جـامعـة يحي فارس بالمـديـة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسـم: علـوم اقتصاديـة

الموضـــــــوع:

الاستثمـار المـالـي

دراسـة مـقـارنـة بيـن بـورصـة الجـزائـر وبورصـة عمـان

خلال الفترة 2014-2018

مذكرة مقدمة لنيـل شهـادة مـاستـر في العلوم الاقتصادية

تخصص:اقتصاد نقدي وبنكي

من إعـداد الطالبتيـن:

سايج فاطمة الزهرة

نشاشـدة حـدة

تحت إشراف الأستاذة :

د/سعيدي فاطمة الزهراء

أعضـاء لجنـة المناقشـة

عامر كمال	أستاذ محاضر-أ-	جامعة يحي فارس بالمدية	رئيساً
سعيدي فاطمة الزهراء	أستـاذة محاضرة-أ-	جامعة يحي فارس بالمدية	مقرراً
بن عيشوش مُحَمَّد	أستاذ محاضر-أ-	جامعة يحي فارس بالمدية	عضواً ممتحنا

السنة الجامعية: 2019/2018



الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا في انجاز هذا العمل.

نتوجه بجزيل الشكر والامتنان والعرفان الجميل إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على انجاز هذا العمل وفي تذليل ما واجهنا من صعوبات ولو بكلمة طيبة

ونخص بالذكر

الأستاذة المشرفة **الدكتورة سعيدي فاطمة الزهراء**، التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها ونصائحها القيمة والتي كانت عونا لنا في إتمام هذا البحث، اعترافا و تقديرا لجميل صبرها و حسن تواضعها راجينا من المولى عز و جل أن يزيدها بهما رفعة.

أساتذتنا الكرام الذين سننال شرف مناقشتهم لبحثنا هذا، فلهم الشكر و العرفان على مجمل نصائحهم و توجيهاتهم التي ستنير دربنا العلمي.

وفي الأخير نتمنى لهم التوفيق في مسيرتهم المهنية السامية ووفقهم الله وسدد خطاهم.

الإهـداء

أحمد الله كثيرا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، والصلاة والسلام على خير خلق الله مُحَّد صلى الله عليه وسلم.

أهدي ثمرة جهدي

الى روح **أبي** الطاهرة أسأل الله تعالى أن يتغمدها برحمته الواسعة ويسكنها فسيح جناته.

الى من ربتني وأنارت دربي وأعانتني بالصلوات والدعوات الى أغلى انسان في الوجود ،الى من كرمها الله عز وجل وجعل الجنة تحت اقدامها.

أمي ثم أمي ثم أمي

الى أخواتي: آسية، اسماء، هاجر.

الى إخوتي: محفوظ، مُحَّد الأمين، عبد النور وإبراهيم.

وزوجاتهم: حورية، ربيحة، الهام والعالية.

حفظهم الله ورعاهم.

الى من نظرتهم براءة وضحكاتهم تفاؤل ابناء اخوتي وأخواتي.

آية، مُحَّد الأمين، هالة، مارية، عبد القادر، أكرم، هديل والكتكوت غيث.

الى كل العائلة والأقارب

إلى رفيقتي التي قاسمتي هذا العمل **حـــدة** .

إلى رفيقاتي دربي اللواتي كن بمثابة أخوات لي :

سميرة، عفاف، فاطمة الزهراء، كريمة.

إلى كل زملائي و زميلاتي في العمل بمفتشية أملاك الدولة بقصر البخاري .

وإلى كل من جمعتني بهم صداقة دراسة وكل من يعرفني من قريب أو بعيد.

اليكم جميعا أهدي ثمرة جهدي.

سايج فاطمة الزهرة

الإهـــداء

أهدي ثمرة عملي المتواضع هـذا وجهـدي وسهري لليالي الطويلة

إلى من أوصاني بها نبيي ورسولي أمي ثم أمي ثم أمي...إلى من الجنة تحت أقدامها

والدتـــي الحبيبة حفظـها الله وســدد خطاها...

إلى رمز التضحية والإيثار... إلى مثلي وقدوتي في الحياة كلها....

إلى من لو أفنيت عمري كله لرد جميله علي فلن أستطيع أن أوفيه حقه أبدا، أبـي العـزيز

والـدي الغالي رحمه الله .

إلـى مـن لهـن مكانـة خاصـة فـي قلبي لوحدهن أخواتـي...وفقهن الله.

إلى الذين أجدهم دائما دعما وسندا لي في أوقات اليسر والعسر، إخوتي ...

صانهم الله من كل أذى كما لا أنسى زوجاتــهم الكريمات...

إلى من نظراتهم براءة وضحكاتهم تفاؤل أبناء إخوتي ...

إلى رفيقتي في هذا العمل فاطمة الزهراء.

إلى رفيقاتي و حبيباتي قلبي اللواتي كن بمثابة اخواتي لي :

عزيزتي كوثر,عزيزتي فطيمة ,فطوم ,فوزية,سمية, صبرينة ,أسماء,سليمة,سميرة, عائشة.

إلى كل زملائي و زميلاتي في العمل بالمعهد الوطني لتحسين المستوى

في التجهيز بقصر البخاري .

إلى كل من جمعتني بهم صداقة دراسة وكل من يعرفني من قريـب أو بعيـد...

إلى صديقاتي وأساتذتي الكرام في هذا المشوار.

نشاشدة حـدة

مستخلص:

تعتبر بورصة الاوراق المالية من أهم مكونات سوق رأس المال لأي بلد، وهي تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، اذ يمكنها ان تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا ايجابيا من خلال تعبئة المدخرات المالية الكافية والتوزيع الكفؤ لهذه المدخرات المجمعة على الاستثمارات المختلفة.

كما ان عملية الاستثمار في بورصة الاوراق المالية عملية متكاملة الجوانب، ذات ابعاد ارتقائية وذات رؤية استشرافية للمستقبل، تأخذ في اطارها متغيراته ومستجداته، وهي بطبيعتها تزداد باكتساب المهارات والخبرات الفاعلة بمرور الوقت والإحاطة بكل جديد.

تهدف هذه الدراسة الى تحديد آلية الاستثمار في كل من بورصة الجزائر وبورصة عمان، من خلال القيام بعملية المقارنة بينهما للفترة من 2014 الى 2018، وذلك باستخدام مؤشر نشاط التداول، وقد خلصت الدراسة بأنه بالإضافة الى المعوقات التي تشهدها بورصة الجزائر، فقد عرفت البورصة ضعفا في الاستثمار على غرار بورصة عمان التي شهدت تطور تحسن كبير في عملية الاستثمار.

الكمات المفتاحية: بورصة الاوراق المالية، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، بورصة الجزائر، بورصة عمان.

Résumé

La bourse est l'un des composants les plus importants du marché des capitaux de tous les pays et occupe une position vitale dans les systèmes économiques modernes, elle peut influer positivement sur le développement économique en mobilisant une épargne financière suffisante et en répartissant efficacement cette épargne accumulée sur divers investissements.

Le processus d'investissement en bourse est un processus intégré, aux dimensions progressives et à la vision prospective du futur, dans lequel il prend en compte ses changements et ses évolutions et qui, par nature, augmente en acquérant des compétences et une expérience active au fil du temps et en prenant chaque nouveau poste.

Cette étude vise à déterminer le mécanisme d'investissement à la fois dans chaque Bourse d'Algérie et Bourse d'Amman en comparant ceux-ci entre 2014 et 2018 à l'aide de l'indice d'activité de négociation, et a conclu que, outre les obstacles rencontrés par l'ASE, Investissement similaire à la bourse d'Amman, qui a enregistré une nette amélioration du processus d'investissement.

Mots clés: Bourse, Investissement en Bourse, Bourse d'Alger, Bourse d'Amman.

فهـرس المحتويـات

العنـــوان	رقم الصفحة
شكر وتقدير.....	
إهداء.....	
مستخلص.....	
فهرس المحتويات.....	**II–I**
قائمة الاشكال والجداول	
مقدمة.....	**أ–و**
الفصل الأول: عموميات حول بورصة الأوراق المالية	
تمهيد	**02**
المبحث الاول:مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية.....	**03**
المطلب الأول: نشأة بورصة الأوراق المالية.....	**03**
لمطلب الثاني: تعريف بورصة الأوراق المالية وخصائصها.....	**04**
المطلب الثالث:وظائف بورصة الأوراق المالية وأهميتها.....	**06**
المبحث الثاني: آلية التعامل في بورصة الأوراق المالية.....	**09**
المطلب الأول: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية وشروط الأدراج فيها.....	**09**
المطلب الثاني: عمليات وأوامر بورصة الأوراق المالية.....	**11**
المطلب الثالث: التسعيرة في بورصة الأوراق المالية.....	**17**
المبحث الثالث:أدوات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية.....	**20**
المطلب الأول:أدوات الملكية(الأسهم).....	**20**
المطلب الثاني: أدوات المديونية(السندات).....	**28**
خلاصة الفصل	**32**
الفصل الثاني: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية	
تمهيد	**34**
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار في بورصة الأوراق المالية.....	**35**
المطلب الأول: تعريف الاستثمار في بورصة الاوراق المالية وخصائصه.....	**35**
المطلب الثاني: المبادئ التي يقوم عليها الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وأهدافه.....	**36**

المطلب الثالث: مزايا وعيوب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وأهميته.....	**39**
المبحث الثاني:الاستثمار عن طريق تكوين المحافظ المالية.....	**41**
المطلب الأول: تعريف المحفظة المالية وأهدافها.....	**41**
المطلب الثاني: أنواع المحفظة المالية وسياستها.....	**44**
المطلب الثالث: أسس وإدارة المحفظة المالية.....	**47**
المبحث الثالث: قياس عائد ومخاطر المحافظ المالية.....	**49**
المطلب الأول: عائد المحفظة المالية.....	**49**
المطلب الثاني: مخاطر المحفظة المالية.....	**55**
خلاصة الفصل	**60**
الفصل الثالث: الاستثمار في بورصة الجزائر وبورصة عمان–دراسة مقارنة–	
تمهيد.....	**62**
المبحث الأول:الإطار العام لبورصة الجزائر وعمان.....	**63**
المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر وعمان.....	**63**
المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وعمان.....	**66**
المطلب الثالث: الوساطة المالية للبورصتين وشروط الادراج فيهما.....	**73**
المبحث الثاني: واقع الاستثمار في بورصة الجزائر وعمان.....	**81**
المطلب الأول: الأسواق والأوراق المالية المتداولة في البورصتين.....	**81**
المطلب الثاني: نظام التداول في البورصتين.....	**86**
المطلب الثالث: تقييم أداء بورصة الجزائر وعمان.....	**94**
المبحث الثالث: تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر وعمان.....	**99**
المطلب الأول: تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر.....	**99**
المطلب الثاني: تقييم الاستثمار في بورصة عمان.....	**103**
خلاصة الفصل	**108**
خاتمة.....	**110**
قائمة المراجع.....	**114**

قائمة الأشكال والجداول

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-3	آلية التداول في بورصة الجزائر.	89

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-3	حجم التداول بالدينار والدولار.	94
2-3	تطور عدد الأسهم في بورصة الجزائر وعمان.	95
3-3	عدد أيام التداول.	96
4-3	متوسط التداول اليومي للبورصتين.	97
5-3	معدل دوران السهم.	98

مقدمة

تزايد الاهتمام في الاونة الاخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص بورصة الاوراق المالية، وذلك في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي إقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة الى الدور الحيوي والمهم الذي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية.

وقد تعاظم هذا الدور مع تطور الابتكارات في الاستثمارات المالية في السنوات الأخيرة، بحيث أصبحت عملية الاستثمار تمثل وصفا للآلية التي يقوم بها المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية الخاصة باختيار الاوراق المالية مشكلا بذلك ما يعرف بالمحفظة المالية، هاته الاخيرة والتي يسعى من خلال تكوينها الى تحقيق العائد في ظل وجود مخاطر تعترضه، والتي يرغب بتجنبها من خلال اختياره للاستثمار المناسب.

ولقد اهتمت كل من الجزائر والأردن بهذا النوع من التمويل من خلال انشاء بورصة الاوراق المالية في الجزائر وبورصة عمان للأوراق المالية في الأردن نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية بحيث كل بورصة لها الية استثمار خاصة بها مختلفة عن نظيرتها، محاولة من خلالها مواكبة التطور الذي تعيشه البورصات العالمية الاخرى.

أمام هذا الواقع ارتأينا معالجة هذا الموضوع، الذي نهدف من خلاله الى توضيح ماهية الاستثمار في السوق المالية الجزائرية المتمثلة في بورصتها مقارنة ببورصة عمان.

أولا– اشكالية البحث:

من خلال ما تقدم يمكن صياغة الاشكالية التالية:

ماهي مختلف الآليات المعتمدة للاستثمار في بورصة الجزائر وبورصة عمان؟.

ثانيا–الاسئلة الفرعية:

في ضوء ما تقدم يمكن صياغة معالم الإشكالية في صورة الاسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود ببورصة الأوراق المالية وكيف يتم التعامل فيها؟
- كيف تتم عملية الاستثمار داخل بورصة الاوراق المالية؟
- ماهي أوجه الاختلاف بين الاستثمار في بورصة الجزائر وبورصة عمان؟

ثالثا–فرضيات البحث:

لمعالجة الاشكالية التي تم طرحها، اعتمدنا على بعض الفرضيات التي نراها أقرب استجابة للإجابات المحتملة:

- تعتبر بورصة الاوراق المالية سوق منظم يتم من خلالها استثمار الاموال المدخرة، أي تربط بين المدخرين والمستثمرين.
- يتم الاستثمار داخل بورصة الأوراق المالية من خلال تشكيل محافظ مالية متضمنة مختلف الاصول المالية.
- إن النظام الذي تعتمده بورصة الجزائر للأوراق المالية حسن من عملية الاستثمار فيها، على غرار بورصة عمان.

رابعا–أهمية البحث:

تنبع اهمية البحث من خلال ما يلي:

- تساهم عملية الاستثمار المالي في تنمية الموارد الادخارية وتحريكها نحو فرص الاستثمار.
- تقوم بورصة الاوراق المالية بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات عن طريق اعادة بيع الاسهم والسندات اثناء تداولها.
- يمثل الاستثمار المالي اداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع، فهي تشكل أهمية بالغة سواء على مستوى الدول المتقدمة أو النامية.

خامسا–أهداف البحث:

نهدف من خلال هذه الدراسة الى تحقيق الأهداف التالية:

- محاولة الاحاطة بمختلف الجوانب النظرية ولتطبيقية للاستثمار المالي.
- الرغبة في تقديم اسهامات لتطوير الاستثمار المالي على المستوى المحلي خصوصا لدى بورصة الجزائر والاستفادة من تجارب البورصات الاخرى(بورصة عمان).
- تحليل اداء بورصة الجزائر وعمان.

سادسا– الحدود الزمانية:

نظرا لطبيعة الموضوع، والذي جاء تحت عنوان **الاستثمار المالي دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة عمان**، فانه سيتم التركيز على كل من بورصة الجزائر وبورصة عمان في حساب مؤشر التداول لصندوق النقد العربي وهذا حتى يكون التحليل دقيقا لتوفر المعطيات.

كما تم الأخذ بالفترة الزمنية ما بين (2014-2018)، كفترة للتحليل، نظرا لملائمتها لمتطلبات البحث.

سابعا–منهج البحث:

حتى نستطيع الالمام بجوانب الموضوع والإجابة على صحة الفرضيات المطروحة ، اعتمدنا على المنهج الوصفي الذي من خلاله تم التعرض الى مختلف المفاهيم النظرية لبورصة الاوراق المالية والاستثمار المالي،والمنهج التحليلي الذي استخدمنا فيه مختلف القوانين التطبيقية لتقييم أداء الاوراق المالية بصفة خاصة، والمحفظة المالية بصفة عامة، بالإضافة الى المنهج المقارن من خلال التطرق الى الأطر العامة لكل من بورصة الجزائر وبورصة عمان بالإضافة الى دراسة واقع وتقييم الاستثمار لكل منهما.

ثامنا–أسباب اختيار البحث:

توجد اسباب عدة دفعتنا الى اختيار هذا البحث يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- الرغبة الشخصية النابعة من التخصص.
- أهمية الاستثمار في تحسين وتطوير الاقتصاد.
- اعتماد بعض البورصات العربية الناشئة على انظمة تداول حديثة حسنت من عملية الاستثمار فيها مقارنة ببورصة الجزائر.

تاسعا–الدراسات السابقة:

حسب إطلاع الطالبتان وفي حدود ما توفر لديهما من معلومات ومراجع حول موضوع البحث، هناك العديد من الدراسات والبحوث العلمية التي أنجزت في مختلف جامعات الوطن أوخارجه، والتي تناولت الموضوع أو جانب منه، ومنها على سبيل المثال لا الحصر نذكر مايلي:

1-دراسة مناصرية خولة 2016:

بعنوان **أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة (1990-2014)**: أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه،قسم علوم اقتصادية ، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جاءت هذه الدراسة لتبين أثر السياسة المالية من خلال ادواتها المتمثلة في النفقات العامة والضرائب والدين العام على قرارات المستثمرين،حيث أن أي إجراءات تتخذ يمكن ان يكون لها تأثير كبير على أداء أسواق الاوراق المالية، تم تقسيم الدراسة الى اربعة فصول، تناول الجزء النظري للدراسة في فصلين الفصل الأول تحت عنوان الخلفية النظرية للسياسة المالية، الفصل الثاني الاطار النظري لأسواق الاوراق المالية، أما الفصل الثالث فقد تضمن قنوات وحاور تأثير السياسة المالية على اداء سوق الأوراق المالية، أما الفصل الاخير فقد عالج أثر ادوات السياسة المالية على اداء سوق الاوراق المالية الأردنية، وقد خلصت الدراسة الى وجود ارتباط طردي بين أدوات السياسة المالية ومختلف مؤشرات أداء البورصة التي يسترشد بها المستثمرون عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

2- دراسة فتيحة ابن بوسحاقي 2003:

بعنوان **بورصة الجزائر واقع وافاق**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، قسم علوم اقتصادية، تخصص النقود والمالية:جاءت هذه الدراسة لإبراز دور وفعالية بورصة الجزائر في الاقتصاد الوطني، وقد تم تقسيمها الى ثلاثة فصول، أين تم تخصيص الفصل الأول لعموميات البورصة، في حين تضمن الفصل الثاني الجانب القانون لبورصة الجزائر، والفصل الأخير تمحور حول واقع وآفاق بورصة الجزائر من خلال دخول بعض الشركات داخل البورصة، وقد توصلت الدراسة الى ضرورة وضع بورصة الجزائر حيز التطبيق كمصدر لتمويل المشاريع الاستثمارية للمؤسسات المختلفة للدولة.

3-دراسة دغموم هشام 2016:

بعنوان **واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999–2015**، مقال صادر عن مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر،جاءت هذه الدراسة من أجل تقييم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر (سوق رأس المال)، ومدى قدرتها على لعب الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الامثل للموارد الاقتصاية المحدودة على الشركات والمشروعات الاستثمارية، والتي تسهم في تحقيق التنمية والازدهار، أين توصلت الدراسة بان بورصة الجزائر تمتاز بقلة الشركات المدرجة بها، وهو ماجعلها تشهد ركودا كبيرا في نشاطها وتنمو بمعدل بطيء جدا، وتمتاز بالتذبذب في معاملاتها، الأمر الذي يعكس إنخفاض سيولتها بشكل كبير، وبالتالي فهي بعيدة كل البعد عن فعالية سوق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية.

4–دراسة هباش فارس ومناع ريمة 2018:

بعنوان **أثر المعلومات المالية في إتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي**، مقال صادر عن مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة أم البواقي، تسعى هذه الدراسة الى بيان أثر ومنفعة المعلومات المالية لاتخاذ القرارات الاستثمارية بالشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك من خلال دراسة مدى فهم وكفاية المعلومات المالية لعينة من المستثمرين الافراد ومدى ادراكهم لأهمية هذه المعلومات من بين مصادر المعلومات الاخرى لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية ومدى استخدامهم للمعلومات المالية لاتخاذ قرار الاستثمار بسوق عمان المالي، وقد توصلت الدراسة الى وجود أثر كبير للمعلومات المالية في ترشيد القرار الاستثماري في سوق عمان المالي.

وتختلف دراستنا عن الدراسات السابقة من خلال تطرقنا الى دراسة مقارنة في مجال الاستثمار بين كل من بورصة الجزائر وبورصة عمان، بالإضافة الى موضوع التداول الالكتروني الذي أصبح عصب التداول في معظم أسواق الاوراق المالية للدول المتقدمة، أين أصبحت الدول النامية والعربية خاصة تخطو خطاها في هذا المجال.

عاشرا–صعوبات الدراسة:

لقد واجهتنا مجموعة من الصعوبات، خاصة:

- عدم القدرة على الالمام بجوانب الموضوع نظرا لشساعته.
- محدودية المعلومات خصوصا على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

احدى عشر– هيكل البحث:

بناءا على طبيعة المشكلة محل الدراسة، وفقا للهدف منها واستنادا على فرضياتها، فان الدراسة المقترحة تكون وفقا لخطة منطقية يتم تقسيمها الى ثلاث فصول:

يتناول **الفصل الاول** والذي وضع تحت عنوان عموميات حول بورصة الاوراق المالية، ثلاثة مباحث حيث يتطرق المبحث الاول الى مفاهيم عامة حول بورصة الاوراق المالية، والمبحث الثاني الى الية التعامل في بورصة الاوراق المالية، ويتطرق المبحث الثالث الى أدوات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية.

و**الفصل الثاني** سنوضح فيه اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، من خلال ثلاث مباحث وهذا بالتعرض الى مفاهيم عامة حول الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، ثم سنتطرق الى الاستثمار عن طريق تكوين المحافظ المالية، وأخيرا الى قياس عائد ومخاطر المحافظ المالية.

اما **الفصل الثالث** سنتطرق الى الاستثمار في بورصة الجزائر وعمان والتي تتضمن دراسة مقارنة من خلال ثلاث مباحث، بحيث سنتناول في المبحث الاول الاطار العام لكلا البورصتين، وفي المبحث الثاني واقع الاستثمار فيهما اما المبحث الثالث سنقوم بتقييم الاستثمار في كل من بورصة الجزائر وبورصة عمان.

إلى أن توصلنا في الاخير إلى خاتمة تضمنت مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات واختبار للفرضيات.

الفصـل الأول:

عموميات حول بورصة الاوراق المالية

تمهيد:

تعتبر بورصات الأوراق المالية المرآة العاكسة للوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، إذ تعد البورصة من أهم الأجهزة او مكونات الأسواق المالية، وذلك من خلال ما تقوم به فيما يخص تأمين السيولة، وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، فتمد المشروعات بالموارد المالية للاستثمار في النشاط الإنتاجي (التوسع)، أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة (الإنشاء)، وعن طريق البورصات تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة، وتمويل أهداف التنمية.

ومن أجل التوسع قليلا في الموضوع، تطرقنا في هذا الفصل الى عموميات حول بورصة الأوراق المالية، وقسمناه الى المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثاني: آلية التعامل في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أدوات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية

ليست البورصة من المؤسسات المالية الحديثة، بل يرجع بها الى العهد الماضي البعيد، إلا أن جهازها وعملياتها قد تطورت كثيرا مع مرور الزمن، مما أكسبها دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية في الحياة الاقتصادية.

المطلب الأول: نشأة بورصة الأوراق المالية

إن انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الإقتراض، قد خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وادى الى ظهور بورصة الأوراق المالية، وقد كان التعامل بدء الأمر يتم في الدول الكبرى فرنسا وانجلترا وكذلك أمريكا على قائمة الطريق، وظهرت في فرنسا أول مرة بورصة للأوراق المالية عام 1724، وفي إنجلترا استمرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19 في مبنى خاص أطلق عليه **ROYAL EXCHANGE** أما في أمريكا فكان ذلك عام 1821.

وقد مرت فكرة ظهور البورصات قبل وصولها الى الشكل الموجود حاليا بخمس مراحل:[1]

المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية وغيرها.

وهذا ما أدى الى إتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة الى رؤوس الأموال الكبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أصبح يلجأ الى البنوك من أجل الإقتراض.

المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الاوراق التجارية وتقديم القروض وفق قواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة، بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية وغيرها، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الاجل لتسديد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع الأخرى، ويقوم البنك المركزي في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة.

[1] عزيزة بن سمينة، **البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017، ص ص120-121.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة إزدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية إندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة: إندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية وإندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات الدولية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

المطلب الثاني: تعريف بورصة الأوراق المالية وخصائصها

تعتبر بورصة الاوراق المالية من بين أهم الاسواق المالية، نظرا للدور الهام الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد وتطويره.

الفرع الأول: تعريف بورصة الأوراق المالية

هناك مجموعة من التعاريف لبورصة الأوراق المالية نذكر منها:

- حسب مروان عطوان، البورصة هي سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءاً وهي سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات) بكافة أنواعها و أشكالها ".[1]
- حسب علي عباس، البورصة بأنها ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، بشرط توفر الاتصال الفعال بين المتعاملين في السوق.[2]
- حسب هوشيار معروف، البورصة هي مكان يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون، من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو الصرف الأجنبي، بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية النقدية لفترات متباينة طويلة وقصيرة إعتماداً على القوانين والأنظمة.[3]

وعليه يمكن تعريف بورصة الاوراق المالية بأنها:

" سوق منظمة تنعقد في مكان معين، يتم من خلالها تداول الاوراق المالية بكافة انواعها بيعا وشراءاً وذلك بوجود الوسطاء وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها ".

---

[1] مروان عطوان، **الأسواق النقدية والمالية**، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر 2003، ص 216.

[2] علي عباس، **إدارة الأعمال الدولية**، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003، ص 295.

[3] هوشيار معروف، **الإستثمارات والأسواق المالية**، دار صفا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003، ص 58.

الفرع الثاني: خصائص بورصة الأوراق المالية

تتوفر بورصة الأوراق المالية على مجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:[1]

✓ وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون شركات الوساطة والمصارف والمؤسسات الأخرى، التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة؛

✓ وجود لجنة إدارية تصنع أنظمة السوق المالية، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تأطيرها باستمرار وتراقب عمليات التداول عن كثب؛

✓ وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للمنشأة على لائحة السوق المالية، ولإستمرارية وإيقاف هذا الإدراج؛

✓ وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء، وأسعار الطلب والعرض التي تشتمل على جميع الأسهم المدرجة؛

✓ وجود طريقة للتداول تتم من خلالها تنفيذ الأوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة.

✓ وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين، الذين يقومون بتحريك السوق عند التعامل ويؤمنون سوقا مستمرة ونشيطة؛

✓ سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الاسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة، كي لا يتأثر نشاط السوق.

كما نجد أيضا الخصائص التالية:[2]

✓ وجود كل العناصر التي تقوم بإصلاح أي خلل في التسعير إن وجد مثل أدوات ضبط حركة الأسعار في السوق المالي، كوجود متخصصين في الأسواق المالية؛

✓ أن تكون أسعار الأوراق المالية مبنية على أساس المعلومات سواء الإقتصادية أو السياسية و على أساس الشائعات أيضا؛

[1] صالح طاهر الزرقان، **العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم**، دار جليس الزمان المنهل، 2010، ص ص 53- 54.

[2] جميل الزيدانين السعودي، **أساسيات في الجهاز المالي**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 1999، ص ص 227- 228.

✓ توفر نظام حماية السوق من المخاطر التي تحدث نتيجة الصفقات الوهمية وكذلك متابعة السوق المالي لهذه الصفقات، كما وتعتمد على العديد من الاسواق المالية أيضا على شركات للتأمين ضد المخاطر غير التجارية والتي مصدرها في العادة هم السماسرة؛

✓ أن تكون إتجاهات المستثمرين في السوق في العادة نحو بيع وشراء الاوراق المالية بناءا على المعلومات وتحليلها ومن ثم معالجتها.

المطلب الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية وأهميتها

لقد حاول العديد من الباحثين تحديد وظائف البورصة في أكثر من زاوية بالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف، إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين وذلك الى جانب بعض الوظائف التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات والأهمية التي إكتسبتها.

الفرع الأول وظائف بورصة الأوراق المالية

ترتبط وظائف البورصة الى حد كبير بالنظام الاقتصادي والإجتماعي الذي تعمل في ظله، واهم وظائف البورصة أنها تلعب دورا هاما في اقتصاد الدولة كما سنرى فيما يلي:

أولاً: ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية:

وذلك من اجل استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات ، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة،وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته، كما يرغب أيضا في إستغلال هذه الأموال دون خسارة.[1]

ثانياً: مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

وهذه الوظيفة الأساسية الثانية مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى، فلا يمكن أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر الى جانب حرصه على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراق مالية، كلما إحتاج الى ذلك، فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسبا لإستثمراته، وللبورصة دور هام في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال تباين الإلتقاء الواسع للعرض والطلب معا.[2]

[1] حمد الفاتح محمود المغربي، **مؤسسات مالية**، دار الجنان للنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص 103.

[2] عزيزة بن سمينة، مرجع سابق، ص 125.

ثالثاً: تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:

إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الإنفعالات لسماع أي خبر، وما يترتب عليه من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل.

والبورصة في هذا المجال تقوم بدور كبير في هذه التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات والتي قد تكون خاطئة ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وخبراؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يوجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له ويساعد ذلك على كسر حدة الإرتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار،بعد أن تستقر وتهدأ الأسعار في أوضاعها الطبيعية.[1]

ومن بين وظائفها أيضا نجد:[2]

رابعاً: حماية المستثمرين من الغش والتدليس: يكون هذا من خلال الإحتياطات التالية:

- ✓ منع تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة؛
- ✓ منع غير السماسرة من إجراء أي عمليات داخل صالاتها؛
- ✓ القواعد القانونية العقابية لمنع الإنحرافات والممارسات غير الأخلاقية وعلى الأخص البيع الصوري أو المظهري، الشراء لغرض الإحتكار، إستغلال السماسرة لثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب؛
- ✓ تحديد أسعار الأوراق المالية وفقا لقواعد العرض والطلب.

خامساً: توزيع مدخرات المستثمرين على مختلف المشاريع الإقتصادية بما ينعكس على تنشيط كافة قطاعات الإقتصاد الوطني.

سادساً: توفير المعلومات المتعلقة بالأصول المالية المتداولة في السوق، إضافة الى الوضع المالي لجهات الإصدار علاوة على المعلومات المتعلقة بتوقعات الأرباح أو الخسائر لكل ورقة متداولة في السوق، وذلك بما يقلل تكلفة حصول المتعاملين على هذه المعلومات، بما يحقق لهم ميزة المقارنة يبين الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق.

---

[1] عزيزة بن سمينة، مرجع سابق، ص 126.

[2] عبد القادر أحمد محمد الصباغ، **قيد الأوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي**، المركز العربي للنشر والتوزيع مصر، 2018، ص ص95- 96.

سابعاً: تنمية الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من خلال تزويدهم بأحدث وأشمل البيانات المالية والإدارية عن أوضاع الشركات المدرجة في السوق.

ثامناً: تقديم الرأي والمشورة الى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الاعضاء في السوق.

الفرع الثاني: أهمية بورصة الأوراق المالية

تتمثل الأهمية الإقتصادية للبورصة في أنها تساعد على الإدخار والاستثمار، فهي تؤدي دورا هاما في الإقتصاد، وتتمثل هذه الأهمية في تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم الى الشركات والحكومات، وإن التعامل في البورصة يعتمد في الأساس على حسابات دقيقة ومنهجية وتحليلية سليمة تخطيط فعال، ذلك أن حيازة وبيع وشراء أو استبدال الاوراق المالية وتحقيق الربح من وراء ذلك ، وعليه تظهر أهمية البورصة فيما يلي:[1]

- ✓ أداة فعالة في توجيه الإقتصاد وتحريكه وتنشيطه، على أساس أنها بمختلف جوانب الاقتصاد الوطني كما أنها تتاثر أيضا بهذا الإقتصاد؛
- ✓ مكان إلتقاء الفاعلين المستثمرين وإطار منظم آمن لإتمام المعاملات بالشراء والبيع؛
- ✓ تجذب البورصة فائض رأس المال، والذي يستفاد منه في الإقتصاد الوطني، وتحوله من مال مكدس لا دور له الى رأس مال مستثمر له نتائج على مالكه وعلى الاقتصاد بشكل عام، ذلك أن الأسهم والسندات المطروحة للإكتتاب تجعل كل من الأفراد والشركات يستثمرون أموالهم المكدسة والمدخرة في الأوراق المالية رغبة منهم في تحقيق الأرباح؛
- ✓ توفير الأموال الضرورية لإنجاز الإستثمارات ومشاريع المؤسسات بطريقة مستمرة؛
- ✓ تساهم بشكل واضح في الرفع من مستوى الشركات العمومية والخاصة ذات الأسهم، بتمكينها من جهة بإنجاز مختلف نشاطاتها الإستثمارية، ومن جهة أخرى تجعل هذه الشركات تعمل على تحسين والرفع من فعاليتها خوفا من أن تهبط أسعار أسهمها أو سنداتها، وتحفيزها على المنافسة المشروعة للجميع؛
- ✓ أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما تستلزمها الاستثمارات الكبرى، فيلجؤون إلى الإكتتاب بعدد أو بقدر ما يناسبهم في السندات والأسهم المطروحة، راغبين في تحقيق الربح المناسب؛
- ✓ تؤمن البورصة جوا من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات التي تكرس حرية الاقتصاد.

[1] عزيزة بن سمينة، مرجع سابق، ص ص 122- 123.

المبحث الثاني: آلية التعامل في بورصة الأوراق المالية

يتم التداول داخل بورصة الأوراق المالية من خلال مجموعة من المتعاملين، بناءا على مختلف من الأوامر التي يتلقونها وينفذونها بالإعتماد على العمليات الموافقة لذلك، وفقا للتسعيرة المحددة، وهذا من أجل شراء أو بيع الاوراق المالية المتواجدة في البورصة.

المطلب الأول: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية وشروط الإدراج فيها

هناك أطراف معينة تتدخل في بورصة الأوراق المالية، بالإضافة إلى وجود شروط خاصة يتم من خلالها إدراج الأوراق المالية المتداولة فيها.

الفرع الأول المتدخلون في بورصة الأوراق المالية

يمكن تصنيف الأطراف التي تتدخل في بورصة الأوراق المالية الى الفئات التالية :[1]

أولاً: فئة المقرضين أو المستثمرين: وهم أصحاب الفوائض المالية الذين تزيد مدخلاتهم عن نفقاتهم، مما يجعل منهم مصدر مهم من مصادر الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية، ويمكن تصنيف أصحاب هذه الفوائض الى:

1/العائلات: تمثل صغار المدخرين والمستثمرين، ويعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية في السوق، وذلك نظرا للكم الهائل الذي يملكونه من السيولة.

2/ المستثمرون التأسيسيون: يعبر المستثمرون التأسيسيون عن الهيئات المالية الملزمة انطلاقا من قوانينها الأساسية بجمع الموارد الادخارية، وتوظيق جزء هام منها في شكل قيم منقولة.

3/ المتعاملون الآخرون: يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من المستثمرون الآخرون الذين بإمكانهم التدخل على مستوى سوق الأوراق المالية وهم:

✓ الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، التي تسعى الى توظيف السيولة التي تجمعها في سوق الأوراق المالية لتحقيق عوائد تساعدها في توسيع أنشطتها؛

✓ المؤسسات التجارية والصناعية والخدماتية، التي تتدخل في سوق الأوراق المالية من أجل تسوية أسعار أوراقها، بالإضافة إلى توظيف السيولة لديها بغية تحقيق عوائد ونمو؛

[1] أحلام عكنوش ، **سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية – دراسة حالة الجزائر–** ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر قسم علوم التسيير، تخصص مالية تأمينات وتسيير المخاطر ، جامعة ام البواقي، 2013-2014، ص ص 11-13.

✓ البنوك التي تتدخل في سوق الأوراق المالية لحسابها الخاص أو لحساب الغير.

ثانياً– فئة المصدرين أو المقترضين: وتتضمن هذه الفئة المؤسسات التي تكون بحاجة الى أموال – أصحاب العجز المالي–، حيث تقوم هذه الفئة من أجل الحصول على الأموال المطلوبة لسد عجزها بمجموع من الإصدارات للأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الاوراق المالية، ويمكن تقسم هذه الاصدارات إلى:

1/ إصدارات خاصة وإصدارات حكومية: ففي حالة كون الأوراق المالية صادرة عن الشركات أو المؤسسات الخاصة تسمى إصدارات خاصة، أما في حالة كون الحكومة هي التي قامت بإصدار الأوراق المالية فتسمى إصدارات حكومية.

2/ إصدارات أولية وإصدارات موسمية: ونقصد بالإصدارات الأولية التي تتم عند التأسيس، أما الإصدارات التي تلي الإصدارات الاولية بغرض زيادة رأس المال او التوسع تسمى بالإصدارات الموسمية.

3/ إصدارات مسجلة أو إصدارات لحاملها: الإصدارات المسجلة وهي إصدارات لأوراق مالية تحمل اسم صحبها لا يستخدمها سوى الشخص المدون اسمه عليها، أما الإصدارات لحاملها فهي إصدارات الأوراق المالية لا تحمل اسم صاحبها ولكن تحمل عبارة لحاملها، ويستطيع أي شخص يحملها استعمالها.

4/ الإصدارات المحلية والإصدارات الأجنبية: إذا تم الإصدار ضمن حدود الدولة يطلق عليها إصدار محلي، اما إذا تجاوز الإصدار الحدود الدولية فيطلق عليه إصدار أجنبي أو دولي.

ثالثاً: فئة الوسطاء:وهي فئة تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين– المقرضين وفئة المصدرين للأوراق المالية، وفي العادة يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي يقوم بمجموعة من الوظائف أهمها:

✓ أعمال السمسرة وصناعى الأسواق؛

✓ التعهد بتغطية الإصدارات؛

✓ العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر، وتوفير السيولة له.

الفرع الثاني:شروط إدراج الأوراق المالية في البورصة

من أجل قبول الأوراق المالية لأي شركة مساهمة يتوجب توفر بعض الشروط أهمها:[1]

أولا–نسخة من عقد التأسيس وقانونها الأساسي، ورأسمالها المكتتب به والمدفوع فعلا ومقدار الأرباح التي توزع وتصنيفات الأسهم، ووصف السندات وبسعر الفائدة ونشرة عن الميزانية العمومية لسنوات سابقة.....الخ.

ثانيا–نموذج الأسهم و سندات الشركة مميز عن إصدارات الأسهم وسندات الشركات الأخرى توضح فيه حقوق وواجبات حاملي هذه الأوراق المالية.

ثالثا–نشرة إصدار الوثائق المالية موقعا عليها من الأشخاص المسؤولين غير أنه حتى إذا تم قبول الأوراق المالية للشركات المساهمة في السوق المالية فإنه يمكن شطبها في الحالات التالية:

- ✓ الأوراق المالية التي لم تعد تتوفر فيها شروط المحددة سلفا؛
- ✓ الأوراق المالية للشركات التي تعلن إفلاسها؛
- ✓ الأوراق المالية للشركات التي لا تتقيد بالالتزامات المنصوص عليها وذلك بعد منحها إنذارا من قبل لجنة السوق؛
- ✓ الأوراق المالية التي يصدرها حكم قضائي بإلغاء وجودها القانوني.

المطلب الثاني: عمليات وأوامر بورصة الأوراق المالية

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية وفق العديد من العمليات وانطلاقا من مجموعة من الأوامر.

الفرع الأول: عمليات بورصة الأوراق المالية

تقسم عمليات بورصة الأوراق المالية سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

أولاً: العمليات العاجلة (الفورية):

تسمى أيضا بالأسواق العاجلة التي تنصب عملياتها على التعامل نقدا والتسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل، على الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول، يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للصفقة، وبما ينسجم وطبيعة السوق المالية، وذلك بموافقة أطراف الصفقة (البائع والمشتري) والسوق.

[1] مصطفى يوسف كافي وآخرون، **أسواق مالية ومصرفية**، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017، ص ص 29- 30.

1/ تعريف العمليات العاجلة: هي عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، والتي بعد تمامها يسلم البائع الأوراق المالية للمشتري ويسلم المشتري الثمن للبائع حالا أو خلال مدة وجيزة لا تتجاوز 48 ساعة في بورصة الأوراق المالية، حيث يحتفظ المشتري بالأوراق المالية ويستفيد من أرباحها ويتحمل خسارتها.[1]

2/ مميزات العمليات العاجلة: هي عمليات فورية تتم في قاعة التداول في البورصة، ولا يسمح للمتعاملين بدخولها ماعدا الوسطاء وموظفي السوق، فان البورصة تقوم بإتمام صفقات البيع والشراء بصفة الوكيل عند المتعاقدين (البائع والمشتري).[2]

✓ ينبغي أن تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة بيان نوع الأوراق المالية وكميتها المطلوبة أو المعروضة، وكذا تحديد السعر الذي يرغب العميل اتمام العملية به.[3]

3/: أسباب اللجوء الى العمليات العاجلة:

يلجأ المتعاملون الى العمليات العاجلة لأحد الأسباب الآتية:[4]

✓ الاستثمار، وذلك من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية للاستفادة من أرباحها عند التوزيع؛

✓ المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية، ببيعها عند تحقيق ذلك الارتفاع.

4/ آلية قيام العمليات العاجلة:

قد تقوم العمليات العاجلة وفق عملية من العمليات التالية:[5]

أ) الشراء بكامل الثمن:

يسمى كذلك بالشراء النقدي، وطبقا لهذا الأسلوب يقوم العميل بسداد قيمة مشترياته من الأوراق المالية نقدا، وعادة ما يتم السداد خلال فترة زمنية محددة.

---

[1] آمنة حجو، **عمليات البورصة**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، قسم الحقوق تخصص قانون أعمال ، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي 2014- 2015، ص ص 49-50.

[2] نفس المرجع السابق، ص 50.

[3] عزيزة بن سمينة، مرجع سابق، ص ص 50-51.

[4] آمنة حجو، مرجع سابق، ص ص 50-51.

[5] عزيزة بن سمينة، مرجع سابق، ص ص 136-137.

ب) الشراء بجزء من الثمن:

يسمى كذلك الشراء النقدي الجزئي، ويقصد به أن يقوم العميل بسداد جزء من مشترياته من الأوراق المالية نقدا بأمواله والباقي يقترضه، ويحصل العميل على القرض من عند الوسيط لإتمام صفقة الشراء، ويتم تسجيل الأوراق المالية المشتراة بإسم بيت السمسرة وليس بإسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه، حيث ترهن بيوت السمسرة تلك الأوراق للحصول على الأموال اللازمة لتقرضها للعميل،وذلك برهنها عند بنك تجاري.

ج) البيـع على المكشوف:

هو قيام العميل ببيع أوراق مالية انطلاقا من اقتراضها من السمسار، مقابل الإلتزام بإعادة شرائها وتسليمها للمقرض في وقت محدد على أمل إنخفاض سعرها، أين يأخذ السمسار ثمن هذه الأسهم كضمان لإعادتها.

ثانياً: العمليات الآجلة:

تمثل الجزء الأكبر من عمليات بورصة الأوراق المالية.

1/ تعريف العمليات الآجلة

هناك مجموعة من التعاريف من بينها:

التعريف 01: هي تلك العمليات التي لايتم فيها تسوية مراكز البائع والمشتري فورا وإنما بعد أجل معين يتفق عليه عند إجراء عملية التصفية.[1]

التعريف 02:تتعلق العمليات الآجلة بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن لايتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم التصفية.[2]

2/ أشكال العمليات الآجلة

تتخذ العمليات الآجلة أحد الشكلين التاليين:[3]

[1] عزيزة بن سمينة، مرجع سابق، ص 137.

[2] أحلام عكنوش،مرجع سابق، ص 21.

[3] رشام كهينة، **محاضرات في الأسواق المالية**، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة، علوم اقتصادية وعلوم تجارية ، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، 2015-2016، ص ص 27- 28.

أ) العمليات الآجلة الباتة أو القطعية

وهي العمليات التي يلتزم فيها طرف العقد أو الصفقة (بائع أو مشتري) بضرورة تنفيذ عقدها حين يحل أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، و لا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد حتى لو تعرض المتعامل لخسارة كبيرة.

ب) العمليات الآجلة الشرطية

هي عمليات يمكن فيها لأحد طرفي العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته في موعد التسليم المتفق عليه مقابل آداء التزامات مالية معينة، مما يجعل التنفيذ إختياريا. ويمكن تقسيم العمليات الآجلة الشرطية الى أربعة أنواع وهي:

- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** هي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو الامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض يعين مبلغه مسبقا.

- **العمليات الآجلة بشرط الزيادة:** هذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد، بطلب من أحد الطرفين ويجب أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من كسب حق الاختيار بيع أو شراء.

- **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:** وتتميز هذه العمليات في كون المتعاملين لهم حق الخيار، بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

- **المرابحة والوضعية:** كما هو معلوم فان هناك من البائعين والمشترين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، لاعتبارات تكمن في عدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة المربحة أو سعيا للاستفادة من تطور الأسعار لذلك فإن طلب التأجيل قد يأخذ شكلين هما:

المرابحة: هي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المشترين يفوق بكثير عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة التأجيل أي المرابحة.

الوضعية: وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيتها من قبل المشترين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.

الفرع الثاني: أوامر بورصة الأوراق المالية

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي(وكيل، شركة، بورصة،.....)، بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتوجات المالية الأخرى المتداولة داخل بورصة الأوراق المالية.

أولاً: تعريف الأمر: هناك عدة تعاريف لأوامر البورصة من بينها:

- حسب مصطفى يوسف كافي، أوامر البورصة هي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون الى وكلائهم الوسطاء الماليون والتي يجري تنفيذها فيما بعد.[1]
- حسب مُحَمَّد يوسف شاهين، يقصد بأوامر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون (المستثمر) لأحد الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة، والذي يقوم بتنفيذ هذا الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة.[2]

هناك معلومات تقليدية يحتوي عليها كل أمر، نلخصها فيما يلي:[3]

✓ اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها، مع العلم أن بعض البورصات تطلب رمزها فقط، إذ يعطى رمز لكل ورقة متداولة؛

✓ عدد الأوراق المالية المراد التعامل بها؛

✓ نوع الصفقة، أي هل هي بيع أم شراء؛

✓ نوع السوق، الفوري أم الآجل؛

✓ مدة صلاحية الأمر: يوم، أسبوع، شهر،....مفتوح؛

✓ السعر، محدد أو غير محدد.

ثانياً: أنواع الأوامر:

يتحدد نوع الأمر الذي ينفذه الوسيط بعوامل الزمن، الحجم والسعر، كما تؤثر فيه آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية، لذلك فإن الأوامر تأخذ الأشكال التالية:

---

[1] مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا، 2009، ص 123.

[2] مُحَمَّد يوسف شاهين، **البورصة عمليات البورصة تنازع القوانين اختصاص المحاكم**، منشورات الحلبي الحقيقية، الطبعة الأولى، 2004، ص 99.

[3] جبار محفوظ، **تنظيم وإدارة البورصة**، الجزء الثالث، مطبعة دار هومة، الطبعة الأولى، ص 77.

1/ الأوامر بسعر السوق: تعد هذه الأوامر الأكثر شيوعا في التعاملات حيث يطلب من الوسيط شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر وبأسرع وقت ممكن (أقل الأسعار عند الشراء، أعلى الأسعار عند البيع)، وغالبا ما يكون المستثمر متأكدا من تنفيذ العملية طالما توجد مرونة للتنفيذ، وحسب إعلانات بورصة الأوراق المالية.[1]

2/ الأوامر المحددة: فيها يحدد المستثمر للوسيط مسبقا السعر الذي يجب أن يبيع أو يشتري به، فيحدد السعر الأدنى في حالة البيع، والسعر الأعلى في حالة الشراء.[2]

3/ أوامر الإيقاف: تدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين، أو يتعداه (صعودا او هبوطا)، مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ الا عند سعر معين، ويأخذ أمر الإيقاف الشكلين التاليين:[3]

أ) أمر إيقاف (شراء،بيع) غير محدد: بعد تحديد سعر الايقاف ووصول الورقة المالية إليه، لابد من التنفيذ حتى وإن تعداه، ففي حالة أمر الإيقاف الخاص بالبيع لابد للوسيط من تنفيذ الأمر عند وصول السعر الى السعر المحد للإيقاف أو إنخفض عنه، بينما في حالة امر إيقاف الشراء لابد من التنفيذ عند وصول السعر الى ماهو محدد للإيقاف او أعلى منه.

ب) أمر إيقاف (بيع،شرء) محدد: وهي أوامر إيقاف يقلل من تأثير ظروف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه لسعر الإيقاف كما هو في حال أمر الإيقاف غير المحدد، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر، سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه ، وسعر محدد لا يجري التنفيذ عن الوصول اليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

كما يمكن تصنيف الأوامر من حيث:[4]

1/ مدة سريان الأمر: إلى ما يلي:

- **الأمر ليوم واحد:** هو الأمر الذي تنتهي مدة سريانه تلقائيا بنهاية يوم العمل الذي صدر من خلاله، وفي حال عدم تحديد الزبون مدة بعينها فان كل أوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد.

---

[1] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 126.

[2] أزهري الطيب الفكي، **أسواق المال**، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017، ص 160.

[3] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 126.

[4] أزهري الطيب، مرجع سابق، ص 161.

- **الأوامر المفتوحة:** حيث يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل المستثمر أو يقوم الوسيط بتنفيذه او يخطر الزبون بفصله في تنفيذه.

- **الأمر للتنفيذ في الحال أو الإلغاء:** في هذا النوع من الأوامر يطلب المستثمر من وكيله أن ينفذ فورا أكبر كمية ممكنة من الطلب وإلا عدم تنفيذ أي شيء بعد ذلك.

2/ ملكية الأوراق المالية: يمكن تصنيفها إلى:

- **الأوامر المكشوفة:** وهي التي لايمتلك الزبون وقتها الأوراق المالية محل الصفقة، إلا انه ملتزم بان يقوم عندما يحين موعد تنفيذها بشرائها او إقتراضها من غيره من المضاربين.

- **الأوامر مع ملكية الاوراق المالية:** وهي التي يكون فيها الزبون مالكا فعليا للأوراق المالية محل الصفقة.

المطلب الثالث: التسعيرة في بورصة الأوراق المالية

لا تختلف هذه العملية كثيرا في بورصة الأوراق المالية عنها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية.

الفرع الأول: مفهوم التسعير

المراد بالتسعير في اصطلاح المتعاملين بالبورصات تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية ليتم تدوينه على لوحة الأسعار.

وعليه يمكن تعريف التسعير كما يلي:

" يطلق عليه سعر البورصة، وهو القيمة التي يبلغها سند ما اثناء إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة ".[1]

الفرع الثاني: تقنيات التسعير في بورصة الأوراق المالية

هناك العديد من تقنيات التسعير التي تشرف عليها سلطات البورصة، بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية.

[1] عبد القادر الحمزة، **أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية**، دار الكتاب الحديث، مصر، ص 69.

أولاً: التسعير بالمناداة

يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء في الردهة ومناداتهم بأعلى اصواتهم على العروض والطلبات التي في حوزتهم، باستعمال بعض الألفاظ المتفق عليها، وذلك للدلالة على رغبة الوسيط للبيع أو الشراء.[1]

ونظرا للضجيج في الردهة فإن الوسطاء يستعملون أيضا إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقيا في حالة الشراء ورأسيا في حالة البيع.[2]

ثانياً: التسعير بالتدرج

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، بحيث يخصص كل درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف الوسيط الذي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة أين يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها.[3]

ثالثاً: التسعير بالصندوق

يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق البورصة كثيفة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، وتعمد لجنة البورصة إلى احتساب العروض والطلبات، ثم تحدد أسعار البورصة، حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.[4]

رابعاً: التسعير بالمقابلة

هناك طريقة أخرى يلجا إليها الوسطاء في الأسواق المالية وتدعى طريقة المقابلة، وذلك عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق احدهما ببيع كمية من السندات والآخر بشراء الكمية نفسها من ذات السندات، ففي هذه الحالة يشتري الوسيط للثاني ما يبيعه للأول، ويتوجب عليه في جميع الأحوال أن يتأكد بواسطة أحد أعضاء الغرفة النقابية من أنه لا يوجد هناك عرض أو طلب أكثر ملائمة لعملائه.[5]

---

[1] مُحَّد يوسف شاهين، مرجع سابق، ص 105

[2] قيصر عبد الكريم الهيني، **أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية(البورصات)**، دار حميترا للنشر والترجمة، الأردن 2018 ص 60.

[3] شريط صلاح الدين، **أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار حميترا للنشر والترجمة، 2018، ص 60.

[4] عبد القادر الحمزة، مرجع سابقن ص 73.

[5] نفس المرجع السابق، ص 73.

الفرع الثالث: أنواع التسعيرة في بورصة الأوراق المالية

هناك نوعين من التسعيرة المعمول بها في البورصة، وذلك حسب حجم الأوراق المالية المتداولة فيها وهي:[1]

أولاً: التسعيرة بالتثبيت:

يتم اللجوء لتقنية التسعير بالتثبيت، في حالة وجود نقص في سيولة الأوراق المالية، فيتم التداول من مرة الى مرتين في اليوم الواحد عن طريق تجميع الأوامر تجميعا تراكميا سواء تلك المتعلقة بالبيع أو الشراء، والتي يشترط أن تكون مقيدة في دفتر الأوامر خلال الجلسة ، فيتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الافتتاح، وتظهر على سجل أوامر الشركة دون إجراء أي تداول عليها، تظهر أوامر البيع المتراكمة من أدنى سعر إلى أعلى سعر، وبالنسبة لأوامر الشراء من أعلى سعر إلى أدنى سعر، يتولى نظام التداول الالكتروني احتساب سعر التوازن بعد كل عملية إدخال وعلى اثر ذلك تنفذ أوامر البيع والشراء المدخلة خلال مرحلة الافتتاح ويطبق عليها آخر سعر يمثل نقطة توازن.

ثانياً: التسعيرة المستمرة:

يتم اللجوء للتسعيرة المستمرة في حالة وجود تركيز كبير في المعاملات قد تصل لـ 20 معاملة خلال 30 ثانية، وتقوم هذه الطريقة على إجراء مواجهات بين الأوامر بطريقة مستمرة، بحيث تسل الأوامر في المقصورة رغب وسيط عمليات البورصة في ذلك، ويتم تسعير القيم كلما تلاقت الأوامر وكانت متطابقة ومتناسبة بنفس السعر، تستمر هذه العملية طيلة حصة التسعيرة، وتنتهي الحصة بأسعار مختلفة ومتعددة مصدرها الصفقات المنعقدة عند كل مواجهة، أما بالنسبة للأوامر لتي لم تتم فترحل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنتهي مدة صلاحيتها، ويتم ادراها في دفتر أوامر الافتتاح لليوم الموالي.

[1] حسام الدين اسماعيلي، **عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، قسم الحقوق،تخصص قانون الشركات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015، ص ص 43-44.

المبحث الثالث: أدوات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

يتم الاستثمار داخل بورصة الأوراق المالية من خلال شراء وبيع الأوراق المالية، المتمثلة في الأسهم والسندات بمختلف انواعها.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

تمثل الأسهم أدوات ملكية طويلة الأجل، تلجأ اليها المؤسسة من أجل زيادة رأسمالها او التوسع في نشاطها، والتي يتم تداولها بين المستثمرين داخل البورصة.

الفرع الأول: تعريف الأسهم وخصائصها وقيمها

أولاً: تعريف الأسهم: هناك عدة تعاريف للأسهم نجد منها:

التعريف 01: تعرف الأسهم بأنها أوراق مالية يتم إصدارها وفق شروط معينة، وتعتبر جزءا من رأسمال المؤسسة التي قامت بإصدارها، وبذلك يصبح صاحب السهم مالك لجزء من رأس المال.[1]

التعريف 02: هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة المساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في راس مال الشركة، وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركة المساهمة.[2]

ثانياً: خصائص الأسهم: تتميز الأسهم بالخصائص التالية:[3]

1/ الأسهم متساوية القيمة: حيث يقسم رأس مال الشركم إلى أسهم متساوية القيمة ونتيجة لهذه القيمة المتساوية تتساوى حقوق وإلتزامات المساهمين.

2/ أسهم غير قابلة للتجزئة: فإن إشترك في السهم أكثر من مساهم جاز، ولكن لابد ان يمثلهم امام الشركة واحد فقط بالنيابة عنهم.

3/ أسهم قابلة للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في بورصة الأوراق المالية، تجعل بالإمكان التنازل عنه وذلك من خلال انتقاله من شخص لآخر سواء ببيعه أو شرائه.

4/ مسؤولية الشركاء المساهمين اتجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها.

---

[1] عبد القادر بلطاس، **إستراتيجية الإستثمار في بورصة الأوراق المالية**، منشورات ليجوند، الجزائر، 2006، ص 33.

[2] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 1999، ص 179.

[3] شعبان محمد إسلام البارودي، **بورصة الاوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلة**، دار الفكر، سوريا، 2001، ص 89.

ثالثاً: قيم الأسهم:تتميز الأسهم بمجموعة من القيم تتمثل في:[1]

1/ القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة والتي تصدر بها وتكون متساوية، وتمثل مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم رأس مال الشركة.

2/ القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم التي تظهر في دفاتر الشركة، وتمثل نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال مع الأرباح المحتجزة.

بحيث **القيمة الدفترية = (القيمة الإسمية + الأرباح)/ عدد الأسهم**

3/ القيمة الحقيقة: وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة، بعد إعادة تقويمها وفقاً للأسعار الجارية، وذلك بعد خصم ديونها.

4/ القيمة السوقية: وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي يبغير بحسب حالة العرض والطلب، والتي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام، ولذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، وقد تكون أقل منهما أو أكثر.

5/ قيمة التصفية: وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها أو اندثارها بعد سداد حقوق الدائنين.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تحتوي الاسهم على نوعين رئيسيين يتمثلان في الأسهم العادية، الاسهم الممتازة.

أولاً: الأسهم العادية :

1/ تعريف وخصائص الأسهم العادية:

أ) تعريف الأسهم العادية: أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، تعطي الحق لحامله بذمة الجهة المصدرة له الحصول على عوئد غير ثابتة، بجانب حصته برأسمال الشركة والمثبتة بشهادة السهم.[2]

[1] مبارك بن سليمان بن مُحَمَّد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى السعودية، 2005، ص ص 114-116.

[2] أرشد فؤاد التميمي، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص 30.

ب) خصائص الأسهم العادية: تتميز الأسهم العادية بخصائص عديدة أهمها:[1]

✓ حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛

✓ إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للإكتتاب العام؛

✓ يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في بورصة الأوراق المالية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فان الأسهم العادية قابلة للتحويل الى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛

✓ يمكن لأصحاب الأسهم العادية من انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسة الشركة و إجراءاتها الإدارية؛

✓ تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة م حيث الملكية، فهي قد تصدر بصيغ مختلفة منها:

– أسهم تسجل عليها أسماء مالكيها والتي لا يمكن للآخرين المطالبة بحقوقها، تسمى بأسهم الملكية الشخصية؛

– أسهم تصدر لأمر أي شخص، يمكن أن يسجلها في سجلات الشركة باسمه؛

– أسهم حرة من حيث الملكية، وهي توجه لحاملها وبالتالي لا يسجل اسم مالكها في سجلات الشركة.

2/ حقوق حملة الأسهم العادية:تتمثل في:[2]

✓ الحصول على الأرباح وذلك عند وجودها واتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين؛

✓ المشاركة في اتخاذ القرارات (التصويت)؛

✓ الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة.

3/ أنواع الأسهم العادية: تصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية في ضوء طبيعتها إلى:[1]

[1] هوشيار معروف،مرجع سابق، ص ص 94- 95.

[2] مروان عطوان، مرجع سابق، ص 84.

أ) الأسهم المتميزة: وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حللت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات.

ب) أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات أرباح مستقرة ومستمرة)، غالبا ما تكون هذه الأسهم خاصة بشركات ذات امتياز إنتاج سلع معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة.

ج) أسهم النمو: عكس أسهم الدخل، لا يتوقع المستثمر أو حامل الأسهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاع كبير في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة.

د) أسهم المضاربة: الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة، وهم ما يبحث عنه المضاربون رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعار الأسهم وعوائدها.

هـ) أسهم دفاعية: هذه الأسهم تكون لشركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الرواج أو في حالة الكساد، فالطلب عليه يكون ثابتا لحد ما ومستقر كإنتاج القمح أو المياه.

4/ مزايا وعيوب الأسهم العادية: تتمثل في:[2]

أ) مزايا التمويل بالأسهم العادية

- ✓ تعد مصدرا دائما للتمويل،حتى لو تم بيعها في السوق،لكونها تنتقل من ممول الى ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة؛
- ✓ الشركة المصدرة غير ملزمة قانونيا بتوزيع أرباح حتى لو تحققت لها أرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع.

ب) عيوب التمويل بالأسهم العادية

- ✓ ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها وبالتالي ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة؛
- ✓ عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة؛
- ✓ دخول مساهمين جدد وتشتت الأصوات في الجمعية العمومية

[1] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص 33- 35.
[2] مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 145.

5/ التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، تم استحداث أنواع جديدة منها:[1]

أ) الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

ب) الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة

حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية الى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

ج) الأسهم العادية المضمونة

ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي أسهم تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، اذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة عقب الإصدار حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

ثانياً: الأسهم الممتازة

1/ تعريف الأسهم الممتازة وخصائصها

أ) تعريف الأسهم الممتازة

هي شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، ويتوقف ذلك الجزء على ما بحوزتها من تلك الأسهم، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق.[2]

ب) خصائص الأسهم الممتازة

يدعى السهم الممتاز بسهم الأولوية لأن له:[3]

---

[1] مُحَمَّد عبد الله شاهين مُحَمَّد، **محافظ الأوراق المالية**، إدارة- تحليل- تقييم، دار حميثرا للنشر والتوزيع،2017، ص ص190-191.

[2] جبار محفوظ، **الأوراق المالية**، مطبعة دار هومة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى الجزائر، 2002، ص 24.

[3] جبار محفوظ، **الاوراق المالية**، مرجع سابق، ص 24.

- ✓ الأولوية في الحصول على الأرباح المقررة للتوزيع؛
- ✓ له الأسبقية في استرجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة؛
- ✓ الأولوية في الإكتتاب في الأسهم الممتازة.

2/ حقوق حملة الأسهم الممتازة: تتمثل في:[1]

- ✓ لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها؛
- ✓ غالبا ما يضع نظام الشركة حد أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة؛
- ✓ لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بالتصويت بشكل دائم؛
- ✓ تتمتع الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها في حالة تصفية الشركة المصدرة مقارنة بالأسهم العادية.

3/ أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها، سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح، وعل هذا الأساس نميز الأنواع التالية:[2]

أ) الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح

وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ب) الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح

[1] مروان عطوان، مرجع سابق، ص 85.
[2] محمد مطر، مرجع سابق، ص ص184-185.

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح ، وذلك بإعطائها أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا، وذلك بعد ان يحصلوا على حقوقها من الأرباح في عملية التوزيع الأولي.

ج) الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية ميزة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي،وفي الوقت نفسه توفر لحامله أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي،مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

د) الأسهم الممتازة القابل للاستدعاء

يتم تصنيف أسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة، الى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في الزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم يردها للشركة بسعر محدود وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بان لديها فائضا من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين.

4/ مزايا وعيوب الأسهم الممتازة

تضم الأسهم الممتازة مزايا وعيوب تتمثل في:[1]

أ) مزايا الأسهم الممتازة

- ✓ الشركة المصدر لها ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها الارباح؛
- ✓ التوزيعات محددة بمقدار معين؛
- ✓ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة.
- ✓ إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للشركة.

ب) عيوب الأسهم الممتازة

[1] رسمية زكي قرياقص وآخرون، **الأسواق والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2004، ص259.

✓ ارتفاع تكلفتها نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بإفتراض أن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخضع لوعاء الضريبة؛

✓ حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى.

5/ التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: يمكن أن نجد:[1]

أ) الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

ظهرت في عام 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناءا على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزانة وحدد مجال تغير نسبة التوزيعات من 7.5% إلى 15.5% من القيمة الإسمية للسهم.

ب/ الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الاسهم العادية المضمونة، حيث عند إنخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة الى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

ج) أسهـم التمتـع

هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي أستهلكت أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح او غير ذلك.

المطلب الثاني: أدوات المديونية (السندات)

[1] محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص 191.

إضافة الى الأسهم تقوم الشركة بإصدار أوراق مالية أخرى تمثل أدوات مديونية أو ما يعرف بالسندات.

الفرع الأول: تعريف وخصائص السندات

أولا: تعريف السندات:

السند هو أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول،يعطي الحق لحامله في الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب لحصول على قيمة السند عند حلول تاريخ الإستحقاق.[1]

ثانياً: خصائص السندات:

من خلال التعريف السابق نجد أن للسند عدة خصائص منها:[2]

- ✓ السند أداة استثمارية وإدخارية في آن واحد؛
- ✓ حامل السند دائن للجهة المصدرة له؛
- ✓ عائد السند هو عبارة عن سعر الفائدة يتم تحديده بنسب مئوية، يستحق دوريا أو سنويا؛
- ✓ للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند؛
- ✓ كما أن للسند قيمة سوقية، حقيقية، دفترية وقيمة عند التصفية؛
- ✓ يحتوي السند على تاريخ استحقاق يتمكن من خلاله حامله الحصول على قيمة السند لدى الشركة المصدرة له.

الفرع الثاني: أنواع السندات

[1] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 86.
[2] نفس المرجع السابق، ص 86.

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع كثيرة، إستناداً إلى اعتبارات عديدة، حيث نجد:

أولاً: حسب نوع وطريقة الضمان:نجد[1]

1/ سندات مضمونة: هي عبارة عن سندات مرهونة بأصول معينة (كالأراضي،المباني، الآلات،...)، عند تصفية الشركة، أو عدم وفائها بالتزاماتها اتجاه أصحاب السندات، فإنهم يتصرفون بهذه الأصول لاستيفاء حقوقهم.

2/ سندات غير مضمونة: أي غير مضمونة بأصول معينة، والضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي.

ثانياً: حسب القيمة التي تصدر بها السندات:تتمثل في:[2]

1/ سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها.

2/ سندات تباع بقيمة جارية (فعلية) أعلى من القيمة الاسمية: وذلك في حالة زيادة الطلب علة هذه السندات مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الاسمية لسبب أو لآخر.

3/ سندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية: وذلك في حالة انخفاض الطلب على السندات وبهدف تشجيع الأفراد على اقتنائها يجري بيعها بقيمة أقل من القيمة الإسمية.

ثالثاً: حسب جهة الإصدار وتتمثل في: [3]

1/ السندات الحكومية: تصدر عادة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى وذلك خلال فترات متباينة، حسب الظروف الاقتصادية للبلد، وحالة العجز السائد في ميزانية الدولة.

2/ سندات شركات المساهمة:تصدر عن القطاع الخاص، بغرض الإقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من السندات الحكومية.

3/ سندات المؤسسات العالمية: كالبنك الدولي، والتي يجري إصدارها وعرضها وتداولها في مختلف الأسواق المالية عبر المؤسسات المصرفية المختلفة.

رابعاً: مستجدات السندات:

---

[1] مروان عطوان، مرجع سابق، ص 69.

[2] نفس المرجع سابق، ص 70.

[3] هويشار معروف، مرجع سابق، ص115.

بالإضافة الى الأنواع السابقة الذكر نجد:[1]

1/ السندات التي لاتحمل معدلات فائدة: تقوم الشركة بإصدار هذا النوع، بحيث تباع بخصم على القيمة الاسمية (تباع بقيمة منخفضة عن القيمة الإسمية)، على ان يسترد المستثمر تلك القيمة عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن له بيعها في السوق بالأسعار السائدة.

2/ السندات ذات معدل فائدة متغيرة: وهو نوع أستحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، ما يترتب عليه إنخفاض في القيمة السوقية للسندات، وعادة ما يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل 06 أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

3/ سندات المشاركة: تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد بل وفي جزء من أرباح المنشأة.

4/ السندات القابلة للإستدعاء: هي السندات التي يمكن للشركة المصدرة استدعاءها لرد قيمتها قبل تاريخ إستحقاقها، وعادة ما يشترط في تلك الحالة سداد مبلغ إضافي لحامل السند الذي يتم استدعاؤه ويسمى علاوة الإستدعاء، بالإضافة الى قيمة السند الواجب سدادها.[2]

الفرع الثالث:مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات

إضافة الى وجود عدة مزايا للتمويل عن طريق السندات الا انه هناك عيوب ترافقها.

أولا: مزايا التمويل عن طريق السندات

ثمة مزايا يمكن للمؤسسة ان تحققها من وراء الاعتماد على السندات كمصدر للتمويل أهمها:[3]

✓ تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، حيث يعتبر سعر الفائدة من النفقات التي تؤخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة.

✓ يتيح التمويل بالسندات للمساهمين القدامى بالشركة ميزة الاحتفاظ بسيطرتهم على قرارات الشركة الامر الذي قد لا يتحقق اذا تم التمويل عن طريق أسهم عادية جديدة، قد تأتي بمساهمين جدد تختلف توجهاتهم عن توجهات المساهمين القدامى حيال سياسات الشركة؛

---

[1] منير إبراهيم هنيدي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، مصر، ص ص 37-38.

[2] صداني هناء وآخرون، **دور البورصة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر قسم العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي، جامعة يحي فارس، المدية، 2017- 2018، ص31.

[3] حليمة عطية، **دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة من 2008-2013**، مذكرة مقدم لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2014- 2015، ص 43.

✓ تؤدي الى زيادة موارد التمويل المتاحة.

ثانياً: عيوب التمويل عن طريق السندات

في مواجهة المزايا ثمة عيوب يواجهها حملتها لعل اهمها:[1]

✓ ليس لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات العمومية؛

✓ ليس لحملة السندات حق التصويت دخل الجمعية العمومية؛

✓ ليس لحملة السندات حق التدخل في إدارة الشركة؛

✓ غالبا ما تكون فوائد السندات ثابتة، الأمر الذي يجعلها تتأثر سلبيا بارتفاع معدلات التضخم مما يسبب خسائر لحملة السندات.

خلاصة الفصل:

[1] حليمة عطية،نفس المرجع السابق، ص 43.

من خلال ما تطرقنا اليه في هذا الفصل، نستنتج أن بورصة الأوراق المالية تعتبر من بين أهم الأسواق المالية لما لها من دور فعال في إنعاش اقتصاديات الدول ككل.

أين يتم فيها تداول الأدوات المالية الطويلة الأجل والمتمثلة في الأسهم والسندات، من خلال لجوء المستثمرين إليها ، وذلك بالاعتماد على الوسطاء داخل البورصة، أين يقومون بتنفيذ أوامرهم سواء شراء أو بيع الأوراق المالية،بناءا على التسعيرة المناسبة وطبقا للعمليات المقترحة.

إن تداول الأوراق المالية المختلفة يؤدي بالمستثمر إلى تشكيل ما يعرف بمحفظة الأوراق المالية، والتي ستكون موضوع دراستنا في الفصل اللاحق.

الفصل الثاني:

أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية

تمهيد:

بعد الالمام بالمفاهيم العامة حول بورصة الاوراق المالية ونظم وآلية التعامل بها وأدوات الاستثمار فيها فإننا في هذا الفصل خصصنا دراستنا حول أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،إذ أن الاستثمار المالي يتضمن جميع أشكال النشاط المرتبطة بشراء وبيع الأصول المالية، حيث يتبع المستثمر مجموعة من الخطوات اعتماداً على إستراتيجيات ملائمة، يمكن من خلالها تكوين وإدارة محفظته المالية على أكمل وجه والحصول على أكبر عائد في ظل مخاطر منخفضة.

وباعتبار أن هذا النوع من الاستثمار يمثل مكانة رائدة في الاقتصاد العالمي، خاصة في الدول العربية لتوفير التمويل، فان الحصول على الارباح أو العوائد بأقل التكاليف وأدنى المخاطر يؤثر على القرارات الإستثمارية، حيث تسبقها دراسات مكثفة لبيانات تاريخية وأخرى مستقبلية تهدف للتقليل من التعرض للمخاطر.

وللتوضيح أكثر قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الاستثمار عن طريق تكوين المحافظ المالية.

المبحث الثالث: عائد ومخاطر المحافظ المالية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

أصبح موضوع الاستثمار في بورصة الأوراق المالية يحضى باهتمام كبير بين مختلف الدول، لما له من دور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية.فهو يعتبر من بين الأشكال أو الأساليب التي يلجأ إليها المستثمر لتوظيف مدخراته، او الحصول على الاموال اللازمة لتمويل مشاريعه.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وخصائصه

سنتطرق في هذا الجزء الى تعريف الاستثمار في البورصة وخصائصه.

الفرع الأول:تعريف الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف للاستثمار في بورصة الأوراق المالية فنجد:

- حسب مُحَّد الفاتح محمود بشير المغربي، يمكن تعريف الاستثمار المالي بأنه تخصيص جزء من الاموال لتوظيفه في الأصول المالية لفترة من الزمن، بهدف الحصول على نفقات نقدية في المستقبل لمواجهة الزيادة في معدل التضخم، والتغطية المصاحبة لتدفقات الأموال.[1]
- حسب سمير عبد الحميد رضوان، يعرف الاستثمار المالي بأنه شراء فرد أو مؤسسة لأحد الأصول المالية كالأسهم أو السندات، أو أذون الخزانة أو شهادات الإيداع وهي التي تحمل عائدا يتناسب مع حجم المخاطرة المقترضة خلال فترة الاستثمار.[2]
- حسب أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار المالي هو حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي)، لأدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (السندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة.[3]

---

[1] مُحَّد الفاتح محمود بشير المغربي، **التمويل والاستثمار في الإسلام**، الأكاديمية للكتاب الجامعي، مصر، 2018، ص 88.

[2] سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق،دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية**، جامعة الأزهر، مصر، 2009، ص166.

[3] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 20.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص التعريف التالي:

" الاستثمار في بورصة الأوراق المالية هو عبارة عن قيام شخص (طبيعي أو معنوي) بتوظيف مدخراته في شراء او بيع أصول مالية، سواء كانت أسهم او سندات من أجل تحقيق عائد مرتفع في ظل مخاطر منخفضة."

الفرع الثاني: خصائص الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

تتميز الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص أهمها:[1]

أولا: التجانس: أي أنها لا تحتاج الى الخبرة والتخصص وباستطاعة المستثمر شراء أو بيع الأوراق المالية بواسطة وسطاء أو سماسرة والتي غالبا ما تكون مصارف متخصصة أو مكاتب السمسرة، وتتولى عملية القيام بشراء وبيع الأوراق المالية تبعا لأوامر الوكيل.

ثانيا: ارتفاع درجة المخاطرة: وذلك نتيجة لتذبذب أسعارها في الأسواق المالية.

ثالثا: أسواقها منظمة وعلى درجة عالية من الخبرة والتطور.

رابعا: لا تحتاج الاستثمارات المالية الى مصاريف كثيرة كمصاريف النقل والتخزين كما هو الحال في الاستثمارات الحقيقية.

المطلب الثاني: المبادئ التي يقوم عليها الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وأهدافه.

لكي يتمكن المستثمر من تحقيق الأهداف التي يسعى لها لابد له من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة للاستثمار داخل بورصة الأوراق المالية.

الفرع الأول: المبادئ التي يقوم عليها الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

[1] ناظم مُحَّد نوري وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن 1999، ص 263.

يسعى المستثمر في بورصة الأوراق المالية إلى الاعتماد على مجموعة من المبادئ تتمثل في:[1]

أولاً: مبدأ الاختيار

إن المستثمر الرشيد يبحث دائما عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب منها بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة.

ثانياً: مبدأ المقارنة

أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة للاختيار المناسب منها، وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري أو الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة.

ثالثاً: مبدأ الملائمة

يعتمد على منحنى التفضيل الأساسي لتطبيق هذا المبدأ، وشكل هذا المنحنى يتحدد بدخل المستثمر، عمره وظيفته ومركزه الاجتماعي، يشترط في هذا المبدأ تحقيق الملائمة بين الإمكانات المالية والثقافية للمستثمر.

رابعاً: مبدأ الموضوعية

يشترط في هذا المبدأ ان تكون جميع المؤشرات المالية المستخدمة في المقارنة ذات موضوعية تجنبا لتحيز القياس، أي انه لو استخدم عدة مستثمرين مؤشر مالي واحد لتوصلوا إلى نتيجة واحدة أو متقاربة على الأقل.

خامساً: مبدأ التنويع:يلجأ المستثمرون إلى تنويع استثماراتهم للحد من مخاطر الاستثمار.

الفرع الثاني: أهداف الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

[1] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص ص 28-29.

من بين الأهداف التي يرغب المستثمر في تحقيقها أثناء توظيف أمواله في البورصة مايلي:[1]

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

ثانياً: تحقيق أكبر دخل جاري

يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

ثالثاً: تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول

يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافاً إليها العائد المحصل.

رابعاً: حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم

إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

خامساً: حماية الدخول من الضرائب

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

سادساً: تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة

[1] أحمد السيد كردي، **مبادئ وأسس الاستثمار المالي**، تاريخ الزيارة 2019/05/07 على الساعة 15:57، على الموقع الالكتروني:http://www.acc4arab.com/acc//showthread.php?t=10508

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقيعاتهم أو خسارتهم.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

إن الاستثمارات المالية تتمتع بمجموعة من المزايا ومقابل هذه المزايا هناك عيوب، إلا أن محدوديتها تجعل المزايا ذات تفضيل على العيوب، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

الفرع الأول:مزايا الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

توفر الأوراق المالية للمستثمر مزايا متعددة من أهمها ما يلي:[1]

أولاً: للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولى يوجد لها سوق ثانوي، كما يوجد لها أحيانا سوق ثالث وسوق رابع.

ثانياً: تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر كثيرا من النفقات الإضافية هذا إضافة إلى أن الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال في الأصول الحقيقية كالعقار والسلع.

ثالثاً: تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل من عملية تقييمها ويسهل أيضا من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

رابعاً:لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة يتوجب توفرها في المستثمر، كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات كذلك الحال بالنسبة للمستثمر في مجالات الذهب أو السلع ...الخ ، أما في سوق الأوراق

[1] مُحَمَّد مطر، مرجع سابق، ص ص 66-77.

المالية فيمكن للمستثمر وأيا كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة وسيجد في هذا السوق من المختصين الوسطاء والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة له.

الفرع الثاني: عيوب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية:

كما للاستثمار في بورصة الأوراق المالية مزايا هناك عيوب تتمثل في:[1]

أولاً: تنخفض درج الأمان في الاستثمار في الأوراق المالية عن تلك المتوفرة في أدوات الاستثمار الأخرى، وهذه الخاصية ترتبط بطبيعة الورقة المالية كأصل مالي لا أصل حقيقي، لكن هذا لا يمنع من وجود أوراق مالية مضمونة توفر لحاملها عنصر الأمان المطلوب.

ثانياً: يتعرض المستثمر في الأوراق المالية لمخاطرة التقلبات الحادثة في القيمة الشرائية لوحدة النقد خاصة إذا كانت من النوع طويل الأجل.

[1]. محمد مطر،مرجع سابق، ص78.

المبحث الثاني: الاستثمار عن طريق تكوين المحافظ المالية

يؤدي الاستثمار دورا هاما في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الراهنة، لذا فان وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله، ولعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة الأوراق المالية، والتي تهدف إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة الى تقليص من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر.

المطلب الأول: تعريف المحفظة المالية وأهدافها

تعتبر المحفظة المالية الأداة الأساسية للإستثمار داخل بورصة الأوراق المالية، يشكلها المستثمر بناءا على الأوراق المالية التي يرغب في اقتنائها داخل البورصة.

الفرع الأول: تعريف المحفظة المالية

عند قيام المستثمر بالحصول على الأوراق المالية فإنه يشكل ما يسمى بمحفظة الأوراق المالية والتي يمكن تعريفها كالتالي:

- حسب مُحَمَّد شاهين، يمكن تعريف محفظة الأوراق المالية بأنها تمثل مزيج من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية ودقة لتحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تحقيق درجة خطر منخفضة في ظل مستوى معين من العائد.[1]
- حسب سارة عبدلي، محفظة الأوراق المالية هي مجموعة من الأوراق المالية تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق، تم اختيارها بعناية وبدقة فائقين لتحقيق بعض الأهداف والغايات، وبذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب وكبير من الأوراق المالية كالأسهم والسندات تتباين وتختلف كل منها من حيث قيمة معدل العائد،تاريخ الاستحقاق ودرجة المخاطر.[2]

[1] مُحَمَّد شاهين، **تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية**، دار حميترا للنشر والترجمة، مصر، 2017، ص 208.

[2] سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء محافظ الأوراق المالية، دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر،قسم علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 13.

- حسب سلماني عادل، المحفظة المالية تشكيلة من الأصول المالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل مخاطرة، ومن أجل تفادي المخاطر جاءت فكرة تنويع المحفظة.[1]

وعليه يمكن القول بأن:" محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة من الاوراق الملية تختلف في قيمتها، عائدها، مدة استحقاقها و نوعها،يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع ، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنية خطرها، ولذلك نجد أن المحفظ الملية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية أسهم وسندات تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها."

الفرع الثاني: أهداف المحفظة المالية

تختلف أهداف المحفظة من شخص لآخر، ومن مؤسسة لأخرى طبقا للظروف الخاصة بكل مستثمر، ويأتي في مقدمة أهداف المحفظة تعظيم قيمتها الرأسمالية وتحقيق عائد دوري، فضلا عن التأمين ضد المخاطر، وترتبط مكونات المحفظة ارتباطاً وثيقا بأهدافها. وعليه يمكن أن نوجزها كما يلي:[2]

أولاً: الحفاظ على رأس المال الأصلي

هذا الهدف ينبغي أن يكون الهدف الأساسي الأول لجميع المستثمرين بغض النظر عن ثرواتهم وطموحاتهم الاستثمارية. فالحفاظ على رأس المال الأصلي ضروري للاستمرار بالسوق، فمهما زادت طموحات المستثمر و ارتفاع فرص الأرباح فإنه يجب ألا يصل بمغامراته الى تعريض رأسماله الأساسي للخطر.

ولا يقتصر رأس ماله الأصلي على الأموال التي بدأبها المستثمر استثماراته، بل يمتد الى قوته الشرائية بحماية هذه الأموال من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة للتضخم، حيث أن عدم تعويض القيمة الشرائية للأوراق المالية بالمحفظة يعني خسارة رأس المال الأصلي.

[1] سلماني عادل، **دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، دراسة حالة ماليزيا**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية،تخصص أسواق مالية وبورصات،جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص 109.

[2] محمد عبد الله شاهين، **أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)**، دار حميترا للنشر والتوزيع، 2018، ص ص 111-112.

ثانياً: تنمية المحفظة

وذلك قيمتها الرأسمالية، فنمو رأس المال له أهمية خاصة بالنسبة لغالبية المستثمرين لما يحققه من المكاسب الفعلية المؤجلة التي يحققها المستثمر من استثماراته، وبالتالي تزويده بضمانات إضافية في المستقبل.

ثالثاً: استمرار تدفق الدخل

ويعتبر هذا الهدف من الأهداف الجديرة باهتمام جميع المستثمرين لما يتيحه من فرصة التمتع ببعض الدخول الإضافية بصفة دورية وتمكينه من إعداد خطة لإعادة استثمار جزء من هذه الدخول في حالة رغبته في ذلك، أو استخدامها لمواجهة مصاريف غير متوقعة.

رابعاً: القابلية للتسويق والسيولة

تتدفق سيولة محفظة الأوراق المالية على مدى قابلية الأوراق المالية التي تحتويها للتداول، فكلما كان من الممكن التصرف بسرعة وسهولة في الورقة المالية دون خسائر، كلما ارتفعت نسبة سيولة هذه الورقة أي تحويلها إلى نقد سائل.

ومن هنا تبدو أهمية تركيز المستثمر على الأوراق الملية التي يتمكن من بيعها في السوق في أي وقت تعرض فيه، أي الأوراق المرغوبة في السوق، وذلك حتى يتفادى هبوط هذه الأوراق إذا لم تكن مرغوبة من قبل فئة عريضة من المستثمرين.

خامساً: التأمين ضد المخاطر

وذلك بتنويع المستثمر لاستثماراته مما يقلل من تعرضه للمخاطر، فكلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة، انخفض الانحراف القياسي للمحفظة بأجمعها، ومع هذا فإن زيادة عدد الأوراق المالية بالمحفظة يتطلب جهودا إضافية للمتابعة والحصول على المعلومات من عدد أكبر من الشركات، وهذا ما يسبب بعض النفقات الإضافية لذلك يجب على المستثمر أن يوازن بين جميع هذه العوامل ويختار حلا وسطا.

المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية وسياساتها

تتنوع المحافظ المالية طبقا للأوراق المالية المشكلة لها، وتتبع سياسات مختلفة حسب رغبة المستثمر في تسييرها.

الفرع الأول: أنواع المحافظ المالية

تعددت المعايير المستخدمة في تصنيف المحافظ المالية، وهي كما يلي:[1]

أولاً: بحسب مالك المحفظة

1/ المحافظ الخاصة

وهي المحافظ التي تعود ملكيتها لمستثمر واحد، ويتم تشكيلها بناءا على رغبته وأهدافه، حيث يحدد المستثمر الأدوات الاستثمارية التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها وأسلوب إدارتها.

2/ محافظ المؤسسات

وهي محافظ مؤسسات استثمارية مشكلة سلفا من ادوات استثمارية متنوعة، وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام،وتكون لها المحافظ استراتيجيات محددة وتخطيط مسبق وكل قرار استثماري يتخذ يجب أن تتوافر فيه شروط علمية معينة كي لا يتأثر المساهون بأي نتائج سلبية، وذلك لان المستثمر يعتبر مساهما في راس المال ويكون له دور في إدارة المحفظة بقدر ما يملكه من الأسهم في المحفظة.

ثانيا: بحسب السياسة الاستثمارية

1/ محفظة النمو

وهي المحفظة التي تسعى للمحافظة على وتائر نمو العوائد، وفي هذا النوع من المحافظ تكون معدلات النمو المعيار الاساسي لانتقاء الأدوات الاستثمارية (اعتماد الادوات التي تحقق ايرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها).

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، **محاضرات في المحافظ الاستثمارية (المطبوعة الثانية)**، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة يحي فارس، المدية، 2017-2018، ص ص56-58.

2/ محفظة الدخل

تركز محفظة الدخل على الاوراق التي المالية التي تعطي دخلا سنويا عالي سواءاً كان مصدرها توزيعات الإرباح النقدية لحملة الاسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات.

3/ المحفظة المتوازنة

وهي محفظة تهدف إلى تحقيق التوزان العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازنين،قصير الأجل في مجال الدورات التي تتصف بالتحول السريع إلى سيولة والطويل الأجل في مجال البحث عن التدفقات النقدية الثابتة، مع التوافق الدقيق بين العائد والمخاطرة .

ثالثاً: بحسب مكونات المحفظة: نجد فيها:

1/ محافظ السندات

وهي تلك المحافظ التي تكون مكونة بنسبة كبيرة من السندات، يكونها المستثمر الذي يخاف من المخاطر ويفصل الأمان.

2/ محافظ الأسهم

وهي تلك المخاطر التي تكون مكونة بنسبة كبيرة من الأسهم، يمتاز مكونها بتقبل المخاطرة من أجل تحقيق العائد المرتفع.

الفرع الثاني:سياسات المحفظة المالية

تختلف السياسات المتبعة في المحافظ المالية طبقا لأهداف وغايات المحفظة مع سياسات إدارتها، فمن هذه السياسات الربح السريع مع تحمل المخاطرة العالية أو الربح القليل مع الأمان والاستقرار أو حل وسط ما بين السياسة الأولى والثانية.[1]

[1] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة** ،دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى الأردن، 2013، ص ص 23-24.

أولاً: سياسة المخاطر أو الهجوم (السياسة الهجومية)

تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من أسهم النمو التي تحقق أرباح عالية، ولكن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالمتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقا في اتخاذ قراراته خوفا من الوقوع في الخسائر، ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج، حيث أن الأسهم الخطرة تحقق أرباح أعلى، وذلك لأنها سريعة التأثر بالمتغيرات الاقتصادية، كما يمكنها أيضا أن تحقق أرباح قليلة أو خسائر في حالة كساد.

ثانياً: السياسة المتحفظة أو الدفاعية

تهدف هذه السياسة لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك يعتمد في الدرجة الأولى على السندات والأسهم المختارة حيث لا مخاطر بها، وان معدل الفائدة محدد والعائد ثابت، وكما هو معروف يمكن ان تحتوي المحفظة على أسهم الشركات الكبيرة الراسخة والمستقرة، حيث أن هذه الشركات لا تتأثر كثيرا بالمتغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق المال وخصوصا سوق الأوراق المالية، ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد وركود، حيث أن أسهم الشركات الكبيرة القوية يكون تأثرها قليلا بالتغيرات الاقتصادية لذا سيكون هبوط أسعارها أقل بكثير من أسعار الشركات النامية.

ثالثاً: السياسة المتوازنة

وهي عبارة عن سياسات مشتركة ما بين المخاطر أو الهجومية والمتحفظة أو الدفاعية، تقوم إدارة المحافظ عند اتباع السياسة المتوازنة بتقسيم رأس المال إلى قسمين، قسم للأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية، والقسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتغير بتقلبات السوق، ويمكن أن تكون إدارة هذه المحافظ مرنة بحيث يمكن تقسيم رأس المال ما بين الدفاعي والهجومي، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي لابد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، وفي حالة الكساد والركود في سوق الأوراق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية، وبفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة.

المطلب الثالث:أسس بناء وإدارة المحفظة المالية

يختار المستثمر محفظته بما تناسب إحتياجاته، في إطار التركيز على العائد الأفضل عند مستوى معين من المخاطرة أو تجنبها او تخفيضها عند أدنى مستوى حسب رغبة المستثمر، ولتحقيق هذا المبدأ فإن للمحفظة المالية ضوابط لبنائها وأسس لإدارتها .

الفرع الأول: ضوابط بناء المحفظة المالية

عند قيام المستثمر بتكوين محفظته المالية هناك ضوابط عدة يجب اتباعها وهي كالآتي:[1]

- ✓ يجب تمويل الحافظة من رأس ما المستثمر؛
- ✓ يجب ان يكون هناك جزء من المحفظة يحتوي على أسهم الشركات منخفضة المخاطر، وجزء آخر للأسهم العالية المخاطر، والتي يكون العائد بها مرتفعا وذلك وفقا لقدرة المستثمر لتحمل مثل هذا المستوى من المخاطر؛
- ✓ يجب إعادة تشكيل مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروف المستثمر بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو أي تغير في آداء الأسهم بصورة لافتة للنظر؛
- ✓ من الضروري التنويع بين مختلف القطاعات لأنه كلما زاد التنوع في مكونات المحفظة انخفضت المخاطر؛
- ✓ يجب ان يقارن آدا المحفظة مع أحد مؤشرات السوق.

الفرع الثاني: أسس إدارة محفظة الأوراق المالية

من اجل التسيير الحسن للمحفظة المالية، فان المستثمر عند تشكيلها يعتمد على أسس معينة لإدارتها، تتمثل في:[2]

---

[1] حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية البورصة**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص ص 208-209.

[2] بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية –**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ،قسم العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية،جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص112.

أولاً: التخطيط

يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر الى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر، وعليه يتطلب بناء المحفظة التفكير وتهيئة الأوراق المالية كبدائل متاحة تتماشى وأهداف المستثمر.

ثانياً: التوقيت

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فتقلب الأسعار يجعل من الصعوبة على المستثمر أن يشتري باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى، ومنه فإن دراسة السوق و احتمالات نشاطه يساعد المستثمر بتوقيت دخوله وخروجه من لسوق.

ثالثاً: التحفظ والتعقل

يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية وذلك طبقا لمبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة عملية أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تفاديا للأحداث غير المتوقعة، والت يقد تؤثر على رأسمال المحفظة.

رابعاً: الإشراف والمتابعة

إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي بها،تدعو مدير المحفظة أن يقوم بمرتجعة دورية وإشراف مباشر لموقف مكونات الحفظة، إذ أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة الى الخسائر.

المبحث الثالث: عائد ومخاطر المحافظ المالية

إن الاستثمار في الأوراق المالية هو عبارة عن التضحية بمبالغ مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ مالية أكبر مستقبلا، ولكنها غير مؤكدة وبالتالي فان الاستثمار في الأوراق المالية يتم اتخاذه بناء على العائد والمخاطرة.

المطلب الأول: عائد المحفظة المالية

إن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق العائد في ظل استثمار أمواله في بورصة الأوراق المالية، من خلال تشكيله لمحفظته المالية، المتضمنة لمختلف الاوراق المالية التي يتم تداولها داخل البورصة.

الفرع الأول:تعريف العائد وأشكاله

أولاً: تعريف العائد:

هو المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلا، نظير استثماره لأمواله فالمستثمر يتطلع دائما إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه[1]، أو هو مقدرا الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة.[2]

ثانياً: أشكال عوائد المحافظ المالية:

يتخذ العائد عدة أشكال تتمثل في:[3]

1/ توزيعات الأرباح

إذا كانت الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكيته مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم لذلك فهو من مالكيها وله الحق في الحصول على العوائد، إذا ما حققت نتائج ايجابية وإذا ما قرر مجلس الإدارة توزيع هذه الإرباح.

---

[1] حسني علي خربوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2010 ص 115.

[2] يوسف سعداوي، **أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ**، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص 219.

[3] بوزيد سارة، **إدارة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP PARIBAS**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير،تخصص إدارة ومالية، جامعة قسنطينة، 2006-2007، ص 23.

2/ الفوائد

إذا كانت الأصول المالية تمثل اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، ومبلغ السد يعبر عن قيمة القرض، والسند يعطي لصاحبه الحق في الحصول على فائدة يتم تحديدها مسبقا من طرف الشركة المقترضة.

3/ الأرباح الرأسمالية

والتي تنتج عادة من إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السند أو السهم إذا ما استطاع بيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق الناتج هو ربح رأسمالي.

الفرع الثاني: أنواع العائد وكيفية قياسه

يتضمن العائد عدة أنواع على حسب نوع الورقة المالية أولا والمحفظة المشكلة ثانيا، والتي يتم قياسها من أجل قيام المستثمر بتحديد أرباحه أو اتخاذ القرارات.

أولاً: أنواع العائد: نميز هنا بين:

1/ العائد المحقق (الفعلي)

هو العائد الذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه للأوراق المالية، وبذلك فهي عوائد إيراديه (جارية) أو عوائد رأسمالية أو مزيجا بينهما.[1]

2/ العائد المتوقع

هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا عند استثماره، وهو الاحتمال غير الأكيد لحدوث العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوع ذلك العائد، فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية.[2]

3/ العائد التاريخي

[1] منير إبراهيم هنيدي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، دار المنفعة الجامعية، الطبعة الثالثة، الإسكندرية، 2010، ص 37.

[2] سلماني عادل، **دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي دراسة حالة ماليزيا** ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2013- 2014، ص115.

وهو العائد الذي تحقق فعلا على الاستثمار ضمن فترة تاريخية معينة، وعلى الرغم من عدم استخدام هذا العائد في تقييم الاستثمار إلا أنه ينطوي على أهمية كبيرة في عملية التقييم إذ إنه يستخدم كمؤشر أساسي في تحديد قيمة العائد المتوقع.[1]

4/ العائد المطلوب (المرغوب)

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحيته بأمواله الحالية، بطلب تعويض عن المخاطر التي يتعرض لها ، ويتكون من جزئين وهما:[2]

4-1/ العائد الخالي من المخاطرة

هو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر، لو أنه وجه أمواله الى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائيا أي في مجالات خالية من الخطر.

4-2/ بدل المخاطرة (علاوة الخطر): هو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الأوراق المالية.

ثانياً: قياس العائد

بعد التطرق لفهوم العائد وأنواعه ، سنحاول في هذا الجزء إبراز أهم القوانين التطبيقية التي يتم اللجوء اليها في قياسه ، والتي يتم من خلالها اتخاذ القرارات الاستثمارية،سواء بالنسبة للاستثمارات الفردية او للمحفظة المالية:

1/ حساب معدل العائد بالنسبة للاستثمارات الفردية

يتم احتسابه وفق نوع الورقة المالية المحددة(أسهم وسندات) ، اين نجد:[3]

1-1/ عائد الأسهم:نميز بين:

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية**، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر،قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة يحي فارس، المدية، 2018- 2019،ص 18.

[2] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة،بدون بلد، 2009، ص 59.

[3] سعيدي فاطمة الزهراء، **محاضرات في تسيير المحافظ المالية**، مرجع سابق،ص 34-44 .

أ) **معدل العائد الجاري أو الدوري أو الاعتيادي:** يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} * 100$$

ب) معدل عائد فترة الاحتفاظ بالسهم: يمثل المدة التي يحتفظ بها المستثمر لذلك السهم مابين تاريخ شرائه الى غاية بيعه، مضافا اليها الأرباح التي تم توزيعها ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل عائد فترة الاحتفاظ بالسهم} = \frac{\text{(سعر البيع- سعر الشراء) + نصيب السهم من الارباح الموزعة}}{\text{سعر الشراء}} * 100$$

ج) معدل العائد الرأسمالي للسهم: يمثل الفارق بين سعر الشراء والبيع

$$\text{معدل العائد الرأسمالي للسهم} = \frac{\text{سعر البيع – سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}} * 100$$

1-2/ عائد السندات:

هو أداة تستخدم لقياس مردودية سند مقارنة سند آخر، وبواسطة هذا السند يمكن للمستثمر اتخاذ القرار الصائب بشأن أي السندات التي يشتريها، يعتمد العائد على السندات على السعر الذي تدفعه والفائدة التي تتلقاها،وتنقسم عوائد السندات إلى:

أ) معدل العائد الجاري:وهو العائد السنوي على أصل السند، يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد الجاري} = \frac{\text{الفائدة السنوية}}{\text{سعر الشراء}} * 100$$، بحيث $\text{الفائدة السنوية} = \frac{\text{القيمة الاسمية} * \text{معدل الفائدة}}{100}$

ب) معدل العائد لفترة الاقتناء: يتم احتسابه في حالة قيام المستثمر ببيع السند قبل تاريخ استحقاقه، وفق المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد لفترة الاقتناء} = \frac{\text{(سعر البيع – سعر الشراء) + الفوائد التي تحصل عليها}}{\text{سعر الشرء}} * 100$$

ج) معدل العائد لموعد الاستحقاق:وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر جراء إحتفاظه بالسند إلى غاية تاريخ استحقاقه، يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد لموعد الاستحقاق} = \frac{\dfrac{\text{القيمة الاسمية–ثمن الشراء}}{\text{مبلغ الفائدة+ عدد السنوات الباقية لموعد الاستحقاق}}}{\dfrac{\text{القيمة الاسمية + ثمن الشراء}}{2}} * 100$$

د) معدل العائد لموعد الاستدعاء:هو ذلك العائد الذي يحققه المستثمر حامل السندات من تاريخ شرائه الى موعد استدعائه المنصوص عليه في عقد الإصدار يحسب وفق العلاقة التالي:

$$\text{معدل العائد لموعد الاستدعاء} = \frac{\dfrac{\text{سعر الاستدعاء– ثمن الشراء}}{\text{مبلغ الفائدة + عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}}}{\dfrac{\text{سعر الاستدعاء + ثمن الشراء}}{2}} *100$$

2/ عائد المحفظة: إن عائد المحفظة يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبرة عن مجموع المنافع الإضافية التي تذرها الأوراق المشكلة لها، ونميز بين نوعين من العائد:[1]

2-1/ العائد التاريخي: يستند هذا الأخير على بيانات تاريخية فعلية لعوائد الأوراق المالية المكونة لتلك المحفظة و أوزانها النسبية، والذي هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق، حيث يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية:

$$R_p = \sum W_i \, Ri$$

بحيث: R_P: العائد المرجح للمحفظة

W_i: الوزن النسبي للورقة المالية المكونة لتلك المحفظة، بحيث $W_i = V_{i/}\sum V_i$

(V_i : قيمة الورقة المالية في المحفظة، $\sum V_i$ قيمة مجموع الأوراق المالية المكونة لتلك المحفظة).

- R_i: العائد التاريخي للورقة المالية المكونة للمحفظة.

2-2/ العائد المتوقع: الذي يعتمد على التوزيع الاحتمالي، أي تقدير الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال يحسب وفق العلاقة التالية:

$$(ER_P) = \sum W_i \, E(R_i)$$

بحيث:

- $E (R_P)$: العائد المتوقع للمحفظة.
- W_I: الوزن النسبي للأصل المالي i في المحفظة.
- $E(R_i)$: العائد المتوقع من الأصل المالي i في المحفظة، بحيث يمثل مجموع العائد المحقق للأصل عند حالة اقتصادية ضرب احتمال تحقق تلك الحالة أي: $E(R_i)=R_I*P_I$

[1] سلماني عادل، مرجع سابق، ص ص 116-117.

المطلب الثاني: مخاطـر المحفظة المالية

إضافة للعائد الذي يرغب المستثمر في تحقيقه، توجد أيضاً مخاطر ترافق عملية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،والتي يجب على المستثمر التقليل منها قدر الإمكان حتى لا يقع في الخسارة.

الفرع الأول: تعريف المخاطرة وأنواعها.

قبل التطرق الى انواع المخاطر لابد من تبيان مفهومها.

أولاً: تعريف المخاطرة:

تعرف المخاطرة بأنها "إحتملات تحقق الخسائر"[1]، كما يمكن تعريفها بأنها التذبذب في العائد المتولد او عدم التأكد من حتمية حصول العائد او عدم التأكد من حيث حجمه أو وزنه أو إنتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا[2].

ثانياً: أنواع المخاطرة:

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموما الى نوعين من المخاطر هي:

1/ المخاطر المنتظمة

يطلق على المخاطر المنتظمة تسميات متعددة منها: مخاطر السوق، المخاطر غير القابلة للتنويع والمخاطر التي لا يمكن تجنبها والمخاطر العادية، والتي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية،فهي لاتقتصر على شركة معينة أو قطاع نعين، وبالتالي فهي تؤثر على السوق ككل، إذ ترتبط بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للاقتصاد، ولا يمكن الحد منها عن طريق التنويع.[3]

---

[1] نعمان محصول، **تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية – دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال المؤسسات، ، جامعة جيجل، 2006-2007، ص 64.

[2]. غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 73.

[3] نعمان محصول، مرجع سابق، ص 65.

1-1/ مصادر المخاطر المنتظمة:تتمثل في:[1]

أ) خطر سعر الفائدة

ويقصد به التقلبات في عوائد الاوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة، حيث أن سعر الفائدة في السوق يمثل سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، وعليه فان كافة الأوراق المالية تميل الى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة.

ب) خطر القدرة الشرائية

ويقصد بها تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض قيمتها الحقيقية أي قدرتها الشرائية، ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر إذا تعلق الامر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات.

ج) خطر السوق

يحدث نتيجة لتقلبات تطرأ في السوق المالي أو نتيجة لأسباب اقتصادية اجتماعية أو سياسية في الدولة، أو في دول أخر ويؤثر هذا النوع من المخاطر على وجه الخصوص على الاسهم العادية اما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة منها.

2/ المخاطر غير المنتظمة:

يطلق عليها أيضا بالمخاطر التي يمكن تجنبها، والمخاطر القابلة للتنويع، والمخاطر الخاصة، وهي تلك المخاطر التي تختص بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية الت تنفرد بها منشأة معينة أو صناعة ما.[2]

[1] سامية فقير، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية**، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى دكتوراه ل. م. د، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2017- 2018، ص 30.

[2] عمان محصول، مرجع سابق، ص65.

2-1/ مصادر المخاطر غير المنتظمة: تتمثل في:[1]

أ) مخاطر الإدارة

ويقصد بها الأخطاء التي من الممكن ارتكابها من طرف أعضاء الإدارة، والتي تؤدي إلى حدوث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.

ب) مخاطر الصناعة

و هي مخاطر مرتبطة بالصناعة التي يقوم بها المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية مثلا، هذا من شأنه إحداث أضرار كبيرة في القيم السوقية لأسهم هذه الشركات.

كما يمكن أن نجد المخاطر التالية:[2]

ج) مخاطر تقادم المنتجات

تمر جميع المنتجات تقريبا بنفس المراحل بدءاً من مرحلة الظهور الى النضج وأخيرا مرحلة التقادم بسبب ظهور منتج جديد، الأمر الذي يؤدي الى تقلص مبيعات الشركة وبالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية للشركة.

د) مخاطر الارتباط بعميل واحد

إذا كانت الشركة تتعامل في توريد منتجاتها لعميل واحد، فإن استمرارية الشركة يتوقف على استمرارية التعامل معه كالمصانع الصغيرة.

الفرع الثاني:قياس المخاطر

إذا كانت مخاطر المحفظة المالية ما هي إلا محصلة مخاطر الاستثمارات الفردية، فإن الأمر يقتضي التعرض إلى طرق قياس خطر الأوراق المالية الفردية أولا ثم التطرق إلى طرق قياس خطر المحفظة المالية.

[1] سامية فقير، مرجع سابق، ص30.

[2] سعيدي فاطمة الزهراء، **محاضرات في تسيير المحافظ المالية**، مرجع سابق، ص ص 47-48.

أولاً: قياس خطر الاستثمارات الفردية

إضافة الى قياس العائد يقوم المستثمر بقياس المخاطرة في الاستثمارات الفردية ، وذلك حسب نوع المخاطرة كالآتي:

1/ المخاطر غير المنتظمة: تقاس عن طريق الانحراف المعياري، هذا الأخير يقيس لنا مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي، أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد، ويحسب وفق العلاقة التالية:[1]

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})^2 n}{n}}$$

- R_i: عائد الورقة المالية.
- R_i:الوسط الحسابي للعائد.
- n: عدد السنوات التي تتوافر فيها البيانات عن العائد.

2/ المخاطر المنتظمة:تقاس عن طريق معامل beta، حيث يقيس سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد، ويحسب وفق المعادلة التالية:[2]

$$\text{beta} = \frac{covariance}{Dispersion\ of\ market\ returns}$$

$$\text{beta} = \frac{\text{التغاير ما بين عائد السهم وعائد السوق}}{\text{تشتت عائد السوق}}$$

[1] سلماني عادل، مرجع سابق، ص121.

[2] سعيدي فاطمة الزهراء، **محاضرات في تسيير المحافظ المالية**، مرجع سابق، ص 51.

حيث أن:

$$\mathbf{Covariance}=\frac{\sum_{i=1}^{n}(R_i-\overline{R_i})\ (R_m-\overline{R_m})}{n-1}$$

R_m تمثل عائد السوق

ثانياً: قياس خطر المحفظة المالية.

مخاطر المحفظة هي دالة لمخاطر لاستثمارات الفردية التي تشكل المحفظة وأوزانها ومعاملات الارتباط فيما بين معدلات العائد لهذه الاستثمارات الفردية.

ويتم قياس المخاطر الكلية للمحفظة كما يلي:[1]

1/ إذا كانت المحفظة تتكون من استثمارين: فإن صيغة تباين المحفظة تكون كما يلي:

$$\sigma_P = \sqrt{W_1^2 S_1^2 + W_2^2 S_2^2 + 2W_1 W_2 P_{12}\sigma_1\sigma_2}$$

- σ_P: الإنحراف المعياري للمحفظة.
- W_1: الوزن النسبي للاستثمار 1.
- W_2: الوزن النسبي للاستثمار 2.
- σ_1: الانحراف المعياري للاستثمار 1.
- σ_2: الانحراف المعياري للاستثمار 2.
- P12: معامل الارتباط بين الاستثمارية 1 و 2.

2/ إذا كانت المحفظة تتكون من N أصل: فإن صيغة تباين المحفظة تكون كما يلي:

$$\sigma_P^2 = \sum_{j=1}^{n} w_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{j=1}^{n}\sum_{k=1}^{n} w_j\, w_k\ covjk$$

[1] سامية فقير، مرجع سابق، ص 34.

خلاصة الفصل:

من اجل تعظيم ثروته إتخذ المستثمر مجالا مختلفا في الاستثمار، من خلال توظيف مدخراته المالية في البورصة أو ما يعرف بالاستثمار في بورصة الأوراق المالية، وذلك بتشكيل محافظ مالية تضم مختلف الأوراق المالية التي يقوم بتسييرها وفق السياسة التي يرغب بها، وبالاعتماد على الأسس والضوابط المختلفة لإدارتها.

كما يقوم بتقييمها من خلال قياس العائد الذي تحقق أو يتوقعه بالإضافة الى محاولة تجنبه أو التقليل من المخاطر التي يواجهها خلال فترة استثماره.

وعملية الاستثمار في كل من بورصتي الجزائر وعمان تعد مثالا حيا على ذلك، وسوف نتطرق لهما في الفصل الموالي.

الفصل الثالث:

الاستثمار في بورصة الجزائر وبورصة عمان

تمهيد:

أصبح موضوع الاستثمار في بورصة الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في معظم الدول، لما له من دور فعال في تدعيم الاقتصاد الوطني وتطويره.

ولقد حاولنا في هذا الفصل تسليط الضوء على الاستثمار في كل من بورصتي الجزائر وعمان، وذلك من خلال دراسة مقارنة لهما من الجانب النظري، أما في الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على تحليل أدائهما باستخدام مؤشر نشاط التداول للفترة من 2014 إلى 2018، وفي الأخير تطرقنا إلى تقييم الاستثمار ، وفق الخطة التالية:

المبحث الأول: الإطار العام لبورصة الجزائر وعمان.

المبحث الثاني:واقع بورصة الجزائر وعمان

المبحث الثالث: تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر وعمان.

المبحث الأول: الإطار العام لبورصة الجزائر وبورصة عمان

كان من الضروري على الجزائر وعمان أن تؤسس سوق لرأس المال كمصدر إضافي للتمويل، بعد ان عرفت أهمية كبيرة لدى اقتصاديات الدول الأخرى.

المطلب الأول:نشأة بورصة الجزائر وعمان

ظهرت بورصة الجزائر نظير التحولات الاقتصادية التي شهدتها الدولة،وذلك من خلال التحول من النظام الاشتراكي الى النظام الرأسمالي، في حين بورصة عمان التي تعتبر من البورصات العربية حديثة النشأة، والتي ظهرت بناءا على التغيرات التي حدثت داخل سوق رأس المال الأردني.

الفرع الأول:نشأة بورصة الجزائر

بورصة الجزائر أو بورصة القيم المنقولة هي عبارة عن إطار تنظيم وسير العمليات في ما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، و الأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم.[1]

وقد دخلت فكرة إنشائها في الجزائر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما لتحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان إبتداءا من سنة 1990 ومنذ ذلك الحين الى غاية الوقت الحالي مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكر منها:[2]

أولا:المرحلة التقريرية(1990-1993):ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية تتمثل في:

- المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990: ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط؛

- المرسوم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990: نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية، كما أنشأت في نفس السنة شركة القيم المنقولة في 09 ديسمبر 1990 بفضل صناديق

1بن عيسى بوشو يوسف زرارقة، **دراسة كفاءة السوق المالي عند المتوسط**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية، جامعة المدية، 2015-2016، ص67.

2شقبقب عيسى أزغار يحي،**محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 03،العدد 07، 2016، ص ص52-45.

المساهمة برأسمال قدره 320.000 دج، يديرها مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة؛

وقد نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط؛

وتميزت هذه المرحلة بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة وإصدار ثلاث مراسيم تنفيذية تتعلق بالبورصة بتاريخ 28 ماي 1991.

ثانيا: المرحلة الابتدائية (1993–1996):كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها الاجتماعي، تم تعديل رأسمالها إلى 932.000,00 دج، كما تغير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية.

حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة، وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

ثم تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 94-475 المؤرخ في 13 جوان 1994 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية.

ثالثا: مرحلة الانطلاقة الفعلية(1996 إلى يومنا هذا): بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم من الناحية التنظيمية والقانونية، تم:

- وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛
- تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم ؛

ومع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لكن الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر، تم يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 بمقرها المادي بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.

الفرع الثاني: نشأة بورصة عمان للأوراق المالية

تعتبر بورصة عمان أحد اهم مؤسسات سوق رأس المال الأردني، وهي حاليا من أبرز البورصات الناشئة التي تسعى الى توفير مبادئ العدالة والشفافية وإرساء بيئة سليمة وصحيحة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل وحماية المتعاملين في سوق رأس المال الأردني.

تم تأسيس بورصة عمان في 11 مارس 1999 ، بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة لاتهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص، ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وقد قامت بورصة عمان منذ نشأتها بخطوات مهمة هدفت الى زيادة ثقة المستثمرين فيه.[1]

وقد أصبحت وريثة سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من أجل إعادة هيكلة سوق رأس المال الأردني وتنظيمه، وهي أحد مؤسسات سوق رأس المال الأردني، الذي يتكون من هيئة الأوراق المالية، مركز الإيداع وبورصة عمان، وتتكون البورصة من ثلاثة قطاعات وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، ويتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات من مقدار القيمة السوقية لكل منها ومقدار حجم التداول أيضا لكل منها، بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة ومؤشر لكل قطاع.[2]

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان.[3]

1بن يمينة كمال، عطية حليمة، **الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات–دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية–**مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، دون سنة، ص 253.

2فاروق رفيق التهتموني، مقال حول: **فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية، دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003الى2007**، تاريخ الزيارة 21 ماي 2019 على الساعة 18:30 على الموقع الالكتروني www.kantakji.com/media9084

3بورصة عمان، **إنشاء بورصة عمان**، تاريخ الزيارة 21 ماي 2019 على الساعة 18:45،على الموقع الالكتروني www.ase.com/are

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وعمان

تختلف الهيئات التنظيمية لبورصة الجزائر، عن مثيلتها في بورصة عمان، والتي تسهر على السير الحسن للبورصتين.

الفرع الأول: الهيئات التنظيمية لبورصة الجزائر

تظم بورصة الجزائر هيئات مالية، تشرف على تنظيمها وتسييرها وفق القوانين والأنظمة المعمول بها.

أولا:لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

1/ تعريفها: هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.[1]

2/ الهيكل التنظيمي:تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من رئيس وستة أعضاء، يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات، ويمارس مهمته كامل الوقت ،وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري ويعين أعضاء اللجنة لمدة أربع سنوات، حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي:[2]

- قاضي يقترحه وزير العدل؛
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة؛
- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.

1**لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**، تاريخ الزيارة 2019/05/15 على الساعة 23:00.على الموقع الالكتروني www.cosob.org

2 المواد من 20الى24 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة لسنة 1993، الجريدة الرسمية رقم 36، الجزائر، ص06.

3/ مهام اللجنة:لقد زود المشروع اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها، سلطات تنظيمية وسلطات إعتماد ومراقبة وتحقيق.[1]

أ–السلطة التنظيمية:تقوم اللجنة في اطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع الى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتمثل في:

– القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات، حافظي السندات؛

– واجبات الاعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار او القبول في البورصة او العروض العمومية؛

– تسيير حافظة القيم المنقولة؛

– قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات؛

– القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛

– شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة؛

– شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

ب–سلطة الاعتماد والتأهيل: تعتمد اللجنة على:

– الوسطاء في عمليات البورصة؛

– شركات الاستثمارات ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك؛

– تؤهل ماسكي الحسابات وحافظي السندات.

ج–سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق: تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد خصوصا من:

– إحترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق؛

– امتثال الشركات التي تلجا الى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛

– حسن سير السوق؛

1 **لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**، مرجع سابق.

وتؤهل اللجنة من اجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة لإجراء التحقيقات لدى الشركات أو المؤسسات مالية معنية على القيم المنقولة.

ثانيا– شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

1/تعريفها: هي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 475.200.000,00دج، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وتحقق انجازها في 25 ماي 1997، وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوط في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم،وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها.[1]

2/ المؤسسات لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

أ–البنوك الوطنية:بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائريBEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائريCPA، البنك الوطني الجزائريBNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياطCNEP.

ب– شركة التأمين الوطنية:الشركة الجزائرية للتأمينSAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT ، الصندوق الوطني للتعاضديات الفلاحية CNMA.

ج–البنك الخاص: ويتمثل في يونيوز بنك.

3/ المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: بنك التنمية المحليةBDL، البنك الخارجي الجزائريBEA ، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائريCPA ، البنك الوطني الجزائريBNA ، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط .CNEP.

4/ مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: تتكفل الشركة بالمهام التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

1**بورصة الجزائر**،تاريخ الزيارة 2019/05/17 على الساعة 22:00على الموقع الالكترونيwww.sgbv.dz/ar .

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

ثالثا– المؤتمن المركزي على السندات

يعتبر من بين المتدخلين في البورصة والذي يسهر على السير الحسن لعملياتها.[1]

1– تعريف المؤتمن المركزي: هي شركة ذات أسهم ، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (05 بنوك) والثلاث شركات المصدر للقيم المنقولة بالاضافة الى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية، وبنك الجزائر حيث المساهمة الدنيا في راسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري .[2]

2– مهام المؤتمن المركزي: تستمد مهامه من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 والمتمثلة في:

- يفتح ويدير حسابات التداول الجارية لصالح ماسكي الحساب المحافظين المنخرطين فيه؛
- يمركز فقط السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من حلال القيام بتحويلات من حساب الى حساب؛
- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأسمال)؛
- يقنن السندات المقبولة في عملياته، حسب المقياس الدولي .I.S.I.N؛
- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

3–المنخرطون في المؤتمن المركزي: البنوك والمؤسسات المالية ، الوسطاء في عمليات البورصة المتخصصون في سندات الخزينة العامة، الأشخاص المعنويون الذين يصدرون السندات، المؤتمنون المركزيون الأجانب.

4– السندات المقبولة في عمليات المؤتمن المركزي:القيم المنقولة (الأسهم سندات الدين المسعرة) أو غير المسعرة في البورصة، سندات الدين القابلة للتداول، حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية كل مجموعة السندات التي تخول حائزيها حقوق مماثلة.

1بورصة الجزائر، **المؤتمن المركزي**، تاريخ الزيارة 2019/05/17، على الساعة 23:00 على الموقع الالكتروني www.sgbv.dz/are

رابعا– هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

تتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق التي تهدف إلى جمع الادخار لاستثماره في السوق المالي، وفق سياسة استثمار واضحة، يتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتمادا من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها.[1]

خامسا– ماسكو الحسابات–حافظو السندات

هم البنوك والمؤسسات المالية، شركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عملية البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية والمكتسبة في السوق الثانوية.[2]

الفرع الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة عمان

نظرا للإصلاحات الهيكلية التي شهدها سوق رأس المال الأردني وبناءا على قانون الاوراق المالية رقم 23 سنة 1997، فقد تم فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي لها، حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معا، فبالإضافة إلى بورصة عمان تم تشكيل هيئة الأوراق المالية ، ومركز إيداع الأوراق المالية.

أولا:الهيكل التنظيمي لبورصة عمان

يتكون الهيكل التنظيمي لبورصة عمان من عديد من الوحدات تتمثل في:[3]

1/الهيئة العامة:تتكون من خمسة أعضاء يمثلون جهات متعدد، ذات أهداف مرتبطة بالسوق المالي منها: الحكومة،ممثلون عن هيئة الوسطاء الماليين والمستثمرين أو جمعيات حماية المستثمر، وبعض الأكاديميين والخبراء وتنتخب الهيئة من يمثلها في السوق.

1بورصة الجزائر،**هيئات التوظيف الجماعي**، تاريخ الزيارة2019/05/17 على الساعة 14:45، على الموقع الالكتروني: www.sgbv.dz/ar

2بورصة الجزائر، **ماسكو الحسابات**، تاريخ الزيارة 2019/05/17، على الساعة 14:55، على الموقع الالكتروني: www.sgbv.dz/ar

3مناصرية خولة، **أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن 1990–2014**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية ، تخصص النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015–2016، ص ص 288–289.

2/مجلس الإدارة: يتألف مجلس الإدارة من سبعة أعضاء، عضوان يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها، عضوين يمثلان الوسطاء من غير البنوك، ثلاثة أعضاء من القطاع الخاص من ذوي الخبرة في المجلات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.ويرتبط بمجلس الإدارة مدقق حسابات خارجي يتولى مهمة تدقيق حسابات البورصة وسلامة عملياتها المالية، كما يرتبط بمجلس الإدارة المستشار القانوني الخارجي، وهو مسؤول عن تقديم الاستشارة القانونية لمجلس الإدارة عن كل ما يتعلق من مشاكل، وتظهر جراء عمليات تداول الأوراق المالية، بالإضافة إلى مدقق حسابات داخلي يتولى مهمة تقييم الرقابة الداخلية في البورصة.

3/ المدير التنفيذي: يعين بقرار من مجلس الإدارة وبموافقته، وهو مسؤول عن تنفيذ الخطط والتعليمات الخاصة بالبورصة، وتطبيق جميع قرارات وخطط البورصة.

4/نائب المدير التنفيذي: يساعد المدير التنفيذي من خلال إدارة الدوائر المتخصصة المسؤولة عن تنفيذ أنشطة البورصة.

ثانيا: الهيئات المنظمة لها

إضافة إلى بورصة عمان التي تنظم سير عمل سوق رأس المال الأردني نجد أيضا، هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية.[1]

1/ هيئة الأوراق المالية: وهي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال في الأردن تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وللهيئة مجلس مفوضين باشر عمله لأول مرة في 1997/09/01 لممارسة الصلاحيات التالية:

- إعادة مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية؛
- منح التراخيص للشركات الخدمات المالية والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار؛
- الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة ومركز إيداع الأوراق المالية؛

1جهرة شنافة، **أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالي خلال الفترة 1980-2016**،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، 2017-2018، ص ص 245-246.

– الموافقة عل الرسوم والعمولات التي تتقاضاها البورصة والمركز والشركات الخدمات المالية المرخصة من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا؛

– اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق وتقويم الأداء من قبل الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة والتقيد بها، إضافة لتحديد المعايير والشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات تلك الجهات.

2–مركز إيداع الأوراق المالية: أنشا مركز إيداع الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق الملية رقم 23 لسنة 1997، وباشر أعماله في عام 1999، يتمتع بشخصية اعتبارية، ذات استقلال مالي وإداري، يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها،يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية، وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية، وذلك ببناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق، من خلال وضع أنظمة وتشريعات تتسم بالعدالة والسرعة والأمان.

❖ **مهام مركز إيداع الأوراق المالية:**تركزت مهام المركز في:

– تسجيل الأوراق المالية في السجل المركزي للمساهمين الموثقين، وحفظ ونقل ملكيتها وإيداعها وإجراء المقاصة والتسوية عبر نظام مركزي، وعلى أساس التسليم مقابل الدفع؛

– الأشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز؛

– وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات المركز والاستفادة من خدماته؛

– إبداء الرأي في التشريعات وتعديلاتها ذات العلاقة بعمل المركز، واقتراح التشريعات والإجراءات التي تكفل حماية المستثمرين مالكي الأوراق المالية؛

– إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز؛

– إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها مما يخدم أهداف المركز

المطلب الثالث: الوساطة المالية للبورصتين وشروط الإدراج فيهما

تضم كلا البورصتين على وسطاء يسهرون على سير عملياتها وتنفيذ أوامر مستثمريهم، في شراء وبيع الأوراق المالية، هاته الأخيرة يتطلب شروط لإدراجها في البورصة والتعامل بها.

الفرع الأول:الوساطة المالية في بورصة الجزائر وشروط الإدراج فيها

يقوم الوسطاء بتنفيذ عمليات البورصة وفق المهام المنوطة بم، ولقد تم تعريف الوساطة في الجزائر كما يلي:[1]

أولا– مفهوم الوساطة المالية: حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وضع وسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة، وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد، ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد على فئة من الفئات المتضمنة سوق المال في الجزائر، ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

ثانيا–مهام الوسطاء في بورصة الجزائر:يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير خدمات الاستثمارية والمالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعد والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993، وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الانشطة المذكورة أعلاه.

1بورصة الجزائر، **الوساطة المالية**، تاريخ الزيارة 2019/05/17 على الساعة 14:00 على الموقع الالكتروني: www.sgbv.dz/ar

وقد تم توسيع نشاط الوسطاء ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الاداء الجيد للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

ثالثا:وسطاء بورصة الجزائر:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛/- بنك التنمية المحلية؛
- البنك الخارجي الجزائري؛/- البنك الوطني الجزائري؛
- بي أن بي باريبا؛/ -بنك التوفير والاحتياط؛
- القرض الشعبي الجزائري؛/ - سوسيتي جنيرال الجزائر؛
- تل ماركتس.

رابعا: شروط ادراج الاوراق المالية في بورصة الجزائر

تتمثل شروط القبول في بورصة الجزائر كما يلي:[1]

- يجب أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم(SPA) ؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5.000.000,00 د ج)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛

- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛

- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛

1 بورصة الجزائر، **الوساطة المالية**، مرجع سابق.

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة؛

- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛

- ضمان التكفّل بعمليات تحويل السندات.

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

الفرع الثاني: الوساطة المالية في بورصة عمان

تختلف الوساطة المالية في بورصة عمان عن بورصة الجزائر، وذلك وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها داخل البورصة، بالإضافة الى النظام المستخدم والمتعلق بالتداول الالكتروني.[1]

أولا:تعريف الوساطة المالية:

تعريف الوسيط:هو الشخص الاعتباري المرخص له من قبل الهيئة لممارسة أعمال الوسيط أو الوساطة المالية.

1.موقع بورصة عمان،**تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018**، تاريخ الزيارة 2019/05/31، على الساعة 10:00،على الموقع الالكترونيwww.ase.com/are

ثانيا: التزامات الوسيط اتجاه عميله:

يلتزم الوسيط بإبرام اتفاقية للتعامل بالأوراق المالية مع عميله تحدد حقوق والتزامات الطرفين وذلك وفقاً للتشريعات الصادرة عن البورصة.

1/ يجب على الوسيط ما يلي:

✓ الحصول على تفاويض* خطية أو صوتية أو إلكترونية من عملائه تخوله التصرف بالأوراق المالية نيابة عنهم وتعتبر هذه التفاويض ملزمة للطرفين؛

✓ التحقق من صحة التفاويض الواردة إليه بالطريقة التي يراها مناسبة وعلى مسؤوليته الكاملة؛

✓ تثبيت التاريخ والوقت عند استلام تفاويض عملائه لمراعاة التسلسل عند إدخال الأوامر إلى نظام التداول بما في ذلك التفاويض لصالح محفظته.؛

✓ أن يثبت في أي وقت أن لديه تفويضاً يبين اسم عميله واسم الجهة المصدرة و نوع الأمر وعدد الأوراق المالية والسعر وتاريخ التفويض ووقته ومدة سريانه؛

✓ الاحتفاظ بالتفاويض للفترة التي يحددها مجلس الإدارة؛

2/يحدد التفويض السعر الذي يرغب العميل التنفيذ عليه وفقاً لأنواع الأوامر التي تسمح بها البورصة من حيث السعر؛

3/تعتبر التسجيلات الصوتية والالكترونية الموجودة لدى الوسيط معتمدة عند وقوع أي خلاف بين الوسيط وعميله.

4/يلتزم الوسيط بإبلاغ العميل بما يلي:

✓ أوامر الشراء والبيع المنفذة لصالح العميل فور تنفيذها أو حسب الاتفاقية المبرمة بينهما؛

✓ أوامر الشراء والبيع غير المنفذة لصالح العميل وذلك فور انتهاء مدة سريان التفاويض المقدمة للوسيط؛

*التفويض:الطلب الذي يقدمه العميل للوسيط لشراء أو بيع ورقة مالية، بناءا على شروط محددة من قبل العميل.

ثالثا:خدمة التداول عبر الانترنيت:

1/تعريفها:خدمة التداول عبر الانترنيت، هي الخدمة التي تقدمها شركة الوساطة لعملائها، بحيث تمكنهم من التداول بالأوراق المالية، عن طريق إدخال أوامر البيع والشراء الى نظام التداول الالكتروني بأنفسهم من خلال استخدام شبكة الانترنيت.

2/متطلبات وشروط تقديم الخدمة:

يحظر على أي وسيط تقديم الخدمة إلا بعد الحصول على الموافقة الخطية للبورصة وفقاً للآلية المنصوص عليها في هذه التعليمات.

أ- يجب على الوسيط الذي يرغب بتقديم الخدمة التقدم بطلب للبورصة مرفقاً به جميع الوثائق والمستندات المعتمدة من قبل البورصة وفق النموذج المعد لهذه الغاية، على أن تتضمن الوثائق والمستندات ما يلي:

- ✓ نموذج الاتفاقية التي سيبرمها الوسيط مع عملائه لتنظيم تقديم الخدمة؛
- ✓ خطة طوارئ مكتوبة تصف إستراتيجية الوسيط وموارده المتاحة لإدخال أوامر الشراء والبيع للعملاء نيابة عنهم إذا أصبح التداول عبر الإنترنت غير متاح للعملاء لأي سبب من الأسباب؛
- ✓ بيان إفصاح المخاطر، والذي يجب أن ينص بوضوح وصراحة على جميع المخاطر المترتبة على شراء وبيع الأوراق المالية من خلال الخدمة؛
- ✓ مقدار البدل الذي سيتقاضاه الوسيط من عملائه مقابل تقديم الخدمة؛
- ✓ بيان بالحد الأدنى من الشروط الواجب توفرها في العميل الراغب باستخدام الخدمة.

ب- للبورصة أن تحدد أي متطلبات إضافية للنظر في طلب الوسيط الراغب بتقديم الخدمة.

3- موافقة البورصة:

توافق البورصة على طلب الوسيط لتقديم الخدمة بعد التأكد مما يلي:

- اكتمال وصحة الوثائق والمستندات المرفقة بالطلب وتوافقها مع هذه التعليمات؛

– أن البرنامج* المستخدم من قبل الوسيط يلبي متطلبات تقديم الخدمة؛

– أن البنية التحتية للأنظمة لدى الوسيط ملائمة لإجراء عمليات التداول عبر الإنترنت بشكل سليم.

– أن عملية تهيئة وتحميل البرنامج وأنظمة الاتصال مع نظام التداول مطابقة للمتطلبات التقنية والتشغيلية للبورصة.

4/التزامات الوسيط :

أ–يلتزم الوسيط الحاصل على موافقة البورصة، لتقديم الخدمة توقيع اتفاقية توزيع معلومات مع البورصة وضمان توفير معلومات التداول الحية لعملائه مستخدمي الخدمة بما في ذلك:

- ✓ شاشة لمراقبة التداول الحي.
- ✓ معلومات تظهر عمق السوق من خلال إظهار ما لا يقل عن أفضل خمسة أسعار طلب وعرض على الورقة المالية وكمياتها، كما توفرها البورصة.
- ✓ الرصيد النقدي ورصيد الأوراق المالية للعميل (مدعمين بالوقت والتاريخ).
- ✓ تقييم فوري لمحفظة العميل.
- ✓ بيان حالة الأوامر المدخلة من قبل العميل.
- ✓ كشف حساب يبين حركات العميل مدعماً بالوقت والتاريخ.
- ✓ أي معلومات إضافية أخرى تطلبها البورصة و/أو الهيئة.

ب–يلتزم الوسيط الحاصل على موافقة البورصة على تقديم الخدمة بنشر بيان إفصاح عن المخاطر على موقعه الإلكتروني قبل المباشرة بتقديم الخدمة، واستمرار نشره في جميع الأوقات بالإضافة إلى أي معلومات تتعلق بالخدمة تطلبها البورصة.

***البرنامج**: البرنامج الخاص لغايات التداول عبر الانترنيت، والموافق عليه من قبل البورصة.

ج- يلتزم الوسيط بإعلام البورصة والهيئة خطياً فور علمه بالأعمال المحظورة التي يرتكبها عملاؤه مستخدمو الخدمة خلافاً لأحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه.

رابعا/شركات الوساطة التي تقدم خدمة التداول عبر الانترنيت:

-التعاون العربي للاستثمارات المالية ؛/- العربية للاستثمارات المالية.

-الوطنية للخدمات المالية؛/-الاسواق الناشئة للخدمات المالية والاستثمارات.

-الاولى للاستثمارات المالية؛/-أجياد للأوراق المالية.

-الاتحاد للاستثمارات المالية؛/-البلاد للأوراق المالية والاستثمار.

-تفوق للاستثمارات المالية؛/-المال الاردني للاستثمار والوساطة المالية.

-سبائك للخدمات المالية؛/-استثمار للخدمات المالية.

-المركز المالي الدولي.

خامسا: شروط الادراج في بورصة عمان

يمكن تلخيص شروط الادراج في النقاط التالية:[1]

- تسجيل الاوراق المالية المعنية لدى هيئة الاوراق المالية.
- ايداع الاوراق المعنية لدى مركز ايداع الاوراق المالية.
- توقيع المصدر اتفاقية الادراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات العارفين فيما يتعلق بإدراج الاوراق المالية.
- عدم وجود اية قيود على نقل ملكية الاوراق المالية المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها.
- أن لايتضمن تقرير مدقق حسابات الشركة شكوكا حول قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها ضمن تقرير المدقق الخارجي لحسابات الشركة والمتعلق بأحدث البيانات المالية.
- اصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الاقل تظهر نشاطا تشغيليا.

1جهرة شنافة، مرجع سابق، ص 282.

– ان لايقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 50% من راسمالها. المدفوع، كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية.

– أن لاتقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 5% من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني.

المبحث الثاني:واقع الاستثمار في بورصة الجزائر وعمان

بعد التطرق للإطار العام لكلا البورصتين، سنحاول من خلال هذا الجزء معرفة سير عمل البورصتين موضحين من خلال ذلك مختلف أوجه الاختلاف بين البورصتين.

المطلب الأول:الأسواق والأوراق المالية المتداولة في البورصتين

تحتوي كل بورصة على أسواق مالية، يتم من خلالها تداول مختلف الأوراق المالية.

الفرع الأول:أسواق بورصة الجزائر والأوراق المالية المتداولة فيها

تضم بورصة الجزائر أسواق مالية تختلف عن البورصات الأخرى بالإضافة إلى أوراقها المالية الخاصة.

أولا–أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين.

1/سوق سندات رأس المال: تتكون سوق سندات رأس المال من:[1]

أ– السوق الرئيسية الموجهة للشركات الكبرى: يوجد حاليا خمسة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات.
- أن سي أ رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

ب–سوق المؤسسات الضغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-01 المؤرخ في 12

1 **بورصة الجزائر**، تاريخ الزيارة 2019/05/10 على الساعة 23:52 على الموقع الالكتروني: www.sgbv.dz/ar

يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال، ما يتيح فرصك ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل استثماراتهم.

وتوجد شركة مدرجة وحيدة في هاته لسوق وهي **AOM INVEST** .

2-سوق سندات الدين: تتكون سوق سندات الدين من:

أ- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

ب- سوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية :تأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة ،التي تتنوع فترات استحقاقها بين 15،10،07 عاما من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التامين التي تحوز صفة المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ثانيا: الأوراق المالية المتداولة

يتم في بورصة القيم المنقولة تداول الأوراق المالية التالية:[1]

أولا: الأسهم: ممثلة بأنواعها التالية:

1/ الأسهم العادية: وقد عرفها المشرع الجزائري بأنها: الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتاب وفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير او عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق

1صالح بوزطوطة، **نظام البورصة في الجزائر**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر قسم الحقوق تخصص قانون أعمال، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013-2014، ص ص 55-62.

التصويت يجوز بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون، وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الارباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها وتتمتع الاسهم العادية بجميع الحقوق والواجبات.

2/الأسهم الممتازة:هي صكوك ملكية ذات قيمة اسمية وقيمة دفترية وسوقية شانها شأن السهم العادي يتمتع حاملها بحق الأولوية عند توزيع الأرباح أو الحصول على قيمة السهم عند التصفية.

3/ أسهم التمتع:تم النص عليها في القانون التجاري حيث عرفها" أسهم التمتع هي أسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوم إما من الفوائد أو الاحتياطات ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبق من المساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

4/السهم الخصوصي:حيث تم إدراجه في إطار تنظيم عملية خصخصة المؤسسات بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-133 المحدد لشروط وكيفية ممارسة السهم الخصوصي، إذ يبقى السهم الخاص محتفظا به من طرف الدولة للتدخل في حالات خاصة.

ثانيا:السندات:عرفها المشرع الجزائري على أنها " سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية.

ويمكن أن نميز أنواع السندات التالية:

– **السندات العادية:**وهي السندات الصادرة بالقيمة الاسمية والتي يجب على المكتتب أن يدخلها بالكامل عند الاكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.

– **السندات ذات المعدل الثابت:**هذا النوع من السندات يقدم عائدا ثابت سنويا ومحدد عند الإصدار إلى نهاية حياة القرض حيث يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض الفائدة.

– **سندات المشاركة:**يعطي هذا النوع من السندات ليس فقط الفوائد الدورية إنما أيضا جزء من الأرباح حيث يعتبر هذا النوع من الاتجاهات الحديثة للسندات.

– **السندات ذات المعدل المتغير:**يحصل حاملها على عائد متغير حسب معدل الفائدة المتغير في السوق او تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.

كما نجد أيضا،

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم**:وقد سمح التشريع الجزائري بإصدار سندات استحقاق قابلة إلى التحويل إلى أسهم من طرف شركات المساهمة في نص المادة 715 مكرر 114" يجوز للشركات المساهمة المستوفية للشروط المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 82، إصدار سندات قابلة التحويل الى أسهم.

- **سندات الاستحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم**: هي السندات التي تمنح حق الاكتتاب في الاسهم التي تصدرها الشركات في حالة الزيادة في رأس المال، حيث تتم الزيادة عن طريق قسيمة الاكتتاب في أسهم تكون مسهرة او متفاوض عليها بمعزل عن السندات إلا اذا تم الاتفاق على غير ذلك.

ثالثا:السندات المجزأة:هي تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص سلطات المساهم والسندات التي تمثل حق المديوني ة، إذ لا يعتبر أصحاب هذه السندات المجزاة بمثابة مساهمين ولا أصحاب سندات وتتضمن:

1/شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت:تصدر شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأس المال وتجزئة الاسهم الموجودة.

تمثل شهادات الاستثمار التي يجب ان تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية للسهم الشركة المصدرة حقوقا مالية وهي قابلة للتداول.

تمثل شهادات الحق في التصويت حقوق أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم.

يجب ان تصدر شهادات الحق في التصويت بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار.

2/سندات المساهمة: تنص المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري "تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد، وجزء متغير يحسب استنادا الى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها، وتقوم على القيمة الاسمية للسند، وتكون سندات المساهمة قابلة للتداول.

الفرع الثاني: أسواق بورصة عمان والأوراق المالية المتداولة فيها

تختلف السوق الثانوية لبورصة عمان عن غيرها من الأسواق المالية الأخرى، مثلها مثل الأوراق المالية المتداولة.

أولا:أسواق بورصة عمان:

تتمثل في الأسواق التي يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية، وفقا لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها في بورصة عمان، وتنقسم الى:[1]

1/السوق الأول:ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج خاصة وفقا لتعليمات ادراج الاوراق المالية في بورصة عمان.

2/السوق الثاني:هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج الاوراق المالية في بورصة عمان.

3/سوق حقوق الاكتتاب: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بحقوق الاكتتاب المدرجة في البورصة.

4/سوق السندات: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية ،أسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.

ثانيا: الأوراق المالية المتداولة في البورصة:

بموجب قانون الاوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 في مادته الثالثة،يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية التالية طيلة أيام الاسبوع ماعدا يومي الجمعة والسبت.[2]

1/ الأسهم العادية: وهي أسهم عادية ويجوز أن تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن أربع سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاما تسلسلية.

1جهرة شنافة، مرجع سابق، ص ص 249-250.

2بن يمينة كمال واخرون، مرجع سابق، ص ص 254-255.

2/أسناد القرض: وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وتصدرها شركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لاتقل مدته عن خمس سنوات وتتعهد الشركة بموجب هذا الاسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقا لشروط الإصدار.

3/سندات المقارضة: وهي أداة من أدوات لتمويل وفقا لقواعد التمويل الإسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية ، أي أن الفائدة لا تحدد سلفا وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر.

4/سندات الخزينة:هي السندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.

المطلب الثاني: نظام التداول في البورصتين

تعتمد كل من بورصة الجزائر وعمان على نظام تداول مختلف، وهذا ما سنبينه لاحقا.

الفرع الاول:نظام التداول في بورصة الجزائر:

بالرغم من التطورات التي شهدتها أسواق رأس المال العالمية، إلا أن بورصة الجزائر لازالت الى يومنا هذا تعتمد على نظام التداول التقليدي(اليدوي).

أولا:تعريف التداول التقليدي: تعرف عملية التداول بأنها تلك الحركة التي تتم داخل البورصة، ويتم بمقتضاها شراء وبيع الاوراق المالية من خلال اجراء الصفقات عليها شريطة ان تكون هذه الأوراق مقيدة فيها، وتتم عملية التداول بواسطة وسطاء مخولين دون ان تكون هنالك علاقة مباشرة بين البائع والمشتري.[1]

بورصة الجزائر هي سوق مركزية ليست متفرعة، وكل القيم المنقولة يتم تداولها في سوق رسمية وحيدة، حيث قاعة التداول موجودة بمقر شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.[2]

1عبد الباسط كريم مولود، **تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة**، منشورات حلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2009، ص 291.
2 **موقع بورصة الجزائر**، تاريخ الزيارة 2019/05/18 على الساعة 12:43.

ثانيا:عيوب نظام التداول التقليدي(اليدوي):تتمثل في:[1]

- انخفاض مستوى كفاءة وأداء الأسواق؛
- عدم توفر الشفافية والأمان للمستثمرين؛
- بطء التعامل؛
- صعوبة الحصول على المعلومات والبيانات المالية للشركات المدرجة بشكل فوري.

ثالثا:الأوامر في بورصة الجزائر:

طبقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية، وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية.[2]

1/حسب بيانات السعر: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر هما:

أ–أمر محدد السعر:هو أحد أنواع الأوامر في البورصة، حيث يحدد المشتري والبائع السعر المرغوب سواء كان أعلى او أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع السند.

ب–أمر بالسعر الاحسن:هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

2/حسب بيانات الصلاحية:تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الاوامر وهي:

أ–امر صالح لمدة يوم:هو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.

ب–أمر صالح لتاريخ معين:هو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.

ج–أمر ذو صلاحية محدودة:وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيتة لاتتجاوز 30 يوما، ويعد صالحا الى غاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.

1ثائر قدومي، **أثر التحول لنظام التداول الالكتروني على الكفاءة التشغيلية وأداء بورصة عمان للأوراق المالية**، دراسة تحليلية للفترة من 1998-2003، مجلة البلقاء للبحوث والدراسات ،عمان، الأردن، المجلد 11، العدد 02، 2006، ص 91.

2. بن عيسى بوشو وآخرون ، **دراسة كفاءة السوق المالي عند المستوى المتوسط**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية، جامعة المدية، 2015-2016، ص ص 83-84.

د–أمر صالح لغاية التنفيذ:وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لاتتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.

رابعا:التسعيرة في بورصة الجزائر:

تتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت. ويتمثّل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير[1]:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع؛
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق.

خامسا:نظام التسوية و التسليم

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه.

وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها[2].

بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيّام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

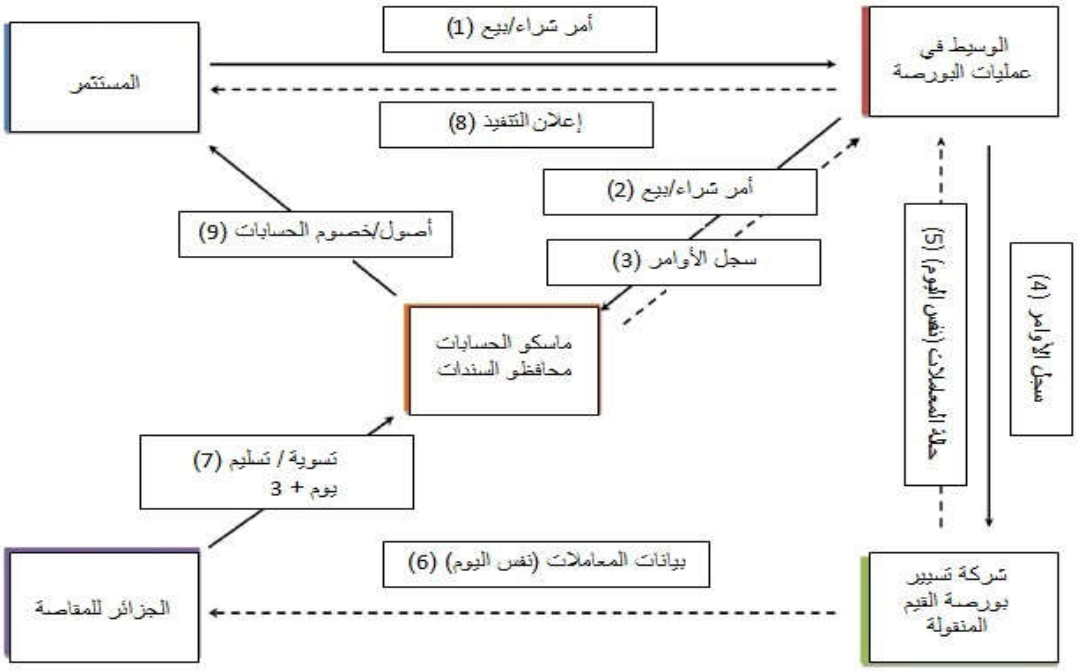
ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات–محافظي السندات.

[1]بورصة الجزائر، تاريخ الزيارة 2019/05/10، على الساعة 00:30.
[2]نفس المرجع السابق.

من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجراءها. وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يُعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفاً عن التسليم. ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق.

ويبين الشكل البياني التالي عملية اقتناء و/ أو بيع السندات في البورصة

الشكل رقم (03-01): آلية التداول في بورصة الجزائر



المصدر: بورصة الجزائر، تاريخ الزيارة 2019/05/10، على الساعة 00:40، على الموقع الالكتروني: www.sgbv.dz/ar.

نلاحظ من خلال الشكل أن عملية التداول تمر بمراحل،

ففي المرحلة الاولى يتم إعطاء الأمر للوسيط والذي يكون عبارة عن ماسك او حافظ السندات ، الذي يقوم بدوره بإدخال الاوامر وتسجيلها لدى البورصة،والتي يتم التعبير عنها بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة ثم تأتي عملية تسجيل الاوامر وتنفيذها في البورصة، وتعد عملية التنفيذ تتم عملية المقاصة والتسوية لأربعة أيام.

الفرع الثاني:نظام التداول في بورصة عمان

قامت بورصة عمان بعد عام واحد من تأسيسها بتحديث وتطوير ومكننة بيئة التداول فيها، واستبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي(التقليدي) الذي كان معمولا به لسنوات طويلة إلى نظام التداول الإلكتروني، أين تم تطبيقه بتاريخ 2000/10/07.

أولا:تعريف التداول الالكتروني(التداول عبر الانترنيت)

" نعني به قيام العميل بإدخال أوامر الشراء والبيع الخاصة به بنفسه إلى نظام التداول، عبر برمجيات الوسيط وباستخدام البرنامج الذي يتيحه الوسيط لعملائه لاستخدامه من خلال شبكة الانترنيت".[1]

اذ يقوم الوسيط بتقديم خدمة التداول عبر الانترنيت، أين يستطيع المستثمر متابعة أسعار الأوراق المالية بشكل حي، إضافة إلى معلومات التداول الأخرى وأية معلومات يوفرها الوسيط له من خلال الخدمة، ليقوم بإدخال أوامر الشراء والبيع الخاصة به دون الحاجة للاتصال مع الوسيط وتفويضه لذلك، لذا على المستثمر أن يدرك إدراكا تاما بأنه هو صاحب القرار الشراء أو البيع، وهو المسؤول عن تنفيذ هذا القرار من خلال إدخال الأمر المناسب إلى نظام التداول الالكتروني بواسطة البرنامج الذي يوفره الوسيط لعملائه.

ثانيا:مزايا التداول الالكتروني

لنظام التداول الالكتروني في بورصة عمان عدة مزايا تتمثل:[2]

– تمكين المستثمر من متابعة مجريات التداول بشكل فوري وبغض النظر عن موقعه الجغرافي؛

– تمكين المستثمر من إدخال أوامر الشراء والبيع بشكل فوري في ضوء متابعة مجريات التداول واستغلال الفرص الاستثمارية لحظة توفرها؛

– تمكين المستثمر من متابعة وإدارة أوامره المدخلة ومتابعة محفظته الاستثمارية بشكل فوري؛

– جذب أنظار واستقطاب مستثمرين جدد، سواء كانوا محليين أو أجانب؛

1بورصة عمان، **تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018**،تاريخ الزيارة 2019/05/31، على الساعة 11:05 مرجع سابق.

2بورصة عمان، **التداول عبر الانترنيت**، تاريخ الزيارة 2019/05/31، على الساعة 01:45،على الموقع الالكتروني: www.ase.com/are

- زيادة قاعدة المتعاملين بالأوراق المالية؛

- زيادة عمق سيولة الاسواق وارتفاع أحجام التداول.

ثالثا: أوامر بورصة عمان

تقسم الأوامر في بورصة عمان بناءا على تطبيق النظام الالكتروني الى:[1]

1/الأوامر من حيث السعر: تقسم الأوامر إلى:

أ- الأمر بسعر محدد:الأمر المرسل لشراء أو بيع الورقة المالية على سعر معين لا يزيد عنه في حالة الشراء ولا يقل عنه في حالة البيع.

ب- الأمر بسعر السوق المحدد:الأمر المرسل لشراء أو بيع الورقة المالية على أفضل الأسعار الموجودة على الطرف المقابل للورقة المالية، بحيث يكون أفضل سعر معروض في حالة إرسال أمر شراء أو أفضل سعر مطلوب في حالة إرسال أمر البيع.

2/الأوامر من حيث مدة سريانها:تقسم في نظام التداول الالكتروني على النحو التالي:

أ-أمر صالح ليوم واحد:حيث تكون صلاحية هذا الأمر لمدة يوم واحد فقط.

ب-أمر صالح حتى تاريخ محدد:يجب أن لايتجاوز الفترة التي يتم تحديدها.

ج-أمر صالح فترة يحددها مجلس الإدارة:على أن لا يتجاوز 365 يوم.

د-أمر صالح حتى يوم واحد أو حتى يتم إلغاؤه: وذلك وفقا لما يحدده مجلس الإدارة.

رابعا:التسعيرة في بورصة عمان

يتم التداول في بورصة عمان من خلال واحدة أو أكثر من مجموعة التسعير التالية:[2]

1/مجموعة التسعير الثابت: مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة التداول يمثل آخر سعر توازن تأشيري* عند الافتتاح.

1 بورصة عمان، **دليل استخدام نظام تداول للأوراق المالية**، تاريخ الزيارة 2019/05/31، على الساعة 01:53 ،على الموقع الالكتروني: www.ase.com/are

2 بورصة عمان، **دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية**، مرجع سابق.

2/مجموعة التسعير الثابت المتعدد: مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على عدة أسعار ثابتة، يمثل كل منها أخر سعر توازني تأشيري، لكل مرحلة افتتاح خلال جلسة التداول.

3/مجموعة التسعير المستمر: مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار، والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة.

خامسا: آلية التداول الالكتروني

تتم عملية التداول الالكتروني وفق الخطوات التالية:[1]

– بعد حصول المستثمر على المعلومات الدخول إلى حسابه عبر الانترنيت من خلال شركة الوساطة التي يتعامل معها، يصبح قادرا على متابعة مجريات التداول وإدخال أوامر الشراء والبيع الخاصة به بنفسه؛

– تقوم البرمجيات التي توفرها شركة الوساطة لهذه الغاية بالتحقق من توفر الرصيد الكافي من النقد أو الأوراق المالية لدى حساب المستثمر قبل قبول الأمر؛

– **في حالة الشراء:** يتم حجز قيمة النقد المعادلة لقيمة أمر الشراء مضافا إليها عمولة التداول والبدلات المستحقة على المستثمر، وذلك فور إدخال أمر الشراء إعتمادا على الكمية المدخلة والسعر المدخل، وتقوم البرمجيات أيضا بتعديل قيمة الرصيد النقدي المحجوز في حال قيام المستثمر بتعديل أمر الشراء المدخل او إلغائه،وفي حال تنفيذ الأمر كليا أو جزئيا يقوم البرنامج على الفور بخصم تكلفة الأوراق المالية المشتراة وتعديل الرصيد النقدي اعتمادا على سعر التنفيذ.

– **في حالة البيع:** يقوم البرنامج بحجز كمية الأوراق المالية المعروضة من رصيد المستثمر المتاح للتداول، وفي حال تنفيذ أمر البيع جزئيا و كليا يتم خصم الكمية المنفذة من رصيده النقدي بما يعادل قيمة الأوراق المالية المباعة، مخصوما منها عمولة التداول والبدلات المستحقة على العميل.

---

* **سعر التوازن التأشيري:** سعر التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة، والذي يقوم نظام التداول باحتسابه خلال مرحلة ما قبل الافتتاح عند التقاء العرض والطلب، ويتم احتسابه بشكل مستمر بعد إدخال أي أمر على الورقة المالية أو تعديله أو إلغائه.

1 بورصة عمان، **التداول عبر الانترنيت**، مرجع سابق.

سادسا:نظام التقاص والتسوية:

تعتبر آخر عملية في نظام التداول الالكتروني في بورصة عمان.[1]

1/تعريف التقاص:العملية التي يتم بموجبها تحديد المبالغ المستحقة على الوسيط أو له، بناءا على كافة عقود التداول المنفذة من قبله، وذلك بطرح إجمالي قيمة عقود التداول شراءا وعقود تسوية البيع من إجمالي قيمة عقود التداول بيعا وعقود تسوية الشراء لذلك ليوم.

2/تعريف التسوية:العملية التي يتم بموجبها إتمام أي عقد لنقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط.

3/خطوات نظام المقاصة والتسوية

تتم عملية المقاصة وتسوية أوامر البيع والشراء للأوراق المالية في البورصة وفق الخطوات التالية:

– تتم إجراءات التقاص والتسوية من قبل مركز إيداع الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل الدفع بحيث لايتم نقل ملكية الأوراق المالية المباعة إلا بعد سداد ثمنها، علما بان فترة التسوية يومي عمل من تاريخ التداول (T+2)؛

– يتم نقل ملكية الأوراق المالية المودعة من حساب العميل البائع لدى الوسيط البائع لدى الى حساب العميل المشتري بموجب قيود الكترونية وبناءا على الملف اليومي للتداول الوارد للمركز من السوق حيث تبقى الأوراق المالية عالقة في حساب المشتري لحين تمام إجراءات تسويتها ودفع ثمنها؛

– يتم إجراء التسويات المالية بين الوسطاء من خلال المركز بموجب تحويلات مالية من حسابات الوسطاء الى حساب التسوية الخاص بالمركز لدى البنك المركزي الأردني الذي تم اعتماده كبنك تسوية، وبعد ذلك يعمل المركز على تحويل هذه الأموال الى الوسطاء المستحقين لها وكذلك يعمل على تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية المعنية من حسابات المستثمرين البائعين لدى وسطائهم الى حسابات المستثمرين المشترين لدى وسطائهم أيضا.

1مركز إيداع الأوراق المالية، **التقاص والتسوية**، تاريخ الزيارة 2019/05/31، على الساعة 14:30، على الموقع الالكتروني: http://sdc.com.jo/arabic/index

المطلب الثالث: تقييم أداء بورصة الجزائر وبورصة عمان

بعد القيام بعملية المقارنة من الجانب النظري لكلا البورصتين، سنحاول في هذا الجزء تقييم اداء البورصتين بناءا على المعطيات التي قدمها صندوق النقد العربي وذلك خلال الفترة من 2014 إلى غاية 2018 وهذا بالاعتماد على نشاط التداول لكليهما، والذي بدوره ينقسم الى:

أولا: حجم التداول:يقصد بحجم التداول ما تم تداوله من الأوراق المالية وبمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، وتختلف أحجام التداول بالدولار الأمريكي عن العملة المحلية في كل من البورصتين عمان.

و الجدول الموالي يوضح حجم التداول في كل من بورصة الجزائر و بورصة عمان :

الجدول رقم (03-01): حجم التداول بالدينار والدولار

البلد	العملة	2014	2015	2016	2017	2018
الجزائر	بالدينار الجزائري (بالالف)	18,866	13,244	22,440	18،170	44,052
	بالدولار الامريكي(بالالف)	214.5	123.7	203.3	158.5	370.4
عمان	بالدينار الاردني(مليون)	556,9	1,010.7	998.4	491.0	1,630.8
	بالدولار الامريكي(مليون)	634.1	541.6	377.3	307.1	414.3

المصدر: من إعداد الطالبتين و بالإعتماد على قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الصادرة عن صندوق النقد العربي، نشرات فصلية لأعوام مختلقة.

نلاحظ من خلال الجدول أنه عرف هذا النشاط في بورصة الجزائر بعض التراجع، حيث وصلت قيمة الاسهم المتداولة الى نحو 214 الف بنهاية الربع الرابع 2014 بالمقارنة مع نحو 225 الف دولار المسجل خلال الربع الذي سبق من العام نفسه، وفي سنة 2015 استمر التراجع في قيمة الاسهم المتداولة خلال الربع الرابع ليبلغ نحو 124 الف دولار مقارنة مع 145 الف دولار خلال الربع الذي سبق، اما في السنة الموالية فقد ارتفعت قيمة الاسهم المتداولة لتصل الى حوالي 203 الف دولار خلال الربع الرابع من 2016 مقارنة مع 197 الف دولار خلال الربع الذي سبقه، وفي سنة 2017 عرفت احجام التداول تراجعا خلال الربع الاخير من نفس السنة لتبلغ حوالي 159 الف دولار بالمقارنة مع الربع الذي سبقه والمقدر بحوالي 161 الف دولار.أما سنة 2018 فقد شهد الربع الرابع تراجعا ملموسا، إذ انخفضت قيمة الاسهم المتداولة

لتبلغ نحو 370 الف دولار خلال الربع الرابع بالمقارنة مع 702 الف دولار قيمة التداولات خلال الربع الذي سبق.

اما في بورصة عمان فقد صاحب التحسن في مؤشر الأسعار تحسنا في نشاط التدوال، حيث قدرت قيمة التداول خلال الربع الرابع لسنة 2014 نحو 785 مليون دولار مقارنة مع 549 مليون دولار عن الربع السابق، نظير ارتفاع قيم تعاملات المستثمرين ، اما في سنة 2015 فقد عرف الربع الرابع تراجعا في احجام التداول حيث تراجعت قيم تعاملات المستثمرين لتبلغ نحو 1426 مليون دولار مقارنة مع 1549 مليون دولار عن الربع السابق، وفي سنة 2016 عرف الربع الاخير تراجعا ملموسا في احجام التداول،حيث ارتفعت قيم تعاملات المستثمرين لتبلغ نحو 998 مليون دولار مقارنة مع 602 مليون دولار عن الربع السابق، اما في سنة 2017 فقد عرف الربع الرابع تراجعا بالمقارنة مع القيم المسجلة في الربع السابق، فقد تراجعت قيم تعاملات المستثمرين لتبلغ نحو 491 مليون دولار مقارنة مع 573 مليون دولار عن الربع السابق،اما في سنة 2018 فقد شهد الربع الرابع ارتفاعا ملموسا في احجام التداول وذلك بالمقارنة مع القيم المسجلة خلال الربع السابق، فقد ارتفعت قيم تعاملات المستثمرين لتبلغ نحو 1631 مليون دولار مقارنة مع 537 مليون دولار عن الربع السابق.

ثانيا: عدد الأسهم المتداولة:نلاحظ اختلاف عدد الاسهم المتداولة في كل من بورصة الجزائر وعمان، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-02): تطور عدد الاسهم في بورصة الجزائر وعمان.

البلد	2014	2015	2016	2017	2018
الجزائر(الف)	33.5	33.1	122.0	86.0	22.8
عمان(مليون)	634.1	541.6	377.3	307.1	414.3

المصدر: من إعداد الطالبتين و بالإعتماد على قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية،مرجع سابق.

نلاحظ من خلال الجدول أن بورصة الجزائر شهدت سنة 2014 تحسنا لعدد الاسهم المتداولة عند نحو 33.5 الف سهم مقارنة بالربع الذي سبقه، أما في سنة 2015 فقد سجل انخفاضا ليبلغ نحو 33.1 الف سهم بالمقارنة مع 34.4 الف سهم تم تداولها في الربع السابق،وفي سنة 2016 فقد عرف عدد الاسهم

المتداولة تحسنا ليبلغ 122 الف سهم مقابل 47 الف سهم تم تداولها خلال الربع الذي سبق، اما 2017 فقد عرف انخفاض وصل الى 86 الف سهم خلال الربع الرابع مقابل 93 الف سهم تم تداولها خلال الربع السابق، واستمر انخفاض عدد الاسهم المتداولة الى نحو 23 الف سهم مقابل 81 الف سهم تم تداولها خلال الربع السابق من سنة 2018.

عرفت بورصة الاردن ارتفاعا في عدد الاسهم المتداولة لسنة 2014 حيث ارتفعت من 372 مليون سهم عن الربع الثالث لتصل الى 634 مليون سهم عن هذا الربع الرابع، اما في سنة 2015 فقد سجل عدد الاسهم المتداولة تراجعا خلال الربع الرابع نحو 542 مليون سهم مقارنة مع 756 مليون سهم تم تداولها خلال الربع الثالث من 2015، وفي سنة 2016 فقد سجل عدد الاسهم المتداولة تراجعا خلال الربع الرابع ليبلغ نحو 377 مليون سهم مقارنة مع 397 مليون سهم تم تداولها خلال الربع الذي سبق، وفي سنة 2017 استمر انخفاض عدد الاسهم المتداولة ليبلغ 307 مليون سهم مقارنة مع نحو 353 مليون سهم تم تداولها خلال الربع الذي سبق،وفي سنة 2018 ارتفع عدد الاسهم المتداولة ليصل نحو414 مليون سهم خلال الربع الرابع مقارنة مع 228 مليون سهم تم تداولها خلال الربع الذي سبق.

ثالثا:عدد أيام التداول:تختلف ايام التداول في كل من البورصتين وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم(03-03) :عدد أيام التداول

البلد	2014	2015	2016	2017	2018
الجزائر	24	24	24	24	33
عمان	62	63	62	64	64

المصدر: من إعداد الطالبتين و بالإعتماد على قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية،مرجع سابق.

من خلال الجدول نلاحظ ان عدد ايام التداول في بورصة الجزائر خلال السنوات من 2014 الى 2017 بقي مستقر وقدر بـ 24، ثم عرف ارتفاع خلال سنة 2018 ليصل الى 33،أما في بورصة عمان عرفت استقرار نسبي في الربع الاخير لكل سنة (من 2014 الى غاية 2018) يتراوح ما بين 62 يوم الى 64 يوم.

رابعا: متوسط التداول:

فيما يلي وضح متوسط التداول لكلا البورصتين،وفقا للجدول التالي:

الجدول رقم (03-04):متوسط التداول اليومي للبورصتين

البلد	2014	2015	2016	2017	2018
الجزائر(الف)	8.94	5.15	8.47	6.60	11.22
عمان(مليون)	12.7	22.6	16.1	7.7	25.5

المصدر: من إعداد الطالبتين و بالإعتماد على قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية،مرجع سابق.

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط التداول اليومي لبورصة الجزائر عرف إنخفاضا خلال الربع الرابع لسنة 2014 انخفاضا وقدر بـ 8.94الف دولار مقارنة بالربع الثالث والذي قدر بـ 9.40 الف دولار ، واستمر في الانخفاض خلال سنة 2015 ليصل الى 5.15 الف دولار من الربع الأخير من نفس السنة، اما في سنة 2016 فقد عرف تحسنا ليبلغ نحو 8.47 الف دولار، وفي سنة 2017 فقد استمر في الانخفاض ليصل خلال الربع الرابع 6.60 الف دولار، وفي سنة 2018 فقد عرف تراجعا ملحوظا اين بلغ متوسط التداول خلال الربع الرابع 11.22 الف دولار مقارنة بالربع الثالث والذي بلغ 29.26 الف دولار.

لقد عرف متوسط التداول اليومي ارتفاع خلال سنة 2014 حيث بلغ 12.7مليون دولار خلال الربع الاخير مقارنة بالربع الثالث والذي قدر 8.9 مليون دولار، وفي سنة 2015 انخفض من الربع الرابع على نحو 22.6 مليون دولار مقارنة 25.4 مليون دولار، اما في سنة 2016 فقد ارتفع متوسط التداول الى 16.1 مليون دولار في الربع الرابع بعد أن بلغ 10.8 في الربع الثالث، وفي سنة 2017 انخفض خلال الربع الرابع الى 7.7 مليون دولار مقارنة بـ 9.5 مليون دولار في الربع الثالث، اما سنة 2018 فقد ارتفع في الربع الرابع الى 25.8 مليون دولار مقارنة مع الربع الثالث لنفس السنة والمقدر بـ 8.8 مليون دولار.

خامسا:معدل دوران السهم:

يختلف معدل دوارن السهم في بورصة الجزائر عن بورصة عمان، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم(03-05): معدل دوران السهم

البلد	2014	2015	2016	2017	2018
الجزائر%	0.19	0.14	0.23	0.19	0.10
عمان%	3.1	5.6	4.1	2.1	7.2

المصدر: من إعداد الطالبتين و بالإعتماد على قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية،مرجع سابق.

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل دوران السهم في بورصة الجزائر عرف انخفاضا خلال الربع الرابع من سنة 2014 وقدر بـ 0.19% مقارنة بالربع الثالث من نفس السنة 0.21%، ليستمر في الانخفاض خلال سنة 2015 اين وصل الى 0.14% خلال الربع الأخير اما في سنة 2016 فقد عرف ارتفاعا وصل الى 0.23% في الربع الاخير، ثم عاود الانخفاض ليصل الى 0.19% خلال الربع الرابع لسنة 2017 واستمر بالانخفاض في سنة 2018 ليصل الى 0.10% خلال الربع الاخير.

اما في بورصة عمان فلقد صاحب التحسن في مؤشرات الاسعار خلال سنة 2014 ارتفاع معدل دوران السهم خلال الربع الرابع من 3.1% مقارنة بالربع الثالث بـ 2.1%، اما في سنة 2015 فقد انخفض معدل دوران السهم الى 5.6% في الربع الاخير بالمقارنة مع الربع الذي سبقه والذي قدر بـ 6.4%، اما سنة 2016 فقد ارتفع المعدل الى 4.1% خلال الربع الرابع على خلاف الربع الثالث الذي بلغ 2.5%، اما سنة 2017 فقد استقر نسبيا خلال الربع الرابع وبلغ 2.1%، وفي سنة 2018 ارتفع معدل الدوران الى 7.2% مقارنة مع 2.3% خلال الربع الرابع وبالمقارنة مع الربع الذي سبقه.

من خلال ما تم التطرق اليه نلاحظ ان نشاط التداول في بورصة الجزائر عرف ضعفا كبيرا نظرا لقلة التداول بالأوراق المالية ومنه ضعف عملية الاستثمار فيها.

أما بورصة عمان فقد عرفت انتعاش في نشاط التداول وهذا راجع للتطور الذي تعيشه وللنظام الذي تنتهجه(التداول الالكتروني).

المبحث الثالث: تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر وعمان.

أظهرت بورصة الجزائر بناءا على نشاطها ضعفا في التسيير وذلك راجع لعدة عراقيل واجهتها، على عكس بورصة عمان التي عرفت انفتاح وتطور كبير في تسييرها.

المطلب الأول: تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر:

إن تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر، يستلزم عرض العراقيل التي تؤدي الى ضعف الاستثمار في البورصة، وكذا عرض مقومات تنشيط أداء البورصة.

الفرع الأول: العراقيل التي تؤدي إلى ضعف الاستثمار في الجزائر:

تعرف بورصة الجزائر مشاكل كثيرة، مما أدى إلى عراقيل تحد من نشاط البورصة وحالت دون انطلاقتها الفعلية، أهمها:[1]

أولا: العراقيل الاقتصادية: وتتمثل في:

– ان أغلب الشركات لازالت ملك الدولة، حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات الجزائرية تعاني من اضطرابات مالية ويعود ذلك الى سوء التسيير؛

– معدلات النمو هي معدلات مالية ماعدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات؛

– يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية كالبناء الأشغال العمومية والفلاحة؛

– إن الضرائب تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصرحة بنشاطها، وبذلك فان اللجوء الى المؤسسات الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة؛

– انتشار التضخم وعدم ارتفاع عدد الأسهم؛

– ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة.

– عدم تدفق رأس المال الأجنبي؛

---

1 محمد عدنان بن ضيف، عبير مزغيش، **الاستثمار في بورصة القيم بين المحفزات والعوائق**، الملتقى الدولي السادس عشر حول "الضمانات القانونية للاستثمار في الدول المغاربية" ، مجلة الحقوق والحريات، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص ص 226-227.

- تدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف التي تعيشها البلاد؛
- ضعف المنافسة في السوق المالية؛
- ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج النوعية والمنافسة.

ثانيا: العراقيل السياسية: يضم الميدان السياسي عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها الفعال في التنمية كعدم استقرار الأوضاع السياسية في البلاد حالت دون زيادة عدد المستثمرين في البورصة.

ثالثا:العراقيل الإدارية:

- تتجلى في أنماط البيروقراطية والتي تسود الإدارة الجزائرية؛
- تعقد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل، والبطء في إتمام الإجراءات؛
- طول الإجراءات مما أدى الى إحجام المستثمرين عن إقامة مشروعاتهم الاستثمارية.

رابعا: العراقيل الإعلامية:

- ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص، الهادف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالبورصة واليات الاستثمار بها؛
- الوعي الاستثماري الضعيف، وهيمنة ثقافة الاكتناز؛
- محدودية السوق الثانوية الخاصة بتداول الأوراق المالية؛
- ضآلة الطلب على الأوراق المالية الذي قد يعود إلى انعدام الثقة؛
- عدم وجود المستثمر الأجنبي.

الفرع الثاني: مقومات تنشيط الاستثمار بورصة الجزائر

يمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في البيئة الاقتصادية الجزائرية، حتى تتمكن البورصة من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي:[1]

أولا:توفير بيئة اقتصادية ملائمة:يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، ولابد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة، وأيضا يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية لها، وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين، ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطا رئيسيا لقيام بورصة أوراق مالية فعالة في الجزائر، بالإضافة إلى سريع عملية الخوصصة وذلك من خلال فتح رأس المال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين.

ثانيا:تطوير معايير الشفافية والإفصاح: يجب الاهتمام وبجد لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية، وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر،فمن جانب السوق يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها، سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية.

ثالثا:الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم انه يوجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع وخاصة كون معدلات التضخم مرتفعة حاليا في الجزائر، الأمر الذي لايساهم في تشجيع الادخار والاستثمار في الاوراق المالية نتيجة ضعف القدرة الشرائية.

1شمام عبد الوهاب، زودة عمار، **الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور**،مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 2016، ص ص 24-26.

رابعا:التنويع في الأدوات المالية: تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، تتميز بتنويع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين، والتفتح الكبير على الجمهور وتتميز بورصات البلدان النامية والدول العربية والجزائر خاصة لضعف الصفقات الناجمة عن العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإدارة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنويع الأدوات المالية في هذه البورصات وعدو توظيف الادخار في شكل سندات اما لانخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.

خامسا:توجيه القدرات التمويلية نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: أن بورصة القيم المنقولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فانه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، لان مردوية المؤسسات المسجلة شرط لازم لجذب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

سادسا:وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والقانوني:انه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقة لتجنيد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد، وفي هذا الصدد فان المستثمرين يطرحون جملة من الاسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار، لذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين ، وذلك من أجل اقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة او السلطة فان القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الاموال مضمونة.

سابعا:مراجعة الإطار التشريعي:ان القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عملا محددا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فان نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي الاجتماعي والثقافي، ولايتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر، على أن تتماشى التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

ثامنا:وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لان مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها، فان الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مالي يعتمد على تعبئة الادخار وترقية وحسن توجيهه.

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

عاشرا:إدراج أدوات مالية إسلامية في البورصة:بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية، يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية، ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة، وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية، مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

المطلب الثاني: تقييم الاستثمار في بورصة عمان

باعتبار بورصة عمان من ابرز البورصات العربية الناشئة، فان تقييم الاستثمار فيها يكون بناءا على الانجازات التي قدمتها، وتحديد الرؤى المستقبلية التي تسعى لتحقيقها.

الفرع الأول: إنجازات بورصة عمان

من أهم الانجازات والتطورات سواء على المستوى الداخلي والخارجي مايلي:[1]

1أحمد نصير، يونس زين، **دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية والناشئة في الدول العربية" السوق المالي تونس والسوق المالي الناشئ عمان"**،مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال،جامعة حسيبة بن بوعلي، المجلد 03، العدد 05، الشلف،2017، ص ص 58-60.

أولا: التطورات التقنية: ومن أهم هذه التطورات نذكرها كالتالي:

1/ تحديث شبكة الاتصالات لقطاع سوق رأس المال: قامت البورصة بتبديل الأجهزة الموزعة الرئيسية core switches في مؤسسات سوق رأس المال في كل من المبنى الرئيسي وموقع ادارة الكوارث الخاص بالبورصة، بأجهزة موزعة جديدة ذات مواصفات فنية عالية من حيث السرعة والكفاءة والجاهزية.

2/ تبديل جهاز موزع الاحمال على الأنترنيت: بحيث تقوم البورصة باستضافة كافة مكونات البنية التحتية الخاصة بالخدمات الالكترونية عبر الانترنيت التي تقدمها للجمهور والمتعاملين في السوق المالي،حيث تتطلب عملية وصول الجمهور لهذه الخدمات عن طريق الانترنيت بالمرور من خلال جهاز موزع الأحمال web loadBolancer، ورغبة من البورصة لتقديم الخدمة بأسرع وقت وأمثل طريقة مناسبة ولمواكبة آخر التطورات التقنية في هذا المجال.

3/تحديث وتطوير موقع البورصة الالكتروني:قامت البورصة بإجراء بعض التحديثات والتعديلات على الموقع الالكتروني وذلك على النحو التالي:

- تعديل آلية عرض الإفصاحات والتعميم بهدف لفت نظر متصفح الموقع بوجود تعاميم وإفصاحات جديدة تم اضافتها للموقع؛
- تحديث آلية تحميل البيانات، حيث أصبح بالإمكان تحديث معلومات الاتصال الخاصة بأعضاء البورصة بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام MIS؛
- تعديل آلية عرض الأخبار الصادرة عن البورصة للفت نظر زوار الموقع بوجود خبر جديد.
- إضافة زاوية تعريفية بخدمة التداول عبر الانترنيت؛
- تعديل نشرات التداول اليومية على الموقع وعلى نظام إدارة المعلومات MIS.

4/تحديث بيئة برنامج مراقبة التداول على الانترنيت:نتيجة لزيادة أعداد مستخدمي برنامج مراقبة التداول على الانترنيت وعلى الهواتف المحمولة لأكثر من ثمانية عشرة ألف مستخدم يوميا، قامت البورصة بإعداد بيئة جديدة لهذا البرنامج على البيئة الافتراضية لبورصة بسعة استيعابية اكبر لعرض حركة السوق بشكل مباشر ودون حدوث أي انقطاع.

5/ خدمة التداول عبر الانترنيت: تمكن خدمة التداول عبر الانترنيت شركات الوساطة من متابعة مجريات التداول بشكل مباشر، إضافة إلى إمكانية التعامل في البورصة مباشرة دون الحاجة للاتصال هاتفيا مع الوسيط وتفويضه لإدخال أوامر البيع والشراء.

ثانيا: مشروع تحديث نظام التداول الالكتروني: قامت بورصة عمان بتوقيع اتفاقية تحديث نظام التداول الالكتروني ذي النسخة الجديدة UTP-Hybrid مع شركة Euronext Technologies والتي تأتي ضمن مشروع مشترك مع سوق مسقط للأوراق المالية وبورصة بيروت وبورصة تونس، ومن الجدير بالذكر بان النسخة الجديدة توفر مزايا جديدة منها إتاحة أدوات مالية جديدة للتداول مثل المشتقات والصكوك وصناديق الاستثمار.

ثالثا: مشروع تدقيق النظم المحاسبية ITAudit لأعضاء البورصة: تم الانتهاء من وضع الأطر العامة لإدارة عملية التحديث والتغيير وذلك بالتعاون مع شركة برايس ووتر هاوس كوبرز، بحيث يصبح أي تحديث أو تغيير يحدث على الأنظمة المحاسبية لشركات الوساطة يمر ضمن آلية ومراحل محددة.

رابعا: الافصاح ونشر المعلومات: سعيا من بورصة عمان نحو توزيع معلوماتها الى أكبر شريحة ممكنة من المهتمين والمتعاملين، فقد قامت بورصة عمان خلال العام 2014 بتوقيع ثلاث اتفاقيات نشر معلومات من خلال شاشات مراقبة السوق ليصبح عدد الاتفاقيات الموقعة لهذه الغاية 40 اتفاقية، كما قامت البورصة بتوقيع 6 اتفاقيات نشر معلومات من خلال الشريط الالكتروني المتحرك لأسعار الأسهم ليصبح عدد الاتفاقيات الموقعة بهذا الشأن 109 اتفاقية.

خامسا: الخطة الاقتصادية العشرية(2015-2025): تنفيذا للتوجيهات الملكية السامية لوضع اطار متكامل للسياسات الاقتصادية والاجتماعية في الاردن ضمن خطة اقتصادية عشرية، فقد عملت بورصة عمان مع فريق عمل قطاع الخدمات المالية ضمن نهج تشاركي بإجراء العديد من الدراسات ولتحليلات والتي هدفت الى وضع تصور واضح لأهم التحديات والفرص التي ستنطلق منها خطة القطاع بالتنسيق مع القطاعات الاقتصادية الاخرى التي من شأنها تعزيز البيئة الاستثمارية الجاذبة للاستثمارات، وتعزيز قدرة القطاع على مواجهة تداعيات الازمة المالية العالمية والاضطرابات السياسية والإقليمية.

سادسا: التطورات التشريعية: تقوم بورصة عمان وبشكل مستمر بمراجعة التشريعات المنظمة لكافة جوانب العمل في البورصة وتعديلها بما يتلائم مع أي تطورات تطرأ في سوق رأس المال الاردني حيث قامت بورصة عان خلال العام 2014 بما يلي:

– تعديل النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004، بحيث تضمن هذا التعديل منح البورصة صلاحية فرض الغرامات على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم؛

– تعديل عدد من المواد في تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان والمتعلقة بالتأثير على أسعار الأسهم وتلقي أوامر العملاء وآلية تنفيذها؛

– تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2012،حيث تم تعديل شروط الإدراج في البورصة؛

– تطبيق بعض التعديلات على قواعد التداول المعمول بها لدى بورصة عمان وأوقات ومراحل جلسة التداول اعتبارا من مطلع عام 2015؛

– قامت بورصة بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية باستكمال الإجراءات اللازمة لتنظيم إدراج وتداول صكوك التمويل الإسلامي في البورصة؛

– قامت البورصة بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية باستكمال الإجراءات اللازمة لتنظيم إدراج وتداول صكوك التمويل الإسلامي في البورصة.

الفرع الثاني: الرؤية المستقبلية للبورصة

قامت بورصة عمان على إعداد خطة سنوية للسنوات الثلاث القادمة(2018-2020)، والتي تتوافق مع البرامج والمشاريع والأنشطة المعتمدة من قبل حكومة المملكة الأردنية الهاشمية في وثيقة الأردن العشرية(2015-2025)، وقد تضمنت الخطة عدد من الأهداف الإستراتيجية والمبادرات والمشاريع التي تنسجم مع أهداف البورصة، وذلك للمحافظة على الانجازات التي تحققت لغاية الآن وتطوير العمل في البورصة من كافة النواحي وتحقيق رسالة ورؤية البورصة.[1]

وتشمل هذه الخطة على عدد كبير من المشاريع من أهمها:

1**بورصة عمان**، مرجع سابق، تاريخ الزيارة 2019/05/24، على الساعة 14:17.

- تصني ف الشركات المدرجة حسب التوافق مع الشريعة الإسلامية؛
- إنشاء مؤشر إسلامي Islamic Index؛
- إنشاء مركز لمعلومات الأوراق المالية؛
- تطبيق نظام تداول الكتروني جديد؛
- تطبيق نظام إفصاح الكتروني باستخدام لغة الـXBRL للشركات المدرجة وشركات الوساطة؛
- إنشاء موقع الكتروني جديد للبورصة؛
- تطوير تطبيقات عامة للبورصة على الأجهزة الذكية؛
- إصدار تقرير الاستدامة؛
- إعداد دليل حوكمة خاص بالبورصة؛
- إصدار الدليل الإرشادي حول إعداد تقارير الاستدامة.

كما تسعى إدارة البورصة إلى:

- متابعة الجهود في مجال تعميق السوق وزيادة كفاءته وسيولته ونشر ثقافة الاستثمار ؛
- تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وتعزيز التفاعل بين البورصة والمجتمع المحلي ونشر الوعي بدور البورصة في دعم الاقتصاد الوطنين والقيام بنشر المعلومات من خلال كافة الوسائل المتاحة؛
- استمرار البورصة في تشجيع الجهات المصدرة للأوراق المالية لإدراج أوراقها في البورصة، وكذا تشجيع قيام كافة عمليات الخصخصة من خلال البورصة مما يؤدي الى زيادة عمق السوق؛
- تفعيل وزيادة دور البورصة في العمل العربي والإقليمي والدولي المشترك من خلال توثيق عرى التعاون مع التعاون مع المؤسسات الدولية والإقليمية والعربية ذات العلاقة بأسواق راس المال؛
- السعي نحو تدريب موظفيها والارتقاء بمستواهم وصقل مهاراتهم والتي تغطي جوانب العمل في البورصة.

خلاصة الفصل:

رغم الإصلاحات التي شاهدتها الجزائر والتي انبثقت عنها إنشاء بورصة للأوراق المالية، بهدف تدعيم التمويل في الاقتصاد، إلا أن آلية الاستثمار فيها أظهرت ضعفا كبيرا، وهذا راجع إلى استمرارها في الاعتماد على نظام التداول اليدوي(التقليدي)،الذي استغنت عنه أغلب البورصات العالمية، وذلك من اجل تطوير اقتصادياتها، بالإضافة إلى وجود مختلف المعوقات التي تسعى الدولة الى تداركها لتحسين أداء البورصة وتطويره.

على غرار بورصة عمان للأوراق المالية والتي تعتبر من بين البورصات العربية الناشئة، إلا أن آلية الاستثمار فيها عرفت نشاطا واسعا وتطورا كبيرا، وهذا راجع الى إعطاء المملكة الأردنية لها أهمية كبيرة بالإضافة الى مسايرتها للتطور السائد من خلال اعتمادها على نظام التداول الالكتروني ومساهمتها في تحسينه باستمرار.

خاتمة

تحتل بورصة الأوراق المالية مركز حيوي في النظم الاقتصادية الحديثة، أين يمكنها ان تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا ايجابيا ، إذ تمثل فرصة للمستثمرين لتوظيف مدخراتهم أو الحصول على تمويل لمشاريعهم، وهذا بالاستثمار في الاوراق المالية على اختلاف أنواعها، وذلك بالاعتماد على الوسطاء داخل البورصة أين يقومون بتنفيذ أوامرهم بناءا على التسعيرة المناسبة وطبقا للعمليات المقترحة.

والاستثمار في بورصة الاوراق المالية يكون عن طريق تكوين محافظ مالية، بأصول مالية بمختلف أنواعها من أسهم وسندات، والمستثمر الذكي يقوم بتسييرها وفقا للسياسة التي يراها مناسبة وبالاعتماد على الأسس والضوابط المختلفة لإدارتها، وذلك لتحقيق مجموعة من الاهداف أبرزها المحافظة على رأس المال، والحصول على عائد مناسب يتماشى ومستوى المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الاموال.

وبالنسبة لبورصة الجزائر أو ما يعرف ببورصة القيم المنقولة، فإنها تعاني من غياب تام لدورها المفترض ضمن الهيكل المالي وبالتالي لا تمارس أي تأثير على النشاط الاقتصادي، الأمر الذي أدى الى ضعف القاعدة الاستثمارية فيها، مما جعلها تشهد تأخر كبير جدا قياسا بباقي البورصات العربية الاخرى خصوصا بورصة عمان للأوراق المالية.

أولا–نتائج البحث:

بعد استعراض عناصر البحث، تمكنا من الوصول الى النتائج التالية:

1- تمثل بورصات الاوراق المالية مجالا هاما وواسعا للاستثمار من خلال ما يعرف بالاستثمار في الأوراق المالية.

2- يتم الاستثمار داخل بورصة الاوراق المالية وفق آلية منظمة من خلال تجميع الأوامر وتحديد التسعيرة وذلك من خلال اعتماد المستثمرين سواء كانوا أصحاب فائض او عجز على الوسطاء للتعامل داخل البورصة.

3- تعتبر المحفظة المالية الأداة الأساسية للقيام بعملية الاستثمار داخل بورصة الاوراق المالية ، والتي يتم تشكيلها من مجموعة من الأوراق المالية سواء أسهم أو سندات أو مشتقات مالية.

4- تعتمد المحفظة المالية على ضوابط لبنائها بالإضافة الى أسس لإدارتها،كما يقوم المستثمر بتحديد السياسة المناسبة في تسييرها، وتحديد نوعها طبقا للأوراق المالية المكونة لها.

5- يهدف المستثمر أساسا الى تحقيق العائد، سواء كان عائد جاري أو رأسمالي أو متوقع، هذا الاخير الذي تصاحبه مخاطر ،سواء كانت مخاطر منتظمة والتي لها علاقة بالسوق المالي، او المخاطر غير المنتظمة والمرتبطة بالورقة المالية المكونة للمحفظة والتي يمكن تجنبها من خلال تنويع محفظته المالية.

6- تعتبر بورصة الأردن من البورصات العربية الناشئة على عكس بورصة الجزائر، بحيث تضم كل واحدة هيئات تنظيمية تسهر على تنظيمها وتسييرها وفق قوانينها الخاصة.

7- توجد بورصة واحدة ووحيدة في كل من الجزائر والأردن، بالرغم وجود قوانين تسمح لهذه الأخيرة من اعتماد بورصات أخرى داخلها.

8- لازالت بورصة الجزائر تعتمد الى يومنا هذا على نظام التداول التقليدي الذي أضعف من عملية الاستثمار فيها، أما بورصة عمان فقد استبدلت ذلك النظام بنظام التداول الالكتروني الذي أعطاها ميزة الريادة مع بعض البورصات العربية الأخرى التي اعتمدته في مجال الاستثمار المالي.

9- اثبت نشاط التداول في بورصة الجزائر بأنها تعاني من ضعف كبير في مجال الاستثمار، نظرا لصغر حجم التداول،وبالتالي ضعف السيولة في الاقتصاد الجزائري، بينما بورصة عمان فان عملية الاستثمار فيها عرفت نشاطا كبيرا وتحسنا ملحوظا، بسبب كبر حجم التداول فيها، وبالتالي توفير السيولة في الاقتصاد.

10- شهدت عملية الاستثمار في بورصة الجزائر مجموعة من المعوقات والتي تسعى الدولة الى الحد منها من خلال مقومات لتنشيطها، في حين ان بورصة عمان للأوراق المالية عرفت إنجازات كبيرة ساهمت في رفع مستوى الاستثمار فيها والتي تسعى دائما الى تطويرها وتحسينها.

ثانيا–اختبار الفرضيات:

بعد اختبارنا لفرضيات البحث توصلنا الى الاجوبة التالية:

بالنسبة للفرضية الأولى **تعتبر بورصة الأوراق المالية سوق منظم يتم من خلاله استثمار الأموال المدخرة، أي تربط بين المدخرين والمستثمرين،** صحيحة لأن البورصة عبارة عن مكان يلتقي فيه أصحاب الفائض ذوي السيولة، مع أصحاب العجز الراغبين في السيولة من خلال الوسطاء.

وفيما يخص فرضية **يتم الاستثمار داخل بورصة الأوراق المالية من خلال تشكيل محافظ مالية متضمنة مختلف الاصول المالية،** صحيحة لان المستثمر عند قيامه بعملية الاستثمار داخل بورصة الأوراق المالية ، فانه يقوم بشراء أو بيع الاوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات، والتي يشكل بها محفظته المالية.

أما فرضية **إن النظام الذي تعتمده بورصة الجزائر أحسن من عملية الاستثمار فيها، على غرار بورصة عمان،** خاطئة لان بورصة الجزائر تعتمد على نظام التداول التقليدي الذي أضعف من عملية الاستثمار ، وجعل أغلب الدول تستغني عنه، على اختلاف بورصة عمان التي طورت من نظامها بلجوئها الى نظام التداول الالكتروني الذي حسن من عملية الاستثمار فيها، مواكبة من خلاله التطور الحاصل في أغلب بورصات دول العالم.

ثالثا–توصيات البحث:

بغية الإلتحاق بركب البورصات العربية عامة وبورصة عمان خاصة، وعلى ضوء النتائج المتوصل اليها، نعرض فيما يلي بعض التوصيات:

1- على السلطات المالية الجزائرية الاستفادة من مزايا السوق المالية، وتشجيع القطاع الخاص وازالة كافة المعوقات التنظيمية امام خصخصة الشركات العمومية الفعالة ، من أجل توفير المناخ الملائم للإستثمار المالي.

2- وضع برنامج متكامل لتكوين مختصين في مجال الاسواق المالية نظريا وعلميا والاستعانة بالخبرات الأجنبية في هذا المجال والاستفادة من التجربة الأردنية.

3- عمل خطة اعلامية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار المالي في البورصة، من خلال الترويج لشركات المساهمة، وذلك بتصميم مواقع الكترونية.

4- إقامة الندوات واللقاءات في أماكن التجمعات المختلفة للتعريف بجدوى وأهمية الاستثمار من خلال البورصة، من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم.

5- تشجيع انشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليهم.

6- دعوة البورصة الجزائرية لان تحذو حذو سوق عمان للأوراق المالية لاستبدال نظام التداول التقليدي(اليدوي) بنظام التداول الالكتروني الذي ساهم في رفع كفاءة السوق .

رابعا–آفاق البحث:

لقد تبين لنا من خلال الخوض في مسائل هذا البحث، بان له جوانب مكملة لازالت في حاجة الى المزيد من الدراسة والتحليل، وختاما لهذا الموضوع يمكن أن نتقدم بها كمقترحات، وهي:

- ✓ متطلبات تطبيق نظام التداول الالكتروني في بورصة الجزائر.
- ✓ واقع التداول الالكتروني في البورصات العربية الناشئة.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

أ. الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
2. أزهري الطيب الفكي، **أسواق المال**، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017.
3. جبار محفوظ، **الأوراق المالية**، مطبعة دار هومة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى الجزائر، 2002.
4. جبار محفوظ، **تنظيم وإدارة البورصة**، الجزء الثالث، مطبعة دار هومة، الطبعة الأولى.
5. جميل الزيدانين السعودي، **أساسيات في الجهاز المالي**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 1999.
6. حسني علي خربوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2010.
7. حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية البورصة**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
8. حمد الفاتح محمود المغربي، **مؤسسات مالية**، دار الجنان للنشر والتوزيع، مصر، 2009.
9. رسمية زكي قرياقص وآخرون، **الأسواق والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2004.
10. زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
11. سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق،دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية**، جامعة الأزهر، مصر، 2009.
12. شريط صلاح الدين، **أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار حميترا للنشر والترجمة، 2018.
13. شعبان مُحَمَّد إسلام البارودي، **بورصة الاوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلة**، دار الفكر، سوريا، 2001.
14. صالح طاهر الزرقان، **العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم**، دار جليس الزمان المنهل، 2010.

15. عبد الباسط كريم مولود، **تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة**، منشورات حلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2009.

16. عبد القادر أحمد مُحَّد الصباغ، **قيد الأوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي**، المركز العربي للنشر والتوزيع مصر، 2018.

17. عبد القادر بلطاس، **إستراتيجية الإستثمار في بورصة الأوراق المالية**، منشورات ليجوند، الجزائر، 2006.

18. عزيزة بن سمينة، **البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017.

19. علي عباس، **إدارة الأعمال الدولية**، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003.

20. غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة** ،دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى الأردن، 2013.

21. القادر الحمزة، **أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية**، دار الكتاب الحديث، مصر.

22. قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة،بدون بلد، 2009.

23. قيصر عبد الكريم الهيني، **أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية(البورصات)**، دار حميترا للنشر والترجمة، الأردن 2018 .

24. مبارك بن سليمان بن مُحَّد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى السعودية، 2005.

25. مُحَّد الفاتح محمود بشير المغربي، **التمويل والاستثمار في الإسلام**، الأكاديمية للكتاب الجامعي، مصر، 2018.

26. مُحَّد شاهين، **تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية**، دار حميترا للنشر والترجمة، مصر، 2017.

27. مُحَّد عبد الله شاهين مُحَّد، **محافظ الأوراق المالية**، إدارة- تحليل- تقييم، دار حميثرا للنشر والتوزيع،2017.

28. مُحَّد عبد الله شاهين، **أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)**، دار حميترا للنشر والتوزيع، 2018.

29. محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 1999.

30. مُحَمَّد يوسف شاهين، **البورصة عمليات البورصة تنازع القوانين اختصاص المحاكم**، منشورات الحلبي الحقيقية، الطبعة الأولى، 2004.

31. مروان عطوان، **الأسواق النقدية والمالية**، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر 2003.

32. مصطفى يوسف كافي وآخرون، **أسواق مالية ومصرفية**، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017.

33. مصطفى يوسف **كافي، بورصة الأوراق المالية**، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا، 2009.

34. منير إبراهيم هنيدي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، مصر.

35. منير إبراهيم هنيدي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، دار المنفعة الجامعية، الطبعة الثالثة، الإسكندرية، 2010.

36. ناظم مُحَمَّد نوري وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن 1999.

37. هوشيار معروف، **الإستثمارات والأسواق المالية**، دار صفا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003.

38. يوسف سعداوي، **أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ**، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.

ب. رسائل دكتوراه:

39. بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية –**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ،قسم العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية،جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.

40. جهرة شنافة، **أثر سوق الاوراق المالية في النمو الاقتصادي، دراسة حالة سوق عمان للاوراق المالي خلال الفترة 1980–2016**،اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، 2017-2018.

41. مناصرية خولة، **أثر السياسة المالية على أداء سوق الاوراق المالية دراسة حالة الأردن 1990–2014**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية ، تخصص النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة مُحَمَّد خيضر، بسكرة، 2015-2016.

ج. رسائل ماجستير:

42. بوزيد سارة، **إدارة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP PARIBAS**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير،تخصص إدارة ومالية، جامعة قسنطينة، 2006-2007.

43. حليمة عطية، **دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة من 2008-2013**، مذكرة مقدم لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2014- 2015.

44. سلماني عادل، **دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال،** دراسة حالة ماليزيا، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية،تخصص أسواق مالية وبورصات،جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2013-2014.

45. نعمان محصول، **تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية – دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال المؤسسات، جامعة جيجل، 2006-2007.

د. رسائل ماستر:

46. أحلام عكنوش ، **سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية – دراسة حالة الجزائر–** ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر قسم علوم التسيير، تخصص مالية تأمينات وتسيير المخاطر ، جامعة ام البواقي، 2013-2014.

47. آمنة حجو، **عمليات البورصة**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، قسم الحقوق تخصص قانون أعمال ، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي 2014- 2015.

48. بن عيسى بوشو وآخرون ، **دراسة كفاءة السوق المالي عند المستوى المتوسط**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية، جامعة المدية، 2015-2016.

49. بن عيسى بوشو يوسف زرارقة، **دراسة كفاءة السوق المالي عند المتوسط**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية، جامعة المدية، 2015-2016.

50. حسام الدين سماعيلي، **عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، قسم الحقوق،تخصص قانون الشركات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015.

51. سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء محافظ الأوراق المالية، دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر،قسم علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.

52. صالح بوزطوطة، **نظام البورصة في الجزائر**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر قسم الحقوق تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013-2014.

53. صداني هناء وآخرون، **دور البورصة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر قسم العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي، جامعة يحي فارس، المدية، 2017- 2018.

هـ. المحاضرات:

54. رشام كهينة، **محاضرات في الأسواق المالية**، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة، علوم اقتصادية وعلوم تجارية ، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، 2015-2016.

55. سامية فقير، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية**، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى دكتوراه ل. م. د، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2017-2018.

56. سعيدي فاطمة الزهراء، **محاضرات في المحافظ الاستثمارية (المطبوعة الثانية)**، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة يحي فارس، المدية، 2017-2018.

57. سعيدي فاطمة الزهراء، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية**، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر،قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة يحي فارس، المدية، 2018-2019.

و.المجلات:

58. أحمد نصير، يونس زين، **دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الاسواق المالية والناشئة في الدول العربية" السوق المالي تونس والسوق المالي الناشئ عمان"**،مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال،جامعة حسيبة بن بوعلي، المجلد 03، العدد 05، الشلف،2017.

59. بن يمينةكمال، عطية حليمة، **الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الازمات– دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية–**مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، دون سنة.

60. ثائر قدومي، **أثر التحول لنظام التداول الالكتروني على الكفاءة التشغيلية وأداء بورصة عمان للأوراق المالية**، دراسة تحليلية للفترة من 1998-2003، مجلة البلقاء للبحوث والدراسات ،عمان، الأردن، المجلد 11، العدد 02، 2006.

61. شقبقب عيسى أزغار يحي،**محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس اعقاب الازمة المالية العالمية**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 03،العدد 07، 2016.

62. شمام عبد الوهاب، زودة عمار، **الدور التنموي لاسواق الاوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور**،مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 2016.

63. مُحَّد عدنان بن ضيف، عبير مزغيش، **الاستثمار في بورصة القيم بين المحفزات والعوائق**، الملتقى الدولي السادس عشر حول "الضمانات القانونية للاستثمار في الدول المغاربية" ، مجلة الحقوق والحريات، العدد الثالث، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2016.

ي. القوانين، الأوامر و المراسيم:

64. المواد من 20الى24 من **المرسوم التشريعي رقم 93-10** المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة لسنة 1993، الجريدة الرسمية رقم 36، الجزائر.

ثانياً: مواقع الانترنيت

65. www.sgbv.dz/ar

66. www.ase.com/are

67. www.kantakji.com/media9084

68. www.cosob.org

69. http://sdc.com.jo/arabic/index

70. : http://www.acc4arab.com/acc//showthread.php