جامعة يحي فارس المدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع

الشراء الهامشي وامكانية تطبيقه في بورصة الجزائر

دراسة حالة بورصة الجزائر (2011- 2017)

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : اقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد الطالبتين :

سامية حزاج

كريمة عبد الصدوق

تحت إشراف الدكتورة:

فاطمة الزهراء سعيدي

السنة الجامعية :2018/2017

بسم الله الرحمان الرحيم

"قُلْ إِنَّ صلاَتي ونسكي ومحياي ومماتي للهِ رب العالَمين۞لاَ شرِيك َله وِبذَلك أُمرت وأَنا أَولُ المسلمين"

صدق الله العظيم

شكر وتقدير

بعد الحمد والشكر لله تعالى الذي وفقنا لانجاز هذا العمل وهدانا نعمة نافعة ألا وهي نعمة العلم.

لا يسعنا وقد انهينا هذه الدراسة إلا أن نعبر عن صدق الثناء وعميق التقدير ، للدكتورة سعيدي فاطمة الزهراء المشرفة على الدراسة التي كانت لتوجيهاتها القيمة وعطائها المخلص الإسهام الأكبر ، في أن ترى هذه الدراسة نور.

كما نتقدم بالشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بالاطلاع ومناقشة المذكرة مقدرين جهودهم المعبر عنها بالتصويبات السديدة التي أثرت ما جاء بمضمون المذكرة ، كما نتوجه بالشكر إلى كافة أساتذتنا في قسم العلوم الاقتصادية في جامعة المدية ، اللذين نهلنا من علمهم ، كل الشكر لمن أسدى لنا نصيحة أو قدم لنا معلومة تخص بحثنا أو قدم لنا نصيحة علمية قادتنا إلى المعلومة السليمة التي تخدم هذه الدراسة.

إلى كل هؤلاء الشكر وبالغ التقدير ونسال الله عز وجل أن يحقق لهم رضا الخالق وتقدير الخلق .

إهداء

الهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك الله جل جلاله .

أحمدك ربي حق حمدك لإتمام هدا العمل المتواضع وأتشرف بإهداء ثمرة جهدي إلى من كلله الله بالهيبة والوقار إلى من علمني العطاء بدون انتظار إلى من احمل اسمه بكل افتخار ارجوا من الله عز وجل أن يمد في عمرك لترى ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم اهتدي بها اليوم وفي الغد والى الأبد .

"والدي العزيز حفظك الله ورعاك "

إلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب معنى الحنان والتفاني على بسمة الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جرحي إلى الغلي الحبايب.

"أمي الحبيبة حفظك الله وأطال في عمرك "

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى رياحين حياتي إخوتي: فريدة- رتيبة- عبد القادر- نورة- توأمي نوال- أمينة وزوجها محمد وبناتها ماريا- سرين .

إلى من سعدت برفقتهم في دروب الحياة الحلوة ومررت إلى من كانوا معي على طريق النجاح والخير إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني أن لا أضيعهم

هالة – عبد القادر- بشرى – خديجة .

إلى صديقتي التي شاركتني هدا العمل المتواضع متمنية لها التوفيق والنجاح في حياتها العلمية والعملية عبد الصدوق كريمة .

حزاج سامية

إهداء

بسم الله الذي وفقني لهذا العمل المتواضع الذي اهديه إلى كل من ساعدني.

إلى من سقتني الحب والحنان إلى الشمس التي عانقتها يدفئها وأنارت لنا الدرب ، إلى من ربتني وساعدتني بالصلوات والدعوات إلى من ربتني وسهرت الليالي أمي الغالية .

إلى من جعلني أميرة في مملكته ،إلى من عبد لي طريق النجاح ،إلى من بث فيا الأخلاق وكان لي درع الأمان إلى أبي العزيز .

الى الكتكوتين نور عيوني: هيثم ورانيا

إلى اللاتي زين لي حياتي أخواتي العزيزات سعاد- سهام – حنان وأخواي الغاليين محمد وبلال.

إلىمن جمعتني الحياة بهن صديقاتي العزيزات لويزة – سامية – هالة – فطيمة – سارة – كنزة

إلى كل من ساعدني وكل من عرفتهم ووسعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي .

إلى كل أساتذتي الذين اشرفوا على تدريسي من الطور الابتدائي إلى الجامعي

إلى كل طلبة الماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي دفعة 2018

إلى كل طالب علم تصفح مذكرتي بعدي راجية من المولى أن تكون صدقة جارية خالصة لوجهه الكريم

وفي الأخير لا تنسونا بدعواتكم والحمد لله الذي بفضله تتم الصالحات.

عبد الصدوق كريمة

المستخلص:

تعد البورصة وسيلة من وسائل التمويل والاستثمار ،حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في سلة من الأوراق المالية المختلفة ،يقوم بها شخص رشيد يحسن اختيار القرار الاستثماري الملائم له يدعى المستثمر بهدف تحقيق عوائد مرتفعة.

وللاستفادة من فرص الاستثمار وعدم تضييعها قد يلجا المستثمر إلى التعامل بالشراء الهامشي الذي يسمح له بتوفير مزايا الرفع المالي ،حيث يستخدم القروض في تمويل جزء من قيمة الصفقة وهدا ما يزيد من قيمة العائد المتوقع ، ويضاعف من الاستثمارات إذا ما تحققت توقعات المستثمر.كما تساعد آلية

المتاجرة بالهامش في البورصة صغار المدخرين على الاستثمار في الأوراق المالية

وتعتبر بورصة الجزائر من بين الأسواق التي تم إنشاؤها بغرض التمويل ،إلا أن الواقع يبرز عكس ذلك من خلال كل من القيمة السوقية ونشاط التداول في بورصة الجزائر ويعود ذلك إلى قلة ثقافة الادخار لدى الأفراد ،وعدم وصول المعلومات حول الشركات المدرجة في الوقت المناسب مما ساهم في نقر المستثمرين من التعامل في هده البورصات .

الكلمات المفتاحية : البورصة ، المستثمر ، الأوراق المالية ، الشراء الهامشي .

Summary:

The stock exchange is a means of financing and investment, where it collects the savings of individuals and invest in a basket of different securities by a rational person improves the choice of investment decision suitable for him called investor in order to achieve high returns.

In order to take advantage of investment opportunities and not to lose them, the investor may resort to marginal buying, which allows him to provide leverage. He uses loans to finance part of the transaction value, which increases the expected return value and increases investments if the investor's expectations are met.The margin trading mechanism in the stock market also helps small savers invest in securities.

The Algerian Stock Exchange is one of the markets created for the purpose of financing. However, the reality is reflected in the opposite of both the market value and the trading activity on the ASE due to the lack of culture of savings in individuals and lack of access to information about listed companies in a timely manner. Investors are discouraged from trading on these stock exchanges.

Key words: Stock Exchange ، Investor ، finance paper، Marginal el hachemi .

العنوان	الصفحة
شكر وتقدير.....	
إهداء	
مستخلص	
فهرس	**III**
قائمة الجداول والأشكال	**VI**
مقدمة	أ – ح
الفصل الأول: الإطار النظري للبورصة	
تمهيد الفصل	**02**
المبحث الأول :مفاهيم عامة حول البورصة	
المطلب الأول : نشأة البورصة	**03**
المطلب الثاني : مفهوم البورصة	**04**
المطلب الثالث : خصائص و أهمية البورصة و مختلف الوظائف التي تؤديها	**05**
المبحث الثاني: آليات التعامل في البورصة	
المطلب الأول: الأطراف المتدخلون في البورصة	**09**
المطلب الثاني : الأوامر في البورصة	**09**
المطلب الثالث: التسعيرة في البورصة	**12**
المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في البورصة	
المطلب الأول: الأسهم	**14**
المطلب الثاني: السندات	**16**
المطلب الثالث: المشتقات المالية	**19**
خلاصة الفصل	**23**
الفصل الثاني: الشراء الهامشي	
تمهيد الفصل	**25**
المبحث الأول : ماهية الشراء الهامشي	
المطلب الأول : مفهوم الشراء الهامشي	**26**
المطلب الثاني : خصائص الشراء الهامشي	**27**

المطلب الثالث : أنواع الهامش	**28**
المبحث الثاني : أطراف الشراء الهامشي وحقوق والتزامات كل منهم ...	
المطلب الأول:أطراف الشراء بالهامشي	**32**
المطلب الثاني: التزامات أطراف الشراء الهامشي	**33**
المطلب الثالث: حقوق أطراف الشراء الهامشي	**34**
المبحث الثالث: إجراءات الشراء الهامشي و مزاياه ومخاطره	
المطلب الأول: إجراءات الشراء الهامشي	**36**
المطلب الثاني: مزايا الشراء الهامشي	**38**
المطلب الثالث: مخاطر الشراء الهامشي	**38**
خلاصة الفصل	**41**
الفصل الثالث: دراسة حالة بورصة الجزائر	
تمهيد الفصل	**43**
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول بورصة الجزائر	
المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر	**44**
المطلب الثاني: الهيئات المكونة للبورصة	**45**
المطلب الثالث: الإدراج في بورصة الجزائر	**55**
المبحث الثاني: واقع بورصة الجزائر	
المطلب الأول: الشركات المدرجة في البورصة	**58**
المطلب الثاني: تقييم أداء بورصة الجزائر ومقارنتها ببورصة تونس	**61**
المبحث الثالث: معوقات و أفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر	
المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر	**69**
المطلب الثاني: أفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر	**72**
المطلب الثالث: التعاون الدولي من أجل تحسين بورصة الجزائر	**74**
خلاصة الفصل	**79**
خاتمة	**81**
قائمة المراجع	**85**

أولا : قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(3- 1)	مقارنة بين السهم و السند	19
(1- 1)	عدد الشركات المدرجة	61
(2- 1)	القيمة السوقية بالدينار والدولار	62
(3-1)	أحجام التداول بالدينار والدولار	64
(3-2)	عدد أيام التداول	65
(3-3)	تطور عدد الأسهم	66
(3-4)	متوسط التداول اليومي	67
(3-5)	معدل دوران السهم	68

ثانيا : قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	يوضح جوانب مفهوم البورصة	5
(1-2)	الهيكل التنظيمي لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة	47
(1-4)	الهيكل التنظيمي لمؤتمن المركزي لسندات الجزائر آليرنغ	52

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة توفر نظام مالي ذو درجة عالية من التنظيم، يكفل الوحدات الاقتصادية المختلفة للحصول على احتياجاتها من الأموال واستثمار ما لديها من فوائض مالية في قنوات مربحة .وفي هدا الصدد فان سوق الأوراق المالية تلعب دورا هاما في عملية التنمية الاقتصادية كما أن التعامل في الأسواق المالية تتطلب خبرة وجهد كبيرين حتى يتمكن المستثمر من تحقيق مراده،وعليه تظهر عدة أشكال للتعاملات في الأسواق المالية منها ما يسمى بالشراء الهامشي .

تعتبر البورصة الركيزة الأساسية في تحريك اقتصاديات الدول وخاصة النامية منها .حيث تلعب هده الأخيرة دورا بارزا في تسريع وتيرة التنمية الاقتصادية من خلال الإيفاء بالمتطلبات التمويلية لها ، خاصة في الدول المتقدمة نظرا لاتساع دائرة النشاط الاقتصادي من جهة وحاجة الإنتاج إلى تجميع موارد مالية ضخمة تفوق قدرات المدخرين من جهة أخرى. من خلال تجميع الموارد المالية وتحويلها من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وإتاحة فرص استثمارية متنوعة إما الأفراد وتتم فيها مجموعة من العمليات متاحة لجميع المستثمرين دون تحديد.من خلال الأوامر التي تصدر من طرفهم إلى الوسطاء المعتمدين ليقوموا بتنفيذها وبذلك يتم تحديد تسعير الأوراق وفقا لقانون الطلب والعرض.

ولقد لوحظ في السنوات الأخيرة اهتمام الدول النامية بتنمية أسواقها المالية نظرا للدور الذي يمكن أن تلعبه في تنمية الاقتصاد، حيث انه لا يمكن للبورصة أن تؤدي الدور الفعال إلا ادا توفرت على مقومات الكفاءة التي تسهم في تقييم الشركات المدرجة .ومن هدا المنطلق فان واقع الأسواق المنظمة في الدول النامية ومن بينها الجزائر تواجه عدة صعوبات وعراقيل تقلل من قدرة هده الأسواق للقيام بدورها الرئيسي المتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات جديدة .

من خلال هدا الطرح قوم بصياغة الإشكالية التي يعالجها هدا البحث على النحو التالي:

أولا: إشكالية البحث

- ما مدى إمكانية تطبيق الشراء الهامشي في بورصة الجزائر؟

ثانيا: الأسئلة الفرعية

وعلى أساس الإشكالية المطروحة يمكن طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية :

1. ما المقصود بالبورصة ؟ وماهي آليات التعامل فيها ؟
2. كيف تتم متاجرة الأوراق المالية عن طريق الشراء بالهامش ؟
3. ماهي معوقات الشراء بالهامش في بورصة الجزائر؟

ثالثا :فرضيات البحث

للإجابة على التساؤلات السابقة والتي تمثل إشكالية البحث التي قمنا بصياغة الفرضيات التالية :

1. البورصة هي آلية لتداول الأوراق المالية عن طريق الجمع بين طرفين احدهما عارض للورقة المالية والأخر طالب لها .ويمكن التعامل فيها وفق لآليات من خلالها يتم تسعير الورقة المالية والمتمثلة في أسهم وسندات مطروحة للتداول.
2. تتم المتاجرة بالشراء الهامشي عن طريق الاقتراض لشراء الأوراق المالية على أن تكون تلك الأوراق المالية ذاتها ضمانا للأموال المقترضة.
3. يمكن للشركات المدرجة في البورصة أن تكون الحلقة الأقوى في تمويل وحدات الاستثمار .

رابعا : أهمية البحث

تستمد هده الدراسة أهميتها من خلال :

- ✓ الدور الذي تقوم به البورصة في الإيفاء بالمتطلبات التمويلية لعملية التنمية الاقتصادية .
- ✓ تقوم البورصة بوضع معايير يتم فيها تداول الأوراق المالية وفقا لنظام الشراء بالهامش .
- ✓ دور الشراء بالهامش في تمويل المستثمرين ذوي الدخل المحدود للاستثمار في البورصة .

خامسا : أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث فيما يلي :

- ✓ إمكانية التعرف على دور البورصة في الاقتصاد الوطني .
- ✓ مدى تكيف الأوضاع الاقتصادية في الجزائر مع مستجدات في الساحة الدولية لإمكانية إنشاء سوق مالية ذات طابع دولي .

- ✓ التعرف على آلية الشراء بالهامش ودوره في تمويل الاستثمارات .
- ✓ معرفة مزايا ومخاطر عملية الشراء بالهامش .
- ✓ التعرف على أهم المعوقات التي تعرقل فعالية السوق المالي في الجزائر .
- ✓ تثمين المكتبة الجزائرية .

سادسا : حدود البحث

تتكون حدود البحث من إطارين :

الإطار المكاني : البورصة في الجزائر

الإطار الزماني : خلال 2011 -2017

سابعا : صعوبات البحث

واجهنا مجموعة من الصعوبات وهي :

- ✓ تضارب الإحصائيات واختلافها من هيئة إلى أخرى فإحصائيات الصندوق العربي تختلف في بعض الأحيان مع إحصائيات دولة الجزائر .
- ✓ نقص المراجع عن بورصة الجزائر وعملية الشراء بالهامش .

ثامنا : منهج البحث

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها تم المزج بين منهجين :

المنهج الوصفي بغرض وصف الإطار النظري لكل من البورصة والشراء بالهامش .

والمنهج التحليلي عند رصد تطورات أداء بورصة الجزائر والجداول الخاصة بها .

تاسعا: دوافع اختيار الموضوع

هناك مجموعة من الأسباب دفعتنا لاختيار البحث في هدا الموضوع منها :

- ✓ الرغبة الشخصية للبحث في موضوع البورصة .
- ✓ معرفة مخاطر ومزايا التعامل بالشراء الهامشي في البورصة .
- ✓ البحث في أسباب انخفاض فعالية وكفاءة البورصة في الجزائر .

عاشرا : الدراسات السابقة

1-بوكساني رشيد،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها خلال (1993-2003) رسالة دكتورة،جامعة الجزائر،2006 هدفت الدراسة إلى:

معرفة تطورات وأداء الأسواق المالية العربية،حيث تدور إشكالية البحث حول ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق الأوراق المالية فعالة وماهي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وماهي سبل تطويرها قصد ترابطها. ومن نتائج هذه الدراسة تعتبر التشريعات والتنظيمات للأسواق المالية الحجر الأساسي لبناء وفعالية السوق،وجوهر الاختلاف بين الدراستين أن الأولى شملت أهم المعوقات التي عرقلت البورصات العربية في تطويرهما وسبل تفعيلهما ،أما دراستنا تخصصت في دراسة الشراء الهامشي في بورصة الجزائر واهم المعوقات التي عرقلت السير الحسن واليات التطوير،

2 - صليحة بولحية ،تقييم أداء بورصة الجزائر (2000-2011) مذكرة ماستر،تخصص مالية وبنوك ،جامعة قاصدي مرباح،ورقلة 2014 هدفت الدراسة إلى :

تقييم أداء بورصة الجزائر في الفترة الممتدة من(2000 -2011) من خلال استخدام جملة من المؤشرات والمتمثلة في مؤشر السوق ومؤشر عدد الشركات المدرجة وحجم التداول .وتوصلت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر تعتبر بورصة غير نشطة مقارنة بباقي البورصات العربية وذلك لوجود جملة من المعوقات التي تجعلها ضعيفة الأداء إما دراستنا فحاولنا التعرف على أداء البورصة من فترة 2011 إلى 2017 من حيث الشركات المدرجة والقيمة السوقية وحجم التداول .

3- تقيدة عبد الله ،بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها ،دراسة مقارنة بورصة الجزائر مع عينة من الدول العربية ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر،تخصص مالية وبنوك، جامعة المدية 2013 . وقد تمحورت الدراسة حول عدم نجاح بورصة الجزائر إلى حد الآن يعود بشكل كبير

إلى ما يتواجد من معوقا ت وعراقيل أثرت على أدائها سلبا لذا يتوجب الإسراع في إصلاح هذه الاختلالات حتى يتسنى لها تأدية دورها كما يجب .

وتختلف هده الدراسة عن دراستنا في أن هذه الأخيرة قامت بدراسة شاملة حول بورصة الجزائر من معوقات وإمكانية تطويرها ، عكس ذلك في موضوعنا الذي تناولنا فيه الشراء بالهامش في بورصة الجزائر واهم المعوقات التي تواجهها.

الحادي عشر : هيكل البحث

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول تطرقنا إلى مقدمة

تضمن الفصل الأول مفاهيم عامة حول البورصة من خلال ثلاثة مباحث ،وتمثل المبحث الأول إلى ماهية البورصة مع إبراز خصائصها ومختلق الوظائف التي تؤديها ،أما المبحث الثاني تطرقنا إلى آليات التعامل في البورصة من أطراف متدخلون والأوامر ،إما المبحث الثالث فتم التطرق إلى الأدوات المالية المتداولة في البورصة من أسهم وسندات ومشتقات مالية .

أما الفصل الثاني فكان عبارة عن الإطار النظري للشراء بالهامش حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مفهوم الشراء بالهامش وأنواعه وكدا خصائصه ، أما المبحث الثاني تطرقنا إلى أطراف الشراء بالهامش وحقوق والتزامات كل منهم أما المبحث الثالث تطرقنا إلى إجراءات الشراء بالهامش مزاياه ومخاطره .

أما الفصل الثالث فتطرقنا فيه إلى دراسة حالة بورصة الجزائر تمثل البحث الأول في مفاهيم عامة حول بورصة الجزائر من نشأة البورصة ومراحلها وكذا الهيئات المكونة لها إضافة إلى الإدراج وتداول الأوراق فيها .

أما المبحث الثاني فتطرقنا إلى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر إضافة إلى تقييم أداء الأسواق المالية في الجزائر

أما المبحث الثالث تضمن معوقات بورصة الجزائر وآفاق تطويرها إضافة إلى التعاون الدولي من اجل تحسين بورصة الجزائر.

وفي الأخير توصلنا إلى خاتمة وبعض النتائج والمقترحات وأيضا قائمة المراجع

تمهيد الفصل :

البورصة اسم فرض نفسه على جميع اللغات، و أصبحت الأداة الفاعلة في تحريك الاقتصاديات و لها أهمية اقتصادية كبرى و دور كبير في تنشيط الحركة المالية.

و نجد الكثير والكثير يجهل هذه الأداة المالية و أهميتها الاقتصادية و طرق وكيفيات سير العمليات بها وكذا التقنيات التي تتحكم في نشاطها، و قد يكون البعض عنده فكرة على هذه الأشياء و لكن مهما كانت تلك الصور إلا أنها تبقى غير واضحة كل الوضوح.

وعليه قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي :

- **المبحث الأول : مفاهيم عامة حول البورصة**
- **المبحث الثاني : آليات التعامل في البورصة**
- **المبحث الثالث : الأدوات المالية المتداولة في البورصة**

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول البورصة

من أجل الوصول إلى بعض الحلول المختلفة لتمويل عمليات التنمية الأساسية بالنسبة للدول و حصول المستثمرين على أكبر الفوائد بأقل المخاطر الممكنة أخذت تحتل فكرة الأسواق المالية (البورصات) مركزا حيويا في معظم دول العالم و أصبحت اهتمام كل المحليين الاقتصاديين و ذوي الاختصاص و بذلك تعددت أشكال البورصات و ازدادت أهميتها بحكم وظيفتها الاقتصادية إذ تعتبر صلة الوصل بين المشاريع و مدخرات الأفراد، المؤسسات فهي تعتبر السوق الطبيعية التي تلتقي فيها مصلحة المشروعات التي تسعى دائما وراء رأس المال لتنمو و تتطور.

المطلب الأول: نشأة البورصة

ترجع بداية ظهور البورصة إلى القرن 15م حيث كان التجار القدماء من فلورنسيا يجتمعون في فندق تملكه عائلة (VANDER BOURCE) يقع في مدينة بريج البلجيكية، و الذي كان ملجأ للتجار من كافة المناطق و لقد تطورت التعاملات فيه، إلا أن التجار لم يصطحبوا معهم بضائعهم إلى الفندق، بل كانت تتم ارتباطات في شكل عقود و تعهدات و من ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين طرفي عملية المبادلة.[1]

و أتى لفظ BOURSE ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار و المتعاملين معهم، و الذي كان يتم بشكل منتظم و دوري وذلك لإبرام الصفقات و العقود و الإنفاق الحاضر أو الآجل.[2]

و بالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ و لم تكن قد سميت بالبورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم و الإنفاق عليها و تحديد أسعارها لدى (عزيز مصر) بحيث يجتمع كل التجار لديه و تتم الصفقات أمامه، كما عرف التجار العرب نظام بورصات السلع من خلال شيخ بندر التجار و تمويلها و الإنفاق الآجل عليها ....الخ.

إلا أن نشأة البورصة المتخصصة قد جاءت متأخرة على النحو التالي:

[1] صلاح الدين حسين السيسي , بورصات الأوراق المالية , الطبعة الأولى , 2003 ص 5.
[2] تقيدة عبد الله , بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها , مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية ،الطبعة 2012 . 2013 ،ص 3.

في فلورنسا آخر القرن 14م، وفي مدينة ليون عام 1459م، في فرنكفورت وبرشلونة و انفرس في القرن 15م و في أمستردام عام 1608م وفي بال عام 1683 و في لندن عام 1695م

وفي فيينا عام 1762م و في نيويورك عام 1792م و في بروكسل عام 1801م

و في ميلانو عام 1808م و في روما عام 1822م و في مدريد عام 1831م و في جنيف عام 1850م.

المطلب الثاني: مفهوم البورصة

اختلفت وتعددت المفاهيم حول البورصة ،حيث هناك من يعتبرها سوق مالي دو مكان وزمان محدد وهناك من يعتبرها مكان لالتقاء المشترين والبائعين وهنا نتعرض للبعض منها فيما يلي :

تعريف01: البورصة (سوق منظم) تعرف بأنها اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين الوسطاء ماليين معتمدين من طرف لجنة البورصة، و ذلك من اجل تنفيذ أوامر العملاء المعطاة لهم أثناء الجلسة أو في تاريخ محدد قبل الجلسة يتم التداول فيها على الأوراق المالية لشركات مدرجة[1].

تعريف02: هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق (أسهم و سندات)[2]

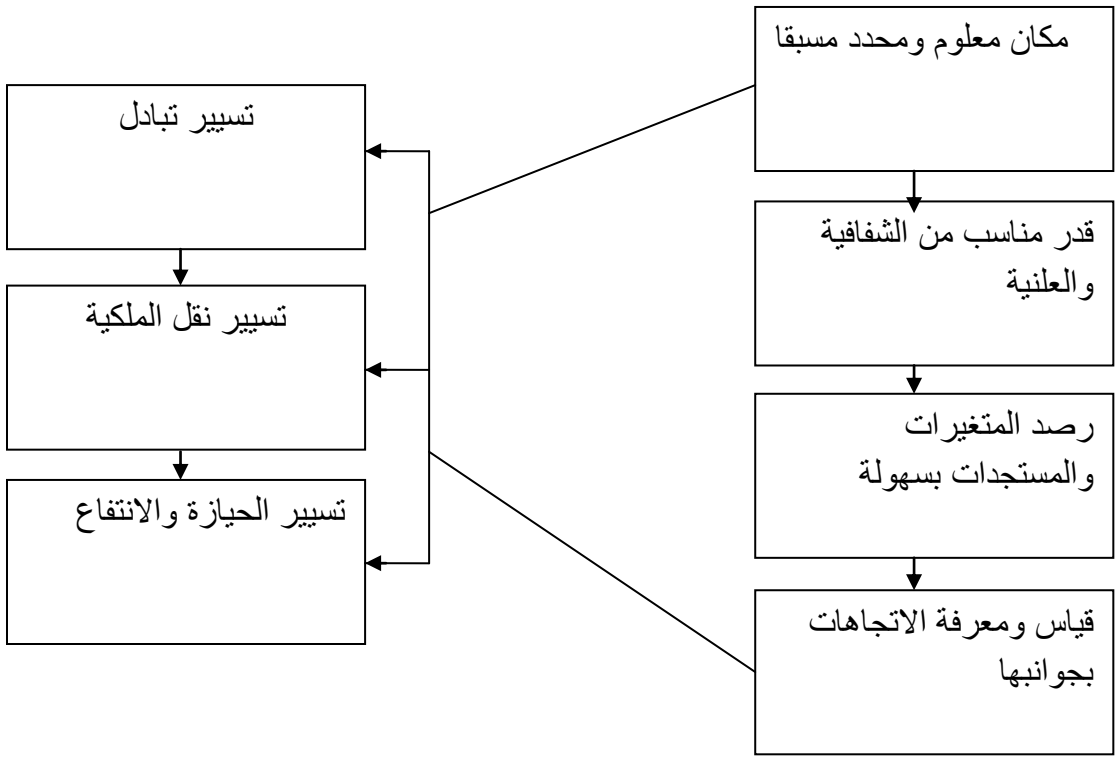
تعريف03: البورصة هي سوق استثمار أموال الأفراد، البنوك التجارية، صناديق الادخار و صناديق التأمين و غيرها من مصادر تجميع الأموال و يتداول فيها بالأوراق المالية التي تمثل حصص في رأس مال مؤسسات صناعية و تجارية[3].

ومن خلال هذه التعاريف يمكن إعطاء تعريف عام للبورصة فإنها:

البورصة سوق مقنن يتم التعامل فيه بالأسهم و السندات بين البائعين و المشترين بوجود الوسطاء(السماسرة).

[1] محمد يوسف ياسين , البورصة , منشورات الحلبي الحقوقية , لبنان 2004 ص 15.
[2] عبد الغفار حنفي , بورصة الأوراق المالية , الدار الجامعية الجديدة للنشر , مصر 2003، ص 35 .
[3] حسني علي خربوش , الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات , دار الزهران , الأردن 1998، ص 20.

الشكل رقم (1-1) يوضح جوانب مفهوم البورصة



المصدر : محسن احمد الخضيري كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للتوزيع والنشر، الطبعة 1996 والطبعة 1997 ص 09

المطلب الثالث: خصائص و أهمية البورصة و مختلف الوظائف التي تؤديها

للبورصة مجموعة من الخصائص والوظائف تميزها عن باقي الأسواق المالية الأخرى حيث يتعامل داخلها على أساس مواصفات غير نظرية على عكس ما هو موجود في الأسواق الأخرى.

أولا : خصائص البورصة

تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص و هي[1]:

[1] الموقع الاليكتروني www.darhmachora@yahoo.com تاريخ التصفح 2018/02/03

1.1العوائد و المخاطر: من الخصائص الأساسية لسوق الأوراق المالية إذ تتميز الأصول كالأسهم و بدرجة عالية من المخاطرة و تؤثر عليها التغيرات الخاصة في البيئة الاقتصادية و طبيعة المنافسة القائمة بين الشركات على نسب البيع و الأرباح و التي تساهم في تحديد أسعار هذه الأسهم.1

.2.1 التغيرات: هي التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية، و تظهر نتيجة للتغيرات في الأسعار المرتبطة في مجموعة من الأحداث مثل التقارير الحكومية الاقتصادية و أرباح المنشآت لذلك يحرص المستثمرون الناجحون في الأسواق المالية على التحوط من التغيرات والتقلبات، و ذلك عن طريق التنوع في الاستثمارات ضمن محافظهم الاستثمارية.

.3.1السيولة: هي توفير سوق الأوراق المالية للهوامش التي توضح الفروق بين المشترين و البائعين للأوراق المالية عن طريق تشجيع هذه الأسواق على الجمع بين المنشآت و الشركات من كافة أنحاء العالم كما ساهمت تكنولوجيا المعلومات في تعزيز و دعم التداول الخاص في الأسواق المالية عن طريق نشر المعلومات للمستثمرين و المشاركين في هذه الأسواق.

.4.1 العالمية: من الخصائص و المميزات الخاصة بأسواق الأوراق المالية إذ تجمع كافة الشركات الأوربية و الأمريكية و الآسيوية معا مما يساهم في تشجيع المستثمرين من الأفراد و المؤسسات على استخدام الشبكات الالكترونية المتاحة على مدار الساعة في تطبيق عمليات التداول.

.5.1التنظيم: من أهم الخصائص الأساسية للأسواق المالية إذ تعتمد على وجود قوانين تعمل على تنظيمها و تضمن حصول كافة المستثمرين على المعلومات الخاصة في عمليات الاستثمار في الأوقات المناسبة لهم.

ثانيا: أهمية البورصة

تشير العديد من الدلائل على أن البورصة تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي وتقوم بوظائف عديدة ذات أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد الوطني و التي تستمد أهميتها من خلال الدور المتعدد الجوانب الذي تقوم به وخاصة على مستوى الدول و يمكن إجمالها في ما يلي:

1سامية زيطاري ،ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة ،أطروحة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية ،تخصص القياس الاقتصادي ،جامعة الجزائر2004 ،ص12.

- تجميع و استقطاب المدخرات الوطنية و حمايتها من قناصي الفرص المحلية أو حتى هروبها نحو الخارج وذلك عن طريق النظام المصرفي الفعال الواجب إحداثه إلى جانب السوق المالي[1].
- استقطاب رؤوس الأموال المجاورة الأجنبية.
- توفير إمكانية الاستثمار في المشاريع كبيرة لعملية التنمية.
- التخفيف من الآثار السلبية المحتملة للسوق الحالية غير الرسمية و ذلك من خلال:[2]

✓ التخفيف من حدة المضاربة عن طريق وضع القوانين و إجراءات صارمة لحماية الفرد و المستثمر.

✓ توفير المعلومات الصحيحة و الدقيقة في الوقت المناسب من قبل المستثمر.

✓ تسهيل عملية اتخاذ القرار الاقتصادي من قبل الحكومة مستوى استجابة السوق.

✓ استخدام مؤشرات حالة السوق و أداة للتنبؤ بالوضع الاقتصادي و بالتالي تهيئة القرارات الاقتصادية اللازمة للتخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية.

ثالثا: وظائف البورصة

تؤدي البورصة عدد من الوظائف سواء للمستثمر الفرد أو الشركات أو الاقتصاد الوطني من بينها:[3]

.1.3التعامل في الأوراق : إن أول وظيفة في سوق الأوراق المالية هي بيع وشراء الأسهم، كما أن لتحقق السعر الحقيقي للأوراق المالية شروط العلانية في عقد الصفقات في تسجيل الأسعار في مكان ظاهر و نشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة كل ذلك يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تنفذ بها سوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تعقدها.

.2.3استثمار رؤوس الأموال: يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع و الشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات، فالاستثمار في الأوراق المالية لا يتطلب أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة زراعية كانت، عقارية أو تجارية.

[1] محمد يوسف ياسين , مرجع سابق ، ص 15 .

[2] شعبان محمد إسلام البرويري , بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي دراسة تحليلية نقدية ،دار الفكر الجامعي بدمشق 2002 ،ص 45 -46.

[3] أمين عبد العزيز , الأسواق المالية , دار قباء الحديثة للطباعة والنشر ،القاهرة , طبعة 2004 ،ص 14 .

3.3تشجيع الادخار و تجميع الأموال: من المعلوم أن المدخر لا يستبدل نقود السلع أو الخدمات لإشباع رغبة عاجلة إنما ليستفيد منها لسد حاجة المستقبل و هناك وسائل متعددة لتشجيع الادخار منها الاعفاءات الضريبية تشجيع مؤسسات التوفير و شركات التموين أي نشر الوعي الادخاري بين الأفراد و توجيهه إلى سوق الأوراق المالية.

.4.3 **توجيه الاستثمار:** عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تغلها الأوراق المالية بسحب الجمهور ودائعه من البنوك و تنقل رؤوس الأموال من البنوك إلى سوق الأوراق المالية و العكس بالعكس عند زيادة معدل الفائدة.1

.5.3 خلق رؤوس أموال جديدة: عندما يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك يمكن الاقتراض بضمانها مبلغا لشراء أوراق جديدة و ذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تغلها الأوراق و عندما يشتري المستثمر أوراقا جديدة و ترتفع أسعارها يزيد رأسمالها الحقيقي.

.6.3 ضمان سيولة أموال المستثمرين: البورصة هي وحدها التي تثير سبيل التخلص من الأسهم بالبيع و بذلك يستطيع أن يسترد أمواله، أما إذا استثمر أمواله في إحدى الشركات و كانت في حالة ضيق مالي لا يستطيع المستثمر أن يطلب من الشركة استرداد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في آلات و أراضي.

1بن أعمر بن حاسين ،فعالية الأسواق المالية في الدولة النامية ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود مالية وبنوك ،جامعة أبي بكر بلقايد ،تلمسان ،الجزائر2013 ،ص86.

المبحث الثاني: آليات التعامل في البورصة

ساهمت تكنولوجيا المعلومات و الاتصال في تطوير و تكامل بورصات الأوراق المالية، فانعكس ذلك في تعدد أوامرها و تحريرها من القيود مما أتاح فرصة لعموم المستثمرين المحليين و الأجانب (أفراد و مؤسسات) للتعامل بمختلف الأوراق المالية بجانب زيادة تدفق الأموال بين وحدات العجز ووحدات الفائض.

المطلب الأول: الأطراف المتدخلون في البورصة

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية إلى أربع مجموعات رئيسية:[1]

1. **المضاربون المحترفون:** يهدف المضاربون المحترفون إلى الاستفادة من فروق الأسعار و يهتمون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة و كذلك التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط العمليات.
2. **المضاربون الهواة:** تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار غير أنها تهتم بدراسة العوامل المؤثرة في السوق.
3. **المتآمرون:** تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار و توجيه السوق صعودا و نزولا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد أعلى و أدنى من السعر المعادل الناتج عن قوى العرض و الطلب العادية.
4. **المستثمرون:** نجد نوعين من المستثمرين المستثمر الداخلي و المستثمر العادي، الأول يهدف إلى السيطرة على الشركة و إدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم و يكون هدف الربح في المرتبة الثانية و الثاني يهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد التجاري.

المطلب الثاني: الأوامر في البورصة

أولا: مفهوم أوامر البورصة يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لعقد صفقة (بيع أو شراء) للأوراق المالية (أسهم أو سندات أو الاثنين معا)، هذا التوكيل عادة يحدد بشكل مكتوب أو شفاهة

[1] د- عبد الغفار الحنفي , البورصات , آسهم سندات صناديق الاستثمار، جامعة الإسكندرية، المكتب العربي الحديث 1999، ص 44 .

بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة (الهاتف، الانترنت أو الفاكس) في كل الأحوال يجب أن يعزز أمر البورصة بخطابات منفصلة لاحقا،يلزم بمحدد الأمر (الموكل) أن يتمتع بالأهلية، هذا الشرط يجعل الوسيط على دراية قبل عقد الصفقة، و في غالب الأمر يقوم الوسطاء إلى تصنيف زبائنهم إلى قسمين:

الأول: زبون مباشر يتحقق من أهليته.

الثاني: المصارف و الوسطاء الذين يتولون إدارة محافظ الغير.

إن كفاءة تنفيذ الصفقة يتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من الزبون لذا عند تحرير الأمر، يجب أن يتضمن الشروط التالية[1]:

- تحديد نوع الورقة المالية.
- الجهة المصدرة للورقة المالية.
- السعر و كمية الأوراق المطلوبة.
- في حالة السندات تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، والأجل و فئة السند و في حالة الأسهم تحديد فيما إذا كان ممتازا أو عاديا.

ثانيا: أنواع أوامر البورصة

يتحدد نوع الأمر الذي ينفذه السمسار (أو ينفذ من قبل المستثمر) بعوامل الزمن، الحجم السعر كما تؤثر فيه آليات الإيقاف والاستمرارية للطلبية لذلك فإن الأوامر تأخذ الأشكال التالية :[2]

1. **أوامر محددة Limit orders** : و يعد السعر المحدد من قبل المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ (Limit price) فعند أمر الشراء المحدد فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساو له بينما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساويا له، لذلك القيام بالتنفيذ من قبل

[1] ارشد فؤاد التميمي , أسامة غرمي سلام , الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة , دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة , الطبعة الأولى سنة 2004، ص 177 ،ص179 .
[2] محمود محمد الداعز , الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات , دار الشروق للنشر والتوزيع , الطبعة العربية الأولى، الإصدار الأول 2005 ،ص 250 – 251 .

السمسار يرتبط بإعلان سعر يتناسب مع سعر المحدد (للشراء أو البيع) و تمثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية و يمكن للسمسار اللجوء إلى متخصص لتلبية الطلب أو أن يسجل طلبه لديه للتنفيذ عند الوصول إلى أقل أو مساويا لسعر الشراء المحدد أو أعلى أو مساويا في حالة البيع.

نلخص إلى أن الأمر المحدد يتضمن السقف السعري (price cool) للشراء و البيع، و بالتالي فإن التأكد من التنفيذ ليس ضرورة كما سيلاحظ في أوامر السوق و الأوامر المحددة قد نتلاءم و رغبة المستثمر إلا أنها قد تبتعد عن الظروف التي يمر بها السوق إذا لم تستند إلى مؤشرات مؤكدة نسبيا.

2. **أوامر السوق Market orders**: و تعد الأوامر أكثر شيوعا في التعاملات حيث يتطلب من السمسار بيع أو شراء عددا من الأوراق المالية بأفضل سعر، و بأسرع وقت ممكن (أقل الأسعار عند الشراء و أعلى الأسعار عند البيع) و غالبا ما يكون المستثمر متأكدا من تنفيذ العملية طالما توجد مرونة للتنفيذ، و حسب إعلانات السوق المستثمرة لذلك فإن الأمر يكون أمر يومي (Day orders) و مثل هذه الأوامر قد تنفذ بسرعة إلا أن نتائجها قد لا تتناسب مع رغبات المستثمر، و ينخفض مثل هذا التأثير في ظل كفاءة عالية لسوق و توافر المعلومات التي تقلل من انحراف العائد المتوقع عن العائد السوقي الذي تحققه قرارات الشراء و البيع في البورصة.
3. **أوامر الإيقاف Stop orders**: تدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة (Stop closs) و يتطلب التنفيذ تحديد سعر الإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك الأمر المحدد إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر إيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه صعودا و هبوطا مختلفا عن ذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين ويأخذ أمر إيقاف الشكلين الآتيين:

- **أمر إيقاف (بيع و شراء) Stop limit order**: و هي أوامر لإيقاف تقلل من تأثير طرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو حالة أمر إيقاف غير المحدد إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.
- **أمر إيقاف (شراء و بيع) غير محدد Stop open order**: يعد تحديد سعر إيقاف و وصول الورقة المالية إليه لا بد من التنفيذ حتى و إن تعداه ففي حالة أمر إيقاف الخاص بالبيع (Stop

open order) لابد للسمسار التنفيذ الأمر عند السعر المحدد للإيقاف أو انخفض عنه بينما في حالة أمر إيقاف الشراء (Stop by order) لابد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف إلى أعلى منه.

المطلب الثالث التسعيرة في البورصة

إن تسعيرة الأوراق المالية في البورصة من الآليات الأساسية لقيام عمليات التداول كون أن جل التعاملات متوقعة على تحديد سعر الورقة.

1. **سعر البورصة:** يقصد به ذلك القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى الجلسات في البورصة و الذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، و يعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبيات البيع و الشراء لورقة مالية معينة و يجب أن يؤمن عقد الصفقات الأكبر كمية ممكنة من عروض البيع و طلبات الشراء. [1]

- **آلية تحديد سعر الورقة:**

يتم تحديد سعر الورقة عن طريق آلية العرض و الطلب أي عند الوصول إلى السعر التوازني الناجم عن التقاء العرض بالطلب (عرض الأوراق المالية و الطلب عليها) إلا أنه يمكن تلخيص خطوات تحديد سعر الورقة كما يلي:

- ✓ معالجة أوامر الشراء و أوامر البيع حجمها و نوعها ثم تحديد سعر التوازن.
- ✓ إعلان أسعار التوازن للأوراق محل التعامل التي تعتبر بمثابة أسعار الافتتاح لذلك اليوم، و الذي يطلق عليها اسم الأسعار الاستكشافية كونها تسمح بتنفيذ صفقات المستثمرين الذين أصدروا أوامر في حدود بعيدة عنها ففي هذه الحالة يعاد النظر فيما تم إصداره و بالتالي تعديل الأوامر أو الانتظار حتى الوصول إلى الأسعار المرغوبة لديهم.

[1] جبار محفوظ , تنظيم وإدارة البورصة , الطبعة الأولى سنة 2002 ،ص 114 ،ص115 .

2. **التسعيرة الرسمية:** و هي الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة و غايتها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة، و هذه التسعيرة تحتوي على المعلومات التالية:1

- عدد السندات و قيمة القرض المقبول في التسعيرة.
- عدد السندات و قيمة القرض الموضوع في التداول.
- اسم الورقة المالية.
- بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت تذكر أيضا الفائدة و مقدار الضريبة و موعد استحقاق الفوائد.
- موعد السحب في حالة وجوده.
- أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم.
- السعر السابق.
- أسهم الشركات الوطنية.

و من بعض العوامل المؤثرة في تسعيرة الأوراق المالية نجد :

- الأوضاع المستقبلية للمؤسسات المصدرة للأسهم أو السندات التي تتداول في البورصة أي مدى ازدهار المؤسسات و مدى تدهورها.
- رؤوس الأموال المعروضة في السوق إذا زادت تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية و إذا انخفضت تؤدي إلى انخفاض أسعارها.
- نفسية المستثمر فإذا توفرت له معلومات مشكوك فيها عن أوضاع مؤسسة ما مصدرة للأسهم فإنه يتفادى التعامل بأوراقها مما يؤدي إلى نقص الطلب عليها و انخفاض أسعارها.

1سيد سالم عرفة ،إدارة المخاطر الاستثمارية ،دار الراية للنشر والتوزيع ،الأردن ،2009 ،ص101 .

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في البورصة

تعد الأسهم و السندات من مكونات عمليات البورصة و سوف نستعرض القيم المتداولة في البورصة.

المطلب الأول: الأسهم

تحتاج الشركات و المؤسسات المالية إلى رؤوس أموال كبيرة للقيام بالوظائف و الأنشطة المختلفة، و في سبيل الحصول على هذه الأموال تقوم بالاكتتاب للحصول على الجمهور للإعلان عن قيام الشركة، و الدعوة إلى المشاركة فيها –شراء سهم أو أكثر– أو اللجوء إلى المصارف شراء هذه الأسهم أو ترويج بيعها للجمهور.

أولا: تعريف الأسهم

تعريف 01: الأسهم جمع سهم، و هو في اللغة يطلق على الحظ و النصيب أما في الاصطلاح فهو الحصة التي يقدمها الشريك في الشركة المساهمة، و هي تمثل جزءا من رأسمالها، و يتمثل السهم في صك يعطي للمساهم و يكون وسيلة لإثبات حقوقه في الشركة.[1]

تعريف02: السهم هو الجزء الذي ينقسم على مجموعة رأس مال الشركة و المثبت في صك له قيمة اسمية و تشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة و تكون متساوية القيمة.[2]

تعريف03: السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال و يمثل جزء من رأس مال الشركة و هذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة.[3]

ثانيا: خصائص الأسهم

- الأسهم أنصبة متساوية القيمة حيث تقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، تتساوى حقوق و التزامات المساهمة في الشركات.[4]

---

[1] طارق عبد العال حماد , دليل التعامل في البورصة , كلية التجارة , جامعة عين الشمس , الطبعة 2007 ،ص 11 .
[2] محمد شحات الجندي , معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية , دار النهضة العربية للنشر , القاهرة 1998، ص 172.
[3] يوسف كمال محمد , المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج , ،دار النشر للجامعات ،الطبعة الثالثة , مصر 1998، ص 245.
[4] محمد صبري هارون , أحكام الأسواق المالية , دار النفائس للنشر , الأردن 1999 ،ص 31 .

- أنها قابلة للتداول و التصرف فيها بالبيع و الشراء و الرهن و غيرها.
- حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بالحضور الفعلي أو بالبريد أو التوكيل.
- حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة و كذلك موجوداتها عند التصفية.
- حق مراقبة أعمال الشركة كمراجعة ميزانيتها وحساب أرباحها ونحو ذلك .
- حق رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس إدارة الشركة بسبب التقصير في أداء وظائفهم.
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة إذا ما قررت الشركة إصدارها.
- حق التنازل عن أسهمه و ذلك بالتصريف فيها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

ثالثا: أنواع الأسهم

يمكن تصنف الأسهم إلى ثلاث فئات:[1]

أولا :من حيث الشكل

1.1 **الأسهم الاسمية:** السهم الاسمي هو الذي يصدر باسم مالكه و يتداول عن طريق القيد في سجل الشركة و يؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه.

2.1**الأسهم الإذنية:** السهم الإذني هو السهم الذي يقترن بشرط الإذن و يتداول هذا السهم عن طريق التظهير أي بكتابة على ظهر السهم تفيد نقل ملكيته للمظهر إليه و من النادر عملا أن يصدر السهم لإذن شخص معين.

3.1 **الأسهم لحاملها:** السهم لحامله هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم، و إنما نذكر فيه أن السهم لحامله و يتغير حامل السهم هو المالك في نظر الشركة،و نظرا لاندماج الحق مع السهم فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية و التي ينطبق عليها الحيازة في المنقول.

ثانيا: من حيث طبيعة الحصة

[1] محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي , دار النفائس للنشر , الطبعة الأولى، الأردن 1996، ص 164 .

1.2 **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي يرتكب لها المساهم شرط أن يدفع قيمتها نقدا في السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع المكتب قيمتها نقدا يصبح قابلا للتداول إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية و صدور المرسوم المخصص بتأسيسها.[1]

2.2 **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي يكتب فيها المساهم بدفع قيمتها عينا أي عقارا أو المصنع متجر و موجودات الشركة القائمة، يصادق عليه من طرف الجمعية التأسيسية و لا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها و تعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها.

3.2 **الأسهم المختلطة:** هي الأسهم التي يرتكب بها المساهم و يدفع قيمتها بين النقد العين أي يصبح مشاركا بعقار و بمبلغ من المال النقدي.[2]

ثالثا: من حيث الحقوق التي يتسع بها صاحبها

1.3 **الأسهم العادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة و تعطي حاملها حق في حضور الجمعية بعامة السنوية للشركة و الحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباح.

المطلب الثاني: السندات

كما تحتاج المؤسسات و الشركات إلى طرح أسهمها لأسباب هي الزيادة في رأسمالها تحتاج أيضا لتمويل من نوع آخر يتمثل في طرح السندات و فيما يلي عرض لتعريفها، خصائصها و أنواعها.

أولا: تعريف السندات

تعريف01: السند وثيقة تثبت تمتع صاحبها بحق معين سواء في ملكية شيء ما أو في إمكانية تمتعه بخدمات معينة.[3]

تعريف02: هو صك يمثل حصة من على الشركة مع فوائده حتى تحسين السيولة.[4]

[1] محمد عبد الحميد محمد عطية , الاستثمار في البورصة , كلية التجارة , جامعة الأزهر ، الطبعة 2011 ، ص 36 .
[2] اشرف محمد دواية ،نحو السوق المالية الإسلامية ، دار السلام للنشر ، الطبعة الأولى , مصر 2006 ،ص 31.
[3] شعبان محمد إسلام البروبري , مرجع سابق ، ص 96 .
[4] محمد صبري هارون , مرجع سابق ، ص 37 .

تعريف03: السند هو أداة مديونية ذو صفة قابلة للتداول، لحامله الحق في الحصول على فوائد دورية محددة نسبة مهنية من القيمة الاسمية إلى جانب قيمة السند بتاريخ استحقاق.[1]

ثانيا :خصائص السندات

تتصف السندات بمجموعة خصائص نذكر منها ما يلي :

1.2 الاستحقاق: لكل سند فترة زمنية هي مدة القرض التي تحددها الشركة مختصة الإصدار و التي تتضمن تاريخي محدد يستحق عنده سداد القيمة الاسمية عادة ما تتراوح الفترة الزمنية بين 10 و 30 سنة.

2.2 القيمة الاسمية: هي القيمة التي يمتد بها إصدار السند من قبل الشركة و تتمثل قيمة القرض الذي تحصلت عليه الشركة و التي تكون ملتزمة بسدادها في تاريخ لاحق و على أساسه بحسب المعدل الفائدة.

3.2 القيمة السوقية: تظهر هذه القيمة عند تداول السند في السوق و معاينة السندات بالأخرى.

.4.2. القيمة الدفترية: و هي القيمة الاسمية + الفوائد.

.5.2. القيمة الصفرية: و هي القيمة التي تجري دفعها فعلا لصاحب السند و تكون عند تاريخي الاستحقاق.

ثالثا: أنواع السندات

1.3السندات الاسمية: هي السندات التي تحمل اسم صاحبها و يتحقق الفوائد و تتدخل حيازتها من طرف الآخر من خلال عمليات التداول في سوق الأوراق المالية و يتم بمثابة اسم المتنازل إليه على السند لمعرفة الجهة المصدرة لتلك السندات.[2]

.2.3 السندات لحاملها: هي التي تكون ملكا لحاملها و تعد من قبل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول سند الملكية.

[1] أرشد فؤاد التميمي , مرجع سابق , ص 86 .
[2] محمد يونس إقتصاديات النقود والبنوك دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع بدون طبعة الإسكندرية 2010 ص124.

3.3 السندات المضمونة: يشير الضمان عادة إلى أصل من الأصول الحقيقية مثل الأبنية و المعادن و يقصد بالسندات المضمونة هي تلك التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان عندها تتضمن المنشأة المصدرة لها للوفاء بأصل السند أو فائدته.

4.3 سندات الدخل: هي التي تكفل للمستثمر فيها الحصول على الفائدة فقط في الحالة التي تتحقق فيها العوائد فإذا حققت العوائد في نفس فترة تسديد الفاتورة فإن حامل السند يحصل على فائدة و إن لم يحقق فلن يحصل عليها و لا المطالبة بها.[1]

5.3 السندات القابلة للاستدعاء: و هي سندات تعطي الحق المصدرة برد قيمتها بتاريخ سابق على تاريخ الاستحقاق و تختلف مدة الاستدعاء بالنسبة لهذا النوع من السندات و يصدر بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السند غير قابل للاستدعاء.

6.3 السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: يتميز هذا النوع من السندات بقابلية التحويل إلى أسهم عادية للشركة المصدرة للسند فالذي يحدث هو أن الشركة تستطيع أن تظهر السند بقيمة اسمية محددة و تعطي حامله حق تحويله إلى عدد معين من الأسهم خلال فترات زمنية معينة و عادة ما يعطي هذا النوع من السندات معدل فائدة أقل من أسعار الفائدة التي تمنحها السندات العادية خلال فترة الاستحقاق.

[1] حمزة محمود الزبيدي , الاستثمار في الأوراق المالية , دار الوراق للنشر، الطبعة الأولى ,الأردن 2004 ،ص 213 . 232 .

الجدول رقم (3–1) مقارنة بين السهم و السند

السهم Action	السند Obligation
جزء من رأس مال الشركة	دين على الشركة
حامله شريك في الشركة بقدر رأسماله	حامله دائن للشركة بقيمة السند
ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة و قد يكون هناك خسارة	ربح السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة
حامله له الحق في الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة	حامله ليس له حق في الإدارة
حامله لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده و هو قابل للزيادة أو النقصان	حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل
عند الخسارة و تصفية الشركة يكون نصيب حامله الباقي بعد تسديد كافة الديون	حامله يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية

المصدر :مجيد الموسوي، البورصات أسواق المال و أدواتها ،مؤسسة الشباب للنشر و التوزيع، الإسكندرية ،ديوان الطبعة 2005، ص45.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

أولا :تعريفها

تعريف01: المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية (حسابات نظامية) و تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

تعريف02: المشتقات المالية هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو مؤشرات الأسعار و يمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان و أساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية.[1]

تعريف03: هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقالا لملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري.[2]

ثانيا: أنواعها

1.2الخيارات: هي القيم المنقولة تشتق الأسهم العادية و هذه الخيارات قد تعطي لحاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال فترة معينة بسعر معين و هذا النوع يسمى اختيار لشراء call option كما يوجد اختيار البيع pull option و هو الذي يعطي لحامله الحق في بيع الأسهم خلال فترة معينة و بسعر معين فيمكن القول بأن الاختيارات علاوة عن اتفاقات بين طرفين هما:

- **الطرف الأول المشتري**:له الحق شراء كمية محددة بسعر محدد يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ حق تاريخ محدد يسمى التاريخ التنفيذي النهائي للخيارات.
- **الطرف الثاني البائع**: فهو ملزم ببيع و ذلك بسعر ممارسة المتفق عليه.

فإذا مارس المشتري هذا الحق داخل النطاق الزمني للعقد فإن المشتري عليه أن يدفع للبائع هذا الحق "ثمن" أي مبلغ مقابل حق و الخيارات تصدر من المستثمرين مباشرة و لا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية في هذه الخيارات.[3]

[1] طارق عبد العالي حماد , المشتقات المالية "مفاهيم إدارة المخاطر , محاسبة" , الدار الجامعية للنشر , طبعة 2001 , القاهرة , ص 7-8.
[2] سمير عبد الحميد رضوان , المشتقات المالية ودورها في ادراة المخابر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها , دار النشر للجامعات , الإسكندرية , 2005 , ص 59-60 .
[3] منير إبراهيم الهندي،الفكر الحديث في إدارة المخاطر،منشأ المعارف،الجزء الثاني،الإسكندرية،2005،ص09 .

2.2 أوراق أخرى:

1.2.2.الكفالات: أيضا هي الخيارات و لكن تصدره الشركة، حيث تعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم العادية خلال فترة زمنية معينة بسعر متفق عليه والكفالة لا تباع بقيمة السهم ووجه الاختلاف مع الخيارات هو بالنسبة للكفالات أن مصدر الكفالة هو الشركة والفترة الزمنية الممنوحة في الكفالات تعتبر طويلة الآجل حيث تتراوح بين سنة و 10 سنوات أما بالنسبة للاختيارات فهي قصيرة الآجل وهي تتراوح بين 03 و 09 أشهر

2.2.2العقود الآجلة والمستقبلية : هذه العقود تتم بين طرفي بائع ومشتري يتعهد فيها البائع بتسليم أصل معين بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين في المستقبل

في العقود الآجلة قد يرغب احد التجار في تامين الحصول على ما يحتاجه من أصل معين في تاريخ لاحق متفق عليه وهذا النوع من العقود متعارف عليه منذ قديم الزمان .

أما العقود المستقبلية وان كانت تشبه العقود الآجلة إلا أنها تعتبر عقود منظمة حيث ظهرت حديثا في أوائل السبعينات نتيجة لوجود بورصة العقود التي تدخل كطرف وسيط بين البائع والمشتري وتضمن تنفيذ العقد بحيث تضمن أن كلا من البائع والمشتري سوف يلتزم بتنفيذ العقد وبالتالي نقل بعض مخاطر العقود الآجلة التي لم تكن مضمونة .

ثالثا : دور المشتقات المالية وأهم مزاياها

استخدام المشتقات في إدارة المخاطر rish management حيث يجري استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زيادتها فمن يشتري عاجلا في السوق الحاضرة spot market ويبيع أجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الخيارات futures market إنما يلجأ إلى ذلك بغرض تحجيم المخاطرة فإذا انخفضت أسعار السلع أو الأدوات المشترية في السوق الحاصرة فان ذلك يعني بالضرورة على الجانب الأخر انخفاض ثمن في أسواق العقود المستقبلية حينئذ يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن اقل.

1. **اكتشاف السعر (السعر الاستكشافي)** تعد أسواق العقود الآجلة والمستقبلية وسيلة مهمة للحصول على المعلومات عن توقعات المستمرين للأسعار المستقبلية ويعتقد الكثرة من غير المحترفين أو الممارسين أن

أسعار العقود الآجلة أو المستقبلية والأسعار المتوقع لها أن تسود السوق الحاضرة في وقت لاحق أنها شيئا واحدا .

2. كفاءة السوق market effenciency

ثمة علاقة تربط بين الأسعار الحاضرة وأسعار المشتقات فالتكاليف المنخفضة وسهولة التعامل ساهمت في قيام عمليات المراجعة أو الموازنة arbitrage فيما بين الأسواق وهذه العمليات من شانها إذابة الفروق السعرية بين تلك الأسواق وفرص الربح من خلالها. 1

3. المضاربة spéculation

توفر أسواق المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة فبدلا من التعامل في الأسهم والسندات محل التعاقد فقد أصبح بوسع أي من المحترفين أو المتعاملين في هذه الأسواق أن يدخل السوق مضاربا من خلال عقود المشتقات والكثرة منهم يفضلون المضاربة بالمشتقات على استخدام الأدوات التقليدية في عمليات البورصة

1وسام ملاك ،البورصات والأسواق المالية العالمية ،الجزء الأول،دار المنهل اللبناني،مكتبة رأس النبع للطباعة،والنشر،لبنان،2003،ص46.

خلاصة الفصل :

من خلال دراستنا هذه نستنتج أن البورصة هي بمثابة أداة تفاعل ومكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز وتحريك عجلته وتنشيط الدورات الاقتصادية وإعطاء قوة دفع اكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي .

وبما أن البورصة سوق والسوق يحتاج إلى سلع يتداول فيها فسلع هذه الأخيرة هي تلك الأوراق المالية التي تعتبر عصب الحياة للسوق المالي منها الأسهم والسندات إضافة إلى المشتقات المالية .

وفي الفصل الموالي نتطرق إلى الشراء بالهامش وإجراءات التعامل به.

تمهيد الفصل :

الشراء بالهامش نوع من أنواع المعاملات العاجلة التي تتم في البورصة و يقصد به تمويل المستثمر لجزء من مشترياته من الأوراق المالية من أمواله الخاصة، و الجزء الباقي من الأموال المقترضة يحصل عليها من أحد البنوك أو بيوت السمسرة المصرح لها بذلك وفق أنظمة و قوانين تنظيم الأسواق المالية، و يتم ذلك الاقتراض عن طريق اتفاق خاص بين المشتري و المقرض يتضمن تسجيل الأوراق المالية كضمانات للأوراق المقترضة.

وهذا النظام يتيح للمستثمر إمكانية المتاجرة بالأوراق المالية تفوق قيمتها أضعاف رأسماله، و يسمح له بتحقيق عوائد مضاعفة إذ ما تحققت توقعاته فيما يخص أسعار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها.

وعليه قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي :

- **المبحث الأول: ماهية الشراء الهامشي.**
- **المبحث الثاني: أطراف اتفاقية الشراء الهامشي و حقوق التزامات كل منهم .**
- **المبحث الثالث: إجراءات الشراء الهامشي و مزياه و مخاطره.**

المبحث الأول: ماهية الشراء الهامشي

أسهمت تكنولوجيا المعلومات و تطور نضوج بورصات الأوراق المالية و ظهور الهندسة المالية في ابتكار عمليات المتاجرة بأدوات مالية عديدة و متنوعة و كذا تحرر بها من بعض قيود التداول التقليدية و في هذا المبحث سنتطرق إلى أهم عمليات تنشيط الأسواق المالية ألا و هي المتاجرة بالهامش.

المطلب الأول: مفهوم الشراء بالامشي

لقد تعددت التعاريف التي تعرف عملية الشراء بالهامش ،حيث كل سوق مالي له قوانين خاصة به لكنها تصب في مفهوم واحد ومن بينها ما يلي :

تعريف 1: نقصد به أن يقوم المستثمر بتغطية جزء من تكلفة شراء الأوراق المالية بالنقد أما باقي التكلفة فيغطيها بالاقتراض من السماسرة.1

ويطلق على القرض الذي حصل عليه المستثمر بالرصيد المدين و تحسب له فائدة تتناسب مع الفائدة التي يقرض بها المصرف بيت السمسرة الذي منح بدوره المستثمر القرض.2

هو عبارة عن الاقتراض لشراء الأوراق المالية على أن تكون تلك الأوراق المالية ذاتها ضمانا للأموال المقترضة.3

تعريف 2: وهو ذلك القرض المقدم من السمسار أو الوسيط إلى المستثمر للتمويل الجزئي لشراء الأوراق المالية بموجب عقد يتفق فيه المستثمر و شركة السمسرة على سداد جزء من ثمن الأوراق المالية عند شراء أو تأجيل سداد باقي الثمن ثم تقوم شركة السمسرة بتدبير الأموال اللازمة لتسوية عملية الشراء في المواعيد المقررة مقابل حصولها على عمولة.4

و كحوصلة مما سبق حول مفهوم الشراء بالهامش نستنتج بأنه:

---

[1] محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، مصر ،سنة 1998، ص 28.

[2] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 260.

[3] محمد صالح الحناوي، مرجع نفسه، ص 29.

[4] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق ص 111.

الشراء بالهامش هو منتج من منتجات الهندسة المالية و يقصد به قيام العميل (المستثمر) بتمويل جزء من الصفقة نقدا من أمواله الخاصة و الباقي بقرض يحصل عليه من السمسار الذي يقترضه بدوره من البنك.ويمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة و الذي يمثل غطاء لحماية المقرض.

المطلب الثاني: خصائص الشراء الهامشي

يتميز التمويل الجزئي للأوراق المالية (الشراء بالهامش) بعدة خصائص نلخصها فيما يلي:

- هو ابتكار من ابتكارات الهندسة المالية فظهوره سعود إلى 1934 في نيويورك.
- يتعامل به في البورصة فقط إذ لا نجده في السوق الموازي و هذا لأنه عقد و اتفاق مبرم بين المستثمر و السمسرة من جهة و بين بيت السمسرة و البنك من جهة أخرى و حتى قيمة الهوامش تحسب بصفة دورية من طرف هيئة الأوراق المالية.
- الأرباح هي من حق العميل (المستثمر) وحده ولا يشاركه فيها أحد.
- يحصل الوسيط (السمسار) على عمولة لقاء قيامه بتسهيل الحصول على التمويل و تكون أكبر من الفائدة التي يدفعها للبنك.
- يمكن تحديد مدة التمويل مع جواز تمديدها باتفاق من الطرفين.
- الأوراق المالية المشتراة و الهامش المبدئي المدفوع هي ضمانات في حساب المستثمر.
- قد يخسر المستثمر في شراء الهامشي إذ لم تتحقق توقعاته.
- قد يضطر السمسار إلى بيع بعض الأوراق المالية دون استشارة المستثمر إذا انخفضت قيمة الهامش المبدئي.
- يتغير الهامش الفعلي يوميا بتغير القيمة السوقية و تحسبه بيوت السمسرة على أساس سعر الإقفال.
- إذا تحصل المستثمر على أرباح يمكن له أن يسحب قيمة أرباحه أو أن يشتري أوراق مالية أخرى.[1]

[1] من إعداد الطالبتين بناءا على مفهوم الشراء بالهامش.

المطلب الثالث: أنواع الهامش

في اتفاقية الشراء بالهامش نصادف عدة أنواع من الهوامش لذا يجب التمييز بينها حتى يتسنى لنا فهم عملية الشراء بالهامش وهي كالتالي :

أولا :الهامش المبدئي

هو عبارة عن نسبة مئوية من قيمة الأوراق المالية المشتراة في إطار التمويل بالهامش و التي يجب على المستثمر تسديدها نقدا من أمواله الذاتية، على أن يتم تمويل الجزء المتبقي من القيمة الإجمالية من قبل شركة السمسرة من خلال قرض يمنح لصالح المستثمر.1

و تعطى القوانين في الولايات المتحدة الأمريكية حق تحديد الهامش المبدئي لسلطات البنك الفيدرالي المركزي، بالإضافة إلى ذلك يسمح للبورصات العاملة في السوق أن ترفع هذا الهامش و أخيرا يمكن لشركة السمسرة أن ترفعه أكثر.2

و يعتبر الهامش المبدئي بمثابة الضمان النقدي الذي يوفره المستثمر لشركة السمسرة في حساب التمويل بالهامش لنسبة محددة من قيمة الأوراق المالية المشتراة و المسموح التعامل بها على الهامش.

فمثلا عندما يكون الهامش المبدئي الذي يدفعه المستثمر 70% من قيمة الصفقة فهذا يعني أن على شركة السمسرة تحويل ما تبقى من القيمة الإجمالية للصفقة و البالغة في هذا المثال 30%و كلما ارتفعت نسبة الهامش المبدئي انخفضت مخاطر الرفع المالي التي قد يتعرض لها كل من الوسيط و المستثمر و العكس صحيح.

ثانيا : هامش الصيانة (الوقاية):

هو الحد الأدنى من قيمة الأصول (الأوراق المالية و نقد) الواجب المحافظة عليها في حساب التمويل بالهامش و بصورة مستمرة حيث يتم احتسابه بشكل دوري من قبل الوسيط من خلال احتساب القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية المكونة لحساب التمويل بالهامش، إضافة إلى النقد المودع من قبل المستثمر،

[1] محمود محمد الداغر، مرجع سابق ،ص 261.

[2] هيئة سوق المال الفلسطينية، التمويل بالهامش، الإدارة العامة للبحث و التطوير، فلسطين سنة 2010. ص 8.

و تحدد هذه النسبة من قبل المراقب و المنظم و لا يجوز تجاوزها.و غالبا ما تعتمد شركات الوساطة هامش الصيانة أعلى من الحد الأدنى المحدد بموجب الأنظمة و التعليمات، و ذلك كنوع من الحماية و تقليل المخاطر، و تختلف هذه النسبة من حساب للأخر ومن مستثمر للأخر.1

ثالثا :الهامش الحقيقي (الفعلي)

هي نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية للأصول فكلما انخفضت القيمة السوقية كلما ارتفع الهامش الحقيقي و العكس صحيح.

و تقوم بيوت السمسرة نهاية كل يوم بحساب نسبة الهامش الفعلي على أساس سعر الإقفال لمقارنته بالهامش المبدئي، و لا تخلو نتيجة المقارنة من واحدة من الحالات التالية:

❖ **الحالة الأولى: ارتفاع نسبة الهامش الفعلي على الهامش المبدئي**

و هذا يحصل عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المرهونة عن السعر الذي اشتريت به، و في هذه الحالة فإن بإمكان العميل أن يفعل أحد الأمرين:

الأمر الأول: سحب جزء من القيمة التي سبق أن دفعها من أمواله الخاصة على أن تقل نسبة الهامش الفعلي عن الهامش المبدئي.

الأمر الثاني: شراء أوراق جديدة تمول بقرض يحصل عليه المستثمر من السمسار.2

❖ **الحالة الثانية: وقوع الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي و هامش الوقاية**

و هذا يحصل عندما تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية المرهونة لكن بقدر لا يقل معه الهامش الفعلي عن هامش الوقاية، ومن ثم لا يحق للسمسار مطالبة العميل بزيادة مساهمته و ذلك بدفع أموال إضافية، كما لا يكون من حق المستثمر لشراء أوراق مالية جديدة إلا عن طريق النقد، و لهذا يصنف حساب العميل في هذه الحالة من ضمن الحسابات المقيدة.

---

[1] هيئة سوق المال الفلسطينية، مرجع سابق، ص9.

[2] الموسوي مجيد الضياء، مرجع سابق ، ص105.

❖ **الحالة الثالثة: انخفاض الهامش الفعلي عن هامش الوقاية**

وهذا يحصل عندما تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية المرهونة انخفاضا كبيرا، وحينئذ فإن على المستثمر أن يفعل أحد الأمرين:

الأمر الأول: دفع مبلغ إضافي يودع في حسابه لدى السمسار، أو يستخدم لتسديد جزء من القرض.

الأمر الثاني: يبيع جزء من الأوراق المالية و استخدام ثمنها في سداد جزء من القرض ليترتب عنّ انخفاض مبلغ القرض و من ثم ارتفاع نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية للأوراق المالية، لينبني علىّ ارتفاع نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية.[1]

و لتوضيح أكثر نستعرض المثال التالي:

أراد مستثمر شراء 1000 ورقة مالية باستعمال الشراء بالهامش بسعر 100 دج للورقة الواحدة، بافتراض نسبة الهامش المبدئي 50% و نسبة الهامش الوقائي 30%.

قيمة الصفقة = عدد الأوراق المالية × سعر الورقة

$= 1000 \times 100$

$= 100000$ دج

قيمة الهامش المبدئي = قيمة الصفقة × نسبة الهامش المبدئي

$= 100000 \times 50 \div 100$

$= 50000$ دج

قيمة الهامش الوقائي = قيمة الهامش المبدئي × نسبة هامش الوقاية

$= 50000 \times 30 \div 100$

[1] الموسوي مجيد ضياء، مرجع سابق ، ص 106.

= 15000 دج

نسبة الهامش الفعلي = حقوق الملكية ÷ القيمة السوقية للأصول

= (القيمة السوقية للأصول – القروض) ÷ القيمة السوقية للأصول

= (100000 – 50000) ÷ 100000 = 0.5 × 100 = 50%

- نلاحظ أنه عند القيام بالشراء الهامشي فإن الهامش الفعلي يكون مساويا للهامش المبدئي.

بافتراض أن الأوراق المالية قد انخفضت قيمتها إلى 70000 دج أي يصبح ما يملكه في حسابه فعلا:
70000 – 50000 = 20000 دج و30% من70000 دج

اي أن من المفروض للمستثمر في حساب المستثمر ما يوازي 21000دج ففي هذه الحالة يتحتم عليه تغذية حسابه بما يعادل 1000 دج من خلا الإجراءات السابق ذكرها.[1]

أما في حالة ارتفاع أسعار الأوراق فيمكن للمستثمر سحب المبالغ الزائدة عن الهامش المبدئي، أو شراء أوراق مالية أخرى.

[1] من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مفهوم الشراء بالهامش.

المبحث الثاني: أطراف الشراء الهامشي و حقوق و التزامات كل منهم

تعرفنا فيما سبق على مفهوم اتفاقية الشراء الهامشي و خصائصها و هذا ما يقودنا للتعرف على أطراف هذه الاتفاقية و بين من و مع من تتم، و على الحقوق و الالتزامات التي تنص عليها.

المطلب الأول: أطراف الشراء الهامشي

تتم هذه الاتفاقية (الشراء بالهامش) بين ثلاثة أطراف المستثمر و بيت السمسرة من جهة، و بين بيت السمسرة و المصرف من جهة أخرى.

1 . المستثمر:

يعتبر الطرف المشتري للأوراق المالية بغرض الاستفادة من فوارق الأسعار لهذه الأوراق خلال فترة زمنية معينة، حيث يعتمد في تمويل هذه الصفقة على موارده الذاتية بالإضافة إلى القرض الممنوح له من قبل شركة السمسرة.1

و يقوم المستثمر بفتح حساب هامشي لدى بيت السمسرة بتوقيع عقد يتم بموجبه تسجيل الأوراق المالية المشتراة على أساس اسم الشارع " Street Name "

.2بيت السمسرة:

هي بمثابة الوكيل للمستثمر في عمليات الوساطة المالية فضلا لكونه مصرفا للإيداعات المستثمر و إقراضه عندنا يتم التعامل بحساب هامشي مقابل حصولها على عوائد نتيجة خدماتها.ويتم تسجل الأوراق المالية المشتراة باسم بيت السمسرة و يخول لها القيام بكل العمليات المتعلقة بالبيع و الشراء، كما أن لها الحق في وضع الأوراق المالية لدى البنك كرهن أو ضمان للحصول على القرض شرط أن تكون هذه الأوراق اشتريت باستخدام حساب هامشي.2

[1]الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، دليل المستثمر لشراء الأوراق المالية بالهامش، الجزء 19، ص 06.
[2]محمود محمد الداغر، مرجع سابق ، ص 260.

.3البنك:

هو المؤسسة المالية التي تمول السمسار بالقرض الذي يقدمه بدوره إلى المستثمر حيث يتفق البنك مع بيت السمسرة على قيمة القرض و كذا ضمان المقدم و أجال التسديد.و بحكم أن المتعامل الذي يتعامل معه البنك هو بيت السمسرة فإن البنك يقدم تسهيلات ائتمانية و إدارية لها، فلو يلجأ المستثمر مباشرة إلى البنك للحصول على القرض فإن هذا سيأخذ وقتا من طرف البنك لدراسة طلبه و جدارته الائتمانية مما يفوت عليه فرص الاستثمار في الأوراق المالية.1

إن عمليات الشراء بالهامش تنظمها قوانين سوق المال و تحدد كل حقوق و التزامات المستثمر و أمين الحفظ (السمسار).

المطلب الثاني: التزامات أطراف الشراء الهامشي

بما أن الشراء بالهامش عبارة عن اتفاقية مبرمة بين المستثمر والسمسار فإنه يترتب على كل من أطراف هده الاتفاقية مجموعة من الالتزامات تتمثل فيما يلي :

أولا : التزامات المستثمر:

- ❖ تقديم المعلومات التي يطلبها أمين الحفظ قبل العاقد و تحديثها دوريا، و الموافقة لأمين الحفظ على الإطلاع على حسابات الأوراق المالية للمستثمر لدى اي جهة بم في ذلك الهيئة العامة لسوق المال و البورصة و شركة الإيداع و القيد المركزي و أي جهة أخرى للوقوف على ملاءته المالية و مدى وفائه بالتزاماته المالية.
- ❖ سداد جزء من ثمن الشراء مقدما لا يقل عن النسبة المحددة عادة لا تقل عن 50% من ثمن الأوراق المالية المطلوب شراؤها، أو تفويض أمين الحفظ في خصم القيمة من الحساب النقدي للمستثمر من طرف أمين الحفظ بشرط كفاية رصيد هذا الحساب.

[1]محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 29.

- ❖ تقديم الضمانات الإضافية التي يطلبها أمين الحفظ إذا زادت مديونية المستثمر عن 60% من القيمة السوقية للأوراق المالية المشترية بالهامش، و تسليم الأوراق المالية التي يقدمها المستثمر كضمان إلى أمين الحفظ إذا كانت الأوراق المالية مودعة لدى أمين حفظ أخر.
- ❖ عدم التصرف في الوراق المالية المشتراة بالهامش أو المقدمة كضمان بدون موافقة أمين الحفظ قبل سداد باقي الثمن و مستحقات أمين الحفظ.
- ❖ سداد المصروفات و العمولات و مقابل تكلفة التمويل المستحقة للأمين الحفظ.[1]

ثانيا : التزامات أمين الحفظ

- ❖ الحصول على موافقة الهيئة العامة لسوق المال على مزاولة نشاط الشراء بالهامش.
- ❖ التحقق من قدرة المستثمر على الوفاء بالتزاماته و مصادر تمويله.
- ❖ تسليم المستثمر بيان بمفهوم و إجراءات و مزايا و مخاطر الشراء بالهامش عند التعاقد لأول مرة ثم مرة واحدة على الأقل سنويا.
- ❖ إخطار البورصة يوميا بتقرير منفصل عن كل عمليات التداول التي تتم عن طريق الشراء بالهامش.
- ❖ إبلاغ شركة الإيداع و القيد المركزي عن طريق خط الربط الإلكتروني بأية عملية شراء بالهامش في ذات يوم تنفيذ العملية.
- ❖ تمكين الهيئة و البورصة من الإطلاع و الحصول على جميع البيانات و المستندات المتعلقة بأوامر الشراء بالهامش.
- ❖ الحرص على لإدارة حسابات الأوراق المالية للمستثمر بيعا و شراء.
- ❖ إمساك دفاتر و حسابات مستقلة عن الأوراق المالية التي يجري التعامل عليها وفقا للشراء بالهامش.

المطلب الثالث: حقوق أطراف الشراء الهامشي

وفيما يلي نستعرض حقوق المستثمر وأمين الحفظ :

أولا: حقوق المستثمر

[1] الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المصرية، تاريخ الإطلاع: 22 أفريل 2018 http : www.EFSA.com

من بين حقوق المستثمر ما يلي :

- ✓ التمتع بكافة الحقوق التي ترتبها الأوراق المالية المشتراة بالهامش بما في ذلك كوبونات توزيعات الأرباح و الفوائد و حضور الجمعيات العامة للمساهمين.
- ✓ تعجيل سداد باقي ثمن الأوراق المالية المشتراة بالهامش لتخفيض تكلفة التمويل.
- ✓ استبدال الأوراق المالية المقدمة كضمان بأخرى يقبلها أمين الحفظ و يتوافر فيها الشروط و المعايير الواجبة.
- ✓ استرداد الضمانات الزائدة إذا انخفضت نسبة المديونية إلى القيمة السوقية للأوراق المالية عن 50%.[1]

ثانيا: حقوق أمين الحفظ

تتمثل حقوق أمين الحفظ فيما يلي :

- ✓ تحديد نسبة مقدم الثمن التي يطلبها من المستثمر طبقا لتقييمه لكل مستثمر على حدى.
- ✓ تحميل حساب المستثمر بالمصروفات و العمولات و مقابل تكلفة التمويل لعمليات الشراء بالهامش.
- ✓ بيع الأوراق المالية و تصفية الضمانات المقدمة من المستثمر في حالة عدم الوفاء بالتزاماته.[2]

[1] محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ،ص 30.
[2] من إعداد الطالبتين.

المبحث الثالث: إجراءات الشراء الهامشي و مزاياه و مخاطره

حتى يتسنى للمستثمر التعامل بالية الشراء بالهامش لتمويل عملية شرائه للأوراق المالية بآلية الشراء بالهامش عليه أن يدرك إجراءات التعامل وكدا مختلف المزايا التي يستفيد منها ويدرك المخاطر التي قد يتعرض لها.

المطلب الأول: إجراءات الشراء الهامشي

للاستثمار باستعمال الشراء بالهامش على المستثمر أن يتبع إجراءات هذه الاتفاقية و خطواتها التي سنعرضها فيما يلي:

1. يقوم المستثمر بفتح حساب هامشي لدى أمين الحفظ بتوقيع عقد يطلق عليه اتفاق عمل أو اتفاقية الزبون .1
2. إصدار أمر الشراء للأمين الحفظ و شركة السمسرة المتفق معها محددا نوع الورقة المالية و كمية الأوراق المطلوب شراؤها و الحد الأقصى لسعر الشراء و يجب الإشارة إلى أن الشراء سيتم بالهامش و ذلك لتمييز هذه العملية عن عمليات الشراء النقدي.
3. يجب على المستثمر دفع قيمة الهامش المبدئي المقدرة بنسبة من ثمن الأوراق المالية المشتراة بالإضافة إلى سداد مصروفات و عمولات الشراء و يجب سداد هذا المقدم قبل تنفيذ العملية بالبورصة، و يمكن تنفيذ عملية الشراء دون سداد مقدم الثمن إذا ما كان لديك حساب نقدي لدى أمين الحفظ و به رصيد يكفي لتغطية قيمة الهامش، و أن تفوض أمين الحفظ في الخصم من رصيد هذا الحساب لسداد مقدم الثمن عند تنفيذ عملية الشراء.
4. و عند الشراء بالهامش فإن الأوراق المالية المشتراة ستوضع تحت تصرف تحت تصرف أمين الحفظ لضمان قيامك بسداد باقي الثمن أو لحين بيع الأوراق المالية المشتراة بالهامش و قيام أمين الحفظ بخصم مستحقاته من حصيلة البيع و لذلك فإنه سيطلب من المستثمر أن تنيب أمين الحفظ كتابة في إدارة حسابا أوراقك المالية المشتراة بالهامش.

[1] فتحي سليم، زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية ،عمان، الأردن، ، سنة 2008 ،ص11.

و كذلك الأوراق المالية الأخرى التي قد تقدمها لأمين الحفظ كضمان لسداد المبلغ المستحقة له عند الشراء بالهامش.[1]

.5يقوم أمين الحفظ يوميا بإعادة تقييم الأوراق المالية المشتراة بالهامش بقيمتها السوقية على أساس أسعار إقفال تداولها بالبورصة و مقارنة قيمة مديونية المستثمر للأمين الحفظ بالقيمة السوقية للأوراق المالية، وفي أي وقت تزيد فيه نسبة مديونية المستثمر إلى القيمة السوقية للأوراق المالية عن 60% فإن أمين الحفظ سيقوم بإخطاره لتخفيض هذه النسبة سواء بالسداد انقدي أو بتقديم ضمانات إضافية و يتم الإخطار بالوسائل المتفق عليها بالعقد.و عند تلقي هذا الإخطار يجب عليك أن تقوم خلال يومين من تاريخ الإخطار أما بالسداد النقدي لتخفيض نسبة المديونية إلى القيمة السوقية للأوراق المالية إلى 50% أو اقل أو تقديم ضمانات إضافية يقبلها أمين الحفظ سواء أوراق مالية أو أذون خزينة خطابات الضمان المصرفية.

6 و يقوم أمين الحفظ يوميا بتقييم الضمانات المقدمة فإذا انخفضت قيمة تلك الضمانات يقوم امين الحفظ بإخطار المستثمر لتقديم المزيد من الضمانات أو السداد النقدي لتخفيض نسبة مديونية.2

7 يكون للأمين الحفظ في الحالات التالية اتخاذ إجراءات بيع الأوراق المالية و تسبيل الضمانات المقدمة من طرف المستثمر لخفض نسبة المديونية إلى 50% أو أقل:

- إذا لم تقم خلال يومين من تاريخ الإخطار بتخفيض نسبة المديونية للأمين الحفظ.
- أو إذا بلغت نسبة مديونية المستثمر إلى القيمة السوقية للأوراق المالية 70% أو أكثر3.

[1] عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، سنة 2014، ص 60- 62 .

[2] عبد الكريم قندوز، مرجع نفسه ،ص 63.

[3] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق ،ص 58.

المطلب الثاني: مزايا الشراء الهامشي

يتميز الشراء بالهامش على عدة مزايا تعود بالنفع سواء بالنسبة للمستثمر أو السوق المالي ومن بين هده المزايا ما يلي :

- ❖ الهدف الأساسي للشراء بالهامش بالنسبة للمستثمر هو مضاعفة قيمة الاستثمارات و بالتالي زيادة قيمة العائد من الاستثمار، فإذا كنت تمتلك مبلغا من المال و ليكن 100 ألف دينار تريد استثماره في شراء أوراق مالية (شراء نقدي) و تم بيع الأوراق المالية لاحقا بمبلغ 110 ألف دينار فإنه يتحقق عائد من الاستثمار قدره 10 ألاف دينار بنسبة 10%.و يمكنك عند التعامل بالهامش شراء اوراق مالية بمبلغ 200 ألف دينار عن طريق سداد 100 ألف دينار مقدما بنسبة 50% من الثمن، و يمكن بيع هذه الأوراق لاحقا بمبلغ 220 ألف دينار و سداد باقي الثمن لأمين الحفظ بمبلغ 100 ألف دينار، و يتبقى للمستثمر مبلغ 120 ألف دينار و يكون العائد على الاستثمار 20 ألف دينار بنسبة 20% بدلا من 10% في حالة الشراء النقدي.و بالطبع هذه الزيادة في العائد سيقابلها زيادة في المصروفات التي يتم سدادها لأمين الحفظ مقابل تكلفة التمويل، و على المستثمر أن يقارن بين الزيادة المتوقعة في العائد على الاستثمار و تكلفة التمويل المرتبطة بالشراء بالهامش[1].
- ❖ الاستفادة من المركز التفاوضي القوي للسمسار حيث يؤمن له التمويل بسهولة و بسرعة أكبر من اللجوء إلى القرض من البنك مباشرة.
- ❖ الاستفادة من فرص الاستثمار و استغلالها بدلا من تضييعها.
- ❖ توفير مزايا الرفع المالي.[2]

المطلب الثالث: مخاطر الشراء بالهامش

كما أن الشراء الهامشي قد يحقق بعض المزايا للمستثمر فإن نظام شراء الأوراق المالية بالهامش ترتبط بالعديد من المخاطر التي يجب على المستثمر دراستها قبل أن يقرر التعامل بهذا النظام و تشمل المخاطر:

[1] عبد الكريم قندوز، مرجع سابق ،ص 66.

[2] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق ،ص51.

أولا: احتمال مضاعفة الخسارة:

كما في المثال السابق إذا قرر المستثمر أن يستثمر مبلغا من المال في شراء الأوراق المالية و ليكن 100 ألف دينار فيمكنك إما أن يشتري نقدا أوراقا مالية قيمتها 100 ألف دينار أو أن يشتري بالهامش أوراقا مالية قيمتها 200 ألف دينار حيث ستقوم بسداد 100 ألف دينار كمقدم ثمن (هامش مبدئي).

أما في حالة الشراء بالهامش إذا انخفضت قيمة الأوراق المالية المشتراة بنسبة 10% (10% من 200 ألف دينار) لتصبح 180 ألف دينار و حيث أن المستثمر مازال مدينا لأمين الحفظ بمبلغ 100 ألف دينار فإن قيمة الاستثمارات ستصبح 180 ألف دينار فقط و تكون الخسارة في هذه الحالة 20 ألف دينار بنسبة 20% من قيمة الاستثمارات (100 ألف دينار) أي أن الشراء بالهامش في هذه الحالة سيؤدي غلى تحقيق خسارة بنسبة 20% و ليس 10% كما في الشراء النقدي.[1]

ثانيا :البيع الإضطراري للأوراق المالية

كما أشرنا سابقا فإنه عند زيادة نسبة مديونية المستثمر لأمين الحفظ عن 60% من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش عليه أن يقوم بالسداد النقدي أو تقديم ضمانات إضافية، فإذا لم تقم بالسداد أو تقديم الضمانات اللازمة خلال يومين من إخطاره بذلك يكون لأمين الحفظ الحق في بيع الأوراق المالية، و يكمن الخطر هنا في أنه قد يتم البيع في ظروف سوق غير جيدة و بأسعار منخفضة يترتب عليها خسارة محققة لاستثمارات العميل (المستثمر) فضلا عن ضياع مكاسب كان من الممكن تحقيقها إذا ما تم البيع في وقت لاحق و ظروف أفضل.

ثالثا :بيع الأوراق المالية قبل انتهاء مدة الإخطار

إذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش و زادت نتيجة لذلك نسبة مديونية المستثمر لأمين الحفظ على 60% من قيمة هذه الأوراق المالية و قام أمين الحفظ بإخطاره ثم حدث انخفاض في قيمة الأوراق المالية ترتب زيادة المديونية إلى 70% فإن لأمين الحفظ الحق في بيع الأوراق المالية دون الانتظار لانقضاء مدة

[1] عبد الكريم قندوز، مرجع سابق ،ص 67.

الإخطار (يومين)، الأمر الذي قد لا يتمكن معه من الحفاظ على الاستثمارات حتى و إن كان المستثمر بصدد تدبير الضمانات الإضافية أو السداد النقدي المطلوب.

رابعا :عدم اختيار الأوراق المالية التي يتم بيعها

كان المستثمر قد قدم لأمين الحفظ أكثر من ورقة مالية كضمان و لم يقم بالسداد أو تقديم الضمانات الإضافية المطلوبة سيقوم أمين الحفظ ببيع بعض من الأوراق المالية لأستفاء المبالغ المطلوبة و عند البيع يختار أمين الحفظ أي الأوراق سيبيع دون اعتراض من المستثمر.

- ✓ زيادة كلفة الصفقة: و التي تتمثل بمعدل الفائدة على الأموال المقترضة و غيرها من النفقات التي تضاف إلقاء تقديم خدمة الهامش.
- ✓ فقدان الفرص البديلة: الأموال الإضافية التي يجب وضعها لمقابلة متطلبات الهامش الوقائي.1

[1]أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق ،ص 113.

خلاصة الفصل:

تعرفنا على مفهوم الشراء بالهامش الذي يقصد به شراء المستثمر للأوراق المالية عن طريق تمويل جزئي، حيث يدفع المستثمر جزء من ثمن الأوراق المالية نقدا و هذا حسب النسبة المحددة في ذلك السوق و يقترض الجزء الباقي، و يسمى الجزء المدفوع من طرف المستثمر نقدا بالهامش المبدئي، حيث يسجل هذا الهامش بالإضافة إلى الأوراق المالية المشتراة كضمانات لدى المقرض.

و تتم اتفاقية المتاجرة بالهامش بين المستثمر و بين السمسرة التي تكون هي المقرض حيث تفرض على المستثمر المحافظة على حد أدنى من قيمة الأصول في حسابه، و إذا انخفض الهامش الفعلي على الهامش الوقائي فهذا يلزمه دفع أموال أخرى لرفعه و إذا لم يستجب يضطر السمسار إلى بيع جزء من الأوراق المالية دون إذن من المستثمر.

وفي الفصل الموالي سنتعرف على مدى تطبيق الشراء بالهامش كآلية تشجع صغار المدخرين على التعامل في بورصة الجزائر.

تمهيد الفصل :

تعمل الجزائر على مسايرة التحولات السريعة في الاقتصاد العالمي , وذلك باستخدام امكانيتها الاقتصادية التي فرضت اعادة مراجعة الاستراتيجيات الاقتصادية والبحث عن الايديولوجيات الجديدة التي تتلاءم مع الوضع الراهن الذي هو وليد التعاملات الاقتصادية

وبغرض التحول نحو اقتصاد السوق تحاول السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمار , في الاوراق المالية الخاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا وامنيا مما قلل من مخاطر الاستثمار اذ تغيرت التشريعات في هذا الاتجاه وأقرت قانونا جديدا للمنافسة وآخر للاستثمار تميز بأنه اكثر وضوحا واستقرار من حيث سياسات وأولويات الاستثمار , اساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة المجالات وضمان الشفافية والمنافسة النزيهة بين المتعاملين .

وسوف نتطرق في هذا الفصل الى المباحث التالية :

- **المبحث الاول : مفاهيم عامة حول بورصة الجزائر .**
- **المبحث الثاني : واقع بورصة الجزائر .**
- **المبحث الثالث : معوقات و أفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.**

المبحث الأول : مفاهيم عامة حول بورصة الجزائر

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها لعدم وجود قواعد وثقافة بورصة فيها , وغياب الشفافية والإفصاح , وعدم توفير معلومات كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة وضعف الكفاءة المعلوماتية إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر .

المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر

منذ حصولها على الاستقلال سنة 1962 والى غاية سنة 1988 كانت الجزائر تتبنى النظام الاشتراكي الذي يتميز بسيطرة القطاع العام على المشاريع الاقتصادية الأمر الذي يفرض بطبيعة الحال لتحمل الدولة عبء توفير رؤوس الأموال لهذه المشاريع ومتابعتها ودعمها وإنقاذها في كثير من الأحيان , ومع التطورات التي عرفها الاقتصاد العالمي كان من الضروري قيام الجزائر بإصلاحات تمكنها من التماشي مع هذه التطورات ففي سنة 1988 منحت الدولة الاستقلال للمؤسسات العمومية , كما أعلنت الدولة بداية سنة 1990 انتقال اقتصادها من اقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق وبالتالي توقف الدولة عن تمويل المشاريع مما جعل هذه الأخيرة تعتمد على طرق التمويل التقليدية أي عن طريق البنوك بالإضافة إلى قيامها بمجهودات في التسيير للحصول على تمويل ذاتي كافي , إلا ان هذه الطرق التمويلية صارت مكلفة وكان من الضروري مع هذه المعطيات الاقتصادية ظهور فكرة البورصة في الجزائر قصد تكملة وتنويع مصادر التمويل ولقد قرر إنشاء البورصة في الجزائر بمرحلتين أساسيتين: [1]

1.المرحلة الأولى 1990– 1992 :

في هذه المرحلة بالتحديد في 1990/02/09 تم إنشاء مؤسسة تسمى بشركة القيم المنقولة ومهمتها تشبه الى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية التي عوضت فيما بعد بالشركات القابضة المتمثلة في :

- ✓ الشركة القابضة للمنتوجات الفلاحية والغذائية .
- ✓ الشركة القابضة للمحروقات بأنواعها .

[1] شمعون شمعون , بورصة الجزائر , الأطلس للنشر , الجزائر , 2000 , ص 8،ص.79 .

- ✓ الشركة القابضة للتجهيزات والبناء .
- ✓ الشركة القابضة للكيمياء والصيدلة البتروكميائية .
- ✓ الشركة القابضة للاتصال الاليكترونيك الإعلام الآلي .
- ✓ الشركة القابضة الصناعية بمختلف أنواعها.
- ✓ الشركة القابضة للخدمات .

تتمثل هذه الشركة – شركة القيم المنقولة – وما تمثله البورصة للمؤسسات وقد حدد رأسمالها بمبلغ 320000 دينار جزائري , موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية (08) أعضاء , كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة , ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة , ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بان هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة الأوراق المالية في أفضل الشروط , وتتوفر لديها جميع الإمكانات للرقي والازدهار محققة بذلك الأهداف المسطرة .

2.المرحلة الثانية 1992-2018:

في هذه المرحلة تم تغيير اسم الشركة، وأصبح بورصة القيم المنقولة وذلك في فيفري 1992 وارتفع رأسمالها إلى 9320000 دينار جزائري، وبعد تعديل القانون التجاري في 1993/04/25 وفق المرسوم التشريعي 93-08 المتضمن أحكام خاصة بشركات المساهمة والقيم المنقولة وصدر مرسوم .

أخر رقم 93-10 الصادر في 1993/05/23 الخاص بإنشاء بورصة القيم المنقولة أصبح للبورصة إطار قانوني مقرها الجزائر العاصمة .

المطلب الثاني : الهيئات المكونة للبورصة

نشأت البورصة بمرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/03/23 والذي ينص على الهيئات المكونة للبورصة في الفقرة 03 .

- ✓ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : وهي تمثل سلطة سوق رؤوس الأموال COSOB .[1]

[1] التقرير السنوي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 02أ فريل 2018. ص 08.

- ✓ شركة إدارة بورصة القيم SGBV .
- ✓ الوسطاء في عملية البورصة IOB .
- ✓ المؤتمن المركزي للسندات .
- ✓ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة .

أولا : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

هي هيئة تتمتع بالاستقلالية الإدارية والمالية تتكون من رئيس يمارس مهامه بصفة دائمة و (06) أعضاء غير دائمين إلى جانب السكرتارية وتتكون من مصلحة إدارية وتقنية .

يتم تعيين الرئيس بموجب عقد لمدة (04 سنوات) من طرف مجلس الحكومة وباقتراح من وزير المالية , أما الأعضاء غير دائمين فيتم تعيينهم من طرف وزير المالية بعقد مدته 04 سنوات بدأت مهامها بالفعل سنة 1996 وحتى تتمكن من القيام بمهامها فانه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي

1.1السلطة التنظيمية والقانونية : وتعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم وسير سوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها . حيث أي معلومات خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها بهدف التأثير على اتجاهات السوق فاللجنة تسهر على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق والمراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين

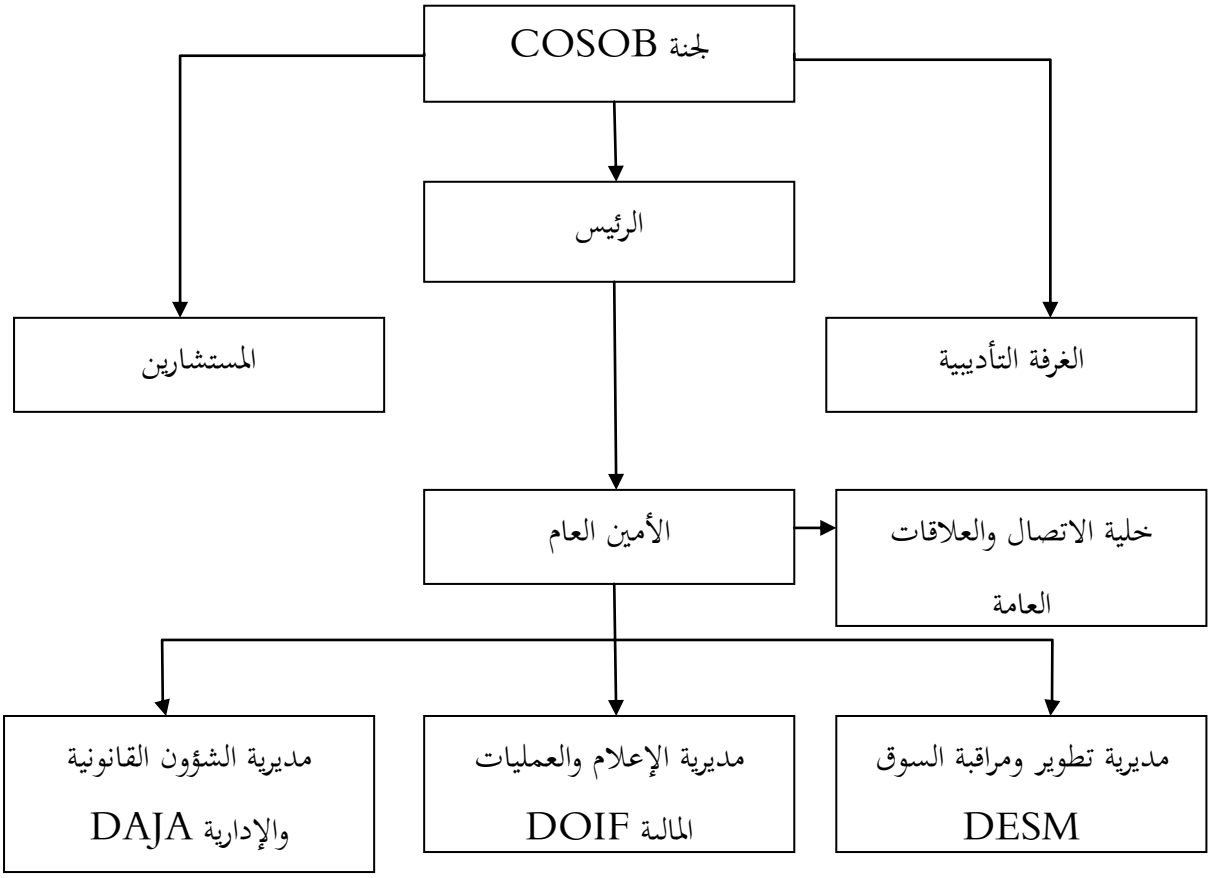
2.1سلطة التحقيق : تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا :

- ✓ من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق .
- ✓ من امتثال الشركات التي تلجا إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها .
- ✓ من إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.

3.1السلطة التأديبية والتحكمية : تنشا ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرف تأديب وتحكيم تتكون من الرئيس , وعضوين ينتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وقاضيين (02) يعينهما وزير العدل ويتولى رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمانة الغرفة.[1]

ولهذه اللجنة السلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة , وتعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم .

الشكل رقم (1.2): الهيكل التنظيمي لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة



المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مطويات داخل بورصة الجزائر.

[1] لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة مجموع القوانين نوفمبر 1997 .

ثانيا :شركة إدارة بورصة القيم SGBV :

تم إنشاء هذه الشركة بتاريخ 1997/05/25 وهي عبارة عن شركة ذات أسهم يبلغ رأسمالها 475.200.000 دينار يتوزع إلى حصص متساوية بين البنوك العمومية المعتمدة بصفتهم وسطاء في عمليات البورصة وفي الواقع فانه منذ إنشاء شركة تسيير بورصة القيم كان رأسمالها 24 مليون دينار إذ شهد الكثير من حالات الارتفاع إلى إن وصل إلى 475.200.000 دينار وحسب المادة 18 من القانون 93-10 فان مهامها تتمثل فيما يلي :

- ✓ تسهيل المبادلات بين الوسطاء وذلك عن طريق الامتثال للقوانين والقواعد.
- ✓ ترقية تجارة القيم المنقولة وذلك بتطوير السوق وضرورة إعلام الجمهور بضرورة هذه الهيئة التي يمكن الوثوق بها .
- ✓ التنظيم التطبيقي أو العملي للإدخال في البورصة .

ثالثا :الوسطاء في عملية البورصة IOB:

لإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم ومراقبة البورصة COSOB حيث يجمع أوامر البيع والشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة في البورصة حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة . فالوسيط هو شخص طبيعي خبير في التداول على مستوى البورصة دوره يتمثل في تقديم نصائح في كيفية التوظيف وتنفيذ الأوامر المتعلقة بشراء وبيع القيم المنقولة في أحسن الشروط والوسطاء هم عبارة عن شركات أو أفراد مقبولين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة . ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهام الوسيط فيما يلي : [1]

- ✓ تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه .
- ✓ التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية .
- ✓ القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه .

[1] تقرير السنوي , لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها , الصادر بتاريخ 2018/04/10، ص 14 .

1.3شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة :

- ✓ السن 25 سنة عند تقديم الطلب.
- ✓ أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
- ✓ تكوين في التجارة وتسيير القيم المنقولة.
- ✓ أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين .
- ✓ توفر محلا واضحا وملائم لممارسة النشاط .
- ✓ إن يقدم طلب اعتماد لدى COSOB .

2.3شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط:

- ✓ اهتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري.
- ✓ امتلاك محلات ملائمة لضمان امن الزبائن .
- ✓ مقر الشركة أن يكون بالجزائر.
- ✓ أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل.
- ✓ إيداع طلب عند COSOB .

3.3 أنواع الوسطاء الماليون المعتمدون في الجزائر:

1.3. تقسيم عام : ويقسم إلى الوسيط في عملية البورصة ذو نشاط غير محدود والوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود . [1]

.3. 1.1.الوسيط في عملية البورصة ذو نشاط غير محدود :

وهو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتوجات المالية الأخرى أحد النشاطات التالية :

- ✓ عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية .
- ✓ توظيف القيم المنقولة لحساب الغير .

[1] المادة 2 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03 .

- ✓ تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل .
- ✓ كل نشاط أخر تحدده لجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة .

2.1.3 . الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود :

وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف[1]

2.3 تقسيم خاص : لأتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء ونميز بين الوسطاء التاليين .

- **الوسيط broker** : هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددها COSOB .
- **تاجر DEALER** : وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء ويشتري ويبيع لحسابه الخاص ويتلقى كمقابل فرق الأسعار عوض العمولة ولقد حددت COSOB نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع سعر اعلي أو ادني من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة .
- **العميل JOBER** : يعمل لحسابه الخاص فقط أي لا يتلقى حتى أمر حتى لا يتعامل إلا مع BROKER .
- **ODD LOT DEALER :** فيقوم بشراء أجزاء من المائة أو أجزاء من الحزمة ODD LOT وبيع إضعاف المائة أو إضعاف الحزمة مقابل فارق للأسعار محدد من طرف COSOB .
- **ODD LOT BROKER :** هذا الوسيط يتدخل لشراء وبيع كميات كسرية لصالح وسطاء آخرين وليس له لا زبائن ولا مكاتب تمثيل .

4.3الوسطاء المعتمدون في الجزائر :

- البنوك الوطنية BDL,BEA,BADR,BNA,CPA,CNEP,CNMA
- شركات التامين الوطنية : SAA,CAAT,CAAR,CCR .

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم.

- بنك خاص : UNION BANK .

رابعا :المؤتمن المركزي للسندات : Algérie clearing

.1.4تسميته ووضعه القانوني : تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 4/03 المؤرخ في 2003/02/17 وهو شركة ذات أسهم تحمل تسميته تجارية الجزائر للتسوية تخضع للقانون الأساسي وتعين مسيره بموافقة وزير المالية بعد استطلاع .COSOB .

.2.4المساهمين فيه : المساهمين المؤسسين هم 05 بنوك عمومية و03 شركات مسعرة في البورصة وهي الاوراسي , رياض سطيف , وصيدال وتقدر المساهمة الدنيا 2 مليون دج والمساهمة في رأس ماله مفتوحة للشركات المدرجة والوسطاء الماليين بنك الجزائر والخزينة العمومية المساهمان بقوة القانون .

.3.4الأوراق المالية المقبولة في عملياته :

- ✓ سندات الخزينة العمومية .
- ✓ سندات الدين القابلة للتداول.
- ✓ أسهم هيئات المصدرة على أساس القوانين الأجنبية .

.5.4وظائف المؤتمن المركزي للسندات :

- ✓ يدير حسابات الأوراق المالية الجارية لصالح ماسك الحسابات حافظ السندات وبذلك يحفظ الأوراق المالية ويسهل مابين الوسطاء الماليين .
- ✓ ينفذ العمليات على الأوراق المالية التي تقررها الشركات المدرجة "دفع أرباح الأسهم دفع فوائد السندات".
- ✓ نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالي .

.6.4 ايجابيات المؤتمن المركزي للسندات:

- ✓ يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الأوراق المالية .[1]

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق التجارية المعمقة، تخصص مالية وبنوك ،جامعة المدية 2006.

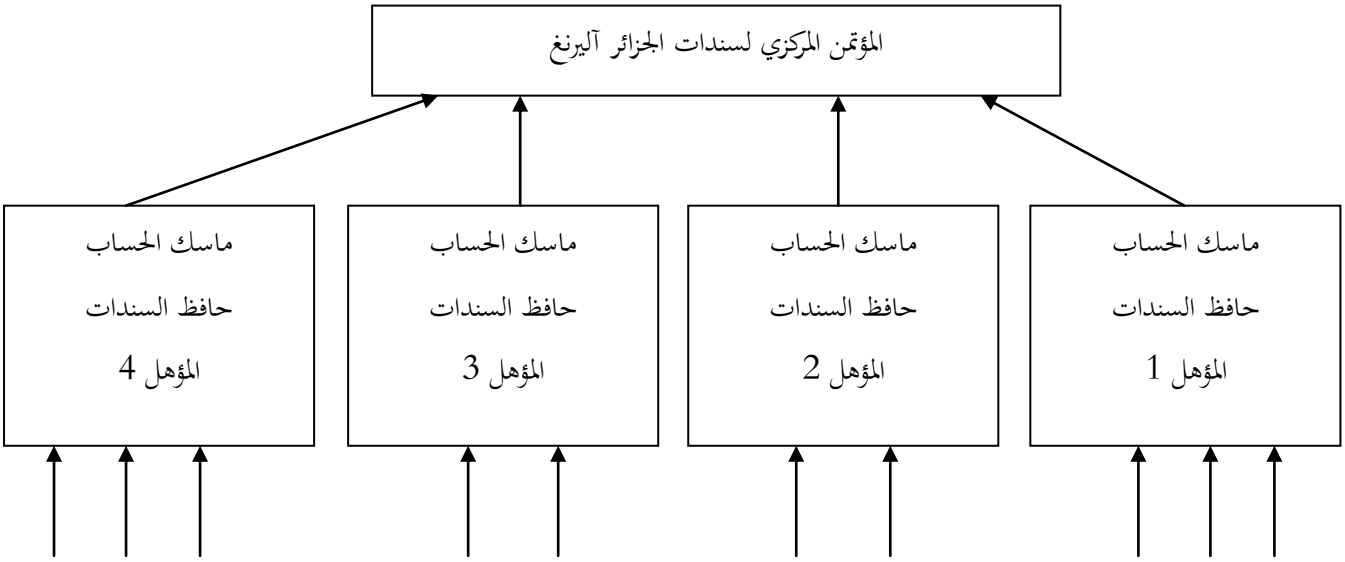
- ✓ يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية .
- ✓ يسمح لمصدري الأوراق المالية بان يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للادخار.
- ✓ يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات.

.7.4شركاؤه : ماسك الحسابات وحافظ السندات يمكن أن يكون ماسك الحساب وحافظ السندات عبارة عن مؤسسات مالية وسطاء شركات مدرجة إما بالنسبة للشروط لابد أن تتوفر في ماسك الحسابات وحافظ السندات عدة شروط :

- ✓ يجب أن يكون معتمد من طرف COSOB .
- ✓ أن تتوفر لديه الوسائل لامادية والبشرية اللازمة لذلك .
- ✓ أن يتمثل لمبادئ محاسبة الأوراق المالية .
- ✓ أن يكون لديه ترتيبات لحماية أرصدة الزبائن.
- ✓ أن ينخرط في المؤتمن المركزي للسندات.

ويمارس المؤتمن المركزي على السندات مهامه تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

الشكل رقم (1.4): الهيكل التنظيمي لمؤتمن المركزي لسندات الجزائر آليرنغ



المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة .

خامسا :هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

يدخل تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في إطار إنشاء السوق المالي بمقتضى القانون 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 والتي تهدف إلى تكوين حافظة القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير وهي مؤهلة بمجمع الادخار مهما يكن قريب لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة التوظيف محددة تمثل المخزون في أولئك الذين لا يرغبون استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند فيتعهدون إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ادخار اتهم في السوق المالية والتي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فالنسبة للهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات أسهم تتكون الحافظة من 60/100 أسهم وهيئات التوظيف الجماعي ذات سندات تتكون من 60/100 سندات والنقدية 60/100 من أدوات السوق النقدية أما بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي المتنوعة لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في المحفظة المالية فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشيط للمحفظة يتم التمييز بين نوعين أي عائلتين من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهما : [1]

- ✓ شركة استثمار ذات رأس مال متغير.
- ✓ والصندوق المشترك للتوظيف.

.1.5 مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

هناك مجموعة من المزايا تقدمها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهي :

- ✓ إمكانية الشراء والبيع في أي وقت.
- ✓ الحصول من خلال الحافظة على أنواع مختلفة من السندات (جميع الأوراق المتداولة في السوق المالية والغير مالية) .
- ✓ تسيير تقوم به محترفون.
- ✓ إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين .

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم 2016 ،مرجع سابق..

2.5 تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

يتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في البداية إيداع ملف اعتماد لدى COSOB ويتضمن ما يلي :

- مشروع القانون الأساسي فيما يخص شركة استثمار ذات رأس مال متغير ومشروع نظام فيما يخص الصندوق المشترك للتوظيف .
- البيانات المتعلقة بمسيري هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة .
- تنظيم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والوسائل المخولة لها .
- تحديد رأس المال بالنسبة للشركة الاستثمار المتغير ب 5 مليون دج ورأس مال الصندوق المشترك للتوظيف ب 1 مليون دج .

3.5 تسيير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طور النشاط من خلال إصدار رأسمالها وحصصها وتسويقها لدى الجمهور غير أن هذه المرحلة تكون مسبوقة نشر وثيقة إعلامية تسمى النشرة الإعلامية تؤشر عليها قانون COSOB وتتمثل المعلومات فيما يلي :

- تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- سياسة التوظيف.
- ملومات تخص المؤسستين والمسيرين .
- سير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- كيفيات الإكتتاب والشراء .

تتولى مراقبة هيئات توظيف الجماعي للقيم المنقولة للمؤسسة التي تراقب قانونيا أعمال التسيير وهما :

- محافظ الحسابات المكلف بالتصديق على الكشوف المالية .
- جنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

المطلب الثالث : الإدراج في بورصة الجزائر

قبل أن يقرر مسيرو المؤسسة إدخال أو عدم إدخال قيمهم في البورصة يتوجب عليهم أن يقوموا بوزن محاسن ومساوئ هذا القرار وفي حالة القرار بالقبول يجب أن يتم في أحسن الظروف وبهذا الصدد فان هؤلاء المسيرين يواجهون نوعين من القيود .

- ❖ **قيد مادي** : كتشغيل ملف واختيار وسيط لعملية البورصة.
- ❖ **قيد استراتيجي** : الذي يتمثل في قياس نتائج مثل هذا القرار على حياة المؤسسة .

1. إجراءات الإدراج :

1.1 ملف الإدراج :

إن المؤسسة التي ترغب أن يتم قبولها في البورصة يجب أن تقدم لـ COSOB ملف معلومات يتضمن أربع (04) ملفات :

- **الملف الأول** : وثائق عامة حول المؤسسة .
- **الملف الثاني** : وثائق متعلقة برأسمال المؤسسة .
- **الملف الثالث** : وثائق اقتصادية ومالية.
- **الملف الرابع** : وثائق قانونية .

الملف الأول : وثائق عامة حول المؤسسة :

رسالة تطلب من خلالها المؤسسة قبول أسهمها وسنداتها للتداول في البورصة وتتضمن : [1]

- الاسم والنظام الداخلي القضائي للمؤسسة التي تطلب الإدراج .
- تاريخ التسجيل في السجل التجاري ورقم الإثبات الجبائي .
- تاريخ طلب قيم المؤسسة في البورصة.
- طلب رسمي يحدد مبلغ عدد صنف ومصدر الأسهم أو السندات التي ترد المؤسسة تسجيلها في لائحة

[1] www.cosob.com.dz تاريخ الإطلاع:2018/04/28

الأسعار.

- وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها.[1]
- قائمة أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المراقبة بالإضافة إلى أهم مسيري المؤسسة .
- يجب أن تكشف المؤسسة على كل نزاع قيد المحاكمة .
- قائمة المؤسسات المكلفة بالخدمات المالية للمؤسسة .
- نسخة عن النشر في النشرة الرسمية في الإعلانات القانونية للبيان .
- مشروع البيان الإعلامي الخاضع لـ COSOB .

الملف الثاني : الوثائق المتعلقة برأسمال الشركة

- العدد الكلي للسندات المصدرة والمبلغ الكلي للإصدار وتاريخه بالإضافة إلى المبلغ الصافي .
- الأنشطة التي تم تمويلها من المبلغ المتحصل عليه من الإصدار والمبلغ بالتدقيق .
- عدد المساهمين في صنف الأسهم واسهم المساهمين المهمين الذين يمتلكون أكثر من 5 % من رأس .المال الاجتماعي والعدد بالترتيب للأسهم التي يمتلكونها.
- شهادة توزيع قانونية ومصادقة من طرف احد مسيري المؤسسة .[2]

الملف الثالث : الوثائق الاقتصادية والمالية

- تعليمة حول نشاطاتها الصناعية والتجارية .
- الوضعية المالية للمؤسسة مرفوقة بالميزانية للخمس (05) سنوات السابقة للطلب .
- نسخ من حساب النتائج .
- جدول توزيع الأرباح وتقرير تحليلي يوضح الأرباح والخسائر .

الملف الرابع : الوثائق القانونية

- خمس نسخ من القوانين الأساسية الموضحة لآخر وضعية لها .[3]

[1] تقرير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2010 .
[2] تقرير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مرجع نفسه.
[3] شمعون شمعون، مرجع سابق ، ص 87 .

- خمس عينات من الشهادات لكل صنف من القيم المنقولة .
- خمس نسخ تشهد أن المؤسسة قد سددت الضرائب المستحقة .
- وثيقة لكل العقود الهامة والتي تكون المؤسسة طرف فيها.

كما تتأكد أيضا COSOB من قانونية الشروط وقابلية التفاوض على الأوراق التي تم طلب قبولها

2.1 شروط الإدراج :

تماشيا مع القوانين المعمول بها فان القيم المنقولة والتي يمكن أن يتم قبولها بالتفاوض في سوق البورصة تخضع للشروط التالية :

1.2.1بالنسبة للأوراق موضوع القبول :

- يجب أن يتم إصدار القيم المنقولة من طرف شركة أسهم .
- يجب تحرير كل الأسهم .
- يجب أن يتم توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور بما لا يقل عن 300 مساهم .
- إن السندات موضوع طلب القبول يجب أن تكون موزعة على 100 مكتب على الأكثر.

.2.2.1بالنسبة للشركة الطلبة لقبول قيامها :

- يجب أن يكون لديها رأس مالها أكثر من 100 مليون دج.
- يجب أن تقوم بنشر عدد من الأوراق يمثل 20 % على الأقل من رأسمالها الإجمالي.
- يجب أن تقوم بنشر أوضاعها المالية المصادق عليها في السنتين السابقتين للسنة الجارية التي قدمت خلالها طلب القبول .
- يجب أن تقدم مذكرة إعلامية تكون COSOB قد صادقت عليها .
- يجب أن تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة السابقة للطلب .
- إذا كان لابد من التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الأصول قبل دخولها في البورصة اذ يتعين عليها إعلام COSOB بذلك .

المبحث الثاني : واقع بورصة الجزائر

إن تطبيق السياسات المالية بأدواتها المختلفة في الجزائر لا يزال في المرحلة الابتدائية ,كما ان مؤشرات المرحلة المستقبلية في ظل التغيرات التي تشهدها البلاد , من خلال الانتقال الى اقتصاد السوق تفرض عليها تحديات حادة لابد من الاستعداد لمواجهتها ولا يتحقق ذلك إلا بتكامل جهود في سبيل تنسيق مختلف السياسات المالية الرامية إلى تطوير السوق المالي في الجزائر .

المطلب الأول : الشركات المدرجة في البورصة

لقد تم إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر وبموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ 1993/05/23 ويوجد في البورصة حاليا أربع مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الاقتصادي , بعد أن تحصلوا على تأشيرة قبول من لجنة البورصة وهذا من الدعوة العامة للادخار أي فتح رأس مال للمؤسسات , وهذه المؤسسات هي :

- مجمع صيدال
- أليانس للتامين
- مؤسسة تسيير فندق الاوراسي
- دحلي
- رويبة

أولا :مجمع صيدال

لقد سبقت عملية إدخال صيدال إلى البورصة عدة اجتماعات تمهيد بين لجنة البورصة ومسؤولي الشركة بغرض تحديد طرق انجاز هذه العملية وكان دخولها وفق العملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت دون المرور بالسوق الأولي[1] يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 2 مليار دج مقسمة إلى 10.000.000 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج سهم , مجموع العرض 20 % من رأسمال الاجتماعي للمؤسسة , وحدة سعر العرض بـ 800 دج مدة الاكتتاب من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999. 1

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم 2008 ,مرجع سابق .

ثانيا :مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

هي مؤسسة متخصصة في مجال الخدمات الفندقية السياحية تم تدشينه في 2 ماي 1975 , واخذ شكل مؤسسة ذات أسهم يقدر رأسمالها بـ 2 مليار دج على شكل 6000.000 دج سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم , امتدت فترة الاكتتاب من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999 وكانت قيمة الإصدار للسهم 400 دج .

ثالثا : شركة دحلي DAHLI

تعتبر مؤسسة (دايوو الجزائر للفنادق والترفيه والعقارات) مؤسسة ذات أسهم برأسمال قدره 20.882.040.000 دج وقد تأسست في 09 أكتوبر 1996 بعد تعديل وضعيتها من المؤسسة الاقتصادية المختلطة DAHLI التي تم إنشائها في 24 ماي 1988 ما بين ONAFEX وشركة DAEWOO عقد التنازل لمدة 40 سنة المبرم سنة 2001 مع مديرية أملاك الدولة أصبح من بعد بيع بالتنازل والذي ينبغي ان يقضي الى التنازل كامل بعد الانتهاء من مشروع الجزائر مدينة .

تمارس شركة DAHLI نشاطها في ميدان العقارات والأعمال (برج مركز الأعمال الجزائر) كما إنها تنشط أيضا في الميدان السياحي خاصة الفندقة (فندق هيلتون) بالإضافة الى نشاطاتها في الميدان الخدماتي مثل إيجار مساحات لاستغلالها كمكاتب كما تمتد نشاطاتها الى خدمات مرتبطة بهذه النشاطات السابقة .

رابعا : أليانس للتامين

أليانس للتأمينات , شركة ذات أسهم تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 195-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 والصادر عن الوزارة المالية , والمتعلقة بفتح سوق التأمينات بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (رقم 122/05) انطلق نشاط الشركة سنة 2006 بواسطة القيام بجميع عمليات التامين وإعادة التامين .

أليانس للتأمينات هي شركة تختص في تامين جميع الفروع , وهي مملوكة من قبل القطاع الخاص , تحظى الشركة بثقة أكثر من 300 ألف مؤمن حيث حققت في نهاية سنة 2009 عائدا إجماليا قدره 2.80 مليار دينار ونتيجة صافية قدرها 312 مليون دينار .

أليانس للتأمينات متواجدة في جميع مناطق الجزائر إذ أن التطور الذي عرفته شبكتها التجارية سمحت لها مع نهاية سنة 2009 بافتتاح 116 مركز إنتاج مهيكلة تحت مظلة ثمانية وكالات رئيسية و35 وكالة مباشرة , و46 وكيلا و27 ملحقة , موزعة على 35 ولاية .

تمتلك أليانس للتأمينات فرعين :

1- ATA (Algérie Touring assistance) شركة ذات أسهم أنشأت عام 2006 مع شراكة Algérie Touring club وهي مختصة في تقديم المساعدة للأشخاص حيث تملك أليانس للتأمينات ما يقارب 74.99 % من حصة الشركة

2- اورافينا orafina شركة ذات مسؤولية محدودة مختصة في تطوير برامج الإعلام الآلي أنشأت عام 2008 يبلغ رأسمالها 10 ملايين دينار جزائري حيث تمتلك أليانس للتامين ما يقارب 60 % من حصة الشركة

خامسا :شركة رويبة

إن دخول شركة رويبة كان بموجب اقتراح من مجلس الادارة الذي انعقد بتاريخ 27 ماي 2011 حيث تم تقديم هيكلة العملية لمساهمي الشركة خلال الجمعية العامة العادية المنعقدة بتاريخ 22 ماي 2012 مع العلم انه سيتم التداول في بورصة الجزائر ابتداء من 7 جوان 2013 ،حيث تم طرح 2.122.988 سهم بقيمة 400 دج .

ومن بين الأهداف الإدراج في البورصة من قبل شركة رويبة :

- فتح قناة دائمة للحصول على الأموال خاصة توفر السيولة للمؤسسة بدائل تمويلية توافق طموحاتها
- تمكين سيولة أكثر لأسهم المساهمين وخاصة خروج المستثمر المؤسساتي أفريك إنفاست طبقا لأحكام وشروط دخوله في رأس مال المؤسسة في 2005 .
- تأكيد على الالتزام القطعي للمؤسسة في مسار تبني قواعد الحوكمة الرشيدة التي من شانها أن تدعم تألقها واستمرارها .

- تأسيس سمعة المؤسسة تجاه زبائنها وتجاه كل شركائها الاقتصاديين من خلال المؤسسات المدرجة في البورصة هو دلالة عن إستراتجية المتبعة من اجل وضع أسس قوية ومتينة حيث تسعى كل من شركة تسيير القيم المنقولة وبورصة الجزائر تم دخول حوالي 120 شركة خلال 2018 محلية وأجنبية وبذلك تكون قد حققت المطلوب .

المطلب الثاني : تقييم أداء بورصة الجزائر

يتم تقييم أداء بورصة الجزائر من حيث :

أولا :من حيث عدد الشركات [1]

تعتبر الشركات المدرجة من بين الأسباب التي تعمل على تفعيل وتطوير البورصة وفيما يلي سنتعرف على تطور عدد الشركات في كل من بورصتي الجزائر وتونس .

الجدول رقم (1- 1) : عدد الشركات لمدرجة

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجزائر	5	5	5	5	5	5	5
تونس	57	59	65	81	78	79	81

المصدر : صندوق النقد العربي , قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية الربع الرابع , العدد 87 سنة 2016 ،ص 83 .

يؤثر عدد الشركات المدرجة في البورصة على حجم السوق فارتفاع هذا المؤشر يعكس ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد غير أن عدد الشركات يجب أن يرتبط بحجم رأسمالها حتى يتسنى لها التأثير الايجابي على اقتصاد كل بلد , وبتتبع هذا المؤشر في بلدان الدراسة (تونس , الجزائر) نجد انه في الجزائر وعلى الرغم من اقتراح مؤسسة عمومية عند انطلاقة البورصة ثم انتقاؤها من المجمعات العمومية خلال 1999 لفتح رأسمالها

[1] عمور حدة , تيفوري فاطمة الزهراء , دراسة شاملة للأسواق المالية المنظمة –دراسة مقارنة بورصة الجزائر وتونس– ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ،تخصص مالية وبنوك ،طبعة 2016–2017 , جامعة المدية , ص 78.

للقطاع الخاص , ومن بين هذه المؤسسات حضيت شركة صيدال ورياض سطيف فقط بالموافقة على الإدراج في البورصة وبقي هذا العدد ثابت خلال السنوات الأخيرة من 2011-2017 .أما في بورصة تونس فقد كان عدد الشركات في ارتفاع مستمر فبعد ان كان العدد 21 شركة سنة 1994 واستمر التزايد حتى يصل إلى 81 شركة سنة 2014 ليعاود الانخفاض إلى 79 شركة وهذا بسبب اندماج بعض الشركات ثم عاود الارتفاع سنة 2017 إلى 81 شركة .

ومما سبق نلاحظ ضيق حجم السوق ،وهذا ما عكسه قلة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، ومنه فان الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في هذه السوق تكون محدودة ،وهذا مالا يشجع على الاستثمار لان المستثمر يبحث عن تنويع محفظته المالية وكذا على سوق نشط يسمح له بتحقيق اكبر عائد وبما ان بورصة الجزائر تتميز بضعفها وبمحدودية الاستثمارات، فان التعامل بالشراء بالهامش في هذه السوق غير موجود لان البيئة غير ملائمة كونه أداة حديثة من أدوات الهندسة المالية .

ثانيا : من حيث القيمة السوقية

تختلف القيمة السوقية من بورصة لأخرى وهذا بفعل التغيرات التي تطرأ على العملة المحلية لها وفيما يلي جدول يوضح تطور القيمة السوقية لبورصتي الجزائر وتونس .

الجدول رقم (2-1) : القيمة السوقية بالدينار والدولار

البلد	العملة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجزائر	بالدينار.الجزائري (مليون)	10.181	10.041	9.889	9.735	9.702	9.716	9.698
	بالدولارالأمريكي (مليون)	135.6	127.2	124.7	110.7	90.6	88.0	84.6
تونس	بالدينار التونسي (مليون)	14.4524	13.7797	14.1201	17.3244	17.8299	19.3003	21.3241
	بالدولار الأمريكي(مليون)	9.6478	8.8742	8.5899	9.2950	8.7363	8.7621	8.9394

المصدر : صندوق النقد العربي , مرجع سابق ص 78 .

بالنسبة لبورصة الجزائر لقد انخفضت هذه القيمة لتبلغ نحو 135.6 مليون دولار في نهاية الربع الرابع لسنة 2011 أي ما يقدر بـ 0.9 مليون دولار بالمقارنة مع الربع الثالث من العام 2011 وفي سنة 2012 ارتفعت القيمة السوقية لتبلغ نحو 127.2 مليون دولار، في نهاية الربع الرابع أي أكثر بنحو 1.3 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث لنفس السنة , نلاحظ انه في سنة 2013 كان هناك ارتفاع مقدر بـ 124.7 مليون دولار مع نهاية الربع الرابع من نفس السنة مقارنة مع الربع الثالث حيث كانت القيمة أكثر بنحو 2.4 مليون دولار من العام الجاري , سجلت هذه القيمة ارتفاع طفيف في العملة المحلية لسنة 2014 , فيما تراجعت قيمتها بالدولار الأمريكي , وقد ساهم في ذلك التراجع انخفاض سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال هذه الفترة والمقدر بنحو 5.7 بالمائة , حيث أظهرت البيانات تحسن طفيف في القيمة السوقية مقومة بالدينار الجزائري بنحو 35 مليون دينار جزائري إلا ان هذه القيمة (مقومة بالدولار الأمريكي) سجلت تراجع بنحو 5.7 مليون دولار , ووصلت الى 110.7 مليون دولار من الربع الرابع 2014 , سجلت القيمة السوقية تراجعا طفيفا في سنة 2015 لتصل الى 90.6 مليون دولار أمريكي , وانعكاسا للتحسن في مؤشرات الأسعار سجلت القيمة السوقية تراجع طفيف في الربع الرابع من 2016 قدر بـ 88.0 مليون دولار أمريكي لينخفض بعدها الى 84.6 مليون دولار امريكي سنة 2017 .

اما فيما يخص بورصة تونس فكانت التغيرات في القيمة السوقية للربع الرابع من عام 2011 قدرت بـ 9.65 مليار دولار أي لأقل بـ 220 مليون دولار امريكي بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية العام الحالي ويرجع هذا التراجع في القيمة السوقية المقومة بالدولار الى تراجع سعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار , وفي سنة 2012 بلغت هذه القيمة نحو 8.87 مليار دولار في نهاية هذا الربع الرابع أي اقل بنحو 0.67 مليار دولار بالمقارنة مع الربع الثالث اما في سنة 2013 ارتفعت القيمة السوقية بنحو 280 مليون دولار في نهاية الربع الرابع ووصلت نحو 8.69 مليار دولار , حيث وصلت هذه القيمة الى 9.55 مليار دولار في نهاية الربع الرابع لسنة 2014 أي اقل بنحو 220 مليون دولار امريكي وسبب هذا التراجع ناتج عن انخفاض سعر صرف الدينار التونسي، مقابل الدولار وتماشيا مع التراجع في مؤشرات الأسعار سجلت هذه القيمة انخفاضا ربعيا قدر بـ 8.7 مليار دولار , ومع التحسن في مؤشرات الأسعار سجلت هذه القيمة تحسن ربعيا قدر بـ 8.8 مليار دولار مما سبق نرى ان انخفاض القيمة السوقية في بورصة الجزائر يؤثر سلبا على استقرار هذه

السوق وهذا ما يحد من حجم الاستثمار ومنه التعامل بالشراء بالهامش فيها لان المستثمر يبحث عن سوق مستقرة تسمح له بتحقيق اكبر عائد بأقل مخاطرة .

ثالثا : نشاط التداول [1]

ينقسم نشاط التداول إلى :

.1.3 أحجام التداول : تختلف أحجام التداول بالدولار الأمريكي عن العملة المحلية في كل من البورصتين:

الجدول رقم (3–1) : أحجام التداول بالدينار والدولار

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجزائر	بالدينار الجزائري (مليون)	46.020	22.046	20.896	18.866	13.244	22.440	18.170
	بالدولار الامريكي (مليون)	613.0	279.3	263.4	214.5	123.7	203.3	158.5
تونس	بالدينار التونسي (مليون)	539.5	590.9	360.1	79.2	83.6	82.9	32.9
	بالدولار الامريكي (مليون)	360.2	380.5	219.1	42.5	41.0	37.6	13.3

المصدر : صندوق النقد العربي , مرجع سابق.ص 23 .

قدر حجم التداول في بورصة الجزائر للربع الرابع من سنة 2011 بـ 613.0 ألف دولار , ليتراجع سنة 2012 ليصل الى 279.3 ألف دولار أمريكي للربع الرابع من نفس السنة .

ويشهد تراجع مستمر في القيمة للسنوات 2013 , 2014 حتى يصل إلى ما يقارب 123.7 ألف دولار سنة 2015 ليعاود الارتفاع في الربع الرابع من سنة 2016 يقدر بـ 203.3 ألف دولار ثم انخفض إلى

1 صندوق النقد العربي،مرجع سابق،ص79 .

158.5 دولار أمريكي، أما في بورصة تونس فقد كانت أحجام التداول في ارتفاع مستمر في الربع الرابع للسنتين 2011 بقيمة 360.2 مليون دولار , 2012 بقيمة 380.5 مليون دولار , ونتيجة لتراجع في المؤشرات الأسعار شهدت أحجام التداول انخفاض مستمر في الربع الرابع في السنوات 2013 بقيمة 219.1 مليون دولار , 2014 بقيمة 42.5 مليون دولار , 2015 بقيمة 41.0 مليون دولار , 2016 بقيمة 37.6 مليون دولار لينخفض إلى 13.3 مليون دولار،

.2.3 عدد أيام التداول :

تختلف أيام التداول في كل من البورصتين وهذا ما يوضحه الجدول الموالي :

الجدول رقم (3–2) : عدد أيام التداول

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجزائر	52	42	42	42	42	42	42
تونس	64	62	62	67	63	63	62

المصدر : صندوق النقد العربي , مرجع سابق الذكر ،ص 78 .

نلاحظ ان في بورصة الجزائر عدد ايام التداول في الربع الرابع من سنة 2011 قدرت بـ 25 , وقد كان هناك تراجع ربعي ثابت في السنوات 2012-2013 , 2014-2015 , وصولا الى 2017 كان مقدر بـ 24 أي انخفاض حجم التداول اليومي في البورصة .

أما في بورصة تونس فقد كانت أكثر نشاطا من حيث عدد أيام التداول بحيث كانت تقدر بـ 64 في الربع الرابع 2011 الى انها انخفضت في كل مرة من الربع الرابع 2012-2013 حيث قدرت بـ 62 , لتعاود الارتفاع في سنة 2014 حيث كانت مقدرة بـ 67 , لتنخفض في الربع الرابع من 2015-2016 لتصل الى 63 ثم انخفض إلى 62 يوم سنة 2017 .

3.3 عدد الأسهم المتداولة :

نلاحظ اختلاف عدد الأسهم المتداولة في كل من بورصة الجزائر وتونس وهذا ما يوضحه الجدول الموالي :

الجدول رقم (3–3) : تطور عدد الأسهم

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجزائر (ألف)	80.9	38.0	34.3	33.5	33.1	61.016	86.0
تونس (مليون)	72.8	63.0	54.4	666.6	611.3	534.9	202.3

المصدر : صندوق النقد العربي مرجع سابق ،ص82 .

نلاحظ ان عدد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر خلال الربع الرابع من سنة 2011 نحو 80.9 ألف سهم اما في سنة 2012 بلغت 38.0 ألف سهم لتواصل هذه القيمة الانخفاض 34.3 ألف سهم خلال سنة 2013 , فيما شهد عدد الأسهم استقرار نسبيا في سنة 2014 حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 33.5 ألف سهم , وفي 2015 بلغت ما يعادل 33.1 ألف سهم لتعاود الارتفاع في الربع الرابع من سنة 2016 بحيث قدرت بـ 6101.6 ألف سهم لينخفض الى 86.0 سنة 2017 .

أما عن عدد الأسهم المتداولة في بورصة تونس فكانت خلال 2011 كانت تساوي 72.8 مليون سهم وقد شهدت انخفاض في الربع الرابع من 2012 قدر بـ 63.0 مليون سهم ونلاحظ انه في الربع الرابع من 2013 فقد انخفض عدد الأسهم المتداولة قدر بـ 54.4 مليون سهم ولكنه ارتفع بالمقارنة مع الربع الثالث من العام نفسه 34.6 مليون سهم ,كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو 486 مليون سهم وليصل هذا العدد الى نحو 666.6 مليون سهم خلال الربع الرابع من 2014 , غير ان عدد الأسهم المتداولة عاود الانخفاض سنة 2015 وقدر بـ 611.3 مليون سهم ,كان هناك تحسن ملحوظ لتطور عدد الأسهم المتداولة والربع الرابع من 2016 مقارنة بالربع الثالث لنفس السنة حيث ارتفع بنحو 319 مليون سهم ليصل العدد الى 534.9 مليون سهم لينخفض 202.3 سنة 2017 .

4.3 متوسط التداول اليومي :

فيما يلي نوضح متوسط التداول اليومي للبورصتين في الجدول التالي :

الجدول رقم (3–4) :متوسط التداول اليومي

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجزائر (ألف)	24.52	11.64	10.98	8.94	5.15	8.47	6.60
تونس (مليون)	5.6	6.1	3.5	0.6	0.7	0.6	0.2

المصدر : صندوق النقد العربي : مرجع سابق ،ص 76 .

نلاحظ ان متوسط التداول اليومي لبورصة تونس للربع الرابع من سنة 2011 شهد انخفاضا قدر بنحو 5.6 مليون دولار مقارنة مع 3.6 مليون دولار للربع الثالث من العام ذاته , كما ارتفع هذا الأخير للربع الرابع من سنة 2012 حيث قدر بـ 6.1 مليون دولار , لكنه سرعان ما انخفض في الربع الرابع من العام الموالي ليصل الى 3.5 مليون دولار بعد ما كان في الربع السابق 2.5 مليون دولار , اما في العام 2014 فقد شهد انخفاض شديد في متوسط التداولات قدر بـ 0.6 مليون دولار بقي الانخفاض مستمرا في هذا الأخير في كلا السنتين المواليتين 2015 قدر بـ 0.7 مليون دولار , اما سنة 2016 فقد قدر بـ 0.6 مليون دولار لينخفض الى 0.2 مليون دولار سنة 2017 .

أما بالنسبة لبورصة الجزائر فقد كان متوسط التداول اليومي لسنة 2011 قدر بـ 24.52 ألف دولار , وقد كان هناك تحسن مقارنة بالربع الثالث لنفس السنة حيث بلغ نحو 22.2 ألف دولار , اما في عام 2012 فقد كان هناك انخفاض طفيف ربعيا قدر بـ 11.64 ألف دولار , ورغم الانخفاض المستمر والقليل إلا انه يعتبر هناك تحسن فيه فقد كان في الربع الرابع من سنة 2013 يساوي 10.98 ألف دولار مقارنة بالربع الثالث لنفس السنة حيث بلغ 10.5 الف دولار على الرغم من ذلك تواصل الانخفاض لكل من سنة 2014 قدر بـ 8.54 ألف دولار , اما سنة 2015 قدر بـ 5.15 ألف دولار , ولكن خلال الربع الرابع من 2016 عاودت القيمة الارتفاع .

.5.3 معدل دوران السهم :

يختلف معدل دوران السهم في كل من بورصة الجزائر وبورصة تونس كما سيبينه الجدول الموالي :

الجدول رقم (3–5) : معدل دوران السهم

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الجزائر (%)	0.45	0.22	0.21	0.19	0.14	0.23	0.19
تونس (%)	3.73	4.29	2.55	0.46	0.47	0.43	0.15

المصدر : صندوق النقد العربي : مرجع سابق ،ص 23 .

نلاحظ ان معدل دوران السهم في بورصة الجزائر للربع الرابع من سنة 2011 ارتفع من 0.41 في المائة خلال الربع الثالث الى 0.45 في المائة خلال الربع الرابع كما انخفض معدل دوران السهم في الربع الرابع من سنة 2012 وقدر بـ 0.22 في مائة ومع انخفاض عدد الأسهم المتداولة بقي معدل دوران السهم في انخفاض مستمر لسنة 2014 بمقدار 0.19 في المائة وليصل في سنة 2015 الى 0.14 في المائة ثم عاود الارتفاع ليشهد تحسن ملحوظ رافق التحسن في عدد الأسهم المتداولة للربع الرابع من سنة 2016 وقدر بـ 0.23 في المائة ثم انخفضت سنة 2017 الى 0.19 بالمائة .

اما في بورصة تونس فقد كانت النتائج حول معدل دوران السهم كالتالي لربع الرابع من سنة 2011 قدر بـ 3.73 في المائة وقد انخفض هذا الأخير بالمقارنة مع الربع الثالث لنفس السنة 3.97 في المائة كما ارتفع معدل دوران السهم في الربع الرابع من سنة 2012 ليبلغ 4.29 في المائة , ومع انخفاض عدد الأسهم المتداولة في بورصة تونس رافق ذلك انخفاض في معدل دوران السهم لسنة 2013 قدر بـ 2.55 في المائة وليصل سنة 2014 الى 0.46 في المائة , ليشهد تحسن طفيف في سنة 2015 قدر بـ 0.547 في المائة , اما في نهاية الربع الرابع من سنة 2016 قدر بـ 0.43 في المائة ليواصل الانخفاض الى 0.15 بالمائة

ان الضعف الكبير في نشاط التداول في بورصة الجزائر سواء تعلق ذلك بحجم التداول او بعدد أيام التداول او عدد الأسهم المتداولة او معدل دوران الأسهم أدى الى ضعف التعامل بالمتاجرة بالهامش نظرا لضعف الطلب على الأوراق المالية في هذه السوق.

المبحث الثالث: معوقات وأفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا في موضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان المختلفة وقد جاء هدا الإيمان لدى البلدان بان هذه الأسواق سوف تساعد على تنمية اقتصادها إلا انه ولعدة ظروف وجدت بورصة الجزائر كغيرها من البورصات حديثة النشأة عراقيل عدة لا بد من تشخيصها حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شانها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة في بورصة الجزائر .

المطلب الأول : معوقات بورصة الجزائر

توجد مجموعة من المعيقات التي تعرقل فعالية البورصة في الجزائر تتمثل فيما يلي :

أولا : المعوقات الاقتصادية

هناك مجموعة من المعوقات الاقتصادية التي أثرت ولا تزال إلى حد الساعة تؤثر على نشاط المؤسسات الجزائرية العمومية منها أو الخاصة ،كما أثرت على السير الحسن لبورصة الجزائر ونذكر منها : [1]

1.1 التضخم : وذلك من خلال تأثيره على الادخار ،إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا ،حيث يدفع التضخم ذوي الدخول الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.وبالتالي نفاذ مدخراتهم يقودهم إلى عدم الاستثمار وبالتالي تقليل التعامل بالشراء بالهامش.

.2.1 السوق الموازية : إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فان وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه ادحاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية ،أي أن السوق الموازية تعتبر قناة لجذب مدخرات الأشخاص على حساب المتاجرة بالشراء بالهامش نظرا للأرباح الكبيرة والسريعة المحققة في هذه الأسواق .

[1] لطرش سمير ،كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم ،أطروحة دكتورة ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير ،جامعة قسنطينة ،2010 ، ص306.

3.1. ضعف الحوافز الجبائية : ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو انه اخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين،زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين،كل هذه الضرائب تضعف مرودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية لذا فان الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري .

ثانيا : المعوقات السياسية والتشريعية

1.2.المعوقات السياسية :

من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية،بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى،إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب،والانقلابات العسكرية والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.ولكن خلال العشرية الأخيرة من الناحية السياسية أصبحت الجزائر تبعث على الاطمئنان أي أن الواقع السياسي ينعكس على المجال الاقتصادي فالبلد الغير مستقر يقل فيه الاستثمار لارتفاع درجة المخاطرة وبالتالي الشراء بالهامش لا يمكن تجسيده في هذه البلدان لما يتطلبه من ضمانات مقدمة للبنوك والسماسرة وكذا الاستقرار في أسعار الأوراق المالية .[1]

2.2 المعوقات التشريعية :

طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر،نجد انه يشترط وجود إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم،إلا أن اغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27 أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت بتاريخ 1997/05/21 رغم أن المرسوم التشريعي10-93 المؤرخ في 1993/05/23 قد نص صراحة على إنشائها.ومنه ضعف المنظومة

1 بوكساني رشيد،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة الجزائر ،ص279 .

التشريعية وعدم تطبيق القوانين يؤدي إلى عدم تطول المعاملات في بورصة الجزائر وبالتالي عدم استعمال الشراء بالهامش.

ثالثا :المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية

.1.3 العائق الاجتماعي والثقافي:إن العامل الديموغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى ذلك فان العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل اكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا ما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر، كما نجد غياب الثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع و ذلك لجعل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها ،التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس الواعين من اجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة وبالتالي ضعف التعامل بالشراء بالهامش.

.2.3 العائق الديني :إن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العنصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي وبالتالي عدم التعامل بالشراء الهامشي الذي يتعامل بالقروض من جهة وبالأوراق المالية من جهة أخرى، وهذا من شانه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لابد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

رابعا: المعوقات التنظيمية

.1.4 قلة المؤسسات المدرجة :

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة ،فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زادت المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح .وما يلاحظ في بورصة الجزائر، هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ذلك لان عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدودة جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات وهذا ما يعيق نمو البورصة. [1]

[1] بوكساني رشيد،مرجع سابق ،ص 340.

.2.4 **عدم تنوع الأوراق المالية** :يعد التنويع احد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية،تفسح لهم مجالا واسعا لاختيار ما يلاءم إمكانياتهم،أهدافهم أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاث أصناف من الأوراق المالية،مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية الآمر الذي يرفع من حجم المخاطر،ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

.3.4 **سير عمل البورصة** :حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرتين في الأسبوع، وذلك كل اثنين وأربعاء من الساعة 09:30 إلى 11:30 صباحا ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال الأسبوع مما يعرقل السير الحسن للتعاملات.

فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم،فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر،كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك سبعة مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عملية البورصة.

المطلب الثاني : آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذا السوق وتتجلى هذه الرعاية في عدة مظاهر للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر والمتمثلة في : [1]

1.محاربة الاقتصاد الموازي:

إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجبائية والرفع من مردوديته دون المساس بمبدأ العدل الجبائي وكذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي

.2 إصلاح النظام الجبائي

وهذا الأثر أدى إلى تطوير البورصة من ناحيتين :

[1] بوكساني رشيد , مرجع سابق، ص 340.

1.2 الأثر على الاستثمار :تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال , ومن تم معدل العائد على الاستثمار وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الاستثمار مع التكلفة الحدية له . لذا فان تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شانه ان يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الاستثمار ونتيجة ما تقدم لابد ان تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يسهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من ثم معدلات العوائد ويخفض تكلفة الاستثمار بعد الضريبة وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومنه الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية

2.2 الأثر على القرارات التمويلية للشركات: تمثل تكلفة التمويل احد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية , وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختيارات الشركات لمصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي حيث القرارات التمويلية تتأثر بالسياسة الضريبية لمصادر تمويل الاستثمارات اذ ان المعاملة الضريبية تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم هيكل تمويل الشركة لاستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية .

لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة وذلك من خلال منح الامتيازات والإعفاءات الضريبية .[1]

3 . تخفيض سعر الفائدة :

ان تخفيض سعر الفائدة من شانه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية

[1] بوكساني رشيد , مرجع سابق, ص 343.

.4 تسريع عملية الخوصصة

تعتبر البورصة آلية من آليات الخوصصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية , مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة , وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق

. 5 . تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة

يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي وكل من البنك المركزي والبنوك التجارية دور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي :

.1.5 دور البنك المركزي : يلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش وتفعيل دور البورصة وذلك عن طريق

- السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وضمان الاكتتاب بها .
- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات .
- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية .

. 2.5دور البنوك التجارية : كما تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق :

- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار ومن ثم سوق التداول .
- تسويق وترويج أسهم الشركات الجديدة او القائمة .
- التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية وإضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية .

المطلب الثالث : التعاون الدولي من أجل تحسين بورصة الجزائر

شاركت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها العضو العادي في المنظمة الدولية للجان القيم , في الاجتماع السنوي للجنة الأسواق الناشئة الذي جرى في مدينة اسطنبول (تركيا) وعلى سبيل التذكير فان لجنة الأسواق الناشئة هي لجنة من لجان المنظمة الدولية للجان القيم وتضم البلدان الأعضاء التي تعتبر السوق المالية فيها سوقا ناشئة وهذه اللجنة تعقد اجتماعا كل سنة في بلد من البلدان الأعضاء , لمناقشة مواضيع ذات الاهتمام المشترك بينها ولقد شارك رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وأمينها العام في لجنة الأسواق الناشئة وتم تكريس الدورات المخصصة للأعضاء في المنظمة الدولية للجان القيم لتقديم التقارير عن مجموعات العمل المختلفة التي جرى إنشاؤها ضمن لجنة الأسواق الناشئة ما يأتي : [1]

أولا: على مستوى الأسواق الناشئة (IFRS) :

- ❖ تقييم مدى تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية .
- ❖ مدى فاعلية التدخلات في الأسواق الناشئة.
- ❖ الضبط الفعال لتنازع المصالح على مستوى الوسطاء .
- ❖ مراقبة المعلومات وتبادلها كالحالة الخاصة في كل من البرازيل وتركيا .
- ❖ إلغاء عمليات السداد وصناعة صناديق الاستثمار في تركيا , ولقد تم تكريس الجزء الثاني من اللقاء لعقد ثلاث (3) مجموعات عمل انصبت على المواضيع الآتية:

- ✓ الهندسة المالية الشاملة الجديدة بما يتصل مع التدابير الجديدة المتخذة في وضعية الأزمة المالية .
- ✓ هل يعتبر القائمون بضبط الأسواق الناشئة مجهزة فعلا للقيام بتسيير الخطر الموجود في النظام .
- ✓ سوق سندات الاستحقاق في الأسواق الناشئة .

ثانيا : مقترحات تمس الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر

1.2تجزئة سوق البورصة : يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين : سوق رسمية وسوق ثانية

يتم التداول في السوق الرسمية يتداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط

[1] تفيدة عبد الله , مرجع سابق ص 127.

إما السوق الثانية فيتم تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية

فالبورصة في الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق بسبب الوضعية المالية بالرغم من ان البورصة سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها , ومن اجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء.[1]

2.2 مكننة أنظمة التداول : لابد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم , وذلك من اجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الانترنت , وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدته الأسواق العالمية وذلك من اجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق

.3.2 تعزيز الشفافية والإفصاح : بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين اهتمت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلبات بما يتلاءم مع المعايير الدولية فمن جانب السوق يتوجب على لجنة تنظيم البورصة تسريع نطاق المعلومات والبيانات والإفصاح عنها سواء تلك المعلومات متعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ضف إلى ذلك البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية وفي جانب أخر على شركة إدارة البورصة إصدار مؤشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات في الأسواق الناشئة (IFRS) .

- تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية .
- مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في هذا اللقاء كانت فرصة سائحة لما يأتي :

✓ الإطلاع على مدى التفكير في التدابير المتخذة في ميدان السوق المالية ضمن سياق تميزه الأزمة العالمية .

✓ انتهاز فرصة حضور الخبراء والممثلين من مختلف البلدان للنقاش وتبادل التجارب في مجال تطوير السوق المالية وعصرنتها.

[1] بوكساني رشيد , مرجع سابق, ص 333 .

- ✓ اغتنام وجود ممثلي اللجان المماثلة لربط اتصالات وتحديد محاور التعاون وبهذه الصفة فان لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كانت قد أخطرت لجنة السوق المالية باسطنبول لتوطيد علاقات التعاون ولاسيما في ميدان تكوين الإطارات من الجزائريين .

ثالثا : المعهد الفرانكفوني للضبط المالي IFREF :

انشأ بمبادرة هيئات ضبط الأسواق المالية الفرانكفونية ويهدف هذا المعهد إلى تعزيز التعاون والتبادل بين أعضائه .وتتمثل مهمته في تعزيز التدريب والتنسيق والتعاون التقني فيما بين أعضائه ودراسة أي مسالة تتعلق بالضبط المالي وهو مخول لاتخاذ أي إجراء ضروري لتحقيق الأهداف التالية : [1]

- ✓ الشروط القانونية للاعتماد وممارسة نشاط مقدمي الخدمات في مجال الاستثمار والحالة المقارنة بالممارسات الموجودة حاليا , وفي هذا الإطار تم تقديم التجارب الحاصلة في كل من بلجيكا والمغرب وتونس وكندا .
- ✓ معرفة الزبون والعراقيل التي تحول دون هذه المعرفة وخصوصا ضمن سياق السوق الناشئة .
- ✓ تحديد أصناف الزبائن.
- ✓ تعزيز واجبات تقديم المعلومات قبل الخدمة وبعدها .
- ✓ تقييم الطابع الملائم المناسب للخدمة , جودة الخدمات التي يقدمها مقدم خدمات الاستثمار ولاسيما منها قاعدة التنفيذ الأمثل .

كما انصبت النقاشات حول المحاور الآتية :

- ✓ حماية أموال الزبائن على صعيدين اثنين .
- ✓ مقارنة وقائية تتجسد من خلال وضع الترتيبات وآليات التي تستبق وقوع الإختلالات والصعوبات أمام الوسطاء والمؤتمنين وكذا تفادي وقوع تنازع المصالح بكيفية تساعد في ضمان أحسن حماية لأموال الزبائن .

[1] تقيدة عبد الله , مرجع سابق، ص 128.

- ✓ العقوبات المسلطة على مقدمي خدمات الاستثمار , ويتعلق الأمر خصوصا بالعقوبات التأديبية والإدارية , التوبيخ والغرامات والتجميد المؤقت عن ممارسة النشاطات ... الخ .

رابعا : صندوق ضمان الودائع (فرنسا)

في إطار تنفيذ عملية وضع صندوق ضمان الزبائن المنصوص عليه بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة والمتمم بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 وعملا على إثراء الأشغال التي تم الشروع فيها في هذا الإطار سنة 2009 وقد يتكون من إطارين (2) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في فرنسا .

ولقد سمحت هذه المهمة للوفد بالإطلاع على آليات سير صندوق الضمان خاصة منها النقاط المتعلقة بما يأتي

- ✓ كيفيات تدخل الصندوق .
- ✓ موارد الصندوق ومختلف ضمانات المساهمات.
- ✓ حماية المستثمرين .
- ✓ دور سلطة الرقابة الاحترازية وكيفية تدخلها .
- ✓ طريقة حساب مساهمات المنتسبين إلى صندوق ضمان الودائع وبالفعل اثر هذه المهمة الدراسية تم إدخال بعض التعديلات في نظام لجنة تنظيم 03 عمليات المؤرخ في 9 سبتمبر 2004 والمتعلقة بصندوق الضمان في البورصة ومراقبتها رقم 04 ويتعلق الأمر بما يأتي :

- ❖ تأسيس لجنة استشارية للتسيير تتكون من ممثلي المنتسبين إلى الصندوق الذي يتمثل دورهم في إبداء أراء معللة وتعديهما للجنة .
- ❖ تعديل دورية دفع الاشتراكات لكي تصبح سنوية بعدما كانت تدفع كل ستة أشهر .
- ❖ تأسيس حق الانتساب وتعديل قواعد وعاء الاشتراكات.

وان مشروع هذا النظام لم يتم اعتماده وسوف تجرى دراسة الموضوع في إطار إصلاح السوق المالي.

خلاصة الفصل :

لقد تطرقنا في الفصل الثالث إلى بورصة الجزائر التي تعتبر حسب الاقتصاديين تعبير عن التطهير والإصلاحات لاستعادة التوازنات الكبرى والاستقرار المالي .

حيث تبين لنا إن بورصة الجزائر كان لها اثر ايجابي على بعض المؤسسات وذلك في المدى القصير مما أدى بالمؤسسة والدولة إلى تحمل خسائر كبيرة بسبب عدم وجود سوق حقيقي لبورصة الجزائر ضف إلى ذلك نقص الخبرة في مجال المعاملات المالية في البورصة كما تطرقنا الى مقارنة بورصة الجزائر مع بورصة تونس.

لذلك يجب النظر في كل هذه العوامل ومحاولة معالجة الاختلالات فيها من اجل تحقيق الأهداف التي تصبو إليها بورصة الجزائر.

خاتمة :

تكتسي البورصة أهميتها في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية،حيث تقوم بتجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار من اجل تحقيق النمو الاقتصادي الوطني ، وهي بهذا تلعب دورا هاما في الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على تخصيص الموارد وتحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة إليها .

ويعتبر الشراء بالهامش نوع من أنواع المعاملات الحديثة التي تتم في الأسواق المالية المنظمة حيث تسمح هذه الآلية للمستثمر بشراء كمية اكبر من الأوراق المالية مع عدم قيامه بدفع كامل قيمتها من موارده الذاتية .

لقد أصبح تطوير الأسواق المالية أمرا بالغ الأهمية وهذا ما أدى إلى ضرورة الاهتمام بتطوير هذه الأسواق في الجزائر إلا أنها تتباين من سوق لأخر من حيث درجة التنظيم والتطوير،لكن رغم كل هذا مازالت هذه الأخيرة تعاني من مشاكل تعيق نشاطه وتضعف فعاليتها .

أولا: النتائج

وعليه وبناءا على الأهداف الموضوعة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة على الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

1. يمكن اعتبار أن البورصة في الجزائر تجربة متواضعة مقارنة مع ما وصلت إليه البورصات في الدول المتقدمة وحتى بعض الدول النامية.
2. .بالنسبة لتداول الأوراق المالية فان بورصة الجزائر تقتصر على السندات و الأسهم العادية وهذا نتيجة الصعوبات التقنية التي تتعرض لها عند إصدار وتداول أوراقها المالية.
3. في حالة عدم قيام المستثمر بالوفاء بمتطلبات شركة السمسرة فان ذلك يعطي الحق لشركة السمسرة في بيع كامل أسهمه لو جزء منها بدون استشارته.
4. يعتبر الشراء بالهامش ذو مخاطر عالية وقد لا يتناسب مع كافة المستثمرين.

5. إن الوضع الذي تعيشه بورصة الجزائر لعديد من المعوقات سواء الهيكلية في الاقتصاد الوطني أو طبيعة الهيكل التنظيمي أو ما يتعلق بالجانب الثقافي والديني.
6. نقص عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر يقلل من نشاطها و نقص حركة التداول فيها مما يؤثر على كفاءة السوق المالي فيها.
7. نقص ثقافة البورصة لدى المجتمع الجزائري والخوف من الخسارة نظرا لضعف مستوى الدخل عند الفرد يجعل الأفراد يبتعدون كليا عن الاستثمار في البورصة.

ثانيا : اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى :البورصة هي آلية لتداول الأوراق المالية عن طريق الجمع بين طرفين احدهما عارض للورقة المالية والأخر طالب لها. ويتم التعامل في البورصة وفق لآليات تسمح من خلالها تسعير الورقة المالية والمتمثلة في أسهم وسندات مطروحة للتداول وهي **صحيحة** لان البورصة تعتبر سوق مالي منظم يتم فيه تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها ،كما أن آليات التعامل في البورصة تعتمد على تقديم أوامر للوسطاء من خلال تحديد الورثة المالية والسعر المتفق عليه وفق نظام التسعير السائد في السوق.

الفرضية الثانية : تتم المتاجرة بالشراء الهامشي عن طريق الاقتراض لشراء الأوراق المالية على أن تكون تلك الأوراق المالية ذاتها ضمانا للأموال المقترضة وهي **صحيحة** لان الشراء بالهامش هو دفع المشتري جزء من المال واقتراض جزء أخر من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه لشراء كمية اكبر من الأوراق المالية ثم رهن هذه الأوراق المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض.

الفرضية الثالثة : يمكن للشركات المدرجة في البورصة أن تكون الحلقة الأقوى في تمويل وحدات الاستثمار وهي فرضية **صحيحة** فعدم التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار ووفقا لتقرير صندوق النقد العربي فالشركات الجزائرية لا تعتمد على معايير

دولية إضافة إلى ضعف سيولتها من خلال عدد العمليات التي تبرم يوميا والتي قد لا تحدث في بعض الأيام في بورصة الجزائر.

ثالثا : المقترحات

1. على الشركات المدرجة في السوق المالي ان تعمل على الإفصاح والشفافية عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين في السوق المالي بدون تكاليف.
2. إصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها مما يساعد المستثمر من اختيار الأوراق المالية المربحة للاكتتاب العام في البورصة لأجل تطوير وتنشيط السوق المالي الجزائري.
3. على المستثمر أن يراجع بعناية اتفاقية الشراء الهامشي قبل توقيعها أخذا في الاعتبار ظروفه الما وأهدافه الاستثمارية وقدرته على احتمال المخاطر قبل القيام بتلك العمليات.
4. زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على اللجوء للاستثمار في البورصة.
5. لا يجوز التداول وفقا لنظام الشراء بالهامش إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها معايير تضعها إدارة البورصة.
6. بالنسبة لبورصة الجزائر تنويع الأوراق المالية المتداولة لزيادة الخيارات أمام المستثمرين.

رابعا : أفاق البحث

كغيره من البحوث يحتاج هذا البحث إلى جهود إضافية من قبل الباحثين يكتمل،خاصة الساحة العربية وبورصة الجزائر خاصة في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع لمواكبة تحديات العصر الحديث. ومنه فإننا نطرح أفاق علمية جديدة تتمثل في :

1. دراسة كافة الأسواق المالية النامية ومقارنتها بالأسواق المتقدمة .
2. .مدى تطبيق أدوات الهندسة المالية في أسواق الدولة النامية .
3. الأسواق المالية المتقدمة وإمكانية تطبيق آليات عملها في بورصة الجزائر.

1. قائمة الكتب

1- أمين عبد العزيز ، الأسواق المالية ،دار قباء الحديثة للطباعة والنشر ،القاهرة ، 2004 .

2-أرشد فؤاد التميمي ،أسامة عزمي سلام ،الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة ،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الطبعة الأولى سنة 2004 ،

3-أشرف محمد دواية ،نحو السوق المالية الإسلامية ،دار السلام للنشر ،الطبعة الأولى ،مصر 2006.

4-جبار محفوظ ،تنظيم وإدارة البورصة ،الطبعة الأولى ،سنة 2002 .

5-حسني على خربوش ،الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات ،دار الزهران ،الأردن 1998 .

6-حمزة محمد الزبيدي ،الاستثمار في الأوراق المالية ،دار الوراق للنشر ،الأردن 2004 .

7-سمير عبد الحميد رضوان ،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخابر ودور الهندسة في المالية في صناعة أدواتهادار النشر للجامعات ،الإسكندرية 2005 .

8-سيد سالم عرفة ،إدارة المخاطر الاستثمارية ،دار الراية للنشر والتوزيع ،الأردن 2009 .

9-شعبان محمد إسلام البروبري ،بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي دراسة تحليلية ،نقدية ، دار الفكر الجامعي بدمشق ،2002 .

10-شمعون شمعون ،بورصة الجزائر ، الأطلس للنشر ،الجزائر ،2000 .

11-صلاح الدين حسين السيسي ،بورصة الأوراق المالية ،الطبعة الأولى ،2003 .

12-طارق عبد العالي حماد ،المشتقات المالية مفاهيم إدارة المخاطر ، محاسبة ، الدار الجامعية للنشر ، طبعة 2001 ،القاهرة .

13-طارق عبد العالي حماد ،دليل التعامل في البورصة ،كلية التجارة ،جامعة عين الشمس ، الطبعة 2007 .

14-عبد الكريم قندوز ،المشتقات المالية ،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، 2014 .

15-عبد الغفار حنفي ،البورصات ،أسهم وسندات وصناديق الاستثمار ، جامعة الإسكندرية ، المكتب العربي الحديث ، 1999 .

16-عبد الغفار حنفي ،بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر 2003 .

17-فتحي سليم ،سليم غزال ،حكم الشرع في البورصة ،دار الوضاح للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية عمان ، الأردن ، 2008 .

18-محسن أحمد الخضيري ،كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ،اينراك للتوزيع والنشر ، الطبعة الطبعة 1996.1997 .

19-محمد يوسف ياسين ،بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية الجديدة للنشر ،مصر 2003 .

20-محمد شحات الجندي ،معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية ،دار النهضة العربية للنشر ، القاهرة 1998 .

21-محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ، دار النفائس للنشر ، الأردن 1999 .

22-محمد عثمان بشير ،المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ،دار النفائس للنشر ،الطبعة الأولى ،الأردن 1996 .

23-محمد عبد الحميد محمد عطية ،الاستثمار في البورصة ،كلية التجارة ،جامعة الأزهر ، الطبعة 2011 .

24-محمد يونس . اقتصاديات النقود والبنوك ،دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع ،الإسكندرية ، 2010 .

25-مجيد الموسوي ،البورصات ،أسواق المال وأدواتها ،مؤسسة الشباب للنشر والتوزيع ،الإسكندرية 2005 .

26-منير إبراهيم الهندي ،الفكر الحديث في إدارة المخاطر ،منشأ المعارف ،الجزء الثاني ،الإسكندرية 2003 .

27-محمد صالح الحناوي ،أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،دار الجامعية للنشر والتوزيع ،الطبعة الثانية ،مصر 1998 .

28-محمود محمد الداغر ،الأسواق المالية_مؤسسات وأوراق وبورصات ،دار الشروق للنشر والتوزيع عمان ،الأردن ،2005 .

29-وسام ملاك ،البورصات والأسواق المالية العالمية ،الجزء الأول ،دار المنهل اللبناني ،مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر ،لبنان ،2003 .

30-يوسف كمال محمد ،المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج ،دار النشر للجامعات ،الطبعة الثالثة ، القاهرة 1998 .

2. المذكرات والرسائل :

1-بن أعمر بن حاسين ،فعالية الأسواق المالية في الدولة النامية ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود مالية وبنوك ،جامعة أبي بكر بلقايد ،تلمسان ،2013 .

2-بوكساني رشيد ،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر ،2006 .

3- تقيدة عبد الله ،بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها ،مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية ،الطبعة 2012.2013 .

4- سامية زيطاري ،ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر ،2004 .

5- عمور حدة ،تيفوري فاطمة الزهراء ،دراسة شاملة للأسواق المنظمة ،مقارنة بورصة الجزائر وتونس ،مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ،تخصص مالية وبنوك ،طبعة 2016.2017 .

3. مطبوعات

1- سعيدي فاطمة الزهراء ،محاضرات في الأسواق التجارية المعمقة ،تخصص مالية وبنوك ،جامعة المدية 2006 .

4. التقارير

1- لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة ، مجموع القوانين ،نوفمبر 2017.

2- منشورات شركة إدارة بورصة القيم المنقولة 2016.

3- المادة 02 من نظام لجنة ومراقبة عمليات البورصة ،96-03 المؤرخ في 1996/07/03 .

4- هيئة السوق المال الفلسطينية ،التمويل بالهامش ،الإدارة العامة للبحث والتطوير ،فلسطين سنة 2010 .

5- الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية ،دليل المستثمر لشراء الأوراق المالية بالهامش ،الجزء 19 .

6- صندوق النقد العربي ،قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ،النشرة الفصلية الربع الرابع ،العدد 87 ، السنة 2016 .

7- تقرير السنوي , لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها , الصادر بتاريخ 2018/04/10

5. مواقع الانترنت

1.http:www.EFSA.com.vu 03/02/2018

2.http//www.sgbv.dz/ar/sgbv.vu 20/04/2018

3.http// www.cosob.com.dz.vu 28/04/2018

4. darhmachora@yahoo.com.vu 14/05/2018

مقدمة

المستخلص

خاتمة

الفصل الأول:

الإطار النظري للبورصة

الفصل الثاني:

الشراء الهامشي

الفصل الثالث:

دراسة حالة ببورصة الجزائر

قائمة الأشكال والجداول

الفهرس

قائمة المراجع