

The stock exchange trades in many and varied securities, and the holder of the security can hold it for a long period of time and is considered an investor, or he can offer it for sale within a short period as soon as its price rises to take advantage of that increase and is thus considered speculator.

Algeria, like other countries, has created a stock market, which through our analysis of it we have concluded that it is characterized by the lack of companies listed in it and its fluctuation in its performance. It has also been concluded that there are a number of obstacles that prevented the achievement of the desired objectives of the Algiers Stock Exchange.

## Keywords:

Marchés financiers, investissement, spéculation, Bourse algérienne, valeurs mobilières.