الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة عبد الحميد بن باديس – مستغانم –

قسم العلوم الاقتصادية

تخصص :بنوك وأسواق مالية

فعالية الأسواق المالية في الدول النامية

مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية

من اعداد الطالبة :

–شاعة نادية

تحت إشراف :

– د/ رمضاني محمد

لجنة المناقشة:

–الدكتورة غلاي نسيمة	رئيسا	جامعة مستغانم
–الدكتور رمضاني محمد	مقررا	جامعة مستغانم
–الأستاذ بن حمو محمد عصمت	مناقشا	جامعة مستغانم

السنة الجامعية:2015/2014

كلمة شكر و تقدير

أشكر الله ع زوجل على توفيقه للإتمام هذا العمل الذي أدعو الرحمن أن يجعله عملا مقبولا .

أتقدم بالشكر الجزيل و العرفان لأستاذي الفاضل الدكتور رمضاني محمد أطال الله في عمره لقبوله الإشراف على هذا البحث، و على توجيهاته القيّمة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد،وأتقدم بأسمى معاني التقدير إلي الأساتذة الأفاضل الذين تحملوا عبء قراءة ومناقشة المذكرة وعلى النصائح الوجيه.

وشكرا

الفهرس

البيان	الصفحة
شكر و تقدير	
الاهداء	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
مقدمة عامة	أ
الفصل الأول : دراسة نظرية للأسواق المالية	
تمهيد	01
المبحث الأول:الأسواق المالية	02
المطلب الأول:لمحة عن الأسواق المالية	02
المطلب الثاني:مكونات الأسواق المالية	05
المطلب الثالث:مرتكزات السوق المالي	11
المطلب الرابع:الرقابة في البورصة	16
المبحث الثاني: الأوراق المالية	19
المطلب الأول: السندات	20
المطلب الثاني:الأسهم	23
المطلب الثالث:المشتقات المالية	29
خلاصة :	31
الفصل الثاني:نظرية المحفظة و فعالية الأسواق المالية	
تمهيد :	32
المبحث الأول:الاستثمار في نظرية المحفظة	33
المطلب الأول:مخاطر و عوائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية	33

المطلب الثاني:نظرية المحفظة	36
المطلب الثالث:التسعير في محفظة الأوراق المالية	40
المبحث الثاني:كفاءة الأسواق المالية	43
المطلب الأول:كفاءة السوق المالية و أنواعها	43
المطلب الثاني:متطلبات كفاءة السوق المالي	45
المطلب الثالث:مستويات السوق الكفء	47
المطلب الرابع :انعكاس السوق الكفء على السوق المالي	49
خلاصة	51
الفصل الثالث:دراسة مقارنة لفعالية الأسواق في الدول النامية	
تمهيد	52
المبحث الأول:عرض واقع بورصات دول العينة	53
المطلب الأول:بورصة الجزائر	53
المطلب الثاني:بورصة المغرب	57
المطلب الثالث:بورصة مصر	62
المبحث الثاني:مصادر وكيفية عرض المعلومات المالية و المحاسبية	65
المطلب الرابع:تحليل الفرق و أوجه الاختلاف بين دول العينة	69
خلاصة	71
خاتمة عامة	72
قائمة المراجع	

قائمة الجداول

البيان		الصفحة
الجدول رقم (I،1)	جدول المقارنة بين الأسهم و السندات .	28
الجدول رقم (III،1)	الشروط الأساسية للإدراج في بورصة الدار البيضاء .	59
الجدول رقم (III،2)	الشروط الإضافية في الإدراج في بورصة دار البيضاء .	59
الجدول رقم (III،3)	شروط الإدراج في سوق السندات .	60
الجدول رقم(III،4)	أهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء .	60
الجدول رقم (III،5)	جدول مقارنة بين الدول النامية .	68

قائمة الأشكال :

البيان		الصفحة
الشكل رقم (I،1)	أسواق رأس المال	05
الشكل رقم (I،2)	تقسيمات السوق الثانوي	08
الشكل رقم (I،3)	أركان السوق المالي	15

مقدمة عامة

مقدمة عامة :

يحتل النظام الرأسمالي مكانة بعد انهيار النظام الاشتراكي ، مما أدى إلى موجة كبيرة من التحرر الاقتصادي و ما واكبها من تطورات تمثلت في الخوصصة التي سادت الدول النامية منذ الثمانينات، مما ساعد في التقليل على القطاع العام و التوجه نحو تخطيط مركزي في كافة المجالات الاقتصادية ، إذ كانت جميع المجالات الاستثمارية في النظام الاشتراكي تعتمد بصفة أساسية على الميزانية الحكومية و على الفوائد التي تحققها شركات القطاع العام، إضافة إلى هذا لم يترك مجالا لوجود الأسواق المالية لإبراز التنمية .

إن نشأة الأسواق المالية ارتبطت بظروف و احتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها،كما عرفت هذه الأخيرة تطورا كبيرا .

و الجدير بالذكر أنّ الأسواق المالية ليست بأسواق حديثة النشأة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلى أنّها لم تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم إلاّ بمرور الوقت، حيث مرت بمراحل كثيرة و متعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أعطت أهمية أساسية، الشيء الذي جعلها أداة فعّالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العرض و الطلب وذلك عن طريق هيئات رقابية تضبط السوق ،بحيث تعتبر الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي و على البلدان النامية أن تحصل على التطور و تنمية أسواقها المالية إذا أرادت أن تساير الركب الحضاري و تلحق بالدول المتقدمة، وقد لحظت مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتنمية أسواقها المالية بفعل إدراكها الدور الذي يمكن أن تعلبه في تنمية اقتصادها و ذلك عن طريق استثمار في شراء و بيع الأوراق المالية .

إنّ تعدد أو تنوع مزايا الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات مرتبط بدرجة الكفاءة التي يؤديها ذلك السوق في ترشيد الموارد المالية لديه، فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة و التنظيم في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق الناشئة، لذا أصبحت فكرة الاستثمار في الأوراق المالية تتوقف على مدى كفاءة السوق و نجاحه التي تسهم في تقييم الشركات المدرجة، و من خلالها يتم بناء قرار استثماري كمجموعة من تحليل المعلومات و البيانات المتوفرة للمستثمرين .

و من هذا المنطلق فإنّ واقع أسواق الدول النامية يثبت أنه يواجه عدّة صعوبات و عراقيل تقلل من قدرته على القيام بدوره الرئيسي المتمثل في تجميع المدخرات و تحويلها إلى استثمارات جديدة ،مما يؤدي إلى زيادة المستوى المعيشي للأفراد و تحقيق الرفاهية للمجتمع.

1-إشكالية البحث

و على أساس ما تقدم فإن الإشكالية التي نسعى لمعالجتها من خلال البحث تتمثل في السؤال الرئيسي التالي:

هل تعتبر الأسواق المالية ذات فعالية في الدول النامية؟

2-الأسئلة الفرعية:

يقودنا هذا السؤال بدوره إلى استخلاص و إدراج الأسئلة الفرعية المتمثلة في:

1- ما هي الأسواق المالية؟

2- كيف تؤثر كفاءة السوق على أسواق الدول النامية ؟

3- ما مدى تأثير الأسواق المالية على الدول النامية ؟.

3-فرضيات البحث:

فمن هنا نجيب على الفرضيات السابقة على النحو الآتي:

-تعتبر الأسواق المالية الركيزة الأساسية لبناء الاقتصاد ودفع عجلة النمو بحيث تعمل على تجميع المدخرات و توظيفها في المشروعات الضخمة و ذلك لزيادة التنمية الاقتصادية للدول .

-تعمل الأسواق المالية في الدول النامية على إبراز الشركات وذلك عن طريق نشرها للمعلومات و البيانات في السوق ونشر الثقة بين المستثمرين في تبادل الأوراق المالية.

-لتفعيل الأسواق المالية في الدول النامية يتطلب وجود المناخ الاستثماري وتوفر الشفافية بالإضافة إلى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق.

4-أهمية الموضوع:

وتتمثل هذه الأهمية في كونه موضوع الساعة ،بحيث تكمن أهميته الدراسة في إعطاء رؤية نظرية وعلمية في إطار متكامل من التطورات التي تبين الفعالية الاقتصادية لإقامة الأسواق المالية في البلدان النامية مع توضيح شروطها التي تؤدي إلى فعاليتها.

فالسوق هو بمثابة وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلبي احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين في إقامة المشروعات الاقتصادية وبالتالي إقامة تنمية اقتصادية وأيضا تعميق المفاهيم بأسواق مالية من خلال دراسة الآليات التي تعتمد عليها الأسواق المتطورة.

5-أهداف الدراسة

نسعى من خلال هذا البحث للوصول إلى عدد من الأهداف التي يمكن أن نوضحها وهي كالتالي:

-إعطاء نظرة عن الأسواق المالية.

-معرفة الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي .

-تقديم جملة من المخاطر و العوائد التي تتعرض لها محفظة الأوراق المالية و كيفية تسعيرها .

-محاولة عرض واقع البورصات وكيفية نشر المعلومات المالية و المحاسبية.

-محاولة عرض أهم الاختلافات في دول العينة .

6-المنهج المستخدم.

المنهجية المتبعة في البحث تتمثل في المنهج الوصفي في الجانب النظري المتبع في الدراسات الاقتصادية المتعلقة بتقديم السوق المالي بشكل عام ودوره الاستثمارات في زيادة تبادل الأوراق المالية وذلك عن طريق كفاءة السوق المالي ، ثم يكون المنهج مقارنا بين دول العينة .

7-الدراسة السابقة :

ونحن بصدد إعداد هذا البحث تم الإطلاع على رسالة تناولة هذا الموضوع وهي :

بن عمر بن حاسبين،فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)،أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ،تخصص نقود ،بنوك ومالية ،كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير ،2013/2012.

بوكساني رشيد،معوقات الأسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ،رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، السنة الجامعية 2006/2005 .

8-محتوى البحث:

حيث ارتأينا تقسيم بحث إلى مقدمة عامة وفصلين نظري وفصل تطبيقي وخاتمة عامة على النحو التالي:

- **الفصل الأول** :الذي جاء بعنوان دراسة نظرية للأسواق المالية ويشمل مبحثين ، المبحث الأول الأسواق المالية أما المبحث الثاني الأوراق المالية .
- **الفصل الثاني**:نظرية المحفظة و فعالية الأسواق المالية ويقسم إلى مبحثين المبحث الأول الاستثمار في نظرية المحفظة أما المبحث الثاني كفاءة الأسواق المالية.
- **الفصل الثالث** :دراسة مقارنة لفعالية الأسواق في الدول النامية يحتوي المبحث الأول على عرض واقع البورصات دول العينة أما المبحث الثاني مصادر و كيفية عرض المعلومات المالية و المحاسبية .

وفي الأخير احتوت خاتمة البحث على النتائج العامة ونتائج اختيار الفرضيات و آفاق البحث.

الفصل الأول

دراسة نظرية للأسواق المالية

تمهيد :

تلعب الأسواق المالية دور الوساطة بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي بحيث تعمل هذه الأخيرة على تجميع مدخرات الأفراد و توظيفها في القطاعات الإنتاجية الكبيرة ، التي تحتاج إلى رؤوس أموال وفيرة نتيجة التحول نحو اقتصاد الإنتاج الواسع .

إذ يعتبر توسع الأنشطة و القطاعات و الظروف الاقتصادية و المالية ضروريا لإنشاء الأسواق المالية و الحاجة الماسة إلى تبادل الأوراق المالية بيعا و شراء و لإعطاء نضرة أوسع و أشمل عن الأسواق المالية تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين:

- المبحث الأول: الأسواق المالية.

- المبحث الثاني: الأوراق المالية.

المبحث الأول: الأسواق المالية

للأسواق المالية دورا أساسيا في دفع عجلة النمو الاقتصادي و ذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل و تخفيض التكاليف ، و ارتبطت نشأتها بتزايد أهمية القروض الحكومية التي تعتبر من أهم العوامل المساعد في تراكم رأسمال.

– المطلب الأول :لمحة عن الأسواق المالية

لقد انتشرت الأسواق المالية في معظم اقتصاديات العالم بسبب دورها الرئيسي في الاقتصاد .[1]

أولا: التطور التاريخي

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل و تعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق ، حيث كانت الأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم لكن بطرق بدائية التي كانت تسمي بالمقايضة (تبادل سلعة بسلعة) و بعد اكتشاف الأوراق النقدية و تطور وسائل الاتصال الحديثة سهل على البائع و المشترى طريقة التعامل ، كما أن الأسواق التجارية كانت متخصصة ،بعضها متخصص في السلع الغذائية و بعضها الذهب ، العقارات .....الخ.

و من هنا جاءت فكرة إنشاء الأسواق المالية التي تعتبر حديثة العهد، و الجدير بالذكر أن الأسواق المالية مرت بخمس مراحل قبل أن تصل إلى ما هي عليه الآن و هي كالتالي: [2]

1– المرحلة الأولى : و قد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ، ومحلات الصرافة ، و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم، في مشروعات تجارية ، زراعية ، عقارية مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية.

2– المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى.

[1] حسن علي خريوش وآخرون،الأسواق المالية(مفاهيم وتطبيقات)،دار النشر دار زهران،عمان 1998،ص12.

[2] جمال جويدان الجمل،الأسواق المالية و النقدية،دار الصفاء للنشر و التوزيع عمان ،الأردن،الطبعة الأولى ،2002،ص18.

3- المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط و الطويل الأجل مثل: البنوك الصناعية الزراعية، العقارية.

4- المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية و في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول و هذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

5- المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية و اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية و أصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع و شراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل: الأسهم و السندات.

- و من خلال هذه المراحل نستخلص مفهوم الأسواق المالية :

مفهوم الأسواق المالية : " هي الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترى تلك الأوراق و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، و لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".[1]

- السوق المالية: هي المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلاد ، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة و متطورة.[2]

[1] رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار معتز للنشر و التوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2005، ص 10

[2] خليل الهندي ، أنطوان الناشف ، العمليات المصرفية و السوق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، طرابلس لبنان ، 2000 ، ص 6.

ثانيا : أهمية الأسواق المالية :

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل أهمها :[1]

1- تمويل خطط التنمية الاقتصادية : حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة ، قد لا تتوفر لدى الدولة و في هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون و ما قد يترتب على هذه الديون من عواقب تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة ، و بواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية و يكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع ، بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتئاب.

3- كثيرا ما نتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك، تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

4- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين ، على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق بما يعود عليهم بأرباح مقبولة و مخاطر قليلة و خاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية و متخصصة.

5- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حامليها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة و بدون تحمل أية خسائر.

6- وضع التشريعات و التعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديد ، المتداولة من التأثيرات الخارجية ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم و السندات و تسعيرها و طرحها من قبل مؤسسات السوق المالي المختصة.

7- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية الأكثر ربحا.

[1] رسمية أحمد أبو موسى،الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ص 12-13.

المطلب الثاني : مكونات الأسواق المالية

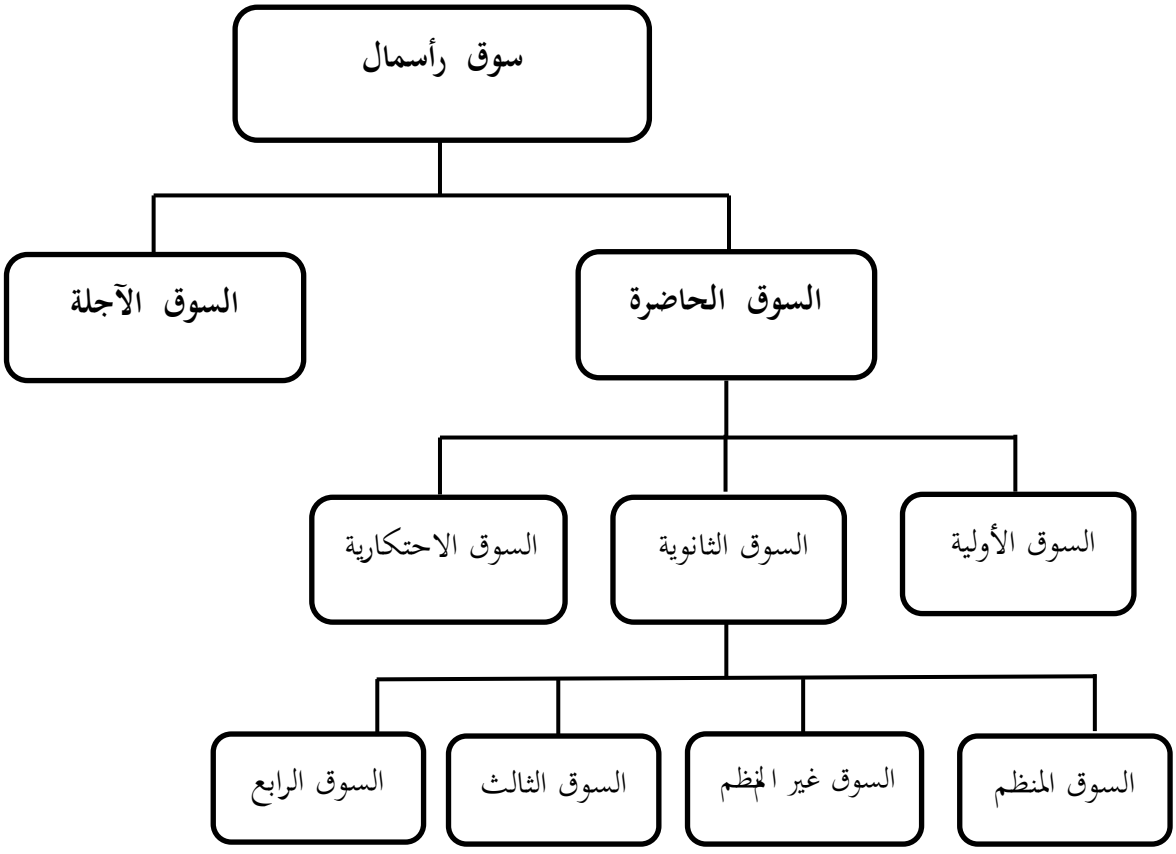
تمثل سوق الأوراق المالية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالي لعرض و طلب الأوراق المالية و يمكن تقسيمها إلى :

أولا : أنواع الأسواق المالية :

أ/ **سوق رأسمال:** هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأج التي عمرها أكثر من سنة و تعد من الأدوات المالية المرتفعة المخاطر و من صفاتها الأخرى طول فترة الاستثمار و يتكون من السوق الحاضرة و السوق الآجلة .[1]

شكل رقم (I، 1) : أسواق رأسمال.

.



المصدر:دريد كامل آل شبيب،الأسواق المالية و النقدية ،دار المسير ،عمان،الأردن،الطبعة الأولى،2012،ص47.

[1] شفيرى موسى و آخرون و المؤسسات المالية المحلية و الدولية ، دار المسير للنشر و التوزيع عمان ، الأردن ، الطبقة الأولى 2011 ص 39.

1-السوق الحاضرة أو الفورية:

عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم و السندات وظيفتها الأساسية تتمثل في تجميع المدخرات و توجيهها باتجاه استثمارات طويلة الأجل و تتضمن الأسواق التالية: [1]

1-1- السوق الأولية (سوق الإصدارات) : هو ذلك السوق الذي يتعامل بالإصدارات الأولية أو الجديدة التي يتم عرض الأوراق المالية للجمهور بإصدار لأول مرة حيث ننشأ عندها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية و المكتتب فيها و يلعب الوسطاء بمختلف أنواعهم ، دورا أساسيا في هذا السوق خاصة بنوك الاستثمار و بنوك التجارية ،إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها إما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة لقاء عمله طبقا لاتفاقية المعقودة لإصدار، و يمر بمراحل: [2]

1-1-1- اختيار بنك الاستثمار و إدارة مخاطر التغطية: إن عملية اختيار متعهد التغطية إحدى أهم الخطوات اللازمة لإصدار الورقة المالية لأن بنك الاستثمار (متعهد التغطية) مسئول عن بيع الإصدار لذا على إدارة الشركة بناء علاقة مع البنك قبل فترة طويلة من موعد بدء الطرح العام الأولي (IPD).

1-1-2 الطرح العام الأولي : و يقصد به الطرح للتداول العام و هو طرح الإصدارات الجديدة لعامة المستثمرين سواء كانوا مستثمرين أفراد أو شركات و يسمى هذا الإصدار بالطرح العام.

1-1-3 الطرح (الاكتتاب) الخاص :و هو الطرح للتداول الخاص أو الدعوى المباشرة إذ يقوم المؤسس أو المستثمر الرئيسي بدعوة بعض الوحدات أو الشركات مثل شركات التأمين، وحدات الضمان الاجتماعي، شركات الاستثمارية الرأسمالية للمساهمة في شراء الإصدارات الجديدة للشركات حديثة النشأة (التأسيس).

- **خصائص السوق الأولي** :

- المرونة.

- انخفاض الروتين و الإجراءات المطولة.

[1] صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية، و علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر 2011/ 2012 ، ص 119.

[2] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق، ص 51.

– انخفاض كلفة التداول لعدم شموله بتكاليف التسجيل.

– صعوبة إعادة بيع الأوراق المالية بسبب عدم تسجيلها في البورصة.

- **شروط الدخول في السوق الأولي**:تتمثل فيما يلي [1]

– إعداد نشريه الاكتتاب

– أن يكون الطابع القانوني للشركة شركة مساهمة أو توصية بالأسهم

– أن تحور على حد أدنى من رأس المال (على حسب كل دولة)

– أن تقدم تقارير مالية حول الثلاث سنوات الأخيرة و أن تكون قد حققت ربحا.

1-2- السوق الثانوية (التداول)[2]:يعد من أهم الأسواق في الهيكل المالي لأنه ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولي ، و يتم تداول الأسهم و السندات التي سبق إصدارها بالتعامل من قبل المستثمرين ، و هنا يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوي على قيمتها و ليس الشركة المصدرة للورقة و يسمح السوق للمستثمرين باستبدال هذه الورقة بالنقد و تتمثل أهمية هذا السوق في كونها توفر عنصر السيولة و بالتالي كفاءة و فعالية السوق الثانوي، امتداد لكفاءة وفعالية السوق الأولي ،كما أن السوق الثانوي يساعد المتعاملين في السوق الأولى عند قيامهم تسعير الأوراق المالية المصدرة حديثا لذلك يرغب القائمون على السوق تحفيز عمليات التداول لخدمة الاقتصاد الحقيقي و تحقيق النمو.

* **خصائص السوق الثانوي** : عدم دخول الجهات المصدرة للأوراق المالية طرفا في عملية التداول لأوراقها المالية و هذا لا يعني عدم تأثير على عملية التداول بل أنها تتأثر بصورة غير مباشرة بعمليات التداول من خلال أسعار أسهم هذه الشركات و كذلك سمعتها و استقرارها ونمو أعمالها و أرباحها و درجة قوتها الائتمانية ستؤثر على تكلفة التمويل إضافة إلى التأثير على سعر الورقة المالية عند إصدارها.

[1] صلاح السيد جودة بورصة الأوراق المالية (علميا، عمليا)، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية مصر، الطبعة الأولى، 2000، ص 194.

[2] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية" إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، ط1 ، عمان، الأردن، ص121 .

* **شروط الدخول في السوق الثانوي** :تتمثل فيما يلي [1]

– أن تكون قد سجلت بسجل غير رسمي لمدة سنة.

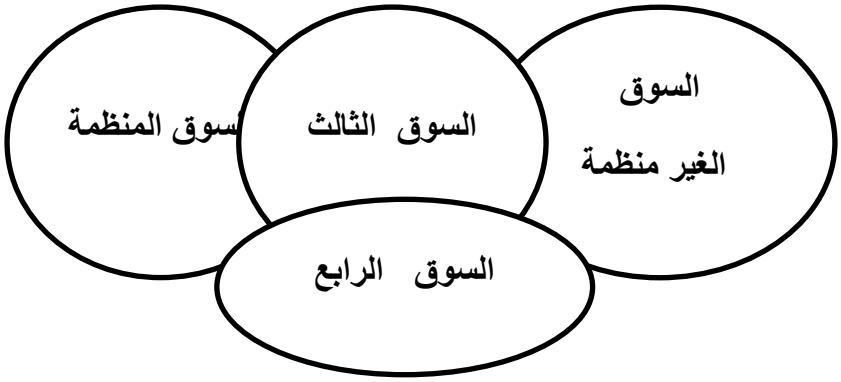
– أن لا تكون قد خالفت خلال هذه المدة أحد التشريعات الخاصة بالبورصة.

– أن تكون قد نجحت عملية الاكتتاب (أي باعت كل الأسهم المصدرة في السوق الأولي).

1-2-1- تقسيمات السوق الثانوي:

تصنف السوق الثانوية طبقا لصيغة تنظيمها و طبيعة المتعاملين في السوق فهناك:

شكل رقم (I-2):تقسيمات السوق الثانوي



المصدر : مصطفى يوسف كافي ، بورصة الأوراق المالية ، دار مؤسسة رسلان للطباعة و النشر و التوزيع الطبعة الأولى 2009 ، سوريا ، ص 73.

أ/ السوق المنظمة (البورصة) : هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون أو نظام السوق، و يدير عمليات تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بيعا و شراء (البورصات) و يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق و يشترط هذا السوق التعامل في الأوراق المسجلة لديه. تقوم البورصة بإدراج أسهم الشركات لديها وفق شروط و معايير يتطلب استفتاؤها و مصاريف و رسوم التسجيل يتعين تسديدها و بعد ذلك يسمح بتداول الأوراق المالية في البورصة و يدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء العاملون به.

[1] صلاح السيد جودة ،بورصة الأوراق المالية،مرجع سبق ذكره ص197.

ب/ السوق الغير منظمة : يطلق هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم (البورصة) ، و هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير مستوفية لشروط الإدراج في البورصة "غير مسجلة " و تكون طريقة التداول بواسطة بيوت السمسرة من خلال استخدام شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة (الهاتف ، الفاكس ،الإعلام الآلي) التي يتم بين السماسرة و التجار و المستثمرين و من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.[1]

ج/ السوق الثالث : يمثل جزء من السوق الغير المنظمة ، و يتكون من السماسرة الغير أعضاء في البورصة الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية و صناديق الاستثمار للمعاشات و الأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها و تتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات و سرعة تنفيذها و الهدف من تشكيله هو لغرض انجاز عملية التداول بسرعة كبيرة و السماح للمتعاملين من إمكانية التفاوض على نسبة العمولة التي يحصل عليها الوسيط.

د) السوق الرابع : هو السوق الذي تتعامل فيها المؤسسات الكبرى مباشرة فيما بينها ، دون الحاجة إلى شركات السمسرة و تجارة الأوراق المالية و الهدف هو تقليص النفقات "تخفيض نفقات الصفقات الكبرى"[2]

1-3- الأسواق الاحتكارية: تتمثل هذه الأسواق في وزارة المالية أو البنك المركزي في دولة معينة، حيث يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة المالية.[3]

[1] أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998 ، ص7.

[2] بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة قسنطينة، 2007-2008 ، ص 16 – 17.

[3] نبيل جليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق ، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية غزة ، فلسطين 2007 -2008 ص 26-27.

2-السوق المستقبلية: و يطلق عليها اسم العقود الآجلة التي تتعامل بالأسهم و السندات من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

هي أسواق يتم الاتفاق فيها على السعر و الأصل المباع و المشترى حالا، على أن يتم الاستلام و التسليم لاحقا. [1]

ب) أسواق المشتقات المالية : هي أسواق العقود الفرعية المشتقة من عقود أساسية لأدوات استثمارية متعددة كالعملات و النفط.

و أهم أدواتها العقود الآجلة إذ بالرغم من التطور المذهل الذي شاهدته أسواق العقود الآجلة عام 1851 و كان الهدف الأساسي لهذه العقود هو :[2]

- إتاحة المجال أمام المتعاملين لاتفاق على تفاصيل بيع و شراء سلعة في المستقبل ، حيث يوافق البائع على تسليم المشترى لكمية معينة من سلعة ما في تاريخ مستقبلي مقابل سعر يحدد عند إبرام العقد الآجل بغض النظر عن سعر السلعة يوم التسليم، و أصبح بإمكان تداول العقود الآجلة و انتقالها من مستثمر إلى آخر في البورصات العالمية و ذلك بعد أن أصبح لهذه العقود أسعار تدرج يوميا و تتأرجح وفق متغيرات في سعر السلعة

ثانيا : عوامل نجاح السوق المالي :

هناك عدة عوامل لنجاح السوق المالي تتمثل كالتالي:[3]

- العوامل الأساسية:

1- وجود الأنظمة و اللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين و التشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة و تمنع الاحتكار و النصب و الاحتيال و تنظيم المعاملات التجارية و يكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.

[1] أديب قاسم شندي ، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية ، مجلة كلية بغداد العلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، 2013 ، ص 158.

2منير إبراهيم هندي ،أدوات الاستثمار في أسواق رأس المالي ،منشأة المعارف الإسكندرية ،سنة 1997،ص6.

[3] نبيل خليل طه سمور،سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق ،مرجع سبق ذكره ،ص22.

2- إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة و تنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين ، و يوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر و المستثمر.

3- توفر نظم المعلومات المالية الفعالة.

4- وجود حوافز إلى تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

5- وجود عدد كبير من المؤسسات المدرجة.

- العوامل المكملة:

1- الموقع الجغرافي للسوق المالي و قربه من الأسواق المالية.

2- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الاستثمار و شركات المساهمة

3- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.

4- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.

5- الاهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات و الاتصالات السلكية و اللاسلكية.

المطلب الثالث : مرتكزات السوق المالي

سوف نتطرق إلى وظائف الأسواق المالية ثم أركانها.

أولا : وظائف الأسواق المالية :

تساهم الأسواق المالية بشكل مباشر في تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي و تحويلها إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية و تتجلى وظائفها في النقاط التالية : [1]

1- توفير أو زيادة كمية المصادر المالية المتاحة : إن الأسواق المالية تتيح فرص عديدة لكل من الدائنين و المدينين ، من خلال توفير قنوات استثمارية متعددة.

[1] عبد النافع الزرري،غازي فرح ،الأسواق المالية ،دار وائل للنشر و التوزيع،عمان ،الأردن، الطبعة الأولى 2001،ص 22-23.

2- تقديم المعلومات المالية إلى الأفراد و المشاريع التي تتعلق بالأصول المختلفة المتوفرة في السوق المالي.

3- توفير السيولة لمالكي الأصول المالية المختلفة.

4- تساعد في تطوير و تنمية أساليب التمويل المختلفة (قصيرة، متوسطة، طويل الأجل) للمشروعات.

5- تساعد عملية التنمية و تكون في نفس الوقت مؤشر و مرآة عاكسة كما يحدث في الاقتصاد كما تعطى فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية و المالية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي.

6- تدعم النمو .

7- تدعم الاستثمار.

8- تعبئ المدخرات.

ثانيا : أركان السوق المالي :

إن عملية تحويل الأموال من المالكين و الزائدة عن حاجتهم إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال الوسطاء في السوق المالي ، من خلال هذه العملية يتم تحديد أركان السوق المالي التي تقوم على ثلاث أركان رئيسية أهمها: [1]

1- فئة المقرضين أو المستثمرين : تمثل مصدر الأموال في السوق المالي و تشمل هذه الفئة على الأفراد و المؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية ، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي و ذلك من خلال عمليات الإقراض المباشر أو في المتاجرة بالأوراق المالية.

و يهتم المقرضين أو المستثمرين بعدة عوامل أهمها " معدل العائد المتوقع، عامل الأمان، عامل السيولة، تاريخ الاستحقاق".

2- فئة المقترضين أو المصدرين : تتضمن هذه الفئة من الأفراد و المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال ، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على

[1] وليد صافي أنس البكري،الأسواق المالية و الدولية،دار المستقبل للنشر و التوزيع،عمان،الأردن،الطبعة الأولى،ص38-40-41.

الأموال المطلوبة بواسطة إصدار ا لأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق رأسمال لكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة استثمارية.كما يمكن الحصول على أموال عن طريق الاقتراض المباشر، حيث يمكن أن يكون المقترض هنا فرد أو مؤسسة ، لكن يجب أن تثبت في العقد المبرم بين المقرض و المقترض جميع الشروط الأساسية للقرض " قيمته الاسمية، مدته ، سعر الفائدة، تاريخ استحقاق.

3- فئة الوسطاء أو الوكلاء:

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين الجمهور المستثمرين في الأوراق المالية و بين الجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالي و أنظمته و تعليماته.تضم فئة الوسطاء غالبا ثلاث مجموعات.[1]

3-1 السماسرة :من خلال هذه الخدمة يقوم السمسار هنا بتأدية خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إلية العميل و يمكن ذكر بعض هذه الأوامر :

أ)- أمر السوق :يتم تحويل السمسار بعمليات البيع و الشراء (أمر السوق) و هو يعني " التنفيذ في قاعة السوق عند مستوى أفضل سعر في الوقت الذي أعطي منه الأمر"

أي أن تنفيذ الأمر هنا يترك لتقدير السمسار ، و يكون هذا الأمر ساري المفعول منذ لحظة صدوره من العميل.

ب)- الأمر المحدد : يحدد العميل لسمساره سعرا أو حدا معينا لسعر الورقة المالية و يتم تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد.

ج) . أمر وقف الخسارة: نوع من الأوامر المحددة، و عندها يعطي العميل أمر وقف الخسارة إلى السمسار.

د) أمر يومي : أمر محدد بفترة زمنية محددة (اليوم) و يكون الأمر ساري المفعول في اليوم الذي صدر فيه فقط.

هـ) أمر بمبلغ: يكون للوسيط السمسار حرية تحديد كمية و نوعية الأوراق المالية لاستثمار و لكنه يكون فقط مقيد في المبلغ الذي تتم به الصفقة.

[1] وليد صافي انس البكري،الأسواق المالية و الدولية،مرجع سابق ،ص35 .

3-2- صانعوا الأسواق: [1] يقوم الوسيط بممارسة مهنته و هي بيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق ، و يقوم الوسيط بتنفيذ مهامه داخل السوق الثانوي سواء أكان السوق نظامي أو الموازي فيه و يكون عمله أما لصالح العملاء أو لصالح نفسه.

الخدمات الأساسية التي يؤديها الوسيط (صانع السوق) لسوق المالي نذكر منها :

1- القيام بتوفير السيولة اللازمة للسوق المالي، و ذلك من خلال تقديم و مساعدة في عمل آلية السوق المالي من خلال السيطرة على ما يسمى بالعرض و الطلب.

2- يقوم بلعب دور هام و كبير في عملية المحافظة على استقرار الأسعار و حجم التعامل داخل السوق المالي ، و ذلك من خلال دخوله للأسواق كمشتري في حالة انخفاض الشديد للأسعار و الدخول كدور البائع في الأسواق المالية في حالة ارتفاع السعر.

3-3- متعهدو تغطية الإصدارات الأولية : و تعني أن يقوم الوسيط بدور متعهدو الإصدارات و التغطية سواء كان في صورة أسهم أم في شكل سندات.

و بهذه الحالة يتعهد هذا الوسيط و الذي غالبا يكون في هذه الحالة هو بنك قد يكون (بنك استثمار) أو شركة استثمار مصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة.

و لكن يشترط على هذا الوسيط بهذه الحالة القيام بشراء ما يعجز عن تسويقه و بيعه من هذه الإصدارات سواء كانت أسهم أم سندات.

3-4 الشروط الواجب توفرها في الوسطاء: تتمثل فيما يلي [2]

- أن يكون مقيد لدى البورصة.

- مشهود له بالأمانة و الصدق.

- له مقدرة مالية عالية .

---

[1]. وليد صافي انس البكري،الأسواق المالية و الدولية، **مرجع سابق**، ص36-37

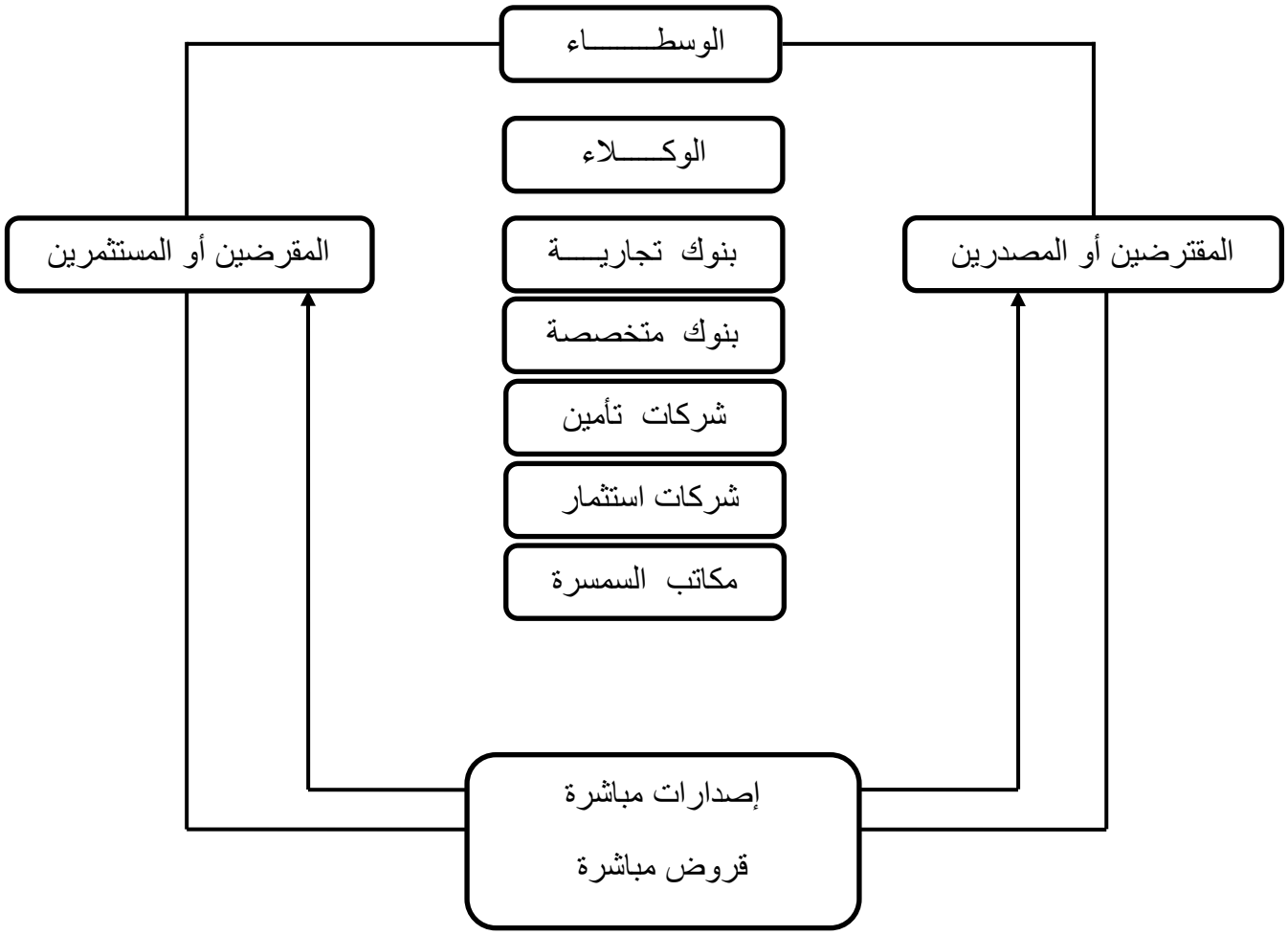
[2]علي شلبي،بورصة الأوراق المالية،(دراسة علمية و عملية)،مكتبة النهضة المصرية ،القاهرة مصر ،الطبعة الأولى 1992،ص57.

– له قدرة عالية على تقديم المعلومات و البيانات.

– المهارة و الحرص على تنفيذ أوامر العمل.

كل ما سبق سيتم توضيحه في الشكل التالي و المتمثل في أركان السوق المالي حيث من خلاله يتضح أن الوحدات الاقتصادية تنقسم إلى وحدات ذا الفائض المالي و هي فئة المدخرين في المجتمع " المقرضين" و وحدات ذات العجز المالي فئة "المقترضين" بالإضافة إلى الوسطاء.

شكل رقم (I، 3) أركان السوق المالي



المصدر : وليد صافي , أنس البكري , الأسواق المالية و الدولية , دار المستقبل للنشر و التوزيع عمان , الأردن , الطبعة الأولى 2012 ص 42.

مطلب الرابع : الرقابة في البورصة .

تعتبر عملية الرقابة من طرف إدارة البورصة دورا فاعلا في تحريك السوق.[1]

أولا :مفهوم الرقابة

تعني الرقابة بصفة عامة التحكم أو التوجيه ، و في سوق الأوراق المالية يقصد بها التحكم أو التوجيه في سلوك المتعاملين في الأوراق المالية عن طريق وضع الأطر و الضوابط المنظمة للتعامل و تحديد قواعد و السلوك الواجب إتباعها و معاقبة من يخالفها و لكي تكون الرقابة فاعلة فلا بد من توفير ثلاث مرتكزات و هي :

أ- وجود قاعدة قانونية تستمد منها الجهة الرقابية قوتها و سلطتها.

ب- وجود قواعد سلوك المهنة تسري على الجهات الخاضعة للرقابة.

ج- الإشراف و المتابعة المستمرة على تنفيذ القوانين و توفر صلاحية معاقبة المخالفين.

1-1 أهداف الرقابة :

يكمن الدور الرقابي للهيئة في توفير مناخ القانوني و الإطار المؤسساتي اللازم لعمل أسواق الأوراق المالية و الارتقاء بكفاءتها بهدف حماية المستثمرين و جذب الاستثمارات و دعم الثقة بها ، كما أنها تهدف في كل الأسواق الى تحقيق استقرار الأسواق و حماية المتعاملين من الغش و الاحتيال وفض النزاعات بأسرع وقت و بأقل تكاليف أما بالنسبة للأسواق الأوراق المالية هناك أسباب إضافية تتطلب وجود الرقابة و الرقابة الصارمة و هي كما يلي :

أ- تؤثر الأسواق المالية تأثيرا كبيرا على الاقتصاد و النظام المالي لأي بلد لأن تمويل المشاريع ينطوي على تحقيق النمو و التقاء أصحاب الفائض المالي مع أصحاب العجز المالي.

ب- توفير منافع أخرى تتمثل في شكل رواتب و أجور إضافية و فرص عمل جديدة و إيرادات الدولة.

[1] دريد كامل آل شبيب ،مرجع سبق ذكره،ص150-151

ج- يتبادل المستثمرين في أسواق الأوراق المالية حقوق ملكية تنطوي على منافع بشكل عوائد في المستقبل (أرباح)، لذلك يجب أن توفر للمتعاملين في السوق المعلومات التي تمكنهم من تقديم تلك العوائد و ما يقابلها من مخاطر (خسائر محتملة).

د- يعتمد المستثمرين اعتمادا كاملا على الوسطاء في الشراء و البيع و إدارة استثماراتهم لذلك من الضروري أن تكون شركات الوساطة على درجة عالية من الموثوقية و القدرة المالية ، و يتمتع العاملين بالنزاهة و الحرص لذا يجب أن تكون هناك رقابة تحد من استغلال السماسرة لتلك العلاقة لتحقيق مصالحهم و إلحاق الضرر بالعملاء.

هـ- تلعب البيانات و المعلومات دورا أساسيا في اتخاذ قرار البيع و الشراء و تتفاوت فرص المستثمرين في الحصول على المعلومات في أسعار الأسهم و ذلك لأن الأشخاص ذوي العلاقة بالشركات المصدرة للأسهم مثل العاملين بتلك الشركات و أعضاء مجالس إدارتها و المدراء التنفيذيين و مدققي الحسابات ..... الخ يتمتعون بفرص أكبر من غيرهم في الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة، لهذا لا بد من وجود رقابة تحول دون استفادتهم من تلك المعلومات لتحقيق المنافع على حساب المستثمرين الآخرين.

1-2- مجلس إدارة السوق: [1]

يتكون مجلس إدارة السوق من كافة القطاعات الاقتصادية المساهمة فيه بأنواعها و كذلك الجهات الحكومية و غير الحكومية ذات العلاقة بالسوق، و لمجلس الإدارة الصلاحيات في تطبيق التعليمات و التشريعات الخاصة بعمل البورصة.

- ينتخب المجلس مديرا تنفيذيا للسوق و هو المسئول عن تنفيذ الخطط و التعليمات الخاصة بالبورصة و يرتبط بمجلس الإدارة مدقق الحسابات الخارجي الذي يتولى مهمة التدقيق الشكلي و الجوهري لحسابات البورصة و سلامة العمليات المالية منها و كذلك يساهم في تقييم كفاءة البورصة ، يرتبط بمجلس الإدارة المستشار القانوني الخارجي و هو المسئول عن تقديم الاستشارة القانونية لمجلس الإدارة عن كل ما يتعلق من مشاكل و التي تظهر

جراء عمليات التداول الأوراق المالية في السوق، ينتخب المدير التنفيذي نائبا أو أكثر حسب حجم السوق

[1] دريد كامل آل شبب , مرجع سبق ذكره ص 62.

وطبيعة الأعمال و الأنشطة و يقوم هذا الأخير بمساعدة المدير الفني بإدارة الدوائر المتخصصة المسئولة عن تنفيذ أنشطة البورصة و التي تربط بنائب المدير الفني ،حيث يرتبط بالمدير التنفيذي قسم التدقيق الداخلي الذي يكون مسئولا بتدقيق كافة الأنشطة المحاسبية و المالية للبورصة من الناحية الشكلية و كذلك يقوم بقياس كفاءة أداء العاملين بالسوق و له صلاحية الاطلاع على كافة القرارات و التعليمات و طرق تنفيذها من قبل القائمين في السوق.

1-3- إدارة البورصة:

تتكون من عدة لجان أهمها[1]:

1-3-1 لجنة البورصة : و تتكون من 17 عضوا منهم 9 من السماسرة و خمسة من الأعضاء المنضمين و ثلاثة أعضاء يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين و تخصص بالمهام التالية :

أ- تحقيق حسن سير العمل في البورصة بما تقتضيه الظروف من إجراءات.

ب- لها سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة و على المندوبين الرئيسيين و الوسطاء ، و ذلك كله وفقا للقواعد المنصوص عليها في القوانين و اللوائح.

ت- يجوز للجنة إذا طرأت ظروف خطيرة أن تقرر وضع تحديد حد أعلى و حد أدنى للأسعار الأوراق المالية و أسعار الإقفال لليوم السابق، على أن يعرض على الوزير المختص و الذي يقرر قبوله أو رفضه و إيقاف تنفيذه.

3-2-2 مكتب لجنة البورصة : و يتكون من رئيس و نائب و أمين صندوق و يقوم المكتب بتنظيم أعمال اللجنة و الإشراف عليها.

3-3-3 الجمعية العامة: و تتكون من أعضاء البورصة العاملين و المنضمين و تختص بالتصديق على الميزانية و على حساب الإيرادات و المصروفات و إبداء التوصيات في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة.

3-3-4 اللجنة العليا للبورصة أو هيئة الأوراق المالية : و تشكل برئاسة رئيس هيئة سوق المال أو نائبه و عضوية لجنة كل بورصة ، و عضوين منضمين من كل منها و أحد الأعضاء المنضمين عن كل بورصة و مندوب الحكومة لدى هذه البورصات.

[1] وليد أحمد صافي ،سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية ،رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر 1997 ص 28-29.

و مهمة هذه اللجنة اتخاذ التدابير الكفيلة للتأكد من التماثل في تطبيق القوانين و اللوائح في جميع البورصات و إتباع أساليب عمل موحدة.

3-3-5 هيئة التحكيم: تقوم بالفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة و الوسطاء و المندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم و بين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم و قرارات الهيئة غير قابلة للاستئناف.

3-3-6 مجلس التأديب : يشكل برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه و عضو منظم و آخر معين من أعضائها ، و يختص المجلس بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام و قوانين البورصة و لوائحها و أيضا في جميع المسائل التي تمس حسن تسيير العمل و النظام في البورصة.

3-3-7 الهيئة العامة لسوق المال : و تتمثل أهم مهامها في :

- مراقبة و تنفيذ القوانين و اللوائح.

- حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة و لجنة البورصة و لجانها الفرعية اذا صدرت مخالفة لقوانين و لوائح البورصة أو للصالح العام. [1]

المبحث الثاني: الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية مصدرا من مصادر التمويل الهامة التي تلجأ إليها المؤسسة بغرض تمويل استثماراتها، كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل مشروعات أو لتغطية عجز أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم .

[1] وليد أحمد صافي , سوق الأوراق و دورها في التنمية الاقتصادية مرجع سبق ذكره ، ص 30.

المطلب الأول: السندات

1–مفهوم الأوراق المالية : الأوراق المالية هي عبارة عن أدوات أو مجالات استثمار و تمويل طويل و قصير الأجل يتم التداول عليها في سوق منظم خاص بها يسمى بسوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية وبمعنى آخر "تعد أصولا مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، و هذه الأوراق هي صكوك أة مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقا، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة المقابلة لها في ظروف معينة ،و كذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت و بصور أخرى هي عبارة عن شاهدات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة.[1]

2/ تعريف السندات: Bonds

السند هو وعد مكتوب من قبل الم قترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين ،مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتواريخ معينة و بالتالي فهي أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لأجال طويلة و تعبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة اسمية و بمعدل فائدة محدد بتاريخ الاستحقاق أيضا محدد لكنّه طويل نسبيا، و تتوزع بين السندات التي تصدرها الحكومة بأقل قيمتها الاسمية أو بفوائد دورية منخفضة نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين و تتعهد باستعادتها بتواريخ استحقاق معينة بقيمتها الاسمية، و الفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر و في الوقت نفسه هو التكلفة التي يتحملها المقترض أو البائع مقابل إعادته لهذه النقود، أمّا السندات التي تصدرها شركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن و إعادته للمشتري بعد انقضاء فترة زمنية محددة.[2]

1–1/ خصائص السندات:[3]

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية.
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة .
- تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها .

[1] عصام حسين، الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن ، عمان 2010م، ص 77.

[2] صلاح السيد جودة ،بورصة الأوراق المالية ،مرجع سبق ذكره،ص.180

[3] جبار محفوظ ،الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية ،الطبعة الأولى 2002،دار الكتاب ،ص48

- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة.
- تحقق للمقترض ميزة ضريبية و ذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي .

* وهذا ما يصاحب هذه السندات نوعان أساسيان من الوثائق هما:

- **شهادة السند:** و هي الوثيقة التي تعبر عن الملكية و يتم الإفصاح فيها عن توقيت و طريقة تسديد الفوائد و القيمة الاسمية للسند.

- **وثيقة عقد إصدار السند** : و هي الوثيقة التي توضح مسؤوليات وواجبات كل من المصدر و حامل السند.

1-2/ مزايا و مخاطر الاستثمار في السندات :

أ -المزايا:

- ثبات و استمرارية العائد بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر.
- مأمونة السداد في تاريخ الاستحقاق بأصل أو أصول محددة أو اسم وشهرة الشركة.
- فوائدها تتمتع بميزة حق استردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق.
- قابلية تحميلها إلى أسهم عادية.

/ المخاطر: [1]

- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد.
- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات أشعار الفائدة .
- احتمال تعرضها لمخاطر الإطفاء في الوقت الذي ترتفع فيه الأسعار السوقية.
- احتمال تعرضها لمخاطر ارتفاع نسبة المديونية نتيجة لزيادة عدد الذين يتنازعون عن حق الحصول على الشركة و ذلك في حالة التصفية و الإفلاس.

1-3/ أنواع السندات:

تنقسم السندات إلى الأنواع التالية: [2]

أ/من حيث جهة الإصدار:

1 -**حكومية:** تصدر عن طريق الحكومة و المؤسسات التابعة لها لضبط حجم التغيير في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

[1] جبار محفوظ، الأوراق المالية المتبادلة، مرجع سابق ص49.

[2] مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ص 150.

2 **غير حكومية:** تصدرها شركة المساهمة العامة كالسندات العادية و السندات العقارية و غيرها و ذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

ب/من حيث مدة الأجل:

- **قصيرة الأجل:** تستحق خلال عام و تكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا .
- **متوسطة الأجل:** تستحق خلال سبع سنوات و تكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا.
- **طويلة الأجل:** تستحق بعد سبع سنوات و تكون معدلات فوائدها عالية نسبيا.

ج– من حيث الشكل:

- **باسم مالكها:** لا تنقل ملكيتها إلاّ بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية .
- **باسم حاملها** : تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام و لا يذكر فيها اسم المستثمر.

د– من حيث الجنسية :

- **محلية:** تصدرها المؤسسات الوطنية لمصالح مقترضين محليين.
- **أجنبية:** تصدرها مؤسسات وطنية صالح مقترضين أجانب، و يتم التداول عليها أيضا في الداخل.
- **دولية:** تصدرها المؤسسات الدولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي .

و– من حيث الضمان :[1]

- **مضمونة:** تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.
- **غير مضمونة:** لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها و إنّما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية و الممتازة .

هـ– من حيث طبيعة الفائدة:

- **فائدة ثابتة:** تكون الفائدة عليها طويلة الأمد .
- **فائدة متغيرة:** تكون فائدة عليها متغيرة نسبيا على ضوء تغيير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

د– من حيث قابلية التحويل:

- **قابلة للتحويل:** يعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين و خلال مدة معينة.
- **غير قابلة للتحويل:** لا تعطي صحابها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة .

[1] مصطفى يوسف كافي ،بورصة الأوراق المالية ،مرجع سابق ،ص151.

المطلب الثاني :الأسهم

- **السهم** : هو صك قابل للتداول و بقيمة متساوية في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس المال إحدى شركات الأموال عموما و يمثل السهم حصّة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها و التي تتكون من مجموعة الحصص، سواء كانت الحصص نقدية أو عينية.[1]
- **السهم**: عبارة عن وثائق مالية صكوك تخول حاملها حقوق ملكية على صافي الدخل و على موجودات الشركات، حيث يتم دفع جزء من أرباح الشركات التجارية لحاملي الأسهم و الجزء الأخر يتم احتجازه من أجل شراء تجهيزات و معدّات جديدة و للأسهم نوعين:

2-1 الأسهم العادية : و هي الأكثر الأوراق المالية شيوعا، حيث يعطي حامله حقا " حصة" في ملكية الشركة و هذه الأخيرة تتحدد بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها إلى عدد الأسهم المصدرة.

و السهم ليس له مدة استحقاق و لحملة الأسهم العادية حقوقا عديدة أهمها :

- حق الحصول على الأرباح.
- حق التصويت في الهيئة العامة.
- حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة .
- حق فحص السجلات و القوائم المالية ..إلخ.

2-1-1/ القيم المالية للأسهم العادية

و من وجهة نظر المستثمر فأنّ لها أكثر من قيمة مالية، و يمكن استعراضها كالآتي: [2]

- **قيمة إصدار (القيمة الاسمية)** : و هي القيمة التي يحددها عقد التأسيس و يتم إصدارها في السوق الأوليّة عند الاكتتاب.
- **القيمة المحاسبية (القيمة الدفترية)** : و هي القيمة التي تحددها قائمة المركز المالي و التي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس مال و الاحتياطات و الأرباح المدورة) على عدد الأسهم المعلنة .
- **القيمة المتداولة (القيمة السوقية)**: و هي القيمة التي يتم بموجبها التداول على السهم في السوق الثانوية، و بهذا المعنى فإنّها تعبر عن قيمة الثروة حامل السهم الحالية في السوق، و تعد أكثر أهمية من القيمتين السابقتين.

[1] بوكساني رشيد ،معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها ،أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم التسيير ،جامعة الجزائر ،2006/2005،ص4.

[2] سعيد توفيق ،الإستثمار في الأوراق المالية ،مكتبة عين الشمس ،القاهرة مصر ،ص53.

- **القيمة العادلة أو الحقيقة** : و هي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

2-1-2 خصائص الأسهم العادية : تتمثل في[1]

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية كالمناولة من يد إلى أخرى، كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها أو بالقيد في سجل الشركة كالأسهم الاسمية أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم بأمر .
- تعد مخزن للقيمة لكونها تتزايد بنجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم بالإضافة لما تدر هعلى مالكيها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك ربحا بأسرع وقت.
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ الاستحقاق و إنّما يتم التداول عليه بيعا و شراء في بورصة الأوراق المالية.
- الأسهم العادية متساوية القيمة و لا يجوز إصدار أسهم بقيمة مختلقة .
- يعد السهم العادي أداة ملكية و ليس أداة اقتراض .
- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الأرباح و قرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة العامة.
- مسؤولية المساهم تكون بقدرة عدد الأسهم التي يحملها.
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين و الرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم.

2-1-3 أيجابيات و سلبيات إصدار الأسهم العادية:

أ - **الإيجابيات**: [2]

- تعد مصدرا دائما للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لونها تنتقل من ممول إلى آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر و الشركة المصدرة.
- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونيا بتوزيع أرباح حتى لو تحققت لها لأنّ ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع.

ب - **السلبيات:**

- ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها و بالتالي ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة .
- عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة .

[1] نبيل شاكر ،الإدارة الفعالة للأموال المشروعات ،منهج تنمية القدرات المعرفية و المهارية،مكتبة عين الشمس القاهرة مصر ،الطبعة الثالثة ،2000،ص80.

[2] نيل شاكر الإدارة الفعالة ،مرجع سابق، ص82.

- دخول مساهمين جدد و تشتت الأصوات في الجمعية العمومية.

2-1-4: أنواع الأسهم العادية:

تنقسم الأسهم العادية إلى الأنواع الآتية: [1]

* **من حيث الشكل :**

- **أسهم اسمية:** و تصدر باسم صاحب السهم العادي و بالتالي فأنّ نقل ملكيتها يحتاج للعودة لمصدر أو للبورصة.
- **أسهم لأمر:** المساهم هنا غير معروف للشركة و تنتقل ملكيتها بطريقة التظهير.
- **أسهم لحاملها:** ليست باسم شخص معين و تنتقل الملكية من يد إلى أخرى و مالكها هو الشخص الذي يحوز عليها .

* **من حيث الحصة المدفوعة:**

- **أسهم عينية:** و هي تمثل حصة عينية من رأسمال على شكل عقار أو آلات أو معدات.
- **أسهم نقدية:** و هي التي تدفع مقابل الحصول عليها بمساهمة نقدية.

* **من حيث الحقوق:**

- **السهم العادي:** يمنح للمكتتبين و يحق لحامله الحصول على أرباح دورية و كما سبق و أن تم تعريفه.
- **السهم الممتاز:** و هي أسهم هجينة تقع بين الأسهم العادية و السندات و سوف نأتي على شرحها لاحقا.

2-1-5 الاتجات الجديدة بخصوص الأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم التقليدية ظهر في الآونة الأخيرة علي نطاق محدودة أنواع مستحدثة من الأسهم العادية تتمثل:[2]

- الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية أي تربط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين .
- الأسهم ذات التوزيعات المخصومة أي خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
- الأسهم العادية المضمونة أي تعطي الحق لحاملها في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة معينة .

---

[1] مراد كاظم،البورصة و أفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ،دراسة نظرية و عملية ،الطبعة الثانية1967،ص34.

[2] الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية ،ندوة الاستثمار و مقوماته في بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية ، الندوة المنعقدة بالدار البيضاء،المغرب في الفترة ما بين (16-18) ديسمبر 1986،ص04.

و لكون عائد الأسهم العادية يتحدد بقرار توزيعات الأرباح السنوية و فارق التقلبات السعرية الموجبة في سوق الأوراق المالية فأنّ معدل العائد السنوي على السهم يكون إذن عبارة عن حاصل قسمة الفرق بين سعر البيعو سعر الشراء مضاف إليه نصيب السهم السنوي من توزيع الأرباح على سعر الشراء الذي بموجبه تم الحصول على السهم .

3/ الأسهم الممتازة : Prefred Stocks

و هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوق أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو يتبقى لحملة الأسهم العادية أيّة حصّة من الأرباح التي يقررها توزيعها. [1]

3-1 : خصائص الأسهم الممتازة :

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح و بنسبة محددة.
- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.
- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.
- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة لأخرى.
- حق تحويلها إلى أسهم عادية.
- حق تحديد مدّة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.

3-2/ مزايا و عيوب الأسهم الممتازة:

أ/ المزايا: [2]

- لها نسبة محدد من الأرباح بغض النظر عن قرار التوزيع من عدمه.
- انخفاض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.

ب/ العيوب:

- ارتفاع تكلفتها على الشركة المصدرة لعدم إمكانية خضم توزيعاتها من الوعاء الضريبي .
- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد سنوات.
- الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة.

---

[1] فيصل محمود الشواورة ،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العلمية)،دار وائل للنشر و التوزيع ،عمان ، الطبعة الأولى 2008،ص83-84.

[2] قريدي باز جورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية و إدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت 1987م، ص 83.

- الحق أحيانا في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة .

3-3/ أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية: [1]

- **مجمعة للأرباح:** و تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكن لم يعلن عن توزيعها و ذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- **مشاركة في الأرباح:** و توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.
- **القابلية للتحويل:** تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.
- **القابلية للاستدعاء:** تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها و سداد قيمتها لحاملها و خصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.

من ذلك يتضح بأنّ الأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم العادية من حيث إنّها تعبر عن علمية المستثمر و عدم وجود تاريخ استحقاقها لها و حصولها عن توزيعات الأرباح و خصائص السندات من حيث ثبات العائد وزيادة درجة المخاطر المالية للشركة و مصدرة الأسهم، لهذا فإنّ العائد على الأسهم الممتازة في الغالب سوف يكون أقل من العائد على الأسهم العادية لكنّه أكبر من العائد على السندات.

[1] محمد مطر ،إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العلمية)،عمان الأردن ،الطبعة الأولى1993،ص208.

جدول رقم (I،1):مقارنة بين الأسهم و السندات .

السند	السهم
-أداة دين لحامله على الجهة المقترضة ؛ -لا يحق لحامله التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها ؛ -لحامله الحق في الحصول على فائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر ،ولا يمكن تأجيل تسديدها و يترتب عن العجز عن دفعها إفلاس الشركة ؛ -عائد السند ثابت ؛ -تنقطع صلة حامله بالشركة فور قيامها بتسديد قيمة السند ؛ -الفوائد على السندات لا تخضع للضريبة .	-هو أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة ؛ -له الحق في التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها من خلال الجمعية العامة ؛ -يرتبط حصول حامله على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة ،كما يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة ؛ -عائد السهم متغير ؛ -تبقى علاقة حامله بالشركة قائمة إذ لم يتم تصفيتها ؛ -عائد الأسهم يخضع للضريبة .

المصدر:بوضياف عبير ،سوق الأوراق المالية في الجزائر،مذكرة ماجستر في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة قسنطينة،الجزائر ،2007،ص81.

المطلب الثالث:المشتقات المالية

هذا النوع من الأوراق المالية لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، و لذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود، أي أنّها تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي آخر .[1]

1-5) تقسيمات المشتقات المالية:

أ/ **الاختيارات** Option: الاختيارات هي أوراق مالية تشتق من الأسهم العادية، و هذه الاختيارات قد تعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال فترة معينة بسعر معين و هذا النوع يسمى اختيار الشراء Call option، كما يوجد احتيار بيع put option و هو الذي يعطي حامله الحق في البيع سهم معين خلال أو بعد فترة معينة بسعر معين.

و أهم ما يميز هذه الاختيارات أنها تصدر من المستثمرين مباشرة و لا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية في هذه الاختيارات، كما أنّ لفظ اختيار يأتي من جانب حامل الاختيار (مشتريه) و ليس بائعه فالبائع للاختيار ليس لديه اختيار بل هو ملزم من أراد حامل الاختيار تنفيذ عقد الاختيار.

ب/ **الكفالات warouts**: الكفالة هي أيضا اختيارات و لكن تصدره المنشأة حيث تعطي لمشتري الكفالة الحق في شراء عدد معين من الأسهم العادية خلال فترة زمنية معينة بسعر معين متفق عليه.

و بالرغم من التشابه بين الكفالات و الاختيارات في أن كليهما اختيار إلا أن أوجه الاختلاف بينهما يتمثل فيما يلي:

- أنّ مصدر الكفالة هو المنشأة أو الشركات بينما مصدر الاختيار هو المستثمر الفرد.
- أنّ أجل أو الفترة الزمنية الممنوحة في الاختيارات هي قصيرة الأجل(3-9) شهور فقط بينما الكفالات تعتبر طويلة الأجل حيث تتراوح مدتها بين سنة و عشر سنوات.
- ج/ الأوراق المالية القابلة للتحويل convertible Securities

و التي تشتق من السندات أو الاسم الممتازة و هذه تعطي حاملها الحق في تحويل الورقة المالية إلى أسهم عادية بمعدل تحويل محدد سلفا .

[1] سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، صفحات58-59.

د/ العقود الآجله Forward and futuries contracts:

هذه العقود تتم بين البائع و المشتري و يتعهد فيها البائع بسليم المشتري متقبلا أصلا ماليا معينا بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين و تنظم البورصة للعقود لضمان جدية التنفيذ و بالتالي تخفيض المخاطر المترتبة عليها مقارنة مع العقود الآجلة للأصول النادية التي تنظم في أسواق مماثلة. [1]

[1] سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق ص60.

خلاصة

من خلال دراستنا لهذا الفصل تعرفنا على أهمية الأسواق المالية في الدول إذ يعتبر من أكثر الموضوعات المثيرة للاهتمام في اقتصاديات السوق وعادة ما ينصرف سوق رؤوس الأموال على أنه سوق الأوراق المالية ذلك خلال تبادل الأوراق المالية بيعا وشراء، وهو مفهوم ضيق لذا يطلق عليه مصطلح البورصة و قد وجدت هذه الأخيرة لضرورة حتمية تتطلبها نظم الحياة المعاصرة التي ترتبط ارتباطا قويا بنمط المؤسسات التي تنعش الاقتصاد و تضبطه ،كما تلعب المشتقات المالية هدف رئيسي و هو ضمان التسيير الأمثل للمخاطر و تحويلها إلى ضمان التوازن، و طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية و متمثلة في الوسطاء الذين يتلقون أوامر من زبائنهم و الذين يلعبون دورا هاما جدا في السوق المالي .

الفصل الثاني

نظرية المحفظة و فعالية الأسواق المالية

تمهيد :

من الدور الرئيسي الذي تلعبه الأسواق المالية هو توفير الموارد المتاحة للمشروعات الاستثمارية من أجل الدفع بالتنمية الاقتصادية لذلك ظهرت البورصة كأهم مصدر للتمويل ومقياسا حقيقيا لحركة الاستثمار والادخار في بعض البلدان لذا تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية بحيث تخضع للآلية السوق المتمثلة في للعرض و الطلب ،كما أن تقبلها ورواجها يقتضي منها توفير الكفاءة في السوق من حيث الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة ويتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة وتكون هناك عدالة في السوق ولإعطاء نظرة أشمل تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

-المبحث الأول: الاستثمار في نظرية المحفظة.

-المبحث الثاني:كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الأول :الاستثمار في نظرية المحفظة .

يعد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية أهم مفردات العملية الاقتصادية إذ لا يمكن تحقيق نمو في الاقتصاد الكلي بدونه ومن خلاله يدفع الي تسعير الأوراق المالية في السوق المالي .

المطلب الأول: مخاطر و عوائد الاستثمار في الأوراق المالية

1 - **مفهوم الاستثمار:**" هو التضحية المؤقتة بأموال حالية من أجل أموا ل مستقبلية أو هو التضحية بـإشباع رغبة استهلاكية حاضرة و ذلك في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل [1]

إنّ ضمان هذه التضحية المؤقتة بالأموال ترتبك بثلاث أبعاد جوهرية يشكلان أساس العملية الاستثمارية سواء للفرد أو للمنشأ، أو الاقتصاد ككل هي، العائد المتوقع، درجة المخاطرة و الزمن الذي يعتبر المتغير الذي يخلق التوازن ما بين الرغبة في تحقيق العائد المتوقع و القدرة على تحمل المخاطر .

إذا يشكل حساب معدل العائد من العلاقة الآتية:

معدل العائد : ثروة المستثمر نهاية الفترة– ثروة المستثمر في بداية الفترة
ثروة المستثمر في بداية الفترة

2 – **مخاطر الاستثمار:**

يتعرض المستثمر الأوراق المالية عموما إلى نوع من المخاطر تتباين درجتها و قوتها و النوع الاستثمار حيث يصنف هؤلاء المستثمرين إلى ثلاث أنوع:

- **المحبون للمخاطرة** : و هم المستثمرون الذي يقبلون مخاطرة عالية على أمل الحصول على عائد عالي.
- **الكارهون للمخاطرة** : هو الذين يرفضون بعائد بسيط نظير تحمل مخاطرة بسيطة و قد أثبتت الكثير من الدراسات التحليلية أنّ معظم المستثمرين كارهون للمخاطرة.[2]

[1] حامد العربي الخضيري ،تقسيم الاستثمارات ،دار وائل للكتب للنشر و التوزيع ،مصر 2000،ص40

- **المحايدون** : و هم مجموعة المستثمرين الذين تتساوى لديهم المخاطرة و عدم المخاطرة بعد النظر عن الاتجاهات المستثمرين اتجاه المخاطر فإنّ أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول بشكل عام و الاستثمار في الأصول المالية بشكل خاص، إنّا يسعى إلى المقارنة بين العائد و المخاطرة و يتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له: [1]

1-تحقيق أعلى عائد عند مستوى تابت من المخاطرة.

2-تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

3/ أنواع المخاطر في الاستثمار:

يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها عمليات الاستثمار بالأوراق المالية في أسواق رأس المال إلى مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة

3-1/ مخاطر المنظمة : يعرفها المهتمين بالدراسات المالية بما يسمى بالمخاطر العامة أو السوقية ، تصيب كل الموجودات في السوق بفضل عوامل مشتركة تؤثر في النظام الاقتصاد مثل : العوامل الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية و حتى التربوية ، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على منشأة معينة أو قطاع معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة في تحديدها و السيطرة عليها مثل : حالات الإضراب العام أو الحروب أو الانقلابات أو حالات الكساء أو حالة التضخم و التغيرات في معدلات الفائدة و غيرها من العوامل التي يصعب التحكم فيها، بحث تؤثر في جميع المنشآت العاملة لذلك فأنّها تصيب كل الاستثمارات و من ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية و لا يمكن تجنبها بالتنويع و لكن يمكن الحد من شدتها من خلال العائد المتوقع، و تقاس بمعامل بيتا.

3-2/ المخاطر غير المنظمة (المخاطر الخاصّة): هي حالات التأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصّة أو عوامل متعلقة بمنشأة معينة أو قطاع معين تكون مستقلة عن مخاطر النشاط التي لا يمكن تجنبها و يرجع سبب هذه المخاطر إلى عدة عوامل مثل : حدوث إضراب عمالي في منشأة أو قطاع معين، الأخطار الإدارية و ظهور اختراعات جديدة و غيرها، و مضمون هذا النوع من المخاطر قدره المستثمر في تفاديها من خلال التنويع، فالتنويع الجيد للأصول المالية باختلاف أنواع سوق يمكن من تجنب التقلب في العوائد المتوقعة المتأنية من الاستثمارات.

[1] حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2001،ص65-68.

يعني أن المخاطر غير المنظمة تقيس درجة التقلب في عوائدها منشأة معينة بفعل عوامل خاصّة بها، و المنشآت التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنظمة هي المنشآت التي تعمل في قطاع الصناعة الاستهلاكية حيث لا تعتمد مبيعاتها على منتجات في مستوى النشاط الاقتصادي أي على حالة السوق المالية في مقياسها المطلق هو الانحراف المعياري و النسبي التباين أو الاختلاف. [1]

3-3/ مخاطر الأعمال (المخاطر الاقتصادية): هي جزء من المخاطر المنظمة و غير المنظمة، بتعرض لها المستثمر في أسهمها و الذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع على الاستثمار الذي ينتظره المستثمر و مخاطر الأعمال تنشأ بسبب السياسيات الإدارية و الظروف الاقتصادية و تغيرات طلب المستهلكين و التغير في ظروف المنافسة التي تساهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية و الذي ينعكس على العائد الذي ينتظره المستثمر في الأسهم العادية.

3-4/ المخاطر المالية : بالإضافة إلى المخاطر الأعمال تتعرض المنشآت إلى مخاطر إضافية بسبب اعتماد إدارة المنشأة عن مصادر التمويل المقترحة في هيكل تمويل المنشاة، فكلما زاد اعتماد الإدارة على القروض كلما تعرضت الإداري إلى مخاطر إضافية ممثلة باحتمال عدم القدرة في تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الاثنين معا و تسمى بالمخاطر التالية و الأصل في هذه المخاطر ليس الافتراض بحد ذاته و إنّما احتمالات انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى فائدة التي تلتزم الإدارة بتسديدها هذه الفائدة مثل: كلفة ثابتة،و عليه إن اعتماد إدارة المنشأة على التمويل الممتلك فقط سوف يجنب إدارتها من تحمل المخاطر المالية لتظل المنشأة عرضة لمخاطرة الأعمال فقط.

3-5/ مخاطر سعر الفائدة: [2] تنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغير في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة لذا اتصف ضمن المخاطر العامة أو المنتظمة باعتبارها مخاطر تصيب كافة الاستثمارات بصرف النظر عن طبيعة و ظروف الاستثمار ذاته، و كقاعدة عامة فإنّه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة و العكس صحيح و من المتوقع بالطبع أن يكون لارتفاع أو انخفاض التأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

3-6/ مخاطر القوّة الشرائية : و هي تعرض أموال مستثمر لانخفاض في قيمتها الحقيقية أي قوتها الشرائية فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية لاستثمار فقد يكون وهمي إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت

[1] حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص68-69-76.

[2] منير ابراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، طبعة 1999م، ص258.

بمعدلات أكبر، و من المقاييس الشائعة لقياس مستوى تضخم الأرقام القياسية لأسعار السلع الاستهلاكية و عادة ما يقاس التضخم على أساس شهرة، و من المتفق عليه أن مخاطر القوة الشرائية هي أيضا مخاطر منتظمة بطبيعتها.[1]

3-7/ مخاطر التوقف على سداد الالتزامات :تعتبر هذه المخاطر جزء من المخاطر الكلية التي تنشأ عن تغيير في سلامة المركز المالي للمنشأة فمثلا: عندما تصدر المنشأة للأوراق المالية جديدة (أسهم، سندات) أو تنفذ اقتراحا استثماريا ما فقد يكون لهما تأثير على المركز المالي المنشأة،لذا تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد و هذا ينعكس على القمّة السوقية لأوراقها المالية و هنا تجدر الإشارة إلى أن مخاطر التوقف على السداد لا تعني حدوث نوقف فعلي بل تعني احتمال مؤقت نتيجة التغيير في مركزها المالي مما يؤثر على قدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات .

المطلب الثاني : نظرية محفظة .

يعد الاستثمار في الأوراق المالية خط الدفاع الأول بالنسبة للشركات و البنوك و الأفراد للوقاية ضد مخاطر التعثر و نقص السيولة، و عدم القدرة على مواجهة الالتزامات الطارئة و المحافظ الاستثمارية هي الحل الوحيد لذلك و يتم إدارتها من قبل ما يسمى بمدير المحفظة .

1/ المحفظة الاستثمارية:

تعرف المحفظة الاستثمارية على أنّها سلة من الأوراق المالية، و يعد التنويع الاتجاه الغالب في عمليات الاستثمار في الأوراق المالية، كما يعرف المحفظة الاستثمارية بأنّها مجموعة من الأصول المالية (الاستثمارات)، و تحلل نظرية المحافظ portfolios theory كيفية اختيار المحفظة الكف ء [2] و التي تحقق أفضل عائد في ظل مستوى معين من المخاطر أو أقل درجة من مخاطر في ظل العائد نفسه.

كما يمكن القول أن التنويع مبدأ استثمار مهم ينطلق من حكمة (لا تضع بيضاتك في سلة واحدة).[3]

2/ سياسات إدارة المحافظ:

يراعي المستثمر عدد إدارة المحفظة عامل السيولة و الربحية و الضمان و بالتالي يأخذ بعين الاعتبار السياسة التي يتبعها فقد تكون: [3]

[1] منير إبراهيم الهندي ،أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ،مرجع سابق ،ص259.

[2] إنّ أوّل من أدخل مفهوم المحفظة الكفء Efficient portfolionهو أوجيني فام عام (1965م).

[3] يعد الدرس الذي تلقاه موظفو شركة إينرون (Enron) عام 2001م، المتمثل بخسارتهم الكبيرة عند انخفاض سعر سهم شركتهم التي استثمروا بأوراقها دون التنويع خير مثال على نتائج عدم التنويع .

السياسة الهجومية: حيث يضمن المستثمر استمرار الدخل و بالتالي يبحث عن تراكم الأرباح فيكون أسلوبه هجوميا و يلجأ إليها المستثمر في حالات الرخاء و الازدهار الاقتصادي فيستعمل أدوات استثمارية ناجحة كالأسهم مثلا فيحتفظ بها عندما تكون الأثمان منخفضة ليبيعها عند ارتفاع الأسعار فيخفف أرباحا متزايدة.

- **السياسة الدفاعية:** حيث يهتم المستثمر بتكوين الدخل الثابت و المستثمر فيكون متحفظا حذرا أسلوبه دفاعي و لذلك يهتم بعنصر الضمان و الأمان بحيث يضمن دخلا مستثمرا فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات الطويلة الأجل و العقارات و كذلك الأسهم الممتازة التي تضمن دخلا ثابتا مهما.
- **السياسة المتوازنة** : في هذا النوع من السياسيات يحاول المستثمر الجمع بين السياسة الهجومية و السياسة الدفاعية فيكون بذلك متوازنا، و أغلب المستثمرين يميلون بهذا النوع من السياسات حيث يحققون عوائد تتناسب و درجة المخاطرة.

و بأدوات استثمارية قصيرة الأجل تتمتع بالسيولة و الضمان و الربحية كأ ذونات الخزينة و ربما يلجأ بعضهم لأدوات طويلة الأجل كالسندات و العقارات و الهدف من هذا التنويع بتقليل المخاطر و الحد من الخسارة في بعض الأدوات.

3/ أهداف بناء المحافظ الاستثمارية:

إنّ تنويع الأوراق المالية يمثل إستراتيجية استثمارية لتوعية المخاطر و نموذج المحفظة الاستثمارية يعكس هذه الإستراتيجية و هناك ثلاثة أهداف تدفع المستثمر لإنشاء محفظة بدلا من الاستثمار المنفرد أهمها:[1]

أ/ المحافظة على رأسمال الأصلي : فالاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب باتجاه تآكل رأسمال، لذلك فإنّ المحفظة تساعد في الحفاظ على رأسمال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق المالية و التي بدورها تنوع درجة المخاطر و العائد.

ب/ تحقيق مستوى مقبول من السيولة: إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (مثلا السندات) فضلا عن الأوراق سريعة التسويق (أسهم الشركات الكبرى) في أسواق التداول، كفيل بتوفر تدفق نقدي مستمر و عند الحاجة إلى التغير في المحفظة الاستثمارية.

ج/ نمو رأسمال المستثمر : يستهدف مدير المحافظ زيادة حجم رأسمال المستثمر من خلال عملية التنويع و اختيار أوراق المنشآت ذات النمو المحتمل مستقبلا، فالعائد الذي تحققه محفظة لا يعكس نزعة تدنية المخاطر بل تنمية العوائد في الوقت نفسه.

[1] محمود محمد الداغر ،الأسواق المالية (مؤسسات ،أوراق ،بورصات)منشورات دار الشروق ،الطبعة الأولى 2005،ص204.

/ **أنواع المحافظ الاستثمارية:** هي كتالي [1]

أ/ محفظة الدخل :

و هي المحفظة التي تتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر مع مستوى مخاطر مقبول ة، فقيام إدارة المحفظة (طبيعية، معنوية) باختيار الأوراق المالية التي تولد دخلا مستقرا مثل أسهم الشركات الكبرى و السندات جيدة الدخل يساعد في الوصول إلى محفظة الدخ ل .

ب/ محفظة النمو:

و هي المحفظة التي تهتم بالأوراق المالية لمنشآت الأعمال النامية في نشاطاتها الاقتصادية و الذي ينعكس في نمو توزيعات أوراقها.

و لتحقيق النمو في العائد يتطلب إدارة محفظة تركز على مدخل النمو في العائد عن نمو التوزيعات، فضلا عن نمو ا لقيمة الرأسمالية للورقة المالية ذاتها.

ج/ المحفظة المختلطة:

هي المحفظة الجامعة ما بين تحقيق تدفق الدخل مستقر نسبيا يوفر مرونة المستثمر و ما بين نمو العائد المتولد و الاستثمارات بالمحفظة، لذلك يجهد مدير و المحافظ أنفسهم في اختيار توليفات من الأوراق المالية ذات المخاطر الفردية المتنوعة (عالية، منخفضة) مقابل دخل مستقر من جهة و نمو العائد من جهة أخرى .

[1] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية ،مرجع سابق ص205.

5/ التنويع و أشكاله في محفظة الأوراق المالية:

يعتبر التنويع في مكونات المحفظة من أهم أعمال المدير حيث يترتب على التنويع الجيد حصول على أكبر قدر من العوائد بأقل درجة من المخاطرة، فمبدأ المحفظة يرتكز على التنويع الذي يوفر للمحفظة سمة الآمان النسبي، و للتنويع استراتيجيات في بناء المحافظ المالية و هي: [1]

5-1- التنويع البسيط: يقوم هذا النوع على مبدأ أنّه كلما زادت الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة زاد تنويعها و بالتالي تقل خطوات الكلية فيتحقق الأمان النسبي بشكل أكبر في مواجهة مخاطر الاستثمار، فالمحفظة المكونة من ثلاث أوراق أقل خطورة من المحفظة ذات الورقتين.

5-2 – تنويع ماركويتز markowitz: تقوم فكرته على أساس أن المخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمار، بل على العلاقة التي تربط أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة، فإن كانت العلاقة بينهما طردية فالمخاطر تكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقبلية، فمثلا: انخفاض قيمة أسهم الشركات العقارية سيؤثر في قيمة أسهم الشركات مواد البناء كالاسمنت و الحديد لوجود علاقة بينهما، لا يؤثر هذا الانخفاض في أسهم شركات النسيج و الغزل.

5-3- التنويع الجغرافي : و هو التنويع من خلال الاستثمار في الأوراق المالية الموجودة في أكثر من دولة، و يمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية، و توزيع رأسمالها في أكثر من دولة و تنوع العملات بسبب الاستثمار في أكثر من دولة، تنوع العملات التي تقيم بها هذه الأدوات فيكون الاستثمار في الأصول و العملات معا،ولقد أثبتت الدراسات أن التنويع من شأنه أن يخفض من المخاطر إلى مستويات أدنى مما يحققه التنويع المحلي.

[1] أحمد معجب العتبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن ، عمان ، الطبعة ...2007،ص39-40.

المطلب الثالث : التسعير في محفظة الأوراق المالية.

1-تعريف التسعير:يعتبر التسعير في سوق الأوراق المالية هو القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى الجلسات و التي تسجل في لوحة التسعير بعد انتهائها ،و يعكس هذا السعر القيم المختلفة التي اجتمعت عندها طلبات البيع و الشراء للورقة المالية ومن هنا يتحدد سعر التوازن و الوصول إلى اكبر عدد ممكن من المعاملات .

-طرق تسعير الأوراق المالية :

يمكن إجراء تسعير الأوراق المالية بأوجه مختلفة .[1]

أ-**مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع :** عندما يراد شراء سلعة ما يبحث المشتري عن حائز لها يريد التخلي عنها،عمل وكلاء الصيارفة و موظفيهم يقتصر على التقريب بين المشترين و البائعين لنفس الأوراق المالية ،مطابقين مابين العرض و الطلب لتلك القيم .

إن سعر الورقة المالية يرتبط بعدد الأسهم المطلوبة و المعروضة بهذا السعر أو ذاك ،المبدأ الأساسي هو تلبية الحد الأقصى من الأوامر التي أشير إليها ،و السعر المعتمد لا يجب أن يكون مسجل فهذا الأخير يجب أن يأخذ بالاعتبار ليس فقط كافة الأوامر بالأفضل بل جميع أوامر البيع المحددة بسعر أدنى وجميع أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى من السعر المقترح وصفه.

ب-تقنيات التسعير :تتمثل فيما يلي [2]

1. -التسعير بالمناداة:

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به.

عادة ما يتفاوض في هذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولا في البورصة من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

[1] صلاح الدين شريط ،دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ،مرجع سبق ذكره ،ص107.

[2] جبار محفوظ ،إدارة البورصة ،دار هومة ،للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى ،الجزائر 2002،-115- 114 .

2-التسعير بالتدرج[1]:

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط) أو شركة بورصة (متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها .في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها و يضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي ما زالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

3- التسعير بالصندوق:

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا .مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية مثلا(SBF) في حالة الصفقات التي تعقد هناك .يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص"كما هو، الحال في التقنية السابقة"، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

4- التسعير المستمر:

تتم عمليات التبادل في ظل التسعيرة المستمرة في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم التقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، أين تتم معالجة مختلف الأوامر و العمليات باستعمال الإعلام الآلي (الحاسوب) الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر و في أي وقت، الأمر الذي يسمح من تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، كما يمكن من المتابعة السعرية لتطورات السوق.

تحقق هذه الطريقة شفافية كلية إذ تسمح بإجراء مختلف العمليات، غير أن تغيرات الأسعار وتوجهاتها في الجلسة الواحدة عادة ما يؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق الصغيرة، و لتفادي هذا الإشكال

[3]محمد يوسف ياسين،البورصة (عمليات البورصة ،تنازع القوانين إختصاص المحاكم) ،منشورات الحلبي الحقوقية، ،بيروت ،2006.ص107.

فإن تسعيرة الإفتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق بحيث تمر تقنية التسعير المستمرة بمرحلتين أساسيتين هما:[1]

–مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة :يقوم المتفاوضون بإدخال كل الأوامر المتحصل عليها منذ آخر جلسة في البورصة في نظام الإعلام الآلي و إلى هنا لا يتم أي تبادل.

–مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة :إن عملية التبادل تبدأ بسعر الإفتتاح الذي حقق التوازن بين العرض و الطلب و الذي يصبح سعرا للتبادل، و عند هذا السعر يتم تنفيذ أوامر الشراء المحدد بسعر أعلى من سعر الإفتتاح أو مساوٍ له، أما أوامر البيع المحدد المنفذة فإن سعرها أدنى من سعر الإفتتاح أو مساوٍ له.

و تتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة و التي تنفذ وفق قاعدة " أول أمر داخل أول أمر منفذ" ، فإذا أدخل أمر محدد لسعر معين و كانت هناك أوامر أدخلت من قبله وبنفس السعر فإنه يتم تنفيذ هذه الأوامر المحددة أولا، و بالتالي فإن عملية تنفيذ الأوامر المحددة يتم بالأولوية أما الأوامر بسعر السوق فليست لها الأولوية في التنفيذ عند افتتاح الجلسة، إذ يتم تنفيذها بعد الافتتاح فهي خاضعة لسعر أفضل عرض إذا تعلق الأمر بالشراء و سعر أحسن طلب فيما يتعلق بالبيع.

1جبار محفوظ ،إدارة البورصة ،مرجع سابق،116-117.

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية .

ترتكز كفاءة الأسواق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين، من حيث توفرها وعدالة الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها ،كما أن كفاءة السوق تسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا .

المطلب الأول:كفاءة السوق المالية وأنواعها.

أولا:فعالية السوق

إن مصطلح فعال أو الفعالية في اللغة العربية الذي يقابله في الفرنسية" efficience "وفي الانجليزية "efficient "يحمل معنى قادر مؤهل ،كفء،فعال وفي الفكر الاقتصادي نقصد بفعالية أسواق الصرف مدى تجاوب هذه الأخيرة مع المستجدات في السوق المتمثلة أساسا في المعلومات الجديدة .

نظرية السوق الفعال في تحديد أسعار الصرف تطرق لها العديد من الاقتصاديين الجدد المعاصرين حيث طورت من قبل Dornbusch1976، Frenkel1976 ، Mussa1977،1976 Branson حيث أصبحت هذه النظرية ذات أهمية بالغة في التوقعات الغير ملاحظة إلا أنها تظل صعبة النمذجة .[16]

يعود أصل فكرة الأسواق الفعالة FAMA 1965 و الذي عبر عن السوق على انه مجموعة من الأعضاء يحاولون تعظيم أرباحهم بطريقة عقلانية في ظل جو تسوده المنافسة لتوقع قيم المستقبل وذلك باستغلال المعلومات المتاحة في الوقت الحاضر.

كما عرف بلكوي belkaoui السوق ذات الكفاءة بأنها السوق الذي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات (الأوراق المالية) متساوية تماما لقيمتها الحقيقية الواقعية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها ويشمل هذا التعريف العناصر التالية: [(17)]

-أن الأسعار تعبر وبشكل واقعي عن المعلومات المتوفرة والمصرح بها عن الأوراق المالية .

-ان تتوفر المرونة في السوق بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة بطريقة سريعة وفورية وبحيادية تامة.

[1]RICHARD BAILLIE: « le marche des change » .Eska ;paris .1998.p47

[2]مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 48.

التقديم العام للنظرية :

تعريف مبدأ الفعالية : يعرف COBBAUT1987 السوق الفعال على أنه ذلك السوق التي تتجاوب وظائفه مع المعلومات المتاحة آنيا بحيث تأثر هذه الأخيرة تأثيرا بالغا على الأداء العام للسوق وبالأخص في تكوين الأسعار .[18]

*تعريف FAMA1965:السوق الفعال هو الذي يستطيع القيام بتوقعات سليمة وصحيحة للقيم المستقبلية على ضوء المعلومات المتاحة.[19]

*نقول على سوق الصرف أنه فعال إذا كان المتدخلون في هذا الأخير يأخذون بالحساب جميع المعلومات العمومية المتاحة في توقع تطور أسعار الصرف في المستقبل.[20]

ثانيا :أنواع كفاءة الأسواق المالية .

هناك نوعان من الكفاءة في السوق هما الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية.

2-1- الكفاءة الكاملة: ونقصد بها مثالية السوق المالي من حيث المعلومات و المتعاملين و انجاز الصفقات و التكاليف ،وعدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين وصول نتائج محددة بشأن سعر الصرف ،حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ومن ثم لا تتاح لأي مستثمر فرصة لاتتاح لغيره .

ولتحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يتطلب توفر مجموعة من الشروط أهمها: [21]

1-تماثل المعلومات : بمعني تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه وبنفس التكاليف وإلا تحولت الى سوق احتكار .

2-عدم وجود قيود على التعامل مثل :تكاليف المعاملات او الضرائب وغيرها .

3-حرية الدخول و الخروج من والى السوق الاستثماري بمعنى حرية اقامة المشروعات الجديدة ،وعدم وجود تكاليف افلاس قانونية او محاسبية تنتج عن تصفية الاستثمارات .

---

[18] Christian. A, Norel.P.op.cit.p230.

[19]Richard Baillie : '' le marché des change ''Idem p49.

[20] Bernard Galillochon , Annie, kawecki : '' économique internationale commerce et macro économie'', 4 ème édition , Paris, Dunod, 2003, p236.

[4] عبد الغافر حنفي، البورصات، الدار الجامعية، مصر، الاسكندرية،2005،ص193.

4-للمستثمر الحق في بيع او شراء الكمية التي يريدها من الاسهم ودون شروط وبسهولة ويسر .

5-وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي الى عدم تاثير تصرفات بعضهم على اسعار الأسهم .

6-اتصاف المستثمرين بالرشد اي انهم يسعون الى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم .

لكن في الواقع قد لا تتحقق بعض هذه الشروط فمثلا قد لا تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه ودون تكاليف ،كما قد يوجد قيود على وجود تمييز بين ضرائب الدخل و ضرائب الارباح كما قد يكون هناك قيود على الدخول و الخروج من والى السوق الاستثماري في ظل عدد محدود من المستثمرين.

-الكفاءة الاقتصادية (استجابة السوق): تعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على اسعار الاسهم .

وتستند الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي على فرضية اساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة ،ويتطلب منه الدخول في سباق نحو الحصول على بيانات ومعلومات كافية على الورقة المالية واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل للاستنباط عند اتخاذ القرار لتحقيق الهدف ،لنفترض بانه من المنطقي وجود فترة تباطئ زمني بين تداول المعلومات الجديدة و بين انعكاس اثرها على الاسعار هذا ما يؤدي بالنتيجة الى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت .

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق.

أولا :متطلبات السوق الكفء:تتمثل فيما يلي [22]

ا-الكفاءة التخصصية: يمكن القول بان الكفاءة التخصصية هي قدرة السوق على تخصيص الموارد المتاحة للاستثمارات البديلة،حيث يتم توجيه هذه الموارد نحو الاستثمارات الاكثر ربحية بطريقة تحقق النفع العام،لذلك نجاح السوق يؤدي الى نمو فرص الاستثمار وتطوير النشاط الاقتصادي بشكل عام،دون التركيز على قطاعات محدودة دون اخرى ،الامر الذي يساعد بزيادة معدلات النمو الاقتصادي للبلاد .

ب-الكفاءة التشغيلية "الكفاءة الداخلية ":وهي قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض و الطلب دون ان يتكبد المتعاملون تكاليف عالية و دون ان يتاح لصناع السوق فرصا لتحقيق هامش ربح مغالي فيه .

ج-كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية " :ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ،دون فاصل زمني كبير بما يجعل اسعار الاسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ،يعني الفرصة متاحة

[22] عطا الله خليل ،محمد عبد الفتاح العشماوي ،الحوكمة المؤسسة ،المكتبة العربية ،مصر القاهرة 2008،ص6.

للجميع للحصول على تلك المعلومات ،فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الارباح ،إلا انه يصعب على البعض منهم تحقيق ارباح غير عادية على حساب الآخرين . [23]

ولضرورة توافر المعلومات في أسواق المال وتكون جيدة لابد ان تتصف بما يلي :

-ان تكون المعلومات مستقبلية وليست تاريخية .

-ان تكون المعلومات دقيقة .

-ان تكون تكلفة الحصول على المعلومات زهيدة .

-ان تكون مصادر المعلومات متعددة

وتعتمد كفاءة التسعير الى حد كبير على كفاءة التشغيل فلابد ان تكون تكلفة المعاملات عند حدها الادنى ،و بالتالي يكون العائد وراء البحث عن المعلومة مجديا ويكفي لتغطية تكاليف المعاملات ،لذا يتضح ان السوق الكفء هو الذي تعكس فيه الاسعار بطريقة سريعة المعلومات التي من شأنها ان تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة .

ثانيا:خصائص السوق الكفء .

يتميز سوق الاوراق المالية بالخصائص الاتية : [24]

-كفاءة التشغيل :فلابد ان تتوفر كافة الآليات التي تمكن من اصلاح أي خلل في التسعير .

-كفاءة الأسعار :اي سعر الورقة المالية مبني على اساس معلوماتي وليس على اساس الإشاعات .

-الامن:يعني توفر الحماية ضد المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها المستثمر .

-العقلانية :اتصاف المستثمرين بالرشد ،حيث يجب ان يكون المتعاملون في السوق المالي يهدفون الى تحقيق الربح (تعظيم المنفعة)التي يحصلون عليها من إستثمار ثرواتهم .

-وجود عدد كبير من المستثمرين بما بما يؤدي الى عدم تأثير تصرفات بعضهم على اسعار الأسهم .

[23] عصران جلال عصران ،الاستثمار و التمويل و استراتجيات تسعير الأوراق المالية ،مرجع سابق ،ص57.

[2] قاسم نايف علوان ،إدارة الاستثمار ،دار الثقافة للنشر و التوزيع ،عمان الأردن ،الطبعة الأولى 2009،ص 164-165.

-ان تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت وبنفس التكاليف .

-للمستثمر الحق في بيع وشراء الكمية التي يريدها من الاسهم بسهولة ودون شروط .

-عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعالات او الضرائب الامر الذي يوفر النافسة الكاملة في السوق، وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية المتمثلة في الشركات القابضة.

المطلب الثالث:مستويات السوق الكفء.

أولا:**تقيم درجات الفعالية**

يبدو واضحا من التعاريف السابقة ان مفهوم الفعالية يرتبط إرتباطا وثيقا بالمعلومات

قام FAMA سنة 1970 بدراسة حول فعالية الاسواق من خلال دراسة نوعية للمعلومات المتداول بين المتعاملين في السوق وخلص الى أن درجة الفعالية تختلف من سوق الى آخر وذلك حسب طبيعة ونوعية المعلومات التي يعتمد عليها المتعاملين في بناء توقعاتهم المستقبلية وكان تقسيم FAMA كما يلي :[25]

- سوق ذو فعالية ضعيفة ؛ و يدخل ضمن هذه الدرجة الضعيفة كل الاسواق التي تتوفر وتعتمد على المعلومات الماضية فقط .

- سوق ذو فعالية نصف قوية ؛ و نقصد بها هنا كل الاسواق التي تعتمد في تكوين اسعارها المستقبلية على المعلومات الماضية بالإضافة إلى المعلومات العمومية مثل المنشورات الحكومية الرسمية و المعلومات التي توفرها الجرائد.

- سوق ذو فعالية قوية ؛ حيث قيم FAMA السوق ذو الفعالية القوية على انه السوق الذي يعتمد على المعلومات الماضية و المعلومات العمومية اضافة الى المعلومات الخاصة التي توفرها المؤسسات و الهيئات المتخصصة.

وكإضافة الى تقسيم FAMA فإن الصيغة النصف قوية لفعالية الاسواق قسمت من قبل GEWEKE et FEIGE سنة 1979 الى نوعين إضافيين [26]

أ)فعالية السوق الوحيد:اين كل المعلومات العمومية المهمة متاحة من اجل سعر الصرف الواحد .

[25]عبد الغفار حنفي ،البورصات ،الإسكندرية الدار الجامعية ،2005، ص188-191.

[26]Richard Ballie ":le marche des change ,"op.cit.p49.

ب)فعالية الاسواق المتعددة : اين مجمل المعلومات المتاحة تكون حول جملة من اسعار الصرف إضافة الى كل المعلومات الاقتصادية الدولية .

ومن خلال العرض السابق لمختلف التقسيمات لدرجات فعالية الاسواق يبدو جليا ان صيغة السوق ضعيفة الفعالية قابلة كليا للاختيار الإحصائي في حين تبقى الصيغة النصف قوية و القوية قابلة للاختيار و القياس و لكن بحدوث ارتباطات قد تكون معتبرة .

ثانيا :شروط فعالية الاسواق :

لا يمكن تقييم فعالية سوق ما و تصنيفه في إحدى مراتب القوة والضعف التي تكلم عنها FAMA دون أن يتحقق لذلك شرطين هامين حتى يمكن لنا أن نتحدث عن الفعالية أصلا.

و اهم شرطين تكلم عنهما COBBAUT سنة 1987 هما :[27]

-المعلومات الملائمة: يجب ان تكون متوفرة و متاحة وفي متناول جميع المشاركين في السوق .

-يجب ان تكون هناك حالة من المنافسة التامة داخل السوق .

إن غياب هذين الشرطين أو احدهما ينفي تماما مبدأ الفعالية وذلك بإعطاء امتيازات لبعض المتعاملين في السوق على حساب الآخرين .

هذا من الناحية النظرية أما ما يمكن الحديث عنه في الواقع ان المعلومات مكلفة أي ذات قيمة قد لا يستطيع البعض الوصول إليها لغلاء ثمنها خاصة منها المعلومات الخاصة التي تكلمنا عنها ولهذا فإن الواقع الاقتصادي يبين لنا حالة من اللاتساوي في توزيع المعلومات ومن هنا يمكن لنا قياس فعالية الأسواق من خلال مدى إمكانية تحقق شرطي COBBAUT.

-إضافة إلى شرطي COBBAUT يمكن إضافة شروط أخرى هي [28]
-أن أسعار التوازن المحققة يجب أن تكون مثالية ،يعني أن الأسعار المشكلة تعكس تماما جميع المعلومات المتاحة ، و كنتيجة لذلك لا تبقى هناك أي فرصة للربح غير مستغلة .

[27]CHRISTAIN.A NOREL.p.op .cit .p 230 .

[28]محمد الصيرفي ،البورصات ،دار الفكر الجامعي ،مصر ،الطبعة الأولى 2008،ص ص78-79.

-أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب،كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه

-أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف ب"حركة الأسعار اليومية " التي تصدر عن البورصة.

-توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام .

-أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

-أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف ب"هيئة أو لجنة إدارة السوق "تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

المطلب الرابع : انعكاسات السوق الكفء على السوق المالي

إن كفاءة الأسواق المالية تساعد إلى حد كبير المساهمين على معرفة القيمة الحقيقة لأوراقهم المالية المتداولة.[29]

-إمكانية إيجاد أنماط جديدة من المنتجات المالية : بحيث أن كفاءة السوق المالي تحدد قيم ا لأصول المالية المتداولة و يزيد الإقبال على التوسع نحو المشتقات المالية الجديدة.

- تساعد المستثمرين على تحديد أنواع الأوراق المالية التي تناسب ميولاتهم الاستثمارية.وذلك من خلال تحديد نوع السهم الواجب شرائه.

[29] رمضاني محمد،تأثير السوق الكفء على الاقتصاد ،مداخلة .

-تساعد إدارة البورصة على تحديد (الأصول المسمومة) أي الأسهم التي تحدد بأكثر من قيمتها و بتالي البدء في إجراءات سحبها من السوق المالي.

4-يساعد مفهوم السوق الكفء على تحديد المؤسسات ذات المصداقية المالية المقبولة و بمعني غربلة نوع المؤسسات الواجب بقاءها في السوق المالي.

5-إن كفاءة الأسواق تنعكس ايجابيا على السوق المالي من خلال تدعيم نظام التسعير للأصول المالية.

6-تنعكس إيجابا على بناء المؤشرات المالية بشكل صحيح.

-تساعد كفاءة الأسواق السوق المالي بان يعكس بصورة حقيقية القيمة الاقتصادية للمؤسسة المدرجة في البورصة.

8-تشارك نظرية كفاءة الأسواق في توازن و إعادة توازن السوق المالي.

9-على مستوى المقارنات الدولية السوق الكفء يدعم السوق المالية الوطنية من خلال إعادة الثقة في هذا الأخير من طرف المستثمرين الدوليين و الأجانب.

- يعطي السوق الكفء الأفضلية للسوق المالي على حساب السوق النقدي.

– مفهوم السوق الكفء يعطي الأفراد و المؤسسات الثقة في تداولات السوق المالي.

-السوق الكفء يدعم السوق الملي من خلال تكريس مبدأ العرض و الطلب في تحديد الأسعار و بتالي عقلنه السوق.

-السوق الكفء يحمي الأسواق المالية من بروز أو تكرار الأزمات المالية.

خلاصة :

تعتبر كفاءة الأسواق المالية هي المحرك الرئيسي بدفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك عن طريق جلب المستثمرين إلي تبادل الأوراق المالية و التنويع فيها باعتبارها السوق المثالي في غرز الثقة فيما بينهم عن طريق توفير كافة المستجدات من البيانات و المعلومات لجلب الاستثمارات داخليا وخارجيا ، بحيث يتم من خلالها تسعير الأوراق المالية بشفافية و دون تحايل مما يؤدي إلي تدني مخاطر الاستثمار في السوق المالي .

الفصل الثالث

دراسة مقارنة لفعالية الأسواق في الدول الناميه

تمهيد :

لقد شهدت الدول النامية تطورات هامة في اقتصادياتها ا خاصة على مستوى مؤسساتها المالية و لأهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية أصبح اهتمامها متزايد لجلب الموارد مع توفير الاحتياجات التمويلية و توجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية التي تعود بفوائد عليها , مما أدى إلى ضرورة الاهتمام الفعال بهذه الأسواق في الدول النامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي و تحرير اقتصادياتها لكن رغم هذا مازالت الأسواق المالية تعاني من مشاكل تعيق نشاطها و ضعف فعاليتها.

الهدف من الدراسة المقارنة معرفة الاختلاف ما بين هذه الدول من خلال كفاءتها أو ضعفها بحيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

– المبحث الأول:عرض واقع البورصات دول العينة.

-المبحث الثاني:مصادر وكيفية عرض المعلومات المالية و المحاسبية

المبحث الأول: عرض واقع البورصات حالة (الجزائر، المغرب، مصر).

عرفت الدول النامية تحولات هامة خلال العقود السابقة من الإصلاحات لتحرير الاقتصاد وتهيئة المحيط، ورغبة منها في ربح الوقت ،حيث رأت السلطات العموميّة أنّه من المفيد توفير آليّة ذات فعاليّة بالنسبة لنظام اقتصاد السوق الذي ساعد الدول على إنشاء بورصة.

المطلب الأول:بورصة الجزائر

تعتبر فكرة إنشاء بورصة الجزائر سنة 1990 من خلال قانون النقد والقرض 10/90 في إطار الإصلاحات الاقتصادية المعلنة منذ 1988، وفي سنة 1990 تم إنشاء مؤسسة القيم المنقولة، وهي شركة مساهمة رأسمالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة، وقد تم تعديل المركز الاجتماعي لها لتصبح بورصة القيم المنقولة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 1993/05/23. وحتى يمكن التفاوض حول الأوراق المالية ومبادلتها طبقا لقاعدة العرض والطلب لجأت الدولة إلى سن العديد من القوانين والمراسيم الموجهة لتنظيم عمليات البورصة والهياكل والمؤسسات المشرفة على سيرها وأحكام وشروط المتدخلين فيها[1].

1لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : تقوم هذه اللجنة بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها المؤسسات ضمانا للشفافية وتقوم بإعطاء تأشيرة القبول للمؤسسات التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة.

2شركة تسيير بورصة القيم: تقوم بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، وتسيير حصص البورصة والقيام بعمليات المقاصة ونشر المعلومات.

* **الوسطاء في عمليات البورصة:** إنّ المرسوم التشريعي رقم 93-10 يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعوين بالوسطاء في عمليات البورصة، والمادة 5 منه تنص على أنّه لا يجوز إجراء أيّة مفاوضة إلاّ داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء ماليين في عمليات البورصة.

– أدرج القانون 95-22 المؤرخ بتاريخ 1995/08/26 الرجوع إلى ميكانيزمات البورصة كأسلوب للخوصصة.

– كما نجد أنّ الأمر 96-08 بتاريخ 1996/01/10 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة قد عرف قواعد تشكيل وتشغيل تلك الهيئات. Les ,(FCP) Fonds Communs de Placement)

[1] ريحان الشريف ،بومود ايمان ،مقال يتناول قرار تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق البورصة ،قسم العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،ص6-7.

Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières(OPCVM), Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV

– كما أنّ القانون رقم 03-04 بتاريخ 7 فيفري 2004 قد أتى بما يلي:

أ– أضفى على لجنة تنظيم ومراقبة البورصة الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.

ب– وسع نطاق نشاط وسطاء البورصة ليشمل عدة مجالات مثل تقديم النصيحة للمستثمرين.

ج– أدخل المؤتمن المركزي (Algérie Clearing) كهيئة جديدة للبورصة، حيث يفتح المؤتمن ويدير السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب- الحافظين المنخرطين فيه- و يُمركز بذلك حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب، كما ينفذ العمليات على السندات التي تقررها المؤسسات المصدرة، وينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

1.2– القرار المؤرخ في 24 جانفي 2012 الذي يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012، حيث أنّ هذا القرار يسلط الضوء عن كيفيّة استفادة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من التمويل عن طريق البورصة .

شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

أ– شروط خاصة بالقيم محل الطلب: وهي:[1]

– لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.

– لابد من تحديد قيمة كل سهم.

– القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلاّ إذا كانت الأوراق الماليّة التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.

– الأسهم المعروضة يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

– القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك

ب– شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج: وتتمثل في:

– الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

– إصدار 20 ٪ من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

– نشر الوضعية الماليّة للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

– تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

[1] صليحة بولحية ،تقييم أداء بورصة الجزائر ،شهادة ماستر أكاديمي ،كلية العلوم الإقتصادية ،تخصص مالية وبنوك ،2014/2013ص7-8.

– أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
– تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.
– أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين[1].

أ –تتكون سوق سندات رأس المال من:

–**السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة 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 – رويبة:** الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

– وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدّل والمتمّم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنّظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 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 مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

[1] باعتماد على الرابط من بورصة الجزائر www.sgbv.dz بتاريخ 2015/05/28.

ب –تتكون سوق سندات الدين من:

–سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة. ويوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، و هو خاص بمجموعة **دحلي** المتخصصة في الفندقة التي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.

–وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

مؤشرات بورصة الجزائر: تتمثل كالأتي [1]

1. مؤشر حجم السوق :

إن اتساع حجم السوق يعتبر مؤشر ايجابي على النشاط الاستثمار في الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تطور السوق، حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

–معدل رأس المال السوقي للناتج المحلي الإجمالي؛

–عدد الشركات المسجلة في البورصة.

2–نسبة رأس مال السوق:

تعتبر نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

3–.حجم التداول:

[1]صليحة بولحية،تقييم أداء بورصة الجزائر خلال (فترة 2000–2011)،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي ،مرجع سابق ،صفحات 15–17–19.

يمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وتشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني.

المطلب الثاني : بورصة المغرب

بورصة المغرب (دار البيضاء) هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة .[1]

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتماما متزايدا. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسِّسة، و هي:

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم.
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم .
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة، ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال:

1- مجلس القيم المنقولة :ويقوم بالسهر على حماية الادخار المستثمَر في القيم المنقولة و الترخيص لشركات البورصة(كوسطاء متخصصين) و جعلها الوحيدة المؤهلة و المعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.

2-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة : وهم وسطاء ماليّون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.[1]

[1] بالاعتماد على الرابط http://www.aitmelloul24.net/news15.html بتاريخ الاطلاع2015/05/27.

3–شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC" : و هي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية. وزارة الإقتصاد و المالية

4– هيئة ايداع مركزية (ماروكلير): تم إنشاء ماروكلير بمقتضى القانون رقم 96.35 الصادر بتاريخ 9 يوليوز 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإليكتروني و تعد ماروكلير هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب و تتلخص مهمتها في:

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.
- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي الأبناك وشركات البورصة والجهات المصدرة.
- إدارة نظام التسوية و تسليم الأوراق المالية.
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

5–وزارة الإقتصاد و المالية : هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة. و هي تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.

شروط الإدراج في بورصة دار البيضاء :

بالإمكان أن تقوم أي شركة بإدراج في البورصة من خلال إصدار أسهم خاصة بها على أحد أسواق التداول أو من خلال إصدار سندات مدرجة.

في سوق الأسهم:

تصبح الشركة مقبولة للإدراج في أحد أسواق الأسهم (السوق الرئيسي وسوق التطوير وسوق النمو) إذا كانت تستوفي ما يلي:

[1] بالاعتماد على الرابط www.aittmelloul24.net مرجع سابق .

الشروط الأساسية :

الجدول رقم(1) : الشروط الأساسية للإدراج في بورصة دار البيضاء

	السوق الرئيسي	سوق التطوير	سوق النمو
حجم الشركات	الشركات الكبرى	الشركات متوسطة الحجم	الشركات ذات نمو سريع
رؤوس الأموال الذاتية الدنيا (مليون درهم)	50 مليون درهم	لم يتم وضع أي حد أدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى
رقم المعاملات الأدنى (مليون درهم)	لم يتم وضع أي حد أدنى	أكثر من 50 مليون درهم	1
عدد السنوات المالية المصادق عليها	3	2	1
الحسابات الموطدة	نعم (إذا كان للشركة تابعة)	غير إلزامية	غير إلزامية

المصدر : www.casablonca-bourse.com

الشروط الإضافية :

الجدول رقم 2 : الشروط الإضافية في الإدراج في بورصة دار البيضاء

	السوق الرئيسي	سوق التطوير	سوق النمو
عدد الأسهم الأدنى اللازم اصدارها	250.000 سهم	100.000 سهم	30.000 سهم
المبلغ الأدنى للإصدار*	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 مليون درهم
اتفاقية التنشيط	غير إلزامية	1 سنة واحدة	3 سنوات

المصدر : www.casablonca-bourse.com

(*) المبلغ الأدنى اللازم إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة وهو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على العموم مضروب في السعر الإدراج المعتمد .

في سوق السندات : بالنسبة لهذه السوق تتمثل الشروط في :

الجدول رقم 3 : شروط الإدراج في سوق السندات

الجهة المصدرة	
عدد السندات المالية المصادق عليها	2
الحسابات الموطدة	نعم إذا كانت للشركة فروع
إصدار السندات	
المبلغ الادنى اللازم اصدار بملايين الدرهم	20 مليون درهم
مدة الإستحقاق الدنيا *	سنتان

المصدر :من إعداد الطالبة بالإعتماد على الرابط www.casablonca-bourse.com

الشركات المدرجة في بورصات المغرب :

وتعتبر بورصة الدار البيضاء ضمن ثلاث أهم بورصات في القارة الأفريقية، حيث يصل عدد الشركات المدرجة بها إلى 74 شركة في 2015 ومن أهمها ما يلي :

الجدول رقم 4 : أهم الشركات المدرجة في البورصة المغرب

ALMA FINANCE GROUP	ARATBOURSE
ATTIJARI INTERMEDIATION	BMCE CAPITAL BOURSE
BMCI BOURSE	WAFA BOURSE

wafabourse.com	BMCI BOURSE Groupe BNP PARIBAS
CFG MARCHES	CDG CAPITAL BOURSE
VALORIS SECURITIES	CREDIT DU MAROC CAPITAL
ICF WASSIT	ATLAS CAPITAL BOURSE
MAROC SERVICES INTERMEDIATION	MENA.C.P
UPINE SECURITIES	SOGECAPITAL BOURSE

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الرابط **www.casablonca-bourse.com**

المؤشرات المتعامل بها في بورصة الدار البيضاء

تضم بورصة دار البيضاء أكثر من مؤشر وهي كالتالي:[1]

مازي عائم: هو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم، أي أنه لا يشمل السندات والمنتجات المالية المشتقة،فعندما يسجل مازي ارتفاعا بنسبة 2%هذا يعني أن معدل تغير قيم أسهم الشركات ارتفع بنسبة2%، لكن لا يعني أن كل الشركات ارتفعت ب نفس القيمة، ولكن هنالك أسهم شركات حققت ارتفاعا وأخرى انخفضا وأخرى ربما لم تتغير، وهذا ما يفسر تقديمهم لجدول يبين أهم الارتفاعات المسجلة وأهم الانخفاضات المسجلة.

مادكس عائم: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستثمر، أي أنه لا يقتصر فقط على الأسهم بل يضم الأنواع الأخرى، لكنه يقتصر فقط على القيم التي يتم تداولها بشكل مستثمر في بوصة الدار البيضاء.

ويمثل مادكس معدل التغيير أو التقلب القيم الخاضعة للتداول المستمر بغض النظر هل هي أسهم أم أشكال مالية أخرى، فعندما يسجل مادكس مثلا انخفاضا بـ 2%، يعني أن القيم المالية التي يتم تداولها (بيعها أو شراءها) باستمرار قد حققت معدل تقلب ناقص 2%، وما قلناه على مازي ينطبق على مادكس، وهو أنه مجرد معدل ولا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، لكنها حققت أرقام مختلفة والتي أعطت معدل ناقص 2%.

مؤشرات قطاعية: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع، أهمية هذا النوع من المؤشرات أنه يتابع التغيرات حسب قطاعاتها: البنوك، التأمينات، المناجم، العقار، الكيماويات البناء ومواد البناء .

المطلب الثالث : بورصة المصر

تعتبر سوق الأوراق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، فقد أنشأت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 وأنشأت أكبر سوق الأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية

وفي سنة 1904 صدر قانون تنظيم الشركات، وتبعه قانون 1907 والمتعلق باللائحة العامة للبورصات حيث برزت الرقابة الحكومية لضمان حسن سير العمل، ونظرا لتحديد الأرباح القابلة للتوزيع من قبل الشركات نلاحظ تراجع في حجم التبادل في السوق.

[1] بالاعتماد على الرابط http://www.aitmelloul24.net/news15.htm1 تاريخ الاطلاع : 201/04/27

ومنذ سنة 1971 ونظرا لإتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي تتابعت القوانين المحفزة لاستقطاب رأس المال العربي والأجنبي للاستثمار في مصر مما ساعد على إنعاش التعامل في سوق البورصة وتم تشكيل الهيئة العامة للاستثمار والهيئة العامة لسوق المال عام 1979 لتنظيم وتنمية سوق المال وتشجيع الادخار والاستثمار وفي عام 1992 صدر قانون خاص بسوق رأس المال مستحدثا أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية.

وتركزت التطلعات خلال سنة 1997 على تحقيق طموحات كثيرة أهمها: [1]

-تطوير برنامج الخصخصة بهدف تحسين التكنولوجيا والإدارة.

- نمو حجم التعامل بمعدلات عالية سواء من حيث عدد العمليات المقيدة في السوق أو من حيث قيمة كل عملية.

- العمل على سرعة تطوير وتحديث أساليب العمل، واستحداث أدوات مالية وخدمات جديدة.

- تعزيز دور البنوك وصناديق الادخار وهيئة التأمين والمعاشات في سوق الأوراق المالية حتى يتمكن من خدمة عدد كبير من المستثمرين.

- تطور التشريعات وسرعة تنفيذ القرارات وتحويلها إلى حقيقة.

ومن بين أهم اللجان المتواجدة في بورصة مصر هي:

1-لجنة القيد :

وهي جهة الاختصاص بقيد الأوراق المالية طبقا للمادة (5) من قواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بموجب قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (11) بتاريخ 22 يناير 2014 و المعمول بها اعتبارا من تاريخ 1 فبراير 2014 والاجراءات التنفيذية لها الصادرة من مجلس ادارة البورصة المصرية بتاريخ 2014/02/11 والمعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ 2014/02/12.

حيث يتم قيد الأوراق المالية بجداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة بقرار من لجنة قيد الأوراق المالية التي تتشكل بقرار من مجلس إدارة البورصة.

[1] بن عمر بن حاسين ،فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة مقارنة)،أطروحة لنيل شهادة دكتورا في العلوم الاقتصادية و التجارية ،تخصص نقود بنوك 2012-2013 ص161-162.

2-لجنة التداول :

هى اللجنة المنوط بها دراسة العمليات الخاصة التى تعد استثناء من قواعد التداول و التي لا يمكن تنفيذها مباشرة فى السوق حيث يتطلب الأمر وضع شروط و معايير محددة للتنفيذ وذلك لضمان تحقيق أكبر قدر من العدالة بين المتعاملين..

3-لجنة العضوية بالبورصة :

تم تشكيل لجنة العضوية بالبورصة بقرار من مجلس الإدارة، وتشكل من تسعة أعضاء برئاسة رئيس مجلس إدارة البورصة وعضوية.

4-لجنة مؤشرات البورصة :

تم إنشائها كلجنة مستقلة بقرار من رئيس مجلس إدارة البورصة فى 7 أبريل 2004.

مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر:

بورصة الأوراق المالية في مصر لها عدة مؤشرات يتم بها قياس أداء السوق ومن تلك المؤشرات[1]:

1- مؤشر هيئة سوق المال: The Capital Market Authority Index(CMAI)

وبدأ العمل بهذا المؤشر في الثاني من يناير من عام 1992 ، ويدرج به كل الأسهم المقيدة في البورصة مرجحة لوزنها النسبي في السوق)مرجحة برأس مالها السوقي (،إلا أن هذا المؤشر مؤشر مظلل حيث أن نسبة كبيرة جدا من الشركات المقيدة في البورصة هي شركات مغلقة ولا يتم التداول عليها فأخذها في الحسبان يعطي مؤشرا غير حقيقيا لما يحدث في البورصة.

2-مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية :

Cairo& Alexandria Stok Exchanges Index (CASE30

وقد بدأ العمل بالمؤشر في 1 يناير 1998 بقيمة ألف وبدأ نشره في 1 فبراير 2003 نتيجة لأنه قد تم لإجمالي CASE احتسابه بأثر رجعي لمدة خمس سنوات وقد صدر المؤشر بدلا من مؤشرين آخرين هما 50 CASEلاجمالي العائد للسعر والذي بدأ العمل بهما في 1 يناير 2000 وتوقف العمل بهما في 31 يناير .

3--مؤشر مجموعة هيرمس المالية :[2]

الثاني من يناير من عام 1993 ، ويرصد المؤشر عددا من الشركات النشطة في السوق ويتم تعديل المؤشر كل ثلاثة أشهر وهو مؤشر مرجح برأس المال السوقي.

[1] تقرير البورصة المصرية السنوي، بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام 2003 ، ص: 10 -

[2] المجموعة المالية هيرمس لادارة الأصول ،صناديق الاستثمار ،الاستثمار الأمثل لصغار المستمرين ،نشرية المجموعة ،2007،ص06.

4--**مؤشر المجموعة المالية المصرية**:(Egyptian Financial Group (EFGI

و قد تم العمل به في2 يناير 1993 ويتم مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر.

المبحث الثاني :مصادر وكيفية عرض المعلومات المالية والمحاسبية في البورصات .

يعتبر عرض المعلومات من المهام الأساسية التي تعتمد عليها الدول النامية في جلب المستثمرين وزيادة كفاءة أسواقهم.

المطلب الأول : المعلومات التي يجب ان تنشرها الشركات المدرجة في بورصة الجزائر بعد أن تصبح مسعرة في البورصة(حالة صيدال) :[1]

يجب إعلام الجمهور على الفور بكل تغيير أو واقعة مهمة إن كانت معروفة، وقد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة.

يمكنها إذا كانت قادرة على ضمان السرية أن تؤجل تحت مسؤوليتها نشر معلومة مهمة إذا رأت أن نشرها يسبب لها ضررا جسميا .وفور زوال الظروف التي اقتضت هذه السرية يجب عليها نشر تلك المعلومة.

-يجب أن تكون المعلومة الموجهة إلى الجمهور صحيحة، دقيقة وصادقة، وتعرضها كل معلومة خاطئة إلى عقوبات.

-يجب أن تنشر المعلومة الهامة عن طريق البيانات الصحفية وبواسطة كل وسيلة أخرى تسمح بأوسع نشر ممكن .

-كما يجب أن ترسل إلى **ل.ت.م.ع.ب** وإلى **ش.ت.ب.ق** البيان في أجل لا يتجاوز تاريخ نشره.

-يمكن ل **ل.ت.م.ع.ب** إذا اقتضت حماية المستثمرين أو سير السوق ذلك، مطالبة صيدال بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والأجل اللذين تحددهما .وفي حالة عدم التزام صيدال

بواجباتها، يمكن للجنة القيام بنشر هذه المعلومات وعلى صيدال أن تتحمل تكاليف نشرها.

-يجب عليها أن تودع لدى **ل.ت.م.ع.ب** و**ش.ت.ب.ق** تقريرا سنويا يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب أو مندوبي الحسابات والمعلومات الأخرى التي تتطلبها تعليمة اللجنة

وذلك ثلاثين (30) يوما على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين وتحتوي هذه الجداول على ما يأتي:

الميزانية .

-جدول حسابات النتائج

-مشروع تخصيص النتائج .

المذكرات الملحقة بالجداول المالية

[1] الجوزي غنية ،أهمية إعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة و تمويل تطورها (دراسة حالة صيدال)،شهادة لنيل الماجستير في علوم التسيير ،فرع مالية مؤسسات ،2011-2012،ص165

-يجب عليها أن تنشر في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني، الجداول المالية ولاسيما الميزانية وجدول حسابات النتائج والمذكرات الملحقة وكذلك الرأي المعبر عنه من طرف مندوب أو مندوبي الحسابات[1].

-يجب عليها أن تودع الحسابات المجمعة المعدة طبقا للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها، لدى **ل.ت.م.ع.ب** و**ش.إ.ب.ق** ونشرها بنفس شروط نشر الحسابات العادية.

-في حالة تعديل الحسابات السنوية المقررة من طرف الجمعية العامة للمساهمين، تلتزم صيدال بأن تر سل إلى **ل.ت.م.ع.ب** و**ش.إ.ب.ق** التعديلات المذكورة وتنشرها بنفس الشروط المذكورة سابقا، خلال الثلاثين (30) يوم التي تلي انعقاد الجمعية العامة.

-يجب أن تودع كل وثيقة موجهة للمساهمين لدى **ل.ت.م.ع.ب** و**ش.إ.ب.ق** قبل تاريخ إرسالهاكأقصى أجل.

-تقدم جداول المحاسبة السداسية مقارنة مع جداول الفترة السابقة المطابقة للسنة المالية السابقة كما تعد هذه الجداول حسب نفس القواعد التي أعدت بها الحسابات السنوية الفردية أو المجمعة، حيث يجب أن تقدم صيدال الإيضاحات والتفسيرات المتعلقة بالملاحق في حالة صعوبة أو استحالة احترام قاعدة من القواعد المطبقة على الحسابات السنوية.

-تخضع جداول المحاسبة السداسية إلى تدقيق مندوب أو مندوبي الحسابات، ويعاد تحرير الشهادة المقدمة لهذا الغرض عند الاقتضاء، التحفظات كاملة.

-يمكن أن تعفي **ل.ت.م.ع.ب** صيدال من إدراج بعض المعلومات في التقرير السنوي أو السداسي عندما تقدر أن نشرها يمكن أن يسبب لها ضررا خطيرا.

-تتعرض صيدال للعقوبات المنصوص عليها في التشريع والتنظيم المعمول بهما عند عدم إيداعها ونشرها البيانات الصحفية والتقرير السنوي والتقرير السداسي في الآجال المحددة.

[1] الجوزي غنية ،أهمية إعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة و تمويل تطورها (دراسة حالة صيدال) ،مرجع سابق ،ص166.

المطلب الثالث :المعلومات التي تنشر في بورصة مصر

–النشرة اليومية (باللغة العربية): هي نشرة يومية تحتوي على بيانات توضح أداء مؤشرات البورصة، إجماليات التداول، أكبر وأقل 10 شركات من حيث قيمة وكمية التداول، تعاملات المستثمرين (الأفراد، المؤسسات، المصريين والأجانب) من حيث قيمة التداول، بعض مؤشرات التداول الرئيسية للشركات الأكثر نشاطاً ، حركة الأوراق المالية المتداولة، تعاملات شهادات الإيداع، تداول خارج المقصورة.[1]

-النشرة الشهرية (بالغتين العربية و الانجليزية):

تحتوي النشرة الشهرية على الكثير من البيانات المتعلقة بالسوق بالإضافة إلى بيانات التداول مثل أداء بعض مؤشرات الأسعار مثل S&P/IFCI للسوق المصري بالمقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، القيد خلال الشهر، القرارات الخاصة بالمساهمين مثل التوزيعات النقدية ،الأسهم المجانية، تجزئة الأسهم .. الخ. كما تشمل بيانات التداول أداء مؤشرات السوق، رأس المال السوقي حسب القطاع، الشركات الأكثر نشاطاً مرتبة وفقاً لرأس المال السوقي، إجمالي القيمة المتداولة خلال الشهر للأوراق المالية المقيدة ولسوق خارج المقصورة، أكثر 10 شركات نشاطاً من حيث الكمية والقيمة المتداولة وعدد العمليات، أعلى وأقل 10 شركات من حيث تغيير السعر، القيمة المتداولة مصنفة حسب تداول الأفراد والمؤسسات وحسب المصريين والأجانب، أكثر 30 شركة من حيث قيمة وكمية التداول، آخر تقرير للخصخصة ، الاستحواذ، بيان عن الشركات التي ارتفعت أو انخفضت أسعار أقفالها عن أسعار الطرح، دراسة مقارنة عن تأثير التغير في ربحية الشركات التي تم خصخصتها بالكامل أو طرح جزء منها للجمهور على أسعار تلك الشركات، التطور السعرى لشهادات الإيداع خلال الشهر، بعض المؤشرات المالية مثل مضاعف الربحية وعائد الكوبون للشركات الأكثر نشاطاً، نسبة التغير في ربحية الشركات الأكثر نشاطاً، بعض المؤشرات الرئيسية للأسهم المقيدة، السندات وصناديق الاستثمار.

-التقرير السنوي للبورصة (باللغتين العربية و الإنجليزية):

تم إصداره بصفة سنوية ويعطى نظرة عامة على أداء البورصة المصرية خلال العام حيث يلقى الضوء على الاقتصاد المصرى، سوق رأس المال المصري، مقارنة أداء البورصة المصرية بالبورصات العربية والبورصات الناشئة والمتقدمة، المؤشرات الرئيسية لسوق المال المصري، إجماليات تداول شركات الوساطة المرخص لها التداول عبر الانترنت، أداء الشركات المتداولة فى بورصة النيل، مضاعف الربحية والعائد على الكوبون، تطور أعداد المستثمرين المسجلين فى

[1] بالإعتماد على الرابطaspx. egx .com.eg/arabic/services-publications www بتاريخ الإطلاع 2015/05/31

السوق المصرى، تعاملات المستثمرين مقسمة وفقاً لطبيعة المستثمر (المصريون والأجانب، الأفراد والمؤسسات)، تطور حركة زيادات رؤوس الأموال والاكتتابات، صفقات الاستحواذ خلال العام، السندات، شهادات الإيداع الدولية وأداء المنتجات المشتقة من مؤشرات البورصة[1].

-خدمات عبر الإنترنت:

شركة مصر لنشر المعلومات (EGID) هي شركة تمتلك البورصة 55% منها- وتقوم بنقل بيانات التداول اللحظي للشركات المقيدة محلياً ودولياً، وتقدم شركة EGID الخدمات التالية:

- بيانات التداول.
- البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة.
- تقارير حسب احتياجات العملاء.
- خدمة إرسال معلومات التداول عن طريق التليفون المحمول.

لشراء بيانات البورصة عن طريق الإنترنت يمكنكم زيارة الوصلة التالية EGID e-shop

وقد توسعت الشركة أيضاً في مجال تطوير النظم وخصوصاً بالتركيز على تطوير البرمجيات التي تساعد على ميكنة العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية، ومن هذه البرمجيات نظام الرقابة على التداول ونظام الإفصاح المعلوماتية بالإضافة إلى نظام القيد.

المبحث الثالث:تحليل الفرق بين دول العينة.

من خلال دراستنا لبورصات دول النامية سوف نتطرق لعرض أهم الاختلافات المتواجدة.

جدول رقم (III،5):جدول مقارنة بين الدول النامية .

البورصات	عدد الشركات المدرجة	طريقة عرض المعلومات	المؤشرات	اللجان
الجزائر	5شركات مدرجة	تكون في شكلpdf	تعتمد علي3مؤشرات	2
المغرب	74شركة	تكون بشكل word	تعتمد على 3مؤشرات	5
مصر	أكثر من 200شركة	تكون بشكل word	4مؤشرات	4

المصدر:من إعداد الطالبة باعتماد على معلومات البورصات .

بالاعتماد على الرابط www.egx.com .eg/arabic /servises/publication.aspx تاريخ الإطلاع 2015/05/31.

التحليل:

باعتبار بورصة الجزائر حديثة النشأة وتشمل على 5شركات فقط مدرجة فيها هذا ما يدل على أن بورصة الجزائر هي أصغر البورصات في الشرق الأوسط و إفريقيا ،بحيث تملك 4 سندات رأسمال وسند دين واحد،إذ يعتبر التنويع في الأوراق المالية حلا في توزيع المخاطر وزيادة العائد ، إن زيادة حجم الشركات المسجلة في البورصة يؤدي إلى اتساع حجم السوق، وهذا بدوره يؤدي إلى أثار ايجابية على الاقتصاد الوطني، مما يمكن من ارتفاع رأس مال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة، مقانة ببورصة الدار البيضاء التي تتكون من 74 شركة مدرجة بحيث تعتبر من الأهم في القارة الإفريقية هي وبورصة مصر التي تحتوي على أكثر من 200شركة رغم المأساة التي عانة منها في 2011الى أنها لم تتدهور كليا الشركات المدرجة فيها وهذا راجع إلى الرقابة الصارمة للجان في تنظيم وإتباع النظام المحاسبي ،حيث تقوم شركات التابعة لبورصة الجزائر بنشر المعلومات المالية و المحاسبية الخاصة بها علي عكس البورصات الأخرى تقوم إدارة البورصة بنشهرها ،هذا ما جعل الجزائر تحتل المرتبة 143من أصل 148دولة من حيث درجة الكفاءة في نشر المعلومات .

أ/المعوقات التي تواجه بورصة الجزائر:

يتميز الوضع الحالي بوجود نص قانوني ينظم البورصة، وهو النص الذي يمكن القول انه من الناحية التقنية أصبح كل شيء جاهز، فالبورصة لها مكان مادي في قصر المعارض و هناك لجنة تسيرها دور سماسرة البورصة و الشروط التي يجب أن تتوفر بهم حسب نص القانون .[1]

عن العقبات التي اعترضت إنشاء هذه البورصة و القيام بإعمالها بطريقة فعالة هذه العقبات هي على أربعة أنواع :

1- المعوقات القانونية : إن غالبية الشركات الهامة هي شركات عمومية ،أي تملك الدولة أسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة بمعنى آخر انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى أخر أي بطريقة إدارية ، أن أهمية البورصة تظهر جليا إلا أن كان الأفراد بإمكانهم الحصول على جزء من الأسهم وهذا بفرض خوصصة الشركات .

[1] صالح فلاحي، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004

– **المعوقات الاقتصادية** : ان أغلبية الشركات العظمى هي ملك الدولة ، ومعظم هذه الشركات خاسرة

ان هذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء اسهم هذه الشركات كما ان هناك مؤشرات لا تشجع الأفراد على استثمار مدخراتهم في شراء هذه الاسهم . مثلا معدل التنظيم المرتفع و كذالك معدلات الفائدة في الوقت الحاضر نصف الكتلة النقدية ، يذهب الى السوق الموازية بدلا من الاستثمارات في المجالات الأخرى .

3– المعوقات التنظيمية. والتي نذكر من أهمها:

- ✓ **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة العكس صحيح . وما يلاحظ ألان في بورصة الجزائر هو إن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لان عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على ان تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة.
- ✓ **عدم تنوع الأوراق المالية:** يعد التنويع احد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدولة المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم مجال واسعا لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم وميولا تهم الشخصية، والتنويع من هذا المنطق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاث أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية .
- ✓ **المعوقات المؤسساتية:** ويمكن ذكر من بين المعوقات مايلي:
- ✓ عجز في نظام الادخار المحلي، ذلك إن المستثمرين المحليين هم ضحية عجز القنوات البنكية التي لاتقدم الدعم الذي يستحقه المشترين.
- ✓ عدم القدرة على إيجاد حلول بديلة فيما يخص التمويل اللازم لتنمية البورصة من اجل خلق أقطاب مالية.
- ✓ حقوق جمركية عالية
- ✓ أعباء اجتماعية مقيدة.

4– المعوقات الثقافية:

تعتبر سياسة الادخار سياسة سليمة للتجديد ، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما تنتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في القارات والعملات وإعادة المصارف في تمويل مشاريعهم.

خلاصة :

تعرفنا من خلال هذا الفصل على أن بورصة الدول النامية تندرج ضمن الصيغة الضعيفة وهذا راجع إلي نقص الأداء من خلال تقديم التسهيلات للمستثمرين و عرض معلوم على لذلك حيث أصبح إلزاما على الدول النامية تفعيل أكثر لأسواقها و نظام التمويل لخدمة التنمية الاقتصادية من خلال توفير نظام معلوماتي فعال قائم على الشفافية و مناخ استثماري ملائم يعتمد على التنويع في الأدوات المالية و حجم ادخار مناسب و مؤسسات مالية و مصرفية متطورة قادرة على تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

الخاتمة العامة

خاتمة عامة :

تمثلت إشكالية البحث في مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية باعتبار أن السوق المالية ذات أهمية كبرى للنشاط الاقتصادي نتيجة لظهور العولمة المالية والانفتاح على أسواق المال العالمية.

لقد أصبح تطوير الأسواق المالية أمرًا بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

وقد تبين من خلال استعراض الجانب النظري إلى نظرة عامة عن الأسواق المالية دورها الفعال في النشاط الاقتصادي، وكذلك تم التطرق إلى كفاءة السوق المالية في ظل فرضية السوق الكفء الذي يفترض توفر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين حتى لا يكون هناك مشاكل مثل عدم تماثل المعلومات كما تتمثل مقومات السوق الكفء في دقة وسرعة وصول المعلومات وإلى متطلبات كفاءة التشغيل والتسعير كل هذا من أجل نجاح وفعالية السوق المالي مما يؤدي إلى التطور والنمو الاقتصادي ورفع الكفاءة المعلوماتية للأنها هي روح الأسواق المالية والمصدر الرئيسي لإتخاد قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء.

نستخلص من الدراسة المقارنة لتقييم أداء فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ما يلي:

-للأسواق المالية دور هام في دفع الدول النامية للتطوير اقتصادها .

-التنويع الأمثل للأوراق المالية يزيد من كفاءة البورصة .

- أسعار الأسهم تتأثر بالمعلومات وكيفية نشرها.

ومن خلال هذا يمكن استنتاج أن النتائج المتحصل عليها هي نتائج ضعيفة لدى جميع الأسواق الأسهم وبالتالي لا تزال الأسواق المالية في الدول النامية محل الدراسة دون المستوى الذي يسمح لها بالمنافسة على القيام بدورها الرئيسي في الاقتصاد .

ومن خلال هذا البحث تطرقنا إلى النتائج التالية :

-1 نقص الوعي الادخاري والاستثماري

2-نقص المعلومات والبيانات المالية.

3-قلة الأدوات المالية المتاحة.

4-ضعف إدارة الشركات المدرجة في السوق.

5-ضعف الأداء الاقتصادي وعدم تمتعها بالأمن والاستقرار.

6-ضعف المناخ الاستثماري.

7-ضعف الإطار الرقابي والإشرافي على عمليات السوق

بالاستناد إلى ما تقدم، يمكن القول أن متطلبات تفعيل الأسواق المالية في الدول النامية تتمثل أساسًا فيما يلي

من النتائج المتوصل إليها لابد على الدول النامية الأخذ بعين الاعتبار التوصيات التالية :

1- العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق المالي بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرات الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل السوق ويشجع دخول مستثمرين جدد.

2-ضرورة تشديد مراقبة أداء الشركات في السوق واتخاذ إجراءات صارمة بشأن الشركات الفاشلة حتى تحسن من وضعيتها.

3-السرعة في طرح اكتتابات جديدة في السوق.

4-ضرورة توسيع قاعدة السوق وزيادة حجم الفرص للمستثمرين من خلال التوسع في القطاعات والمؤسسات بما في ذلك طرح الأسهم المملوكة للدولة في السوق.

5-ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية للسوق مما يؤدي إلى رفع وتطوير كفاءة السوق عموما.

6- خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين في ضد عمليات المضاربة.

7 -فرض عقوبات مشددة ضد نشر معلومات مضللة وإخفاء معلومات ضرورية.

8 - ضرورة توّفر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات بالإضافة إلى إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن طريق الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أ – الكتب:

-أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر1998..

-أحمد معجب العتبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن ، عمان ، الطبعة 2007.

-أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية" إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، ط1 ، عمان، الأردن .

-جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، دار الكتاب، الطبعة الأولى 2002.

- جمال جويدان الجمل،الأسواق المالية و النقدية،دار الصفاء للنشر و التوزيع عمان ،الأردن،الطبعة الأولى 2002،.

-حامد العربي الخضيري ،تقسيم الاستثمارات ،دار وائل للكتب للنشر و التوزيع ،مصر2000

-حسن علي خريوش وآخرون،الأسواق المالية(مفاهيم وتطبيقات)،دار النشر دار زهران،عمان 1998.

-حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2001.

-خليل الهندي ، أنطوان الناشف ، العمليات المصرفية و السوق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، طرابلس لبنان ، 2000 .

-دريد كامل آل شبيب،الأسواق المالية و النقدية ،دار المسير ،عمان،الأردن،الطبعة الأولى،2012.

-رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار معتز للنشر و التوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2005.

-سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة مصر.

-شفيري موسى و آخرون و المؤسسات المالية المحلية و الدولية ، دار المسير للنشر و التوزيع عمان ، الأردن ، الطبقة الأولى 2011.

-صلاح السيد جودة بورصة الأوراق المالية (علميا، عمليا)، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية مصر، الطبعة الأولى، 2000.

-عبد الغافر حنفي، البورصات، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية،2005.

-عبد النافع الزرري،غازي فرح،الأسواق المالية ،دار وائل للنشر و التوزيع،عمان ،الأردن، الطبعة الأولى 2001.

-علي شلبي،بورصة الأوراق المالية،(دراسة علمية و عملية)،مكتبة النهضة المصرية ،القاهرة مصر ،الطبعة الأولى 1992.

-عصام حسين، الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، عمان 2010.

-عطا الله خليل ،محمد عبد الفتاح لعشماوي ،الحوكمة المؤسسة ،المكتبة العربية ،مصر القاهرة 2008.

-عصران جلال عصران ،الاستثمار و التمويل و استراتجيات تسعير الأوراق المالية.

-فيصل محمود الشواورة ،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العلمية)،دار وائل للنشر و التوزيع، عمان ، الطبعة الأولى 2008.

-قاسم نايف علوان ،إدارة الاستثمار ،دار الثقافة للنشر و التوزيع ،عمان الأردن ،الطبعة الأولى 2009

-قريدي باز جورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية و إدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت 1987.

محمد الصيرفي ،البورصات ،دار الفكر الجامعي ،مصر ،الطبعة الأولى 2008.

-محمد مطر ،إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العلمية)،عمان الأردن ،الطبعة الأولى 1993.

-محمد يوسف ياسين،البورصة (عمليات البورصة ،تنازع القوانين اختصاص المحاكم) ،منشورات الحلبي الحقوقية، ،بيروت ،2006.

- مراد كاظم، البورصة و أفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ،دراسة نظرية و عملية ،الطبعة الثانية1967.

-محمود محمد الداغر ،الأسواق المالية (مؤسسات ،أوراق ،بورصات)منشورات دار الشروق ،الطبعة الأولى 2005.

-مصطفى يوسف كافي ، بورصة الأوراق المالية ، دار مؤسسة رسلان للطباعة و النشر و التوزيع ، سوريا الطبعة الأولى2009.

-منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسو اق رأس المالي، منشأة المعارف الإسكندرية، سنة 1997

-منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، طبعة 1999.

-نبيل شاكر ،الإدارة الفعالة للأموال المشروعات ،منهج تنمية القدرات المعرفية و المهارية،مكتبة عين الشمس القاهرة مصر ،الطبعة الثالثة 2000.

-وليد صافي أنس البكري،الأسواق المالية و الدولية،دار المستقبل للنشر و التوزيع،عمان،الأردن،الطبعة الأولى2012.

ب-المقالات و المجلات :

أديب قاسم شندي ، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية ، مجلة كلية بغداد العلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، 2013.

-الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية ،ندوة الاستثمار و مقوماته في بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية ، الندوة المنعقدة بالدار البيضاء،المغرب في الفترة ما بين (16-18) ديسمبر 1986.

-رمضاني محمد،تأثير السوق الكفء على الاقتصاد ،مداخلة.

ريحان الشريف ،بومود إيمان ،مقال يتناول قرار تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق البورصة ،قسم العلوم الاقتصادية و علوم التسيير .

ج–المذكرات:

-الجوزي غنية ،أهمية إعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة و تمويل تطورها (دراسة حالة صيدال)،شهادة لنيل الماجستير في علوم التسيير ،فرع مالية مؤسسات ،2011-2012.

-بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة قسنطينة، 2007-2008 .

-صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر 2011/ 2012 .

-بن عمر بن حاسين ،فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة مقارنة)،أطروحة لنيل شهادة دكتورا في العلوم الاقتصادية و التجارية ،تخصص نقود بنوك 2012-2013.

-بوكساني رشيد ،معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها ،أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم التسيير ،جامعة الجزائر ،2006/2005.

-صليحة بولحية ،تقييم أداء بورصة الجزائر ،مذكرة ماستر أكاديمي ،كلية العلوم الإقتصادية ،تخصص مالية وبنوك ،2014/2013.

-نبيل جليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق ، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية غزة ، فلسطين 2007 -2008.

-وليد أحمد صافي،سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية ،رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر 1997.

د–المؤتمرات و الملتقيات:

-صالح فلاحي، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان2004 .

هـ–القوانين و التنظيمات:

-المجموعة المالية هيرمس لادارة الأصول ،صناديق الاستثمار ،الاستثمار الأمثل لصغار المستمرين ،نشرية المجموعة ،2007.

-تقرير البورصة المصرية السنوي، بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام 2003 .

د-مراجع باللغة الأجنبية:

-RICHARD BAILLIE: « le marche des change » .Eska ;paris .1998.

-Christian. A, Norel.P.op.cit…

-Bernard Galillochon , Annie, kawecki : '' économique internationale.

-commerce et macro économie'', 4 ème édition , Paris, Dunod, 2003.

و-مواقع الأنترنت:

-www.sgbv.dz

-http://www.aitmelloul24.net/news15.html

- www.aittmelloul24.net

- www.casablonca-bourse.com

-www .egx .com.eg/arabic/services-publications .aspx